

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**  
**NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101007/B/2020/421000161244

**VPLYV NEKONVENČNEJ MENOVEJ POLITIKY NA ÚVERY  
PODNIKOM V KRAJINÁCH EUROZÓNY**

**Bakalárska práca**

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**  
**NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

**VPLYV NEKONVENČNEJ MENOVEJ POLITIKY NA ÚVERY  
PODNIKOM V KRAJINÁCH EUROZÓNY**

**Bakalárska práca**

**Študijný program:** Financie, bankovníctvo a investovanie

**Študijný odbor:** Ekonómia a manažment

**Školiace pracovisko:** Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

**Vedúci záverečnej práce:** doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.



### **Čestné vyhlásenie**

Čestne vyhlasujem, že bakalársku prácu som vypracoval samostatne a uviedol som všetku použitú literatúru uvedenú v závere práce.

Michal Vajda

## **Pod'akovanie**

Touto cestou chcem pod'akovať doc. Ing. Jane Kotlebovej, PhD. za konzultácie, usmernenia a profesionálne rady, ktoré mi pomáhali pri písaní tejto bakalárskej práce.

## Abstrakt

VAJDA, Michal: *Vplyv nekonvenčnej menovej politiky na úvery podnikom v krajinách Eurozóny*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúca práce: doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2020, 70 s.

Cieľom bakalárskej práce je zhodnotiť vplyv nekonvenčných menových nástrojov a opatrení na vývoj úverov podnikom v Eurozóne, posúdiť, kedy boli efektívne a naopak, kedy sa ich účinok neprejavil v požadovanej miere. Práca sa skladá z piatich kapitol. Obsahuje 19 grafov a 4 schémy. Úvodná kapitola charakterizuje jednotlivé typy nekonvenčných menových politik a prináša prehľad opatrení, ktoré boli prijaté v jej jednotlivých vlnách. Druhá kapitola vysvetľuje význam podnikov pre ekonomiku a venuje sa alternatívam ich financovania. Tretia kapitola opisuje metódy skúmania a spôsoby analýzy, ktoré prispeli k naplneniu podstaty práce. Štvrtá kapitola predstavuje analytickú časť, v ktorej sme skúmali dopady nekonvenčnej menovej politiky na makroekonomické ukazovatele a rast úverovania nefinančných spoločností. Záverečná kapitola porovnáva výsledky práce s teoretickými očakávaniami.

**Kľúčové slová:** nekonvenčná menová politika, úvery podnikom, kľúčové úrokové sadzby

## Abstract

VAJDA, Michal: *Impact of Unconventional Monetary Policy on Corporate Credits in Euroarea Countries*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Thesis Supervisor: assoc. prof. Ing. Jana Kotlebová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2020, 70 pp.

The aim of this bachelor thesis is to evaluate the impact of unconventional monetary instruments on corporate loans in Euroarea countries. The thesis is divided into five chapters. It includes 19 graphs and 4 schemes. The introductory chapter explains the individual types of unconventional monetary policies and provides the overview of applied measures in Euro Area in respective waves. The second chapter emphasises the importance of business for economics and deals with alternatives of their funding. The third chapter describes the methods of research and methodology of analysis. The fourth chapter contains the analytical part in which we verified the impact of unconventional monetary policy on macroeconomic indicators as well as on loans to non-financial corporations. The final chapter compares the results of the thesis with theoretical expectations.

**Key words:** unconventional monetary policy, loans to non-financial corporations, key interest rates

# Obsah

Úvod .....	9
1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí .....	10
1.1 Nástroje menovej politiky Eurosystemu.....	11
1.2 Nekonenčná menová politiku Eurosystemu.....	14
1.2.1 Charakteristika nekonenčných nástrojov .....	15
1.2.1.1 Nástroje nekonenčnej menovej politiky.....	15
1.2.1.2 Politika kvantitatívneho uvoľňovania .....	16
1.2.1.3 Politika úverového (kreditného) uvoľňovania.....	17
1.2.1.4 Kombinácia kvantitatívneho a úverového uvoľňovania .....	18
1.2.2.1 Prvá vlna nekonenčnej menovej politiky (2008).....	18
1.2.2.2 Druhá vlna nekonenčnej menovej politiky (2010) .....	20
1.2.2.3 Tretia vlna nekonenčnej menovej politiky (2012).....	21
1.2.2.4 Štvrtá vlna nekonenčnej menovej politiky (2019).....	22
1.2.3 Exit stratégia nekonenčnej menovej politiky .....	25
2. Podnik, jeho ciele a financovanie.....	26
2.1 Význam podnikov pre ekonomiku .....	30
2.2 Cudzie zdroje podniku.....	32
2.2.1 Úvery .....	32
2.2.1.1 Klasifikácia úverov podnikom podľa vykazovania ECB.....	33
2.2.2 Podnikové dlhopisy .....	36
2.2.2.1 Emisia podnikových dlhopisov .....	37
2.2.2.2 Rating dlhopisov .....	38
2.3 Prehľad štúdií k predmetu skúmania práce .....	39
3. Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania .....	43
4. Výsledky práce .....	44
4.1 Efekty nekonenčnej menovej politiky na úvery podnikom .....	44
4.1.1 Zmena kvality ekonomického prostredia vplyvom nekonenčnej menovej politiky.....	46
4.1.2 Úvery podnikom.....	54
5. Diskusia .....	64
Záver .....	66
Zoznam použitej literatúry.....	67

# Úvod

Za efektívny výkon menovej politiky je zodpovedná centrálna banka, ktorá je častokrát označovaná aj ako menová autorita. Na jej riadenie využíva celú škálu rôznych nástrojov a opatrení. Primárnym cieľom centrálnych bánk vo svete je zabezpečiť cenovú stabilitu. Štandardne na zabezpečenie cenovej stability využívajú centrálny banky tzv. „konvenčné“ nástroje, ktorých uplatnením dosiahnu cieľové hodnoty makroekonomických ukazovateľov. V posledných rokoch však ekonomiku trápia turbulentné časy, v ktorých už tie „konvenčné“ nástroje nepostačujú na dosiahnutie cieľa menovej politiky. Ekonomická situácia je taká problematická, že efekt týchto nástrojov stráca na sile a už neovplyvňuje cieľové ukazovatele (napr. inflácia, HDP, rast úverovania podnikov...). Preto centrálny banky museli zaviesť nový typ nástrojov a opatrení, ktoré budú účinné v boji s nepriaznivou ekonomickou situáciou, tzv. nekonvenčné menové nástroje. Bakalárska práca sa zameriava na efekt týchto nekonvenčných nástrojov na vývoj úverov podnikom v rámci Eurozóny ako celku od roku 2012 až po začiatok roku 2020.

Teoretická časť bakalárskej práce je rozdelená na dve kapitoly. Prvá z nich špecifikuje podmienky, v ktorých sa uplatňuje nekonvenčná menová politika, charakterizuje jej nástroje a mapuje jej vývoj, ktorý je rozdelený do štyroch vln. Druhá kapitola opisuje prostredie podniku, charakterizuje jeho význam v podmienkach trhového hospodárstva a zameriava sa na alternatívy jeho financovania. Záver druhej kapitoly prepája obidve kapitoly a hodnotí účinky nekonvenčnej menovej politiky na hospodársky rast a rast úverovania podnikom prostredníctvom prehľadu empirického výskumu, ktorý bol realizovaný v danej oblasti.

Praktická časť analyzuje vývoj zmiešaných ekonomík v Eurozóne od roku 2012. Graficky znázorňuje vývoj dôležitých makroekonomických ukazovateľov, napr. HDP, inflácie, rast agregátu M3 a iné. Grafy sú doplnené komentármi, ako opatrenia nekonvenčnej menovej politiky vplývali na zmenu hodnôt týchto ukazovateľov. Následne rozoberá vývoj úverov podnikom podľa ich výšky a začiatočnej doby fixácie.

Na záver vyhodnotíme efekty a účinnosť nekonvenčných menových nástrojov a opatrení na rast úverovania podnikom a zhodnotíme, či prijaté opatrenia priniesli očakávaný výsledok, alebo máme v menovej politike stále medzeru, ktorú je potrebné vyplniť.

# 1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Menová politika je najčastejšie definovaná ako „*system opatrení v oblasti meny a úveru, ktorými sa majú presadiť zámery vydávateľa peňazí alebo poskytovateľa úveru.*“<sup>1</sup>

Až s príchodom kapitalizmu sa začíname stretávať s pojmom menová politika. Pred jeho vznikom boli v krajinách emisná a úverová politika od seba veľmi prísne oddelené. Emisnú politiku mal pod palcom štát, resp. panovník, ktorý do obehu emitoval peniaze, zatiaľ čo úverovú politiku realizovali úžerníci, a až neskôr banky. Takýto systém fungoval ešte aj v počiatočných formách kapitalizmu. Výrazným zlomom tohto systému bol vznik bankoviek ako úverových peňazí. Len čo sa stali bankovky prevládajúcou formou peňazí, pojmy emisná a úverová politika sa začali postupne spájať do pojmu menová politika.<sup>2</sup>

Dnes stojí na vrchole menovej politiky centrálna banka, alebo vo všeobecnosti menová autorita. Podľa toho, aký dopad má realizácia menovej politiky na peňažnú zásobu, rozlišujeme 3 typy menovej politiky:

- expanzívna menová politika – centrálna banka ju realizuje v čase recesie, prostredníctvom zníženia minimálnych rezerv a úrokových sadzieb chce zvýšiť množstvo peňazí v obehu danej krajiny a tým podporovať ekonomický rast,
- reštriktívna menová politika – centrálna banka ju realizuje v období expanzie ekonomiky, prostredníctvom zvýšenia minimálnych rezerv a úrokových sadzieb chce znížiť monetárnu bázu danej krajiny a tým zabrániť nadbytočnému prehrievaniu ekonomiky,
- neutrálna menová politika.<sup>3</sup>

Aby bola menová politika realizovaná efektívne, je vhodné aby si vyberala kompatibilné ciele, t.j. ciele, ktoré sa navzájom podporujú a nie sú medzi sebou v rozpore.

„*Pre selekciu cieľov menovej politiky, poznáme 3 kritériá výberu:*

- *merateľnosť cieľa – aby sme mohli hovoriť o merateľnosti, musíme mať k dispozícii presné a spoľahlivé údaje,*
- *dosiahnuteľnosť cieľa – menová autorita musí byť schopná daný cieľ splniť, preto ho musí najprv otestovať a zistiť či je vôbec dosiahnuteľný,*

---

<sup>1</sup> SOBEK, O. 2003. *Menová teória a politika*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. s. 66 ISBN 80-225-1618-X.

<sup>2</sup> SOBEK, O. 2003. *Menová teória a politika*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. s. 66 ISBN 80-225-1618-X.

<sup>3</sup> KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O. 2007. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. s. 88 ISBN 978-80-8078-092-0.

- *príbuznosť cieľa s vyššie postavenými cieľmi – výber medzicieľa podstatne závisí od jeho vzťahu ku konečnému cieľu a od zdroja nestability v ekonomike.*<sup>4</sup>

Primárnym cieľom menovej politiky je zabezpečiť cenovú stabilitu, tiež dlhodobý ekonomický rast a nízku nezamestnanosť. Cenová stabilita vo veľkej miere prispieva k tvorbe stabilného prostredia pre rozvoj podnikateľských aktivít.<sup>5</sup>

## 1.1 Nástroje menovej politiky Eurosystemu

Aby mohli menové autority plniť ciele, ktoré si stanovili, využívajú na to celú škálu nástrojov menovej politiky. V súvislosti s dynamickým ekonomickým prostredím sa mení aj povaha a význam menových nástrojov. „Klasická teória pri skúmaní vplyvu menových nástrojov na bankový systém ich rozdeľuje do dvoch skupín:

- *priame (administratívne) nástroje, ku ktorým zaraďujeme povinné vklady, pravidlá likvidity a úverové a úrokové limity a stropy,*
- *nepriame (trhové) nástroje, ku ktorým patria operácie na voľnom trhu, automatické operácie, minimálne rezervy a devízové intervencie.*<sup>6</sup>

Rozdiel medzi týmito skupinami je v ich vplyve na banky pôsobiace v rámci peňažného obehu. Priame nástroje sú síce účinnejšie a efektívnejšie, ale vo veľkej miere obmedzujú podnikateľskú činnosť komerčných bánk, preto v súčasnosti „menové autority preferujú nepriame nástroje, ktoré vytvárajú priestor pre slobodné rozhodnutie komerčných bánk o miere ich využitia.“<sup>7</sup>

### Operácie na voľnom trhu

Predstavujú hlavné nepriame menové nástroje, ktoré iniciuje Európska centrálna banka. Okrem iného rozhoduje aj o podmienkach realizácie použitého nástroja týchto operácií. „Operácie na voľnom trhu majú podobu:

- **priamych transakcií** – nákup alebo predaj prostredníctvom spotových alebo forwardových obchodov, s cieľom ovplyvňovania likvidity trhu. Pri priamom nákupe dochádza k zvýšeniu likvidity, pri priamom predaji naopak k jej zníženiu. Transakcie prebiehajú iba s obchodovateľnými aktívami.,

<sup>4</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 258 – 259 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>5</sup> JÍLEK, J. 2004. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2004. s. 426 ISBN 80-247-0769-1.

<sup>6</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 270 – 272 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>7</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 279 ISBN 978-80-8168-232-2.

- **reverzných transakcií** – sú používané buď vo forme repo obchodov alebo vo forme kolateralizovanej pôžičky. Sú dôležité najmä pri hlavných a dlhodobých refinančných operáciách. Na rozdiel od priamych transakcií môžu prebiehať aj s neobchodovateľnými aktívami.,
- **emisie dlhových certifikátov** – emisia sa realizuje kvôli zlepšeniu štrukturálnej pozície ECB vo vzťahu k Eurosystemu, pričom jej úlohou je sťahovanie likvidity z trhu,
- **devízových swapov** – ide o promptný nákup (predaj) domácej meny za cudziu menu a súčasne jej termínovaný predaj (nákup), ktorý má vplyv na objem likvidity,
- **prijímania termínovaných vkladov** – zmluvné strany si môžu uložiť svoje zdroje v národnej centrálnej banke. Prostredníctvom presunu likvidity do centrálnej banky, dochádza k zníženiu likvidity na trhu.“<sup>8</sup>

### **Automatické operácie**

Zmluvným partnerom „umožňujú zabezpečiť si peňažné prostriedky cez noc, a to buď pôžičkami od národnej centrálnej banky, alebo úložkami jednodňových vkladov na jej účet. Ich úrokové miery určujú interval, v rámci ktorého by sa mali pohybovať všetky trhové úrokové sadzby ostatných nástrojov, ktoré majú rovnakú dobu splatnosti. U automatických operácií rozpoznávame jednodňové refinančné a sterilizačné obchody.“<sup>9</sup>

V prípade jednodňových dohôd o spätnom odkúpení alebo jednodňových úverov so zábezpekou pri vopred stanovenej úrokovej sadzbe, hovoríme o refinančných obchodoch.

Sterilizačné obchody spočívajú v ukladaní jednodňových depozít zmluvných strán na účet národnej centrálnej banky pri vopred vyhlásenej úrokovej sadzbe.

### **Minimálne rezervy**

Ich význam spočíva v stabilizovaní krátkodobých úrokových mier peňažného trhu práve prostredníctvom vyrovnávania dočasných výkyvov likvidity. Minimálne rezervy sú úročené priemernou sadzbou hlavných refinančných operácií, pričom ak banky dávajú rezervy nad rámec, tie už úročené nebudú. Povinnosť tvorby a odvádzania minimálnych rezerv na účty v národných centrálnych bankách majú všetky úverové inštitúcie v Eurozóne.

<sup>8</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 280 - 281 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>9</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 282 ISBN 978-80-8168-232-2.

## Devízové intervencie

Túto skupinu nástrojov reprezentuje „*nákup (predaj) zahraničnej meny za euro, a to buď spotového, alebo termínovaného charakteru. Eurosystem ich zabezpečuje prostredníctvom rezervných prostriedkov transferovaných od národných centrálnych bánk.*“<sup>10</sup>

## Krátkodobé úrokové sadzby

Menová autorita ich upravuje a koordinuje podľa jej aktuálnej menovej politiky. V prípade rastu rizík útočiacich na aktuálny cieľ, zvyšuje miery sadzieb, aby zabránila rastu inflácie. Pri nedostatočnej likvidite bankového sektora, naopak centrálna banka znižuje úrokové sadzby, čo má za následok rast objemu monetárnej bázy. „*Do tejto skupiny významných úrokových sadzieb pre centrálnu banku zaraďujeme:*

- *minimálna ponúkaná úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie,*
- *úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody,*
- *úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody.*“<sup>11</sup>

So vznikom Hospodárskej a menovej únie sa zaviedli referenčné sadzby pre medzibankový trh. „*EONIA sa určuje ako vážený priemer úrokových mier z nezabezpečených jednodňových úverových obchodov v eurách, oznamovaných skupinou referenčných bánk.*

*EURIBOR vyjadruje úrokovú sadzbu, za ktorú je referenčná banka ochotná požiť peňažné prostriedky inej referenčnej banke, pričom sa počíta denne pre medzibankové depozitá s rôznymi splatnosťami. (najviac do 12 mesiacov).*“<sup>12</sup>

Za spoľahlivú referenčnú sadzbu sa považuje taká sadzba, ktorú nemôže žiadna inštitúcia ovplyvniť. V súvislosti s opätovným uvoľnením menovej politiky sa reformujú aj referenčné sadzby. Od 2.10.2019 zaviedla ECB novú referenčnú sadzbu €STR, ktorá je vďaka širšiemu záberu spoľahlivejšia ako EONIA. „*€STR vyjadruje veľkoobchodné nezabezpečené náklady na prijaté úvery a pôžičky bánk v Eurozóne. Pri výpočte €STR sa berie do úvahy širšie portfólio protistrán ako u EONIE. Zatiaľ, čo EONIA meria len náklady medzibankových pôžičiek, €STR meria aj náklady na získanie úverov od finančných protistrán (investičné fondy, dôchodkové fondy...).*“<sup>13</sup>

<sup>10</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 283 - 286 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>11</sup> KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O. 2007. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. s. 165 ISBN 978-80-8078-092-0.

<sup>12</sup> KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O. 2007. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. s. 166 ISBN 978-80-8078-092-0.

<sup>13</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK. 2019. *Goodbye EONIA, welcome €STR!* [elektronický zdroj]. [cit. 2020-01-19]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic->

EONIA, ako referenčný bod krátkodobých úrokových mier v Eurozóne, čoskoro zanikne. Až do posledného dňa jej platnosti, teda 3. januára 2022, správca inštitútu pre peňažné trhy stanovil hodnotu EONIE pevne na úrovni 8,5 základných bodov nad sadzbou €STR.

## 1.2 Nekonvenčná menová politiku Eurosystemu

V krízovom období klasická menová politika nestačí poskytovať stimuly pre peňažný trh. Menová autorita preto musí zmeniť svoju stratégiu a musí sa uchýliť k použitiu nekonvenčných nástrojov. *„Vychádzajúc z dostupnej teórie a doterajšej praxe možno tvrdiť, že v krátkodobom horizonte sa môžu stabilizácia cenovej hladiny a stabilizácia ekonomického rastu dostať do vzájomného rozporu. Z dlhodobého hľadiska však nízka inflácia vytvára podmienky pre stabilizáciu ekonomického rastu a jeho ďalší priaznivý vývoj. Naopak, vysoká inflácia negatívne ovplyvňuje rozhodovanie domácností a firiem, čo sa prejaví vo vzťahu medzi úsporami a investíciami. Vo svete plnom informácií a konfliktných signálov žiadna centrálna banka nie je schopná úplne ovplyvňovať očakávania súkromného sektora. V snahe vyvinúť efektívnosť komunikačnej stratégie centrálnej banky treba poznať, o aké informácie sa opiera súkromný sektor pri formovaní svojich očakávaní. Centrálna banka môže poskytnúť vhodnú kotvu pre rozhodnutia jednotlivých subjektov, ale len vtedy, ak nedochádza k väčším šokom.“<sup>14</sup>*

Podľa člena Výkonnej rady Európskej centrálnej banky L.B. Smaghiho, sa centrálna banka uchýľujú k nekonvenčnej menovej politike, ak:

- *„ekonomický šok je taký silný, že si vyžaduje stiahnuť základný operatívny cieľ menovej politiky (nominálne úrokové sadzby) až smerom k nule - v tejto situácii je uvoľňovanie konvenčných menových nástrojov nepostačujúce, preto na vyriešenie využíva centrálna banka menové stimuly prostredníctvom nekonvenčných nástrojov s cieľom zlepšiť podmienky financovania pri krátkodobých medzibankových úrokových sadzbách. Medzi tieto menové stimuly patria: zmena očakávaní dlhodobějších úrokových mier, zmena štruktúry bilancie centrálnej banky, rozšírenie bilančnej sumy centrálnej banky. Predpokladá sa že, zníženie úrokových sadzieb bude následne*

---

bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201907\_01~b4d59ec4ee.en.html?fbclid=IwAR1i7CMRttue8rIwtQYGwaK38O3KL3Wfvp5a7S6MEnbZqpbPJndkYvK3P68

<sup>14</sup> KOTLEBOVÁ, J. 2008. Finančná kríza núti centrálnu banku k precedensu. In : *Finančný manažment a controlling v praxi*. Bratislava : Iura Edition, 8/2008. s. 492 – 498 ISSN 1337-7574.

vplývať na *strednodobé a dlhodobé úrokové sadzby, čo v konečnom dôsledku môže podporiť rast aktivity reálnej ekonomiky.*

- *úroková sadzba je nad nulou, ale nefunguje transmisný mechanizmus menovej politiky – v tejto situácii si musí centrálna banka vybrať spomedzi dvoch možností: buď zníži krátkodobé nominálne úrokové miery vo väčšom rozsahu než za normálnych podmienok, alebo bude priamo riadiť transmisný proces použitím nekonvenčných prvkov.*<sup>15</sup>

### 1.2.1 Charakteristika nekonvenčných nástrojov

Ak už konvenčné nástroje nestačia plniť cieľ centrálnej banky, menová autorita musí hľadať alternatívne riešenia. Tvorcovia menovej politiky si musia pred ich zrealizovaním jasne definovať prechodné ciele, ktoré sa majú splniť. Môže ísť o ciele od poskytovania dodatočnej likvidity centrálnou bankou bankám až po zameranie na nedostatok likvidity v určitých segmentoch trhu. Po výbere najefektívnejšieho opatrenia si musia tvorcovia politiky dávať pozor na možné vedľajšie účinky nekonvenčných opatrení a najmä na vplyv na finančné zdravie súvahy centrálnej banky.<sup>16</sup>

#### 1.2.1.1 Nástroje nekonvenčnej menovej politiky

Ich primárnym cieľom je zlepšiť podmienky externého financovania. Môžu mať rôznu podobu, ale najčastejšie sa stretávame s dvomi väčšími skupinami nekonvenčných nástrojov:

- **politiky, ktoré priamo cielia náklady a schopnosť externého financovania** – tieto nástroje sú zamerané na podporu financovania pre viaceré subjekty trhu, najmä pre banky, domácnosti a nefinančné spoločnosti (podniky). Ich úlohou je redukovať interval medzi rôznymi formami externého financovania prostredníctvom ovplyvňovania cien akcií a tokov zdrojov v ekonomike. Menová autorita to môže doceliť napr. znížením reálnej úrokovej sadzby pri existujúcich očakávaniach, že v budúcnosti bude inflácia rásť.,
- **politiky, ktoré ovplyvňujú podmienky na trhu s aktívami rôznych splatností** - zväčšujú bilančnú sumu centrálnej banky

---

<sup>15</sup> SMAGHI, L. B. 2009. *Conventional and unconventional monetary policy*. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICBM) [elektronický zdroj]. Geneva, 28.04.2009. [cit. 2019-10-19]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>

<sup>16</sup> SMAGHI, L. B. 2009. *Conventional and unconventional monetary policy*. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICBM) [elektronický zdroj]. Geneva, 28.04.2009. [cit. 2019-10-19]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>

- podľa toho, aký trh aktív sa ovplyvňuje, delíme túto skupinu nástrojov na:
  - politiku kvantitatívneho uvoľňovania,
  - politiku úverového (kreditného) uvoľňovania,
  - kombináciu dvoch vyššie uvedených politík.<sup>17</sup>

### 1.2.1.2 *Politika kvantitatívneho uvoľňovania*

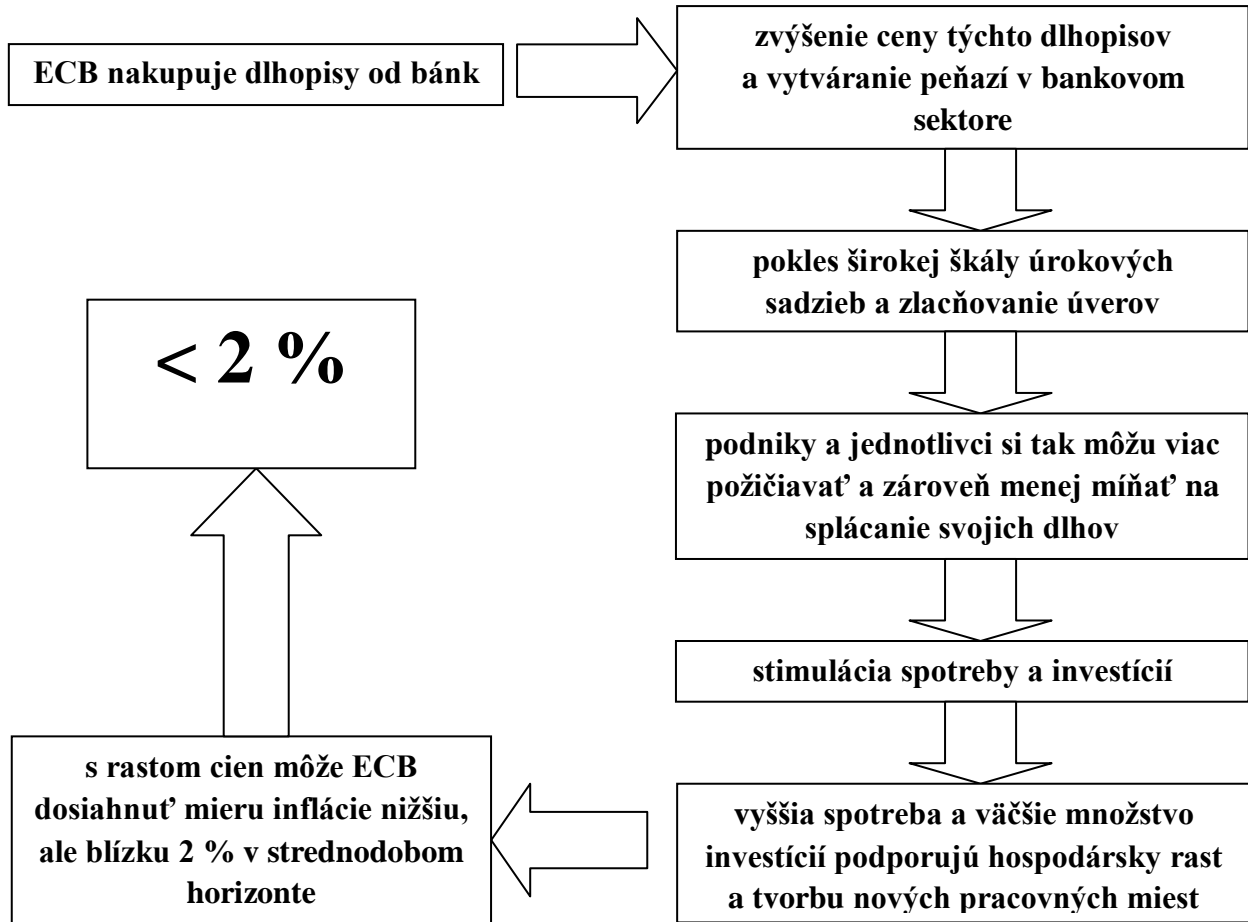
Ovplyvňuje sa trh bezrizikových aktív, napr. štátnych dlhopisov. Odkup týchto dlhopisov sa však realizuje na sekundárnom trhu. Politika kvantitatívneho uvoľňovania má zmysel, len ak sú úrokové sadzby nulové, alebo sa blížia k nule. „*V marci 2015 začala ECB v rámci svojich nekonvenčných opatrení menovej politiky nakupovať aktíva od komerčných bánk. Tieto nákupy aktív podporujú hospodársky rast v Eurozóne a pomáhajú vrátiť infláciu na úroveň nižšiu, ale blízku 2 %.*“<sup>18</sup> V nižšie uvedenej schéme si popíšeme ako proces kvantitatívneho uvoľňovania prebieha podľa Európskej centrálnej banky.

---

<sup>17</sup> KOTLEBOVÁ J. – CHOVANCOVÁ, B. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. s. 177 – 178 ISBN 978-80-8078-299-3.

<sup>18</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2019. *Ako funguje kvantitatívne uvoľňovanie ?* [elektronický zdroj]. Copyright, 2019. [cit. 2019-10-17]. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app\\_infographic.sk.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.sk.html)

**Obr.1** : Proces kvantitatívneho uvoľňovania.



Zdroj:

[https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app\\_infographic.sk.html?fbclid=IwAR0vduDrGj70knu2Aq02MYYE0GqjLe5yQ5j5b5Y10MVK0SElJV6OjFAE6nk](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.sk.html?fbclid=IwAR0vduDrGj70knu2Aq02MYYE0GqjLe5yQ5j5b5Y10MVK0SElJV6OjFAE6nk) (vlastné spracovanie).

### 1.2.1.3 Politika úverového (kreditného) uvoľňovania

Uvoľňovanie úverov je politika, ktorá sa zaoberá nedostatkom likvidity a spreadmi v určitých trhových segmentoch. Menová autorita nakupuje komerčné cenné papiere, podnikové dlhopisy a cenné papiere kryté aktívami. Účinnosť opatrení zameraných na veľkoobchodné finančné trhy závisí od ich dôležitosti pri financovaní domácností a firiem, ktoré sa medzi jednotlivými krajinami značne líšia.

Z hľadiska peňažnej zásoby sa nákup súkromne emitovaných cenných papierov zásadne nelíši od nákupu štátnych dlhopisov. Avšak pri úverovom financovaní musí byť menová autorita obzvlášť opatrná. Keďže pri nákupe súkromne emitovaných cenných papierov centrálna banka obchoduje so súkromným sektorom, dostáva sa do oblasti kreditného rizika, rovnako ako ktorákoľvek komerčná banka. Tieto nákupy ovplyvňujú rizikový profil súvahy centrálnej banky. Aby sa neohrozila jej finančná nezávislosť, musia

tvorcovia menovej politiky starostlivo posúdiť oprávnenosť všetkých aktív z dôvodu dôsledkov, ktoré by mohli mať pre vystavenie sa riziku súvahy centrálnej banky.

Priame nákupy súkromne emitovaných cenných papierov musia byť starostlivo naplánované, aby sa predišlo alokačným narušeniam v priemysle, firmách alebo regiónoch. Vzhľadom na obmedzenú hĺbku trhov s podnikovými dlhopismi v mnohých ekonomikách by preto nákup súkromných cenných papierov mohol byť pre tvorcov menovej politiky zložitým úsilím.<sup>19</sup>

#### 1.2.1.4 Kombinácia kvantitatívneho a úverového uvoľňovania

Ide o 3 typy procesov:

- „úverovanie bánk s dlhšou splatnosťou oproti kolaterálu, ktorý je dočasne rozšírený o ďalšie aktíva,
- procedúra fixnej sadzby pri plnom uspokojovaní partnerov pri operáciách, (ECB znížila úrokové sadzby, ale zároveň ich aj zafixovala – aby nebola uspokojovaná len jedna banka, ale každá),
- zmenou štruktúry kolaterálu.“<sup>20</sup>

#### 1.2.2.1 Prvá vlna nekonvenčnej menovej politiky (2008)

„Prvá vlna nekonvenčnej menovej politiky sa týkala opatrení súvisiacich s rozširujúcou sa bankovou krízou z USA do krajín západnej Európy v prvej polovici roka 2008.“<sup>21</sup> V lete 2008 štáty Eurozóny trápila rastúca inflácia, pod ktorej nárast sa podpísali najmä rastúce ceny energií a potravín. „ECB uvádza ako ďalšie faktory rastúcej inflácie napr. vplyv zvýšenia nepriamych daní, obmedzené výrobné kapacity v dôsledku hospodárskej expanzie a rastúci nedostatok pracovných síl v Eurozóne.“<sup>22</sup> Reakciou ECB bolo zvýšenie úrokových sadzieb, s cieľom znížiť množstvo peňazí v obehu.

---

<sup>19</sup> SMAGHI, L. B. 2009. *Conventional and unconventional monetary policy*. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICBM) [elektronický zdroj]. Geneva, 28.04.2009. [cit. 2019-10-18]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>

<sup>20</sup> BARNABÁŠ, Ágh. *Efekte nekonvenčnej menovej politiky na globálnu ekonomiku : Diplomová práca* [elektronický zdroj]. Banská Bystrica, 2011. s. 29 – 30. [cit. 2019-04-01]. ISBN 978-80-7400-1500-0. Dostupné na: [https://is.ambis.cz/th/hufen/dp\\_BAgh.pdf?fbclid=IwAR0jQoII\\_acim4uESNU9iYG8HAm\\_IP4JBeHWsPIN0xg6Yt6hWEHhObh7Bk0](https://is.ambis.cz/th/hufen/dp_BAgh.pdf?fbclid=IwAR0jQoII_acim4uESNU9iYG8HAm_IP4JBeHWsPIN0xg6Yt6hWEHhObh7Bk0)

<sup>21</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 287 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>22</sup> KOTLEBOVÁ J. – CHOVANCOVÁ, B. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. s. 178 ISBN 978-80-8078-299-3.

Finančná kríza sa prejavila v Európe na jeseň 2008 výrazným nedostatkom likvidity európskych finančných inštitúcií. Problémy s likviditou stupňoval aj extrémny vývoj v automatických operáciách. Ich vplyv na likviditu sa vyšplhal na prelome rokov 2008/2009 až na hodnotu - 235 mld. €, pričom rok predtým mal hodnotu iba - 0,5 mld. €. Aj napriek neutíchajúcej inflácii ECB začala svoje kľúčové úrokové sadzby znižovať, aby zlepšila prístup finančných inštitúcií k likvidite, a tým podporila nevyhnutné investície potrebné na zvrat prudko klesajúceho HDP. *„Kvôli pretrvávajúcim problémom s likviditou menových finančných inštitúcií musela Európska centrálna banka pristúpiť k ďalším nekonvenčným nástrojom menovej politiky:*

- *krátkodobo sa vrátila k starej platnosti hlavných refinančných obchodov (na 2 týždne),*
- *prešla z tendrov s variabilnou úrokovou sadzbou na tendre s fixnou úrokovou sadzbou kvôli nadmernému dopytu finančných inštitúcií po likvidite,*
- *opätovne znížila hodnoty svojich kľúčových úrokových sadzieb,*
- *postupne predĺžila splatnosť dlhodobých refinančných operácií z 3 mesiacov na 6 mesiacov a následne na 12 mesiacov,*
- *zaviedla menové swapy v USD a CHF pomocou, ktorých dodáva likviditu v USD pre európske banky,*
- *prehodnotila kolaterál, t.j. rozšírila skupinu prípustných aktív z ratingu A- na BBB-, čo umožnilo finančným inštitúciám využívať v podobe záruk aj cenné papiere nižšej kvality,*
- *zaviedla špeciálne termínované refinančné operácie – najprv so splatnosťou 38 dní, neskôr počas celej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv,*
- *krátkodobo narušila symetriu koridoru pri svojich troch hlavných úrokových sadzbách (reakcia na krátkodobý pohyb v likvidite bánk),*
- *začala odkupovať kryté dlhopisy denominované v eurách, emitované v Eurozóne so zámerom podporiť pokles úrokových sadzieb na peňažnom trhu a zlepšiť podmienky financovania pre podniky,*
- *umožnila Európskej investičnej banke vstupovať do refinančných operácií s ECB ako zmluvná strana.“* <sup>23</sup>

Aj operácie na voľnom trhu sa vyvíjali dynamicky. Do vypuknutia finančnej krízy v roku 2008 sa najčastejšie používali reverzné transakcie v podobe hlavných refinančných

---

<sup>23</sup> KOTLEBOVÁ J. – CHOVANCOVÁ, B. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. s. 178 – 181 ISBN 978-80-8078-299-3

operácií so splatnosťou a frekvenciou 1 týždeň, o niečo menej boli využívané dlhodobejšie refinančné operácie s mesačnou frekvenciou a splatnosťou 3 mesiace. Rozsiahla finančná kríza zmenila pomer medzi hlavnými a dlhodobými refinančnými operáciami práve v prospech druhej formy. „Dôvodom bol záujem ECB stabilizovať situáciu na trhu, na čo bola potrebná likvidita, pričom ECB sa zaviazala, že v roku 2009 uspokojí v plnom rozsahu každú zmluvnú stranu, ktorá sa do tendra o dodanie likvidity zapojí.“<sup>24</sup>

### 1.2.2.2 Druhá vlna nekonvenčnej menovej politiky (2010)

Druhá vlna nekonvenčnej menovej politiky bojovala s prepuknutím dlhovej krízy v krajinách Eurozóny. Začiatok roka 2010 sa niesol v duchu mierneho oživenia reálnej ekonomiky. Menová autorita už uvažovala aj nad únikovou stratégiou zo svojej nekonvenčnej menovej politiky, avšak „situáciu skomplikovali rastúce výkyvy na dlhopisovom trhu Eurozóny, predovšetkým rastúce rozdiely medzi nákupnými a predajnými cenami vládnych dlhopisov štátov PIIGS v prvom kvartáli 2010. Kvôli vzniknutej nerovnováhe musela menová autorita predĺžiť platnosť nekonvenčných opatrení prvej vlny a zaviesť iné, podporné nekonvenčné nástroje:

- zavedenie programu trhu cenných papierov – úlohou tohto programu bolo pomocou obnovenia likvidity a zásahov na dlhopisový trh zmierniť ekonomické výkyvy a zmenšiť rozdiely medzi predajnou a nákupnou cenou u rôznych foriem aktív,
- návrat kľúčových úrokových sadzieb Európskej centrálnej banky na hodnoty z obdobia 1. vlny nekonvenčnej politiky,
- druhá vlna priamych nákupov krytých dlhopisov s minimálnym ratingom BBB-,
- predĺženie splatnosti refinančných a špeciálnych termínovaných operácií,
- spustenie dlhodobých refinančných operácií so splatnosťou 36 mesiacov a s možnosťou predčasného splatenia po 12 mesiacoch,
- pokles tvorby primárnych minimálnych rezerv z 2% na 1%,
- zvýšenie povinnej kapitálovej primeranosti bánk z 8% na 9% s cieľom podporiť finančnú stabilitu,
- stanovenie objemu 400 mld. € na záruky za pasíva s dobou splatnosti menšou ako 5 rokov a objemu 70 mld. € pre úverové splnomocnenie.“<sup>25</sup>

<sup>24</sup> KOTLEBOVÁ J. – CHOVANCOVÁ, B. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. s. 180 ISBN 978-80-8078-299-3.

<sup>25</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 288 – 289 ISBN 978-80-8168-232-2.

### 1.2.2.3 *Tretia vlna nekonvenčnej menovej politiky (2012)*

Eurozónu aj napriek druhej vlne nekonvenčných opatrení trápili nepriaznivé časy. Oživenie a ekonomický rast boli príliš pomalé, ekonomika stagnovala a preto Európska centrálna banka musela rýchlo prijať ďalšie opatrenia. „V tejto fáze bolo hlavným cieľom zlepšiť podmienky úverovania, čím by sa urýchlilo oživenie ekonomiky. V tejto fáze menovej politiky sa stretávame s novým prvkom, a tým je kvantitatívne uvoľňovanie. Medzi hlavné nástroje tejto vlny zaradujeme:

- **priame obchody** – nevyužívaný nástroj jednotnej menovej politiky Eurosystemu až do roku 2012, pomocou ktorého sa zabezpečí plne sterilizovaný prísun likvidných prostriedkov finančným inštitúciám,
- **signalizovanie menovej politiky** – spočíva v tom, že menová autorita informuje trh a verejnosť o nasledujúcich postupoch menovej politiky a vývoji jej základných nástrojov. V prípade ECB ide o podmienené kvalitatívne signalizovanie, ktoré je charakteristické tým, že prognózy sú doplnené aj konkrétnym kvantitatívnym určením. Signalizovanie menovej politiky má veľký vplyv na trhových účastníkov, ceny podkladových aktív a devízový kurz.,
- **poskytovanie núdzovej likvidity** – menej likvidné úverové inštitúcie môžu čerpať peňažné prostriedky už aj prostredníctvom systému ELA (Emerging Liquidity Assistance) od národných centrálnych bánk,
- **politika nulových a záporných úrokových sadzieb** – vzhľadom na hromadenie prebytočných rezerv komerčných bánk na účtoch v centrálnej banke, sa v roku 2014 rozhodla menová autorita prvýkrát v histórii uplatniť zápornú úroveň úrokových sadzieb na jednodňové vklady komerčných bánk v centrálnej banke. Cieľom tejto politiky bolo podporiť úverovanie domácností a súkromného sektora, a tým pádom urýchliť proces oživenia ekonomiky.,
- **cielené dlhodobé refinančné operácie** – za účelom financovania podnikov ECB poskytla komerčným bankám dodatočné peňažné prostriedky, pričom tieto prostriedky nemohli byť poskytované domácnostiam na úvery na bývanie nad 2 roky. Cielené refinančné operácie boli realizované do výšky 7% poskytnutých bankových úverov súkromnému sektoru.,
- **program nákupu krytých dlhopisov 3** – platí podobne ako u programov v predchádzajúcich vlnách s výnimkou zavedenia maximálneho objemu nákupov jednej emisie dlhopisov. Zadlženejšie štáty ako napr. Grécko a Cyprus majú tento

objem nastavený na hodnotu 30% vzhľadom na rizikovosť ich dlhopisov, v ostatných krajinách je to až 70%.,

- **program nákupu cenných papierov krytých aktívami** – cenné papiere kupované na primárnom a sekundárnom trhu s podmienkou, že emitent má daňovú povinnosť v danej krajine a cenné papiere sú zabezpečené pohľadávkami voči podnikom (minimálne 90%), ktoré pôsobia v Eurozóne,
- **program nákupu cenných papierov verejného sektora** – spustenie kvantitatívneho uvoľňovania prostredníctvom nákupu štátnych dlhopisov a dlhopisov vládnych agentúr, ktorých splatnosť sa pohybuje v rozmedzí 2 – 30 rokov. Objem nákupu krajín je limitovaný podielom ich národnej centrálnej banky na upísanom kapitáli ECB.,
- **rozšírený program nákupu aktív** – zavedenie podmienok o nákupe verejných a súkromných cenných papierov. Hodnota nakúpených aktív bola 60 mld.€ mesačne a trvala do septembra 2016.<sup>26</sup>
- **„program nákupu cenných papierov súkromného sektora** – nakupovanie eurových krytých dlhopisov vydaných peňažnými finančnými inštitúciami so sídlom v Eurozóne za účelom zlepšenia nepriaznivých úverových podmienok nefinančného súkromného sektora a transmisného mechanizmu menovej politiky. V roku 2016 boli zaradené k dovtedy akceptovateľným cenným papierom aj eurové dlhopisy investičného stupňa, emitované nebankovými subjektmi so sídlom v Eurozóne.“<sup>27</sup>

Po aplikovaní nekonvenčných opatrení v roku 2016 sa zdalo, že ECB už môže zvoliť exit stratégiu zo svojej menovej politiky. Rok 2019 však priniesol iný ekonomický vývoj, aký menová autorita očakávala. Miera inflácie začala postupne stagnovať a vzdaľovať sa od primárneho cieľa menovej autority, ktorým je inflácia tesne pod úrovňou 2%. Reakcia na túto situáciu nenechala na seba dlho čakať a preto boli vydané opatrenia, ktoré už môžeme zaradiť do 4. vlny nekonvenčnej menovej politiky.

#### 1.2.2.4 Štvrtá vlna nekonvenčnej menovej politiky (2019)

Opäť zhoršujúca sa ekonomická situácia prinútila menovú autoritu urýchlene konať a zaviesť nasledujúce opatrenia:

---

<sup>26</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 289 – 292 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>27</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2015. *Výročná správa 2014*. 1. vyd. Frankfurt n. Mohanom. 2015. s. 44 – 47 [elektronický zdroj]. [cit. 2020-01-17]. ISSN 1830-3005. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014sk.pdf>

- **zníženie úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie na hodnotu 0,5 % s ešte možným prípadným znížením** – ovplyvňuje celú termínovú štruktúru úrokových sadzieb a v konečnom dôsledku aj náklady na financovanie podnikov a domácností,
- **obnovenie čistých nákupov aktív v hodnote 20 miliárd eur mesačne** – prostredníctvom znižovania rizikových prémieí zmierňujú tlak na zvyšovanie dlhodobých sadzieb. Do platnosti sa zaviedli začiatkom novembra 2019. Primárnym cieľom takýchto nákupov aktív je udržať krytie strednodobých a dlhodobých úrokových mier.,
- **upravenie parametrov novej série cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO III)** – predĺženie splatností operácií z dvoch na tri roky lepšie zladí operácie s typickou splatnosťou investičných projektov, ktoré financuje banka. Zvýši sa tým aj podpora, ktorú TLTRO III poskytuje na financovanie ekonomiky. Okrem iného, úroková sadzba každej operácie sa po novom stanoví na úrovni priemernej sadzby uplatňovanej v hlavných refinančných operáciách počas životnosti príslušnej TLTRO.,
- **zavedenie dvojúrovňového systému odmeňovania rezerv** – podporuje bankový transmisný mechanizmus, pretože zmierňuje nepriaznivé účinky záporných úrokových sadzieb pre banky. Toto opatrenie nadobudlo účinnosť 30.10.2019 s cieľom dosiahnuť symbiózu medzi zvýšenými nákladmi ECB na pokrytie straty určitej časti zisku komerčných bánk a zachovaním prínosu záporných úrokových mier pre menovú politiku.<sup>28</sup>

Úvod roku 2020 priniesol však ešte zhoršenie ekonomickej situácie, vzhľadom na šírenie nového Koronavírusu (COVID-19). Všetky štáty Eurozóny prijali tvrdé reštrikčné opatrenia so zámerom zmierniť šírenie tohto vírusu. Došlo k dočasnému zastaveniu výroby viacerých automobilových značiek, dočasnému uzavretiu maloobchodných prevádzok a pod. Bez uvoľnenia a zmeny stratégie menovej politiky ECB by tieto následky mali fatálny vplyv na európske hospodárstvo. Preto menová autorita urýchlene reagovala a dňa 12.3.2020 prijala na zasadnutí Rady guvernérov balík menových stimulov, ktoré by mali zlepšiť podmienky financovania jednotlivých sektorov národného hospodárstva a zabezpečiť aj naďalej plynulé úverovanie reálnej ekonomiky. „*Medzi novozavedené menové stimuly patria:*

<sup>28</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK. 2019. *Reflections on monetary policy*. [elektronický zdroj]. [cit. 2019-12-10]. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190916~ca77017a8e.en.html?fbclid=IwAR3ljOTfX3fOzfWn47Y9aZQm3pemOdSMOzuvG\\_e52PsR3ibeOuIfS9N-J2M](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190916~ca77017a8e.en.html?fbclid=IwAR3ljOTfX3fOzfWn47Y9aZQm3pemOdSMOzuvG_e52PsR3ibeOuIfS9N-J2M)

- **dočasné zavedenie ďalších dlhodobějších refinančných operácií (LTRO)** – bude realizované predovšetkým na preklopenie obdobia do TLTRO III operácií, ktoré by sa mali realizovať v júni 2020. Pri náhlom výpadku likvidity v bankovom sektore ju budú LTRO operácie poskytovať za pevnú úrokovú sadzbu rovnajúcu sa sadzbe jednodňových sterilizačných operácií.,
- **uvolnenie parametrov TLTRO III operácií realizovaných od júna 2020 do júna 2021** – primárne zamerané na podporu úverov pre malé a stredné podniky, pretože práve tie sú najviac postihnuté šírením Koronavírusu (COVID-19). Ich úroková sadzba bude o 25 bázických bodov nižšia ako priemerná úroková sadzba hlavných refinančných operácií.,
- **dočasné krytie dodatočných čistých nákupov aktív vo výške 120 mld. €** - s cieľom zabezpečiť výrazný príspevok z nákupných programov súkromného sektora a ešte viac zlepšiť podmienky financovania reálnej ekonomiky v čase neistoty. Čisté nákupy aktív budú prebiehať tak dlho, ako to bude potrebné a ukončia sa krátko pred uvedeným zvyšovaním kľúčových úrokových sadzieb ECB.,
- **nemennosť hodnôt kľúčových úrokových sadzieb ECB a záruka ich nezvyšovania** – úrokové sadzby ostanú na historicky nízkych úrovniach, dokonca môžu ešte klesnúť, kým sa nezabezpečí miera inflácie rovnajúca sa primárnemu cieľu menovej autority (tesne pod úrovňou 2%).,
- **predĺženie reinvestovania splátok istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu APP** – na také dlhé obdobie, aké bude potrebné na udržanie priaznivých podmienok likvidity.<sup>29</sup>

V dôsledku pandémie už o pár dní neskôr, dňa 18.3.2020, doplnila menová autorita nedávno prijaté menové stimuly ešte o Mimoriadny program nákupu aktív (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) v hodnote 750 mld. €. Zavedený program bude v platnosti minimálne do konca roku 2020, avšak ak by krízové obdobie súvisiace s Koronavírusom trvalo dlhšie, bude trvať dovedy, kým sa situácia neupokojí. Program sa bude týkať nákupu štátnych aj podnikových dlhopisov.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. *Monetary policy decisions*. [elektronický zdroj]. [cit. 2020-03-20]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html>

<sup>30</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. [elektronický zdroj]. [cit. 2020-03-20]. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)

### 1.2.3 Exit stratégia nekonvenčnej menovej politiky

Predtým ako sa menová autorita rozhodne zvoliť svoju exit stratégiu zo svojej nekonvenčnej menovej politiky musí:

- navrhnúť správnu postupnosť pozvoľného ukončenia konvenčného a nekonvenčného prispôsobenia menovej politiky,
- rozhodnúť o rýchlosti odstránenia nekonvenčných nástrojov.

Čo sa týka postupnosti, nekonvenčné opatrenia, ktorých primárnym cieľom je obnova riadneho fungovania peňažných trhov by sa mali v ideálnom prípade ukončiť predtým, ako sa zvýšia úrokové sadzby a sprísni menová politika. Menová autorita má na to 4 dôvody:

- zvýšenie úrokových sadziieb v prostredí, v ktorom sa nekonvenčné opatrenia stále považujú za potrebné, by mohlo ohroziť zotavovanie peňažných trhov a viedlo by to k zvyšovaniu tlaku na jednodňové sadzby,
- dodanie dodatočnej likvidity na trhy prostredníctvom nekonvenčných opatrení a zároveň sprísnenie menovej politiky by vyslalo zmiešané signály o účinnom postoji menovej politiky,
- v prípade nekonvenčných opatrení, ako je stále neobmedzené poskytovanie likvidity, by mohlo byť pre menovú autoritu ťažšie riadiť úroveň trhových sadziieb v súlade s jej politickým cieľom,
- v podmienkach pretrvávajúcej nekonvenčnej menovej politiky by bolo zvýšenie úrokových sadziieb pravdepodobne komplikovanejšie a trvalo by dlhšiu dobu.

Nekonvenčné opatrenia prijaté s cieľom zlepšiť podmienky externého financovania nefinančných spoločností (podnikov) v podobe nákupu podnikových dlhopisov sa môžu ukončiť pred alebo súčasne so zvýšením úrokových sadziieb. Nekonvenčné opatrenia tohto typu stimulovaním dlhodobějších investícií, a tým aj agregátneho dopytu, vyvolajú strednodobé až dlhodobé inflačné tlaky, nezávislé od fungovania peňažných trhov a poskytovania úverov bankami. Moment ukončenia týchto opatrení závisí hlavne od situácie na peňažných trhoch. Ak sú trhy stabilné, netreba zbytočne naťahovať platnosť opatrení, avšak v prípade, že trhy stále nie sú vo svojej kondícii, je potrebné znovu a v ešte intenzívnejšej forme aplikovať nekonvenčné nástroje.

Odpoveď na druhú otázku, ktorá znie ako rýchlo by mala menová autorita zvrátiť svoju strategickú politiku, je nemenej náročná. Pri ukončení nekonvenčných opatrení dochádza k stiahnutiu obrovského množstva likvidity z obehu, čo má za následok kontrakčný šok menovej politiky. Ak dôjde k ukončeniu príliš rýchlo, centrálna banka riskuje, že

hospodársky rast sa zastaví alebo spôsobí veriteľom veľké kapitálové straty. Obzvlášť citlivé sú na to podnikové dlhopisy. Už pri predaji ich menšieho množstva centrálnou bankou môže dôjsť k rozšíreniu spreadov, teda zvýšeniu rozdielu medzi nákupnou a predajnou cenou, pričom sa výrazne sprísnia aj úverové podmienky pre podniky. Ak by však ukončenie nekonvenčnej menovej politiky trvalo príliš dlho, mohli by sa prehĺbiť riziká ohrozujúce cenovú stabilitu a tým pádom aj vytvoriť základy pre budúcu nerovnováhu na finančných trhoch.

Pri posúdení rýchlosti ukončenia opatrení je dôležitým pojmom reverzibilita, teda schopnosť vrátiť sa do predchádzajúceho stavu. Čím je jej hodnota nižšia, tým vyššie je riziko zaostávania v období zlepšovania makroekonomickej situácie. K určitému uvoľneniu dôjde automaticky, napr. pri obnovení úverovej aktivity medzi účastníkmi trhu sa programy centrálnej banky stanú zrazu neatraktívne pre ostatné banky, vďaka čomu sa automaticky zníži jej bilancia. Rýchlosť reverzibility by preto závisela od rýchlosti obnovy finančného systému. Rýchlosť ukončenia opatrení závisí aj od rôznej splatnosti nakúpených aktív. Rozdiely v splatnosti zabezpečia, že k sprísneniu úverových podmienok nedôjde naraz, ale postupne v jednotlivých intervaloch.

V Eurozóne je kľúčom k exit stratégii primárne revitalizácia peňažných trhov a akékoľvek budúce rozhodnutie o úrokových sadzbách by sa preto malo vyhnúť ďalšiemu narušeniu peňažných trhov. Ďalšími možnosťami môžu byť repo obchody kvôli ich účinku sterilizovať nekonvenčné opatrenia alebo prechod vlastníctva štátneho dlhu zo súkromného sektora na centrálnu banku aby sa zmiernili inflačné tlaky vyplývajúce z dodatočnej likvidity.<sup>31</sup>

## 2. Podnik, jeho ciele a financovanie

Podnik možno charakterizovať ako „*ekonomickú a právne samostatnú podnikateľskú jednotku, ktorej predmetom činnosti je podnikanie. Jej hlavným cieľom je maximalizácia zisku, ktorá je doplnená ďalšími alternatívnymi cieľmi ako napr. maximalizácia shareholder value, maximalizácia stakeholder value, maximalizácia customer value, prežitie podniku alebo rast obratu.*“<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> SMAGHI, L. B. 2009. *Conventional and unconventional monetary policy*. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICBM) [elektronický zdroj]. Geneva, 28.04.2009. [cit. 2019-10-18]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>

<sup>32</sup> ŠÍBL, D. a kol. 1999. *Veľká ekonomická encyklopédia*. Bratislava : Sprint, 1999. s. 19 ISBN 80-89085-04-0.

Maximalizácia zisku, ako hlavný cieľ podniku, spočíva v snahe dosiahnuť čo najvyšší rozdiel medzi celkovými výnosmi a celkovo vynaloženými nákladmi. Ostatné ciele sú zostavené tak, aby neboli medzi sebou v rozpore a podporovali hlavný strategický cieľ podniku.

- maximalizácia shareholder value (maximalizácia bohatstva majiteľov) predstavuje situáciu, keď čistý príjem majiteľov podniku je vyšší ako náklady ich vynaloženého kapitálu. Táto situácia vysvetľuje základný motív podnikania, čím sú finančné záujmy majiteľov. Tento cieľ sa stal obľúbeným už v 80. rokoch 20. storočia, kvôli prudkému nárastu trhovej kapitalizácie finančného trhu.,
- maximalizácia stakeholder value okrem finančných záujmov majiteľov zohľadňuje aj záujmy ostatných zainteresovaných subjektov a záujmových skupín, napr. zamestnanci, veritelia, dodávatelia, životné prostredie...,
- zámerom maximalizácie customer value je maximálna miera uspokojenia potrieb spotrebiteľa pomocou vyrobených statkov alebo poskytnutých služieb,
- prežitie podniku je hlavným cieľom najmä pre novo vzniknuté podniky, avšak v časoch recesie a krízy pre všetky podniky bez ohľadu na ich dobu trvania,
- rast obratu prispieva k dlhodobej maximalizácii zisku.<sup>33</sup>

Na to, aby podnik mohol začať realizovať svoju podnikateľskú činnosť, musí disponovať finančnými zdrojmi, a to buď vlastnými alebo cudzími. Podľa Beňovej a kol. *„financovanie podniku vyjadruje proces získavania finančných zdrojov, ktoré podnikateľský subjekt používa a hospodári s nimi. Po obstaraní peňazí môže začať zabezpečovať výrobné činitele, napr. nakupovať pozemky, budovy, zariadenie, materiál, zamestnávať pracovné sily, ktoré sú taktiež veľmi potrebné pri prevádzkovaní činnosti. Vzťahy vznikajúce v procese rozdeľovania finančných zdrojov do jednotlivých zložiek majetku sa vo finančnej vede označujú ako proces investovania.“*<sup>34</sup>

Proces financovania podniku teda postupne vytvára jeho kapitál a pomocou procesov investovania podnik rozdeľuje tento kapitál do jednotlivých zložiek majetku. Prvá a zároveň najdôležitejšia otázka, ktorej sa žiadny podnikateľský subjekt nevyhne je, aké množstvo kapitálu potrebuje pre svoju podnikateľskú činnosť. *„Kapitál sa obvykle charakterizuje ako*

---

<sup>33</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 115 – 119 ISBN 978-80-8168-232-2.

<sup>34</sup> BEŇOVÁ, E. a kol. 2007. *Financie a mena*. 2. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. s. 58 ISBN 978-80-8078-142-2.

„bohatstvo používané na získanie ďalšieho bohatstva.“<sup>35</sup> Kapitál podniku teda predstavuje bohatstvo, ktoré je vložené a viazané v podniku. Konkrétne formy, v akých je kapitál v podniku viazaný, vyjadruje majetok v jeho jednotlivých súčiastiach, teda hospodárskych prostriedkov podniku.<sup>36</sup>

Financovanie podniku tvoria procesy tvorby, alokácie a efektívneho používania finančných prostriedkov podniku. Aby organizovanie týchto procesov viedlo čo najefektívnejším spôsobom k splneniu primárneho podnikateľského cieľa, je potrebné sa zameriavať predovšetkým na plnenie čiastkových finančných cieľov, ku ktorým patria:

- likvidita – schopnosť podniku transformovať jednotlivé majetkové hodnoty na najlikvidnejšiu podobu aktív (peniaze) s cieľom zabezpečiť jeho solventnosť,
- rentabilita – miera ziskovosti, príp. návratnosti určitej investície alebo činnosti,
- stabilita – udržanie a rast hodnoty podniku v čase.

„Poznáme dve základné formy financovania:

- *bežné financovanie* – zameriava sa na zabezpečenie a efektívne vynakladanie peňažných prostriedkov, nevyhnutných na bežný chod prevádzky podniku, napr. nákup materiálu, platenie miezd, atď.,
- *mimoriadne financovanie* – realizuje sa pri udalostiach, ktoré nesúvisia s bežným chodom prevádzky, napr. zakladaní, rozširovaní alebo likvidácii podniku.“<sup>37</sup>

Finančná štruktúra podniku je charakterizovaná ako „štruktúra všetkých finančných zdrojov kryúcich celý majetok podniku. Je tvorená kapitálovou štruktúrou, ku ktorej sa ešte pridali všetky krátkodobé finančné zdroje úverového charakteru so splatnosťou do 1 roka.“

Tieto krátkodobé zdroje majú veľký význam najmä pre malé a stredné podniky, ktoré ťažšie získavajú dlhodobé a strednodobé úvery. Ich význam spočíva predovšetkým v pokrytí krátkodobých potrieb a na preklenutie časového nesúladu medzi príjmami a výdavkami. Do finančnej štruktúry zaradujeme napr. krátkodobé bankové úvery alebo krátkodobé pôžičky.<sup>38</sup>

Pre udržanie úspešnosti a životaschopnosti podniku je potrebné ustavične zabezpečovať obnovu, modernizáciu a rozširovanie majetku podniku, prostredníctvom finančných zdrojov, ktoré možno rozdeliť na:

<sup>35</sup> ALEXÝ, J. – SIVÁK R. 2005. *Podniková ekonomika*. Bratislava : Iris, 2005. s. 196 ISBN 80-8901-882-3.

<sup>36</sup> MAJKOVÁ, M. 2008. *Možnosti financovania malých a stredných podnikov v SR*. Bratislava : TRIBUN, 2008. s. 38 – 39 ISBN 978-8807-3995-90-4.

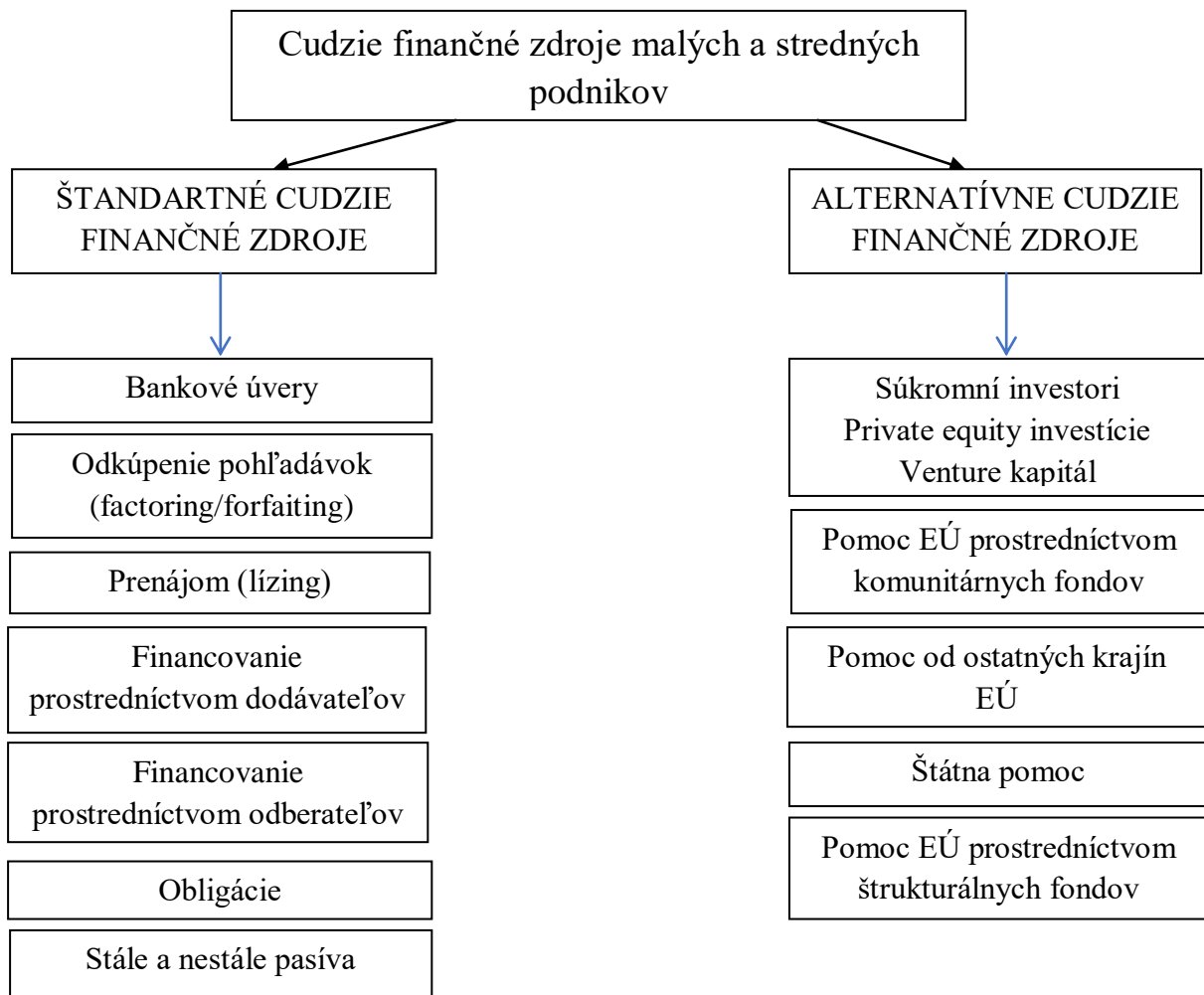
<sup>37</sup> STRINKOVÁ, V. a kol. 1999. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : SPRINT, 1999. 232 s. ISBN 80-888848-36-9.

<sup>38</sup> VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. s. 90 – 91 ISBN 978-80-8078-258-0.

- „vlastné finančné prostriedky – do tejto skupiny patria vlastné finančné prostriedky určené na podnikanie alebo majetok vložený do podnikania,
- cudzie finančné prostriedky – podnikateľ ich môže získať z externého zdroja na realizáciu podnikateľskej činnosti. Väčšinou majú návratnú formu (napr. bankový úver, emisia akcií a dlhopisov, ďalšie formy financovania vrátane crowdfundingu), ale môžu existovať aj v nenávratnej podobe (napr. pomoc zo štátneho rozpočtu).“<sup>39</sup>

V nasledujúcej schéme si popíšeme rozdelenie cudzích finančných prostriedkov na štandardné a alternatívne:

**Obr.2:** Možnosti členenia cudzích zdrojov financovania malých a stredných podnikov.



Zdroj: MAJKOVÁ, SOBEKOVÁ, M. 2011. *Ako financovať malé a stredné podniky*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2011. s. 40 ISBN 978-80-8078-413-3.

<sup>39</sup> MAJKOVÁ, SOBEKOVÁ, M. 2011. *Ako financovať malé a stredné podniky*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2011. s. 40 ISBN 978-80-8078-413-3.

## 2.1 Význam podnikov pre ekonomiku

Význam podnikov pre ekonomiku spočíva v ich transformačnom procese. V každom podniku prebieha transformačný proces, čiže premena vstupov (inputov) na výstupy (outputy), ktorými sú buď vyprodukované tovary alebo poskytnuté služby. Za tieto výstupy si podnik inkasuje určitú sumu peňazí, ktorá mu pokryje náklady na vyhotovenie výrobkov alebo poskytnutie služieb a pripočíta si ku nej zisk, ktorého výška závisí od vlastného uváženia podnikateľa. Okrem toho, že outputy prinášajú podnikom zisk, zohrávajú veľmi dôležitú úlohu v ekonomike. Tvoria reálny hrubý domáci produkt krajiny, ktorý je podľa Lisého a kol. charakterizovaný ako *“súhrn všetkých finálnych statkov a poskytnutých služieb za určité časové obdobie (spravidla 1 rok) vyprodukovaný výrobnými faktormi na území danej krajiny, bez ohľadu na ich štátnu príslušnosť. HDP ovplyvňujú 4 navzájom prepojené položky: výdavky domácností na spotrebu, investície podnikov, vládne výdavky a čistý export krajiny.”*<sup>40</sup>

Globálnym cieľom všetkých ekonomík je rast životnej úrovne obyvateľov, ktorá je priamoúmerná ekonomickému rastu. O ekonomickom raste hovoríme, keď hodnota reálneho produktu, teda objemu produkcie, ktorý ekonomika vyprodukovala, medzičasom rastie. Podniky neustále prispievajú k rastu HDP danej krajiny a tvoria jeho podstatu, pretože bez toho, že by podniky neinvestovali by ani ostatné položky HDP nemali šancu významne rásť.

Sektor súkromných podnikov je pre dnešnú ekonomickú situáciu nevyhnutný, avšak nie vždy to bolo tak. Po 2. svetovej vojne nastali radikálne zmeny v národnom hospodárstve. Väčšinu súkromných podnikov znárodnil štát. Tento stav trval približne 40 rokov, až keď so zmenou typu spoločnosti dospeli hlavní predstavitelia štátu k tomu, že niektoré ekonomické problémy (produkcia HDP, tvorba pracovných miest..) vyrieši efektívnejšie súkromný sektor, a ešte sa k tomu odbremení už aj tak preťažený štát. Z toho dôvodu došlo na konci minulého storočia k privatizácii štátnych podnikov. Štátne spoločnosti sa pretransformovali na súkromné podniky, ktoré dokážu rýchlejšie a pružnejšie reagovať na výkyvy v ekonomických cykloch. Okrem vyššie spomenutej primárnej funkcie súkromných podnikov (produkcia tovarov a služieb), plní súkromný sektor aj ďalšie nemenej významné úlohy. *“Robí ekonomiku flexibilnú a adaptabilnú, pretože zachováva pracovné miesta v období recesie a*

---

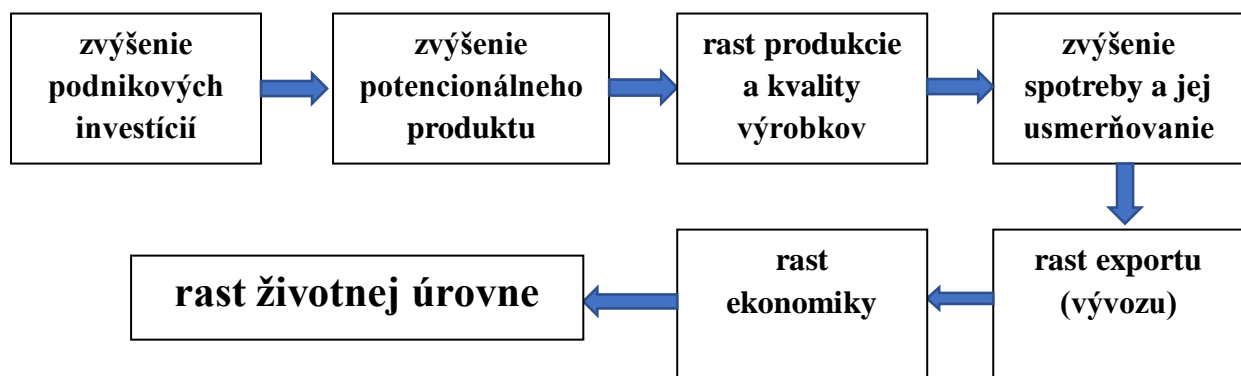
<sup>40</sup> LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. 2. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. s. 339 ISBN 978-80-8078-164-4.

*zamestnáva viac pracovníkov, predtým ako vypukne expanzia. Súkromné podniky participujú aj na technickom rozvoji, čím sa stimuluje hospodársky rast.*"<sup>41</sup>

Súkromný podnikový sektor nepôsobí v ekonomike samostatne, práve naopak, pôsobí na ostatné sektory vo vzájomnej interakcii. Podnikový sektor sa podieľa na rastúcich príjmoch verejného sektora, pretože odvádza dane a platí poplatky plynúce do verejných rozpočtov. Čím vyššiu produkciu podnik vyprodukuje, tým viac daní odvedie do verejného rozpočtu. Keďže podnikový sektor tvorí dopyt na trhu práce participuje aj na prosperite sektora domácností. *“Súkromný sektor zabezpečuje efektívnu obchodnú výmenu, pretože znižuje transakčné náklady. Vďaka jeho alokačnej funkcii rozmiestňuje výrobné faktory do oblastí, kde budú maximálne využívané, čo má priaznivý vplyv na celkový chod ekonomiky.*"<sup>42</sup>

Investície podnikov (buď vo forme výdavkov na nových zamestnancov, alebo na uplatnenie nových technologických postupov) predstavujú zložku agregátneho dopytu, ktorá má schopnosť vplývať na reálne premenné ako napr. zamestnanosť, HDP a dokonca dokáže zvyšovať aj potencionálny produkt, čiže maximálne množstvo statkov a služieb, ktoré vie daná ekonomika za určité obdobie vyprodukovať. V nasledujúcej schéme si popíšeme multiplikačný efekt vplyvu investícií podnikov do ich transformačných procesov:

**Obr. 3:** Vplyv investícií podnikov na rast životnej úrovne.



Zdroj: KOLLÁR, J. – MAZÚROVÁ, B. 2016. Analýza agregátneho dopytu vo vzťahu k ekonomickému rastu. In : *Mladá veda (Young Science)*. [elektronický zdroj]. ISSN 1339-3189.

<sup>41</sup> HÝSKOVÁ, K. 2011. *Význam malého a stredného podnikania v ekonomike štátu. Veľké a malé podnikanie, ich vzájomná podmienenosť : Referát* [elektronický zdroj]. Trnava, 2011. s. 7 – 11 [cit. 2020-01-21]. ISBN 978-80-225-2554-1. Dostupné na : [http://www.scss.sk/cd\\_apvv\\_lpp\\_0384\\_09\\_2012/V%3%9DSTUPY%20Z%20VLASTNEJ%20VEDECKO-V%3%9DSKUMNEJ%20A%20PEDAGOGICKEJ%20C4%8CINNOSTI/PODNIKATE%4%BDSK%3%89%20STRAT%3%89GIE%20MSP/2011/DKF/REFER%3%81TY/1/H%3%9DSKOV%3%81%20KRIST%3%8DNA/REFERAT%201.pdf](http://www.scss.sk/cd_apvv_lpp_0384_09_2012/V%3%9DSTUPY%20Z%20VLASTNEJ%20VEDECKO-V%3%9DSKUMNEJ%20A%20PEDAGOGICKEJ%20C4%8CINNOSTI/PODNIKATE%4%BDSK%3%89%20STRAT%3%89GIE%20MSP/2011/DKF/REFER%3%81TY/1/H%3%9DSKOV%3%81%20KRIST%3%8DNA/REFERAT%201.pdf)

<sup>42</sup> SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. s. 106 – 113 ISBN 978-80-8168-232-2.

V krízovom období objem podnikových investícií absolútne klesá v porovnaní s predošlými rokmi, čo má za následok negatívne ovplyvňovanie rastu HDP a znižovanie tempa ekonomického rastu. Ekonomika sa dostáva do recesie, príp. až hlbokkej krízy.<sup>43</sup> Aby sa predišlo najhorším prognózam a nastal obrat k lepšiemu, musia prísť na rad nekonvenčné opatrenia menovej politiky s cieľom zlepšiť podmienky financovania podnikov a dodať im chýbajúcu likviditu prostredníctvom úverového procesu.

## 2.2 Cudzie zdroje podniku

V tejto podkapitole sa budeme venovať dvom najvýznamnejším zložkám cudzích zdrojov nefinančných spoločností, a to úverom a podnikovým dlhopisom.

### 2.2.1 Úvery

V európskej podnikateľskej verejnosti je typické získavanie cudzích zdrojov prostredníctvom čerpaných úverov. „*Úver je prenechanie peňažného kapitálu formou zapožičania, t.j. prenechanie hospodárskeho práva disponovať s týmito peniazmi, proti záväzku príjemcu neskôr vrátiť zapožičaný kapitál a odškodniť subjekt poskytujúci úver zaplatením úrokov.*“<sup>44</sup>

Vlachynský a kolektív uvádzajú, že „*úver je pre podnik návratnou formou získavania cudzích externých zdrojov. Je to ekonomický vzťah medzi veriteľom a dlžníkom, ktorý vzniká pri odovzdaní konkrétnej hodnoty na dočasné použitie, t.j. s podmienkou návratnosti.*“<sup>45</sup>

Úverový vzťah vzniká na základe úverovej zmluvy, v ktorej sa veriteľ disponujúci dočasne nadbytočnými finančnými prostriedkami zaväzuje poskytnúť dlžníkovi určitú sumu peňazí na vopred určený čas. Dlžníkovi z tejto zmluvy vyplýva povinnosť vrátiť peňažné prostriedky navýšené o úroky veriteľovi v dohodnutom termíne.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> KOLLÁR, J. – MAZÚROVÁ B. 2016. Analýza agregátneho dopytu vo vzťahu k ekonomickému rastu. In : *Mladá veda (Young Science)*. [elektronický zdroj]. Prešov : UNIVERSUM, spol. s.r.o. , č. 1/2016. s. 32 – 41 ISSN 1339-3189 [cit. 2019-10-25]. Dostupné na: [http://www.mladaveda.sk/casopisy/08/08\\_2016\\_04.pdf?fbclid=IwAR0OCoLT6FiuCHOS33-150tWfM40ZKkZxAevFYyVM1CY8yI1IFSLsifBmLA](http://www.mladaveda.sk/casopisy/08/08_2016_04.pdf?fbclid=IwAR0OCoLT6FiuCHOS33-150tWfM40ZKkZxAevFYyVM1CY8yI1IFSLsifBmLA)

<sup>44</sup> BARTOŠEK, K. – FELSBERGOVÁ, D. – JAROŠ, P. 1998. *Bankovníctví v České republice*. Praha: Bankovní institut, 1998. s. 88 ISBN 80-902243-9-3.

<sup>45</sup> VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. s. 168 ISBN 978-80-8078-258-0.

<sup>46</sup> VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. s. 168 - 169 ISBN 978-80-8078-258-0.

Medzi hlavné príčiny zapojenia cudzích zdrojov (úverov) do podnikateľskej činnosti sa zaraďujú:

- cudzí kapitál stojí podnik menej ako vlastný (je pre podnik lacnejší),
- pri vzniku podnikateľskej činnosti podnik nedisponuje dostatočným množstvom finančných prostriedkov,
- v priebehu podnikania podnik potrebuje financovať podnikateľské činnosti, napr. z dôvodu časového nesúladu príjmov a výdavkov.<sup>47</sup>

Úvery sa môžu členiť podľa viacerých kritérií, a to najmä podľa:

- „subjektu poskytujúceho úver (iné podniky a organizácie, banky, štát a obyvateľstvo),
- objektu, ktorý sa úveruje (nehnutelnosti, zásoby, pohľadávky...),
- spôsobu poskytnutia (úver poskytnutý v peňažnej alebo tovarovej forme),
- techniky úverovania (úver poskytnutý na kontokorentnom, jednoduchom účte...),
- doby, na ktorú sa úver poskytuje (dlhodobé, strednodobé a krátkodobé úvery),
- spôsobu ručenia (zaručené alebo nezaručené úvery),
- spôsobu splácania (jednorazové alebo postupné splácanie),
- teritoriálnej pôsobnosti (vnútroštátne a medzištátne úvery).“<sup>48</sup>

„Základným hľadiskom delenia foriem úverov v podmienkach trhovo orientovanej ekonomiky je doba, na ktorú sa úver poskytuje.“ Jej významnosť spočíva v spojitosti s otázkou miery rizika úveru. Platí tu priama úmera, čím je úver poskytnutý na dlhšiu dobu, tým väčšie je riziko veriteľa, pretože je ťažšie určiť vývoj budúcej ekonomickej situácie dlžníka. „Tomu zodpovedá aj rast rizikovej prémie v rámci úrokovej sadzby.“<sup>49</sup>

### 2.2.1.1 Klasifikácia úverov podnikom podľa vykazovania ECB

Existuje veľmi veľa kritérií, podľa ktorých sa dajú deliť úvery. V nasledujúcej podkapitole si popíšeme najvýznamnejšie z nich:

#### **Klasifikácia podľa meny:**

- úvery poskytnuté v domácej mene (euro),
- úvery poskytnuté v cudzej mene.

<sup>47</sup> ŠIMAN, J. – PETERA, P. 2010. *Financování podnikatelských subjektů*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2010. s. 192 ISBN 978-80-7400-117-8.

<sup>48</sup> VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. s. 169 ISBN 978-80-8078-258-0.

<sup>49</sup> VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. s. 170 ISBN 978-80-8078-258-0.

### **Klasifikácia podľa druhu použitého nástroja:**

- revolvingové úvery a prečerpania,
- pohľadávky z kreditnej karty,
- nové obchodné úvery s rôznou začiatočnou fixáciou sadzby poskytnuté podnikom,
- investičné úvery.

Revolvingové úvery predstavujú úverový vzťah, ktorý dlžníkovi dovoľuje počas určitej lehoty vyberať si peňažné prostriedky bez toho, aby o tom vopred informoval veriteľa. Dlžník nemá povinnosť splácať úver pravidelne, ale môže ho splácať podľa vlastného uváženia, s podmienkou, že úver musí byť vyplatený do splatnosti v plnej výške. „*Prečerpania predstavujú debetné zostatky na bežných účtoch.*“<sup>50</sup>

Úver čerpaný prostredníctvom kreditnej karty predstavuje úverový vzťah, v ktorom sa debetný zostatok podniku istú dobu úročí 0% úrokovou sadzbou (od momentu realizácie transakcií do konca splatnosti zúčtovacieho obdobia) a istý čas s úrokovou sadzbou vyššou ako 0% (po uplynutí splatnosti predchádzajúceho zúčtovacieho obdobia). „*Pohľadávka z kreditnej karty sa vedie na osobitnom účte karty, a preto nie je zrejma z bežného účtu alebo prečerpania.*“<sup>51</sup>

Nový obchod charakterizuje úverový vzťah medzi veriteľom a podnikom, pričom dlžník (podnik) sa aktívne angažuje na úprave podmienok úverovej zmluvy. Štandardné úvery, na aké sme zvyknutí, nemôžeme zaradiť do tejto skupiny, pretože pri takomto type úverového vzťahu sa napr. prvýkrát špecifikujú úrokové sadzby pri úvere.

Investičné úvery využíva podnik na svoju investičnú aktivitu, ktorou si v konečnom dôsledku zvýši hodnotu svojho majetku. Napríklad ich môže využiť na nákup nových strojov a zariadení, na obstaranie novej nehnuteľnosti alebo rekonštrukciu staršej nehnuteľnosti, kúpu automobilov a pod.

### **Klasifikácia podľa výšky úveru:**

- úvery poskytnuté do výšky 0,25 mil. € vrátane,
- úvery poskytnuté vo výške od 0,25 mil. € do 1 mil. € vrátane,

---

<sup>50</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33). In : *Úradný vestník Európskej únie L297*. [elektronický zdroj]. vyd. 7.11.2013. s. 31 ISSN 1725-5147 [cit. 2019-10-26]. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>

<sup>51</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33). In : *Úradný vestník Európskej únie L297*. [elektronický zdroj]. vyd. 7.11.2013. s. 30 ISSN 1725-5147 [cit. 2019-10-26]. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>

- úvery poskytnuté vo výške vyššej ako 1 mil. €.

Výška úveru „*predstavuje len jedinú úverovú transakciu považovanú za nový obchod, a nie všetky obchody medzi podnikom a veriteľom.*“<sup>52</sup>

#### **Klasifikácia podľa splatnosti:**

- úvery so splatnosťou do 1 roka vrátane (krátkodobé úvery),
- úvery so splatnosťou od 1 do 5 rokov vrátane (strednodobé úvery),
- úvery so splatnosťou nad 5 rokov (dlhodobé úvery).

Pri členení úverov podľa splatnosti sa berie do úvahy fakt, že rok pozostáva z 365 dní (čiže 1 deň v priestupných rokoch sa neberie do úvahy).

#### **Klasifikácia podľa určenia začiatocnej fixácie sadzby:**

Začiatocné obdobie fixácie definuje ECB ako obdobie, kedy hodnota úrokovej sadzby zostáva konštantná. Môže sa rovnať dobe splatnosti úveru, ale môže trvať aj kratšie. „*O pohyblivej úrokovej sadzbe hovoríme vtedy, ak podlieha neustálej kontrole alebo voľnému uváženiu finančných inštitúcií okrem centrálnych bánk a fondov peňažného trhu.*“

- *pohyblivá sadzba a začiatocná fixácia sadzby do troch mesiacov vrátane,*
- *začiatocná fixácia sadzby nad tri mesiace a do jedného roka vrátane,*
- *začiatocná fixácia sadzby nad jeden rok a do troch rokov vrátane,*
- *začiatocná fixácia sadzby nad tri roky a do päť rokov vrátane,*
- *začiatocná fixácia sadzby nad päť rokov a do desať rokov vrátane,*
- *začiatocná fixácia sadzby nad desať rokov.*“<sup>53</sup>

#### **Klasifikácia podľa zabezpečenia kolaterálom alebo zárukou:**

- zabezpečené úvery,
- nezabezpečené úvery.

Keď chceme hovoriť o zabezpečenom úvere, tak hodnota kolaterálu alebo záruky nesmie byť nižšia ako výška úveru.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33). In : *Úradný vestník Európskej únie L297*. [elektronický zdroj]. vyd. 7.11.2013. s. 61 ISSN 1725-5147 [cit. 2019-10-26]. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>

<sup>53</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33). In : *Úradný vestník Európskej únie L297*. [elektronický zdroj]. vyd. 7.11.2013. s. 62 ISSN 1725-5147 [cit. 2019-10-26]. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>

## 2.2.2 Podnikové dlhopisy

Dlhopisová forma financovania sa realizuje na kapitálovom trhu, kde sa stretávajú viaceré trhové subjekty. Investori, v tomto prípade majitelia dlhopisov, disponujú dočasne voľnými finančnými zdrojmi, ktoré chcú zhodnotiť. V dôsledku obmedzovania svojej súčasnej spotreby požadujú od dlžníkov výnos za zapožičanie peňažných prostriedkov, ktorý im umožní zvýšiť ich spotrebu v budúcnosti. Dlžníci (emitenti cenných papierov) vstupujú na trh, pretože chcú získať dlhodobé zdroje potrebné na investície, ktoré chcú zrealizovať.

*„Dlhopis je cenný papier, s ktorým je spojené právo vlastníka požadovať splácanie dlžnej sumy v menovitých hodnotách a vyplácanie výnosov z nej k určitému dátumu a povinnosť emitenta si tieto záväzky splniť v plnom rozsahu.“<sup>55</sup>* Dlhopisy sa na rozdiel od iných cenných papierov líšia určitými znakmi, medzi ktoré patria napr. stanovená doba splatnosti a vopred určené splátky vrátane úrokov. Na rozdiel od akcií majitelia dlhopisov nemajú právo podieľať sa na riadení chodu spoločnosti.

Podnikové dlhopisy sa členia podľa ich zabezpečenia a účelu použitia emisie. *„Podľa zabezpečenia dlhopisov rozlišujeme:*

- *zabezpečené dlhopisy – predstavujú krytý dlh. Rozlišujeme dva druhy zabezpečení. Pri pevnom zabezpečení sú dlhopisy kryté konkrétnym majetkom, ktorý sa v prípade insolventnosti spoločnosti rozpredá a vyplatia sa dlhopisy, avšak pri pohyblivom zabezpečení sú dlhopisy kryté celým majetkom podniku, čo môže preň znamenať možný zánik v prípade neplatenia svojich záväzkov.,*
- *nezabezpečené dlhopisy nie sú kryté žiadnymi aktívami, ale imidžom podniku a jeho postavením na trhu. V prípade likvidácie firmy sa ich majitelia vyplatia až po vlastníkoch zabezpečených dlhopisov.“<sup>56</sup>*

Podľa účelu použitia emisie delíme podnikové dlhopisy (obligácie) na:

- *dôchodkové obligácie – pri nedostatočnom príjme podnik neplatí v danom roku úrok, avšak ten sa kumuluje do ďalšieho roka a podniku prinášajú krátkodobé zvýšenie kapitálu,*

---

<sup>54</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33). In : *Úradný vestník Európskej únie L297*. [elektronický zdroj]. vyd. 7.11.2013. s. 63 ISSN 1725-5147 [cit. 2019-10-26]. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>

<sup>55</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 196 ISBN 80-8078-089-7.

<sup>56</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 207 ISBN 80-8078-089-7.

- certifikáty o správe zariadenia – istá forma lízingu, pri ktorej podnik dostane mobilný majetok späť do vlastníctva až po zaplatení všetkých splátok,
- obligácie na financovanie kontroly znečistenia – z príjmov týchto obligácií sa nakúpi zariadenie na kontrolu znečistenia ovzdušia a vodných tokov.<sup>57</sup>

### 2.2.2.1 Emisia podnikových dlhopisov

Emisia dlhopisov je veľmi komplikovaný, zdĺhavý a nákladný proces, pričom tieto náklady hradí emitent. Emisný proces si vyžaduje znalosť finančných a právnych predpisov, techník umiestňovania na trh a nemenej dôležité je aj poznať situáciu na trhu. Záleží na rozhodnutí emitenta, ako chce emisiu zrealizovať. „*Ak sa rozhodne ju realizovať sám, hovoríme o vlastnej emisii, ak však zverí proces do rúk odborníkov (investičných bankárov) hovoríme o cudzej emisii.*“<sup>58</sup> Emisný proces sa skladá z týchto jednotlivých krokov:

- rozhodovanie o veľkosti kapitálu – úvodná fáza procesu, v ktorej podnik na základe podnikateľského plánu rozhoduje o objeme emisie potrebného na investovanie. Do tejto fázy patria aj rozhodnutia o dobe splatnosti a forme splácania.,
- výber sprostredkovateľa – podnik sa rozhodne, či chce umiestniť emisiu na trhu sám alebo prostredníctvom sprostredkovateľa, čo je pre podnik väčšinou lacnejší variant,
- spôsob prevzatia emisie – je potrebné určiť ho pri uzatváraní zmluvy so sprostredkovateľom. Rozhoduje o tom, kto prevezme riziká vyplývajúce z uvedenia emisie na trh. V praxi sa môžeme stretnúť s pevnou dohodou, pri ktorej sprostredkovateľ odkúpi od emitenta celú emisiu, pričom na seba preberá riziko z nepredaných dlhopisov a riziko poklesu kurzu cenného papiera. Ak je emisia riziková, sprostredkovateľ si vyberie druhú variantu, umiestni emisiu na trh čo najefektívnejšie. Keďže v tomto prípade neodkupuje od emitenta emisiu, riziká znáša emitent.,
- predbežná ponuka – obsahuje základné informácie o plánovanej emisii, ktoré slúžia na vyvolanie záujmu investorov. Údaje, ktoré sú v nej zahrnuté sú ešte len predbežné a môžu sa meniť. Predbežná ponuka predstavuje úvodnú fázu predaja dlhopisov.,
- oficiálnu registráciu emisie musí schváliť orgán dohľadu. V tejto fáze sa vypracuje definitívny prospekt emitenta, kde údaje sú už definitívne a doplnené o niektoré

<sup>57</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 207 ISBN 80-8078-089-7.

<sup>58</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2008. *Investičné a hypotekárne bankovníctvo : I. Investičné bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2008. s. 62 ISBN 978-80-8078-223-8.

položky. Prospekt emitenta poskytuje informácie o emisii, podnikateľskej činnosti podniku a prílohou sú audítorom overené finančné výkazy. Po oficiálnej registrácii sa určí predajný kurz a finálna ponuka sa pošle investorom. V záujme emitenta je stanoviť čo najvyšší kurz, aby získal z emisie viac kapitálu.,

- vlastný predaj dlhopisov realizuje sprostredkovateľ buď pomocou svojej predajnej siete alebo vytvorí predajnú skupinu, do ktorej prizve kvalifikovaných externých dílerov.,
- umiestnenie emisie na trhu predstavuje finálnu fázu emisného procesu. Pri umiestňovaní emisie je dôležité posúdiť dĺžku splatnosti dlhopisu a správne načasovanie.<sup>59</sup>

### 2.2.2.2 *Rating dlhopisov*

Ratingovému hodnoteniu podlieha nielen každý emitovaný dlhopis ale aj jeho emitent. „*Rating dlhopisu predstavuje mieru schopnosti emitenta plniť si svoje záväzky vyplývajúce z emisných podmienok.*“<sup>60</sup> Čím je rating vyšší, tým lepšie sa umiestňuje emisia na trhu a znižujú sa aj náklady dlhu. V moderných ekonomikách majú najvyšší rating štátne dlhopisy, pretože štát sa považuje za najlepšieho dlžníka. Z tohto dôvodu nikdy nebudú mať podnikové dlhopisy lepší rating ako dlhopisy verejného sektora.

Pri tvorbe ratingu sa v najväčšej miere posudzujú finančné ukazovatele spoločnosti (napr. pravdepodobnosť nesplatenia, forma a podmienky záväzkov) ale do úvahy sa berie aj politické a medzinárodné dianie vo svete. Najdôležitejším faktorom pri hodnotení je však ukazovateľ úrokového krytia, ktorý vyjadruje „*koľkokrát sa môže znížiť zisk emitenta, aby bol schopný vyplatiť úroky.*“<sup>61</sup> Čím vyššiu hodnotu nadobúda tento ukazovateľ, tým vyšší je celkový rating emitenta. Ratingové agentúry vypracovali stupnicu na zaradenie emitovaných dlhopisov. Aj napriek nižším výnosom investori vkladajú kapitál najmä do dlhopisov typu AAA až BBB-, a to najmä kvôli menšiemu riziku neplatenia záväzkov. Ostatné obligácie sú spojené s veľkým rizikom neplatenia záväzkov a tvoria tzv. neinvestičný stupeň.<sup>62</sup>

---

<sup>59</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2008. *Investičné a hypotekárne bankovníctvo : I. Investičné bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2008. s. 64 – 75 ISBN 978-80-8078-223-8.

<sup>60</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 225 ISBN 80-8078-089-7.

<sup>61</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 228 ISBN 80-8078-089-7.

<sup>62</sup> CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 227 – 229 ISBN 80-8078-089-7.

**Obr. 4:** Ratingová škála.

AAA	Obligácie najvyššej kvality, veľmi vysoká úverová schopnosť emitenta
AA+	Obligácie vysokej kvality, dobrá úverová schopnosť emitenta
AA	
AA-	
A+	Obligácie vyššej strednej kvality, ktorá môže byť ovplyvnená externými faktormi
A	
A-	
BBB+	Primeraná schopnosť uhradiť istinu a úroky, môže byť čiastočne ovplyvnená negatívnym vývojom ekonomiky
BBB	
BBB-	
BB+	Neprimeraná schopnosť uhradiť istinu a úroky, nestálosť plnenia záväzkov
BB	
BB-	
B+	Schopnosť plnenia záväzkov je vo veľkej miere ovplyvnená ekonomickým vývojom, náchylnosť emitenta na neplnenie záväzkov
B	
B-	
CCC+	Častá náchylnosť emitenta na neplnenie záväzkov
CCC	
CCC-	
CC	Malá pravdepodobnosť včasného plnenia záväzkov
C	Malá pravdepodobnosť plnenia záväzkov
D	Platobná neschopnosť emitenta

Zdroj: CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie (vlastné spracovanie).

### 2.3 Prehľad štúdií k predmetu skúmania práce

V nasledujúcej podkapitole sú uvedené názory jednotlivých ekonómov na účinok nekonvenčných menových opatrení a ich dopad na podporu úverovania nefinančných spoločností.

Zníženie kľúčových úrokových sadzieb ECB až na zápornú hodnotu patrí k najčastejšie spomínaným opatreniam v rámci nekonvenčnej menovej politiky. Dochádza k nemu až v tom prípade, keď doposiaľ použité nástroje nenaplnili v dostatočnej miere stanovené ciele. Kostelný tvrdí, že „záporné úrokové sadzby z vkladov podnecujú banky, aby

volné prostriedky nezhrmažďovali na účtoch v centrálnych bankách, ale namiesto toho ich použili na poskytovanie úverov nefinančným spoločnostiam do reálnej ekonomiky alebo na obchodovanie na medzibankovom trhu.<sup>63</sup>

Zavedenie TLTRO operácií, ako nekonvenčného prvku menovej politiky, malo podľa menovej autority obrovský vplyv na zlepšenie podmienok úverovania v ekonomike. Na rozdiel od bežných operácií, objem a cena peňazí, ktoré môžu banky prostredníctvom TLTRO operácií získať sú závislé od objemu úverov, ktoré poskytnú reálnej ekonomike. „Čím viac úverov banka poskytne, tým viac peňažných prostriedkov si môže od menovej autority požičať.“<sup>64</sup> Tento multiplikačný efekt v spojení s nízkymi kľúčovými úrokovými sadzbami ECB podporuje úverovanie, z oboch strán. Pre podnik je výhodnejšie investovať z cudzích zdrojov v podobe úveru pri nižších úrokových sadzbách, pretože je preň lacnejší a banky sú zas motivované poskytovať úvery vo väčšej miere, z dôvodu možnosti získania väčšieho objemu peňažných prostriedkov, za ktoré zaplatia menší úrok. TLTRO operácie prispeli k vytvoreniu priaznivejších podmienok na finančných trhoch a podnecovali vyššiu tvorbu úverov, čo malo za následok stimuláciu hospodárskeho rastu.

Podľa Jančíka na zlepšenie podmienok úverovania nevlplyva pozitívne len znižovanie úrokových sadzieb ale aj prijaté opatrenia súvisiace s úverovým uvoľňovaním. „Cieľom týchto opatrení bolo zlepšiť podmienky financovania na trhu a tok úverov podnikom s prihliadnutím na finančnú štruktúru hospodárstva Eurozóny a jedinečné okolnosti súvisiace s nepriaznivou ekonomickou situáciou. Úverové uvoľňovanie sa má uplatňovať v takom rozsahu, aký by nebol možný, ak by banka využívala len kanál zníženia kľúčových úrokových sadzieb ECB. Tieto opatrenia boli nasmerované hlavne na komerčné banky. Ich zavedenie malo pre ne pozitívny vplyv, pretože sa zjednodušil ich prístup k likvidite. Čo sa týka ekonomiky ako celku, aj tu úverové uvoľňovanie malo viacej pozitívnych účinkov ako napr. zúženie spreadov na peňažnom trhu, zmiernenie rizík súvisiacich s financovaním ale aj rast objemu poskytnutých úverov.“<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> KOSTELNÝ, R. 2013. Záporné úrokové sadzby a ich implikácie. In : *Biatec 3/2013*. [elektronický zdroj]. 2013. ISSN 1335 – 0900. [cit. 2020-01-21]. Dostupné na : [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_PUBLIK\\_NBS\\_FSR/Biatec/Rok2013/03-2013/01\\_biatec13-3\\_kostelny.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2013/03-2013/01_biatec13-3_kostelny.pdf)

<sup>64</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2015. *Výročná správa 2014*. [elektronický zdroj]. Frankfurt am Main, 27.2.2015. [cit. 2020-01-25]. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014sk.pdf>

<sup>65</sup> JANČÍK, L. 2010. *Ako zareagovala na krízu Európska centrálna banka*. [elektronický zdroj]. Bratislava, 2010. [cit. 2020-01-25]. Dostupné na: [http://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:MYMeOm3pevgJ:scholar.google.com/+ako+zareagovala+na+kr%C3%ADzu+ECB,+Jan%C4%8D%C3%ADk&hl=sk&as\\_sdt=0,5](http://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:MYMeOm3pevgJ:scholar.google.com/+ako+zareagovala+na+kr%C3%ADzu+ECB,+Jan%C4%8D%C3%ADk&hl=sk&as_sdt=0,5)

Viceguvernér Národnej banky Slovenska (Ján Tóth) tvrdí, že ani priame dodávanie likvidity do bánk ani úverové uvoľňovanie dostatočne nepodporilo úverovanie podnikov, pretože zo strany bánk časom klesal záujem sa týchto programov zúčastňovať. Najväčší význam videl v kvantitatívnom uvoľňovaní. Skúmal jeho vplyv na investičné aktivity podnikov. Dodávanie nových peňazí do ekonomiky má síce v sebe zabudovaný peňažný multiplikátor, ktorý je podľa niektorých ekonómov primárnou príčinou vzniku superinflácie a v konečnom dôsledku znehodnocovania meny. Avšak v turbulentných časoch, keď je kvantitatívne uvoľňovanie uplatňované, sa tvoria nové peniaze pomalšie ako obvykle, čo malo za následok, že inflácia sa zvýšila len mierne a priblížila sa bližšie k cieľu menovej autority. Pomocou kvantitatívneho uvoľňovania banky dostávali potrebnú likviditu, ktorá sa odzrkadlila na zlacnení úverových zdrojov pre podniky približne o 1%, čo ďalej stimulovalo expanziu úverov.<sup>66</sup>

Existujú však aj negatívnejšie názory na nástroje nekonvenčnej politiky. Podľa Christophera Dembika, ktorý v roku 2017 zhodnocoval účinky nekonvenčnej menovej politiky príliš uvoľnená menová politika nemala až taký veľký vplyv na podporu úverovania podnikov, viac sa presadila v iných oblastiach, napr. na kapitálových trhoch. *„Príliš uvoľnená menová politika ECB má na hospodársky rast len zanedbateľný vplyv. Hlavne z toho dôvodu, že komerčné banky nehrajú úlohu poskytovateľa úverov samotnému hospodárstvu. Menová politika ECB síce posilnila bankové rezervy, ale banky nedokázali vypožičať dostatočné rezervy súkromnému sektoru, ktoré vyhodnotili ako rizikové. Likvidita bánk bola zameraná na finančné trhy s atraktívnou návratnosťou investícií. Vývoj v oblasti poskytovania úverov bol síce za posledné roky v Eurozóne ako celku už o niečo pozitívnejší, avšak existujú krajiny, v ktorých nastal opačný efekt (napr. Taliansko).“<sup>67</sup>*

Uvoľnenie menovej politiky vplývalo aj na spôsob výkonu refinančných operácií, ktoré ECB realizovala. Menová autorita dostatočne zmiernila podmienky poskytovania likvidity bankám Eurozóny. Za pevnú úrokovú sadzbu začala plne akceptovať ponuky komerčných bánk (tento systém je pomenovaný ako FRFA). Kostelný skúmal vplyv operácií FRFA na úverovanie podnikov a prosperitu hospodárstva Eurozóny. *„Pre banky v Eurozóne tento systém znamenal úplnú istotu v získavaní peňažných prostriedkov. Po čase bankový sektor začal od ECB čerpať likviditu vo väčšom množstve ako bolo potrebné, avšak tieto*

---

<sup>66</sup> TÓTH, J. 2017. *QE a Slovensko*. [elektronicky zdroj]. Bratislava. 2017. [cit. 2020-01-26]. Dostupné na : [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_komentare/JanToth/005\\_QE\\_a\\_Slovensko.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/JanToth/005_QE_a_Slovensko.pdf)

<sup>67</sup> DEMBIK, CH. 2017. *Aké dôsledky má extrémne uvoľnená menová politika ECB*. 2017. [elektronický zdroj]. [cit. 2020-01-26]. Dostupné na : <https://www.investujeme.sk/kratke-spravy/aky-vyznam-mala-extremne-uvolnena-menova-politika-ecb/>

*prostriedky sa nevyužili na podporu úverovania nefinančných spoločností, v skutočnosti došlo len k nahradeniu výpadku prostriedkov od inak štandardných subjektov, ktoré v danej situácii neboli ďalej ochotné poskytovať likviditu rizikovejším protistranám.* “<sup>68</sup> Vďaka inému konaniu bánk Eurozóny, ako menová autorita očakávala, bolo toto opatrenie neefektívne.

---

<sup>68</sup> KOSTELNÝ, R. 2014. Mimoriadne opatrenia ECB počas globálnej krízy. In : *Biatec 4/2014*. [elektronický zdroj]. 2014. ISSN 1335 – 0900. [cit. 2020-01-27]. Dostupné na : [https://www.google.com/search?q=biatec+4%2F2014+issn&rlz=1C1EJFA\\_enSK673SK673&oq=biatec+4%2F2014+issn&aqs=chrome..69i57.7552j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=biatec+4%2F2014+issn&rlz=1C1EJFA_enSK673SK673&oq=biatec+4%2F2014+issn&aqs=chrome..69i57.7552j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8)

### 3. Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

Cieľom bakalárskej práce je zhodnotiť vplyv nekonvenčných menových nástrojov a opatrení na vývoj úverov podnikom v Eurozóne, posúdiť, kedy boli efektívne a naopak, kedy sa ich účinok neprejavil v požadovanej miere. Častokrát práve nedostatočný rast úverov nútil menovú autoritu pristúpiť k rôznym nekonvenčným opatreniam. Úverový kanál transmisného mechanizmu menovej politiky by mal zabezpečovať vhodné podmienky na rast úverovania súkromného sektora, avšak ak dôjde k jeho porušeniu menová autorita musí použiť cielené nekonvenčné nástroje, ktoré by priamo podporili rast úverovania podnikov. Preto našim sekundárnym cieľom je poukázať aj na previazanosť a väzby nekonvenčných nástrojov na vybrané makroekonomické ukazovatele, napr. HDP, infláciu, mieru rastu agregátu M3 a pod. Z tohto dôvodu sme v analytickej časti venovali úvodnú podkapitulu práve týmto rôznym makroekonomickým ukazovateľom a druhá podkapitola sa špecifikuje na primárny cieľ zverejnenej bakalárskej práce.

V teoretickej časti sme čerpali informácie z diel prevažne slovenských, ale aj zahraničných renomovaných ekonómov. Informácie sme dopĺňali aktualitami a dôležitými poznatkami v oblasti nekonvenčnej menovej politiky priamo od Európskej centrálnej banky. V teoretickej časti sme teda uplatňovali skôr opisný a výkladový princíp. Na lepšie pochopenie skúmanej problematiky sme v praktickej časti využili grafické znázornenie, ktoré je doplnené komentárom opisujúcim priebeh určitej veličiny.

Údaje potrebné na vypracovanie grafov sme čerpali zo štatistík, ktoré pravidelne vykazuje menová autorita a zo štatistického úradu Eurozóny (EUROSTAT). Pre lepšiu vizualizáciu sme na štruktúru podnikov v Eurozóne využili kruhové diagramy, zvyšné sledované veličiny sú prezentované čiarovými grafmi. Údaje v nich obsiahnuté sú vykazované prevažne mesačne, aby sme zaznamenali detailnejší priebeh sledovaných ukazovateľov. Niektoré dáta sú však dostupné len na kvartálnej úrovni.

V uvedených komentároch sme využívali predovšetkým komparáciu súčasných a minulých stavov sledovaných veličín v spojení s osvojenými teoretickými poznatkami. Komparácia bola nevyhnutná najmä pri komentároch s percentuálnymi zmenami. V diskusii sme taktiež uplatňovali komparáciu, najmä na posudzovanie súladu výsledkov práce s teoretickým predpokladom, ako by to malo vyzerat'.

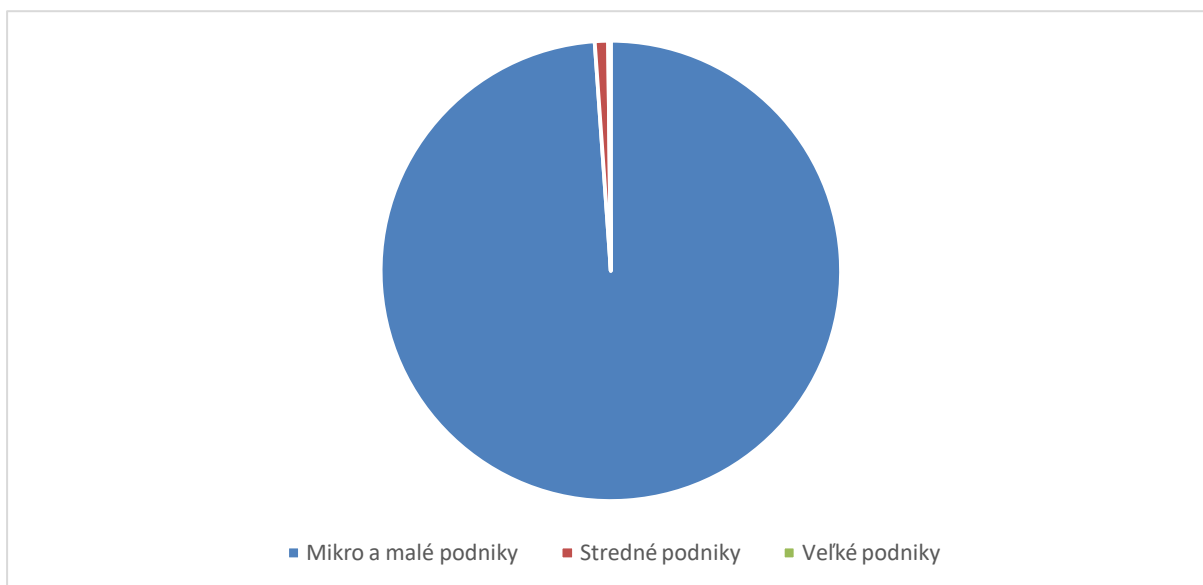
## 4. Výsledky práce

V nasledujúcej kapitole si vysvetlíme a prostredníctvom grafického znázornenia ukážeme ako nekonvenčná menová politika ovplyvňovala ekonomickú situáciu a rôzne makroekonomické ukazovatele.

### 4.1 Efekty nekonvenčnej menovej politiky na úvery podnikom

Podľa posledných údajov z roku 2017, ktoré vykazuje EUROSTAT sa v Eurozóne nachádza viac ako 22 miliónov podnikov, pričom drvivú väčšinu z nich, až 98,88%, tvoria malé a stredné podniky (1-49 zamestnancov). Podiel podnikov na celkovom objeme je znázornený na grafe 1 a ich presný počet je stanovený v nižšie uvedenej tabuľke.

**Graf 1:** Zloženie podnikov podľa veľkosti v Eurozóne.



Zdroj : EUROSTAT. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (vlastné spracovanie).

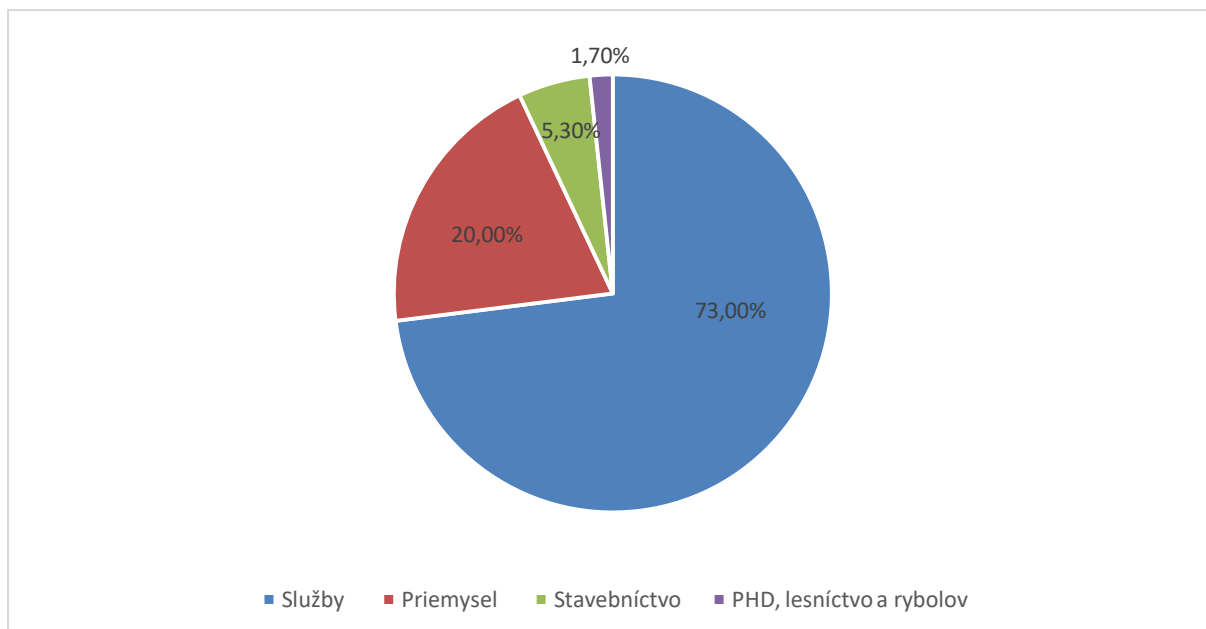
**Tab. 1:** Počet podnikov podľa veľkosti v Eurozóne.

Typy podnikov podľa veľkosti	Počet podnikov
Mikropodniky a malé podniky (1 - 49 zamestnancov)	21 985 018
Stredné podniky (50 – 249 zamestnancov)	207 725
Veľké podniky (viac ako 250 zamestnancov)	41 491
<b>Celkom</b>	<b>22 234 234</b>

Zdroj : EUROSTAT. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (vlastné spracovanie).

Najväčší podiel na hrubej pridanej hodnote Eurozóny v roku 2018 tvorili podniky produkujúce služby. Viedli s výrazným náskokom a ich podiel dosiahol až hodnotu 73%, ďalej nasledovali priemyselné podniky s podielom 20% a zvyšných 7% bolo rozdelených medzi stavebníctvo a poľnohospodárstvo.

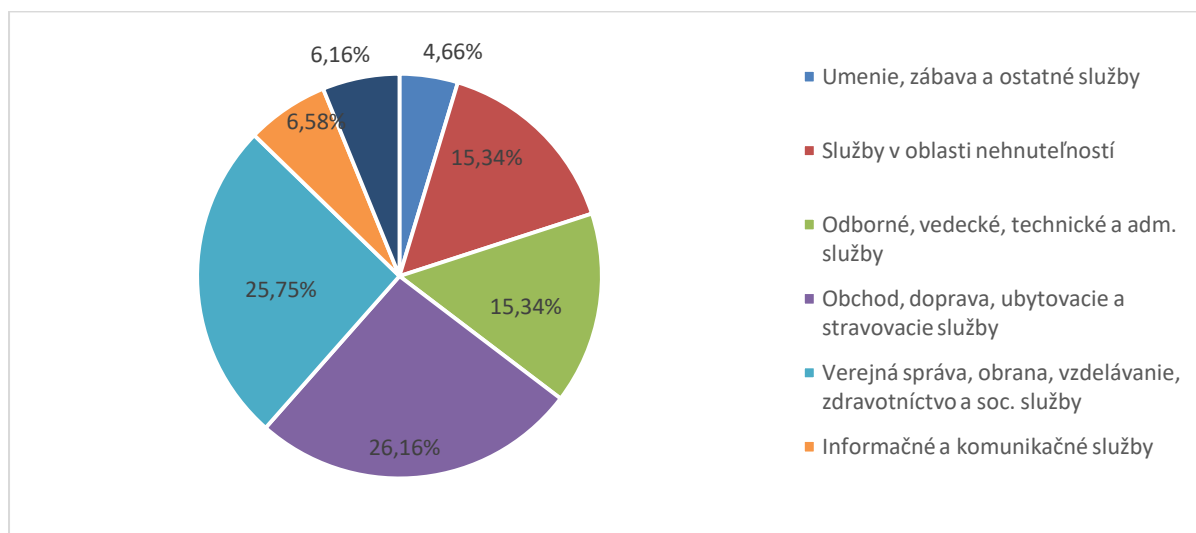
**Graf 2:** Podiel podnikov na hrubej pridanej hodnote Eurozóny podľa odvetvia.



Zdroj : EUROSTAT. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross\\_value\\_added\\_at\\_current\\_basic\\_prices,\\_2008\\_and\\_2018\\_\(%25\\_share\\_of\\_total\\_gross\\_value\\_added\)\\_FP19.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_value_added_at_current_basic_prices,_2008_and_2018_(%25_share_of_total_gross_value_added)_FP19.png) (vlastné spracovanie)

Podniky produkujúce služby sa delia ešte na mnoho ďalších pododvetví. Nasledujúci graf ukazuje, aký podiel na hrubej pridanej hodnote Eurozóny v rámci služieb tvorili jednotlivé pododvetvia.

**Graf 3:** Podiel jednotlivých pododvetví v rámci služieb na hrubej pridanej hodnote Eurozóny.

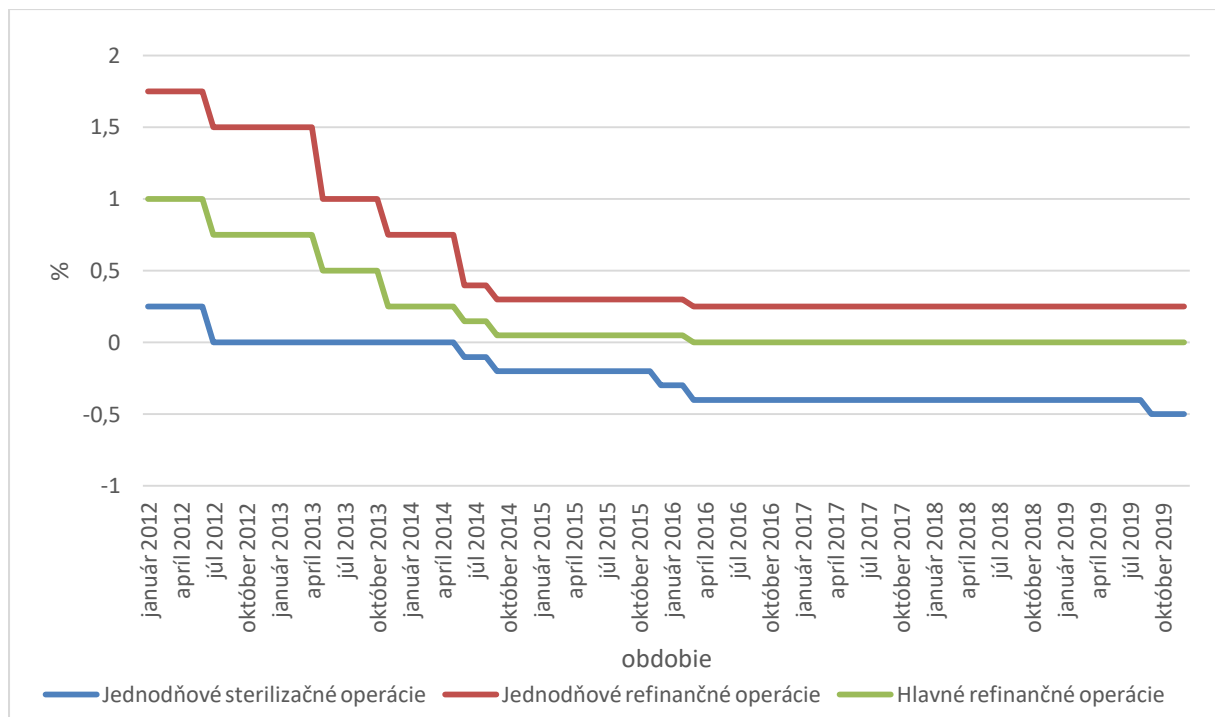


Zdroj : EUROSTAT. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross\\_value\\_added\\_at\\_current\\_basic\\_prices,\\_2008\\_and\\_2018\\_\(%25\\_share\\_of\\_total\\_gross\\_value\\_added\)\\_FP19.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_value_added_at_current_basic_prices,_2008_and_2018_(%25_share_of_total_gross_value_added)_FP19.png) (vlastné spracovanie)

#### 4.1.1 Zmena kvality ekonomického prostredia vplyvom nekonvenčnej menovej politiky

Kľúčové úrokové sadzby jednoznačne patria k jedným z najdôležitejších nástrojov menovej autority. Ich vývoj vám ukáže nasledujúci graf.

**Graf 4:** Kľúčové úrokové sadzby ECB.

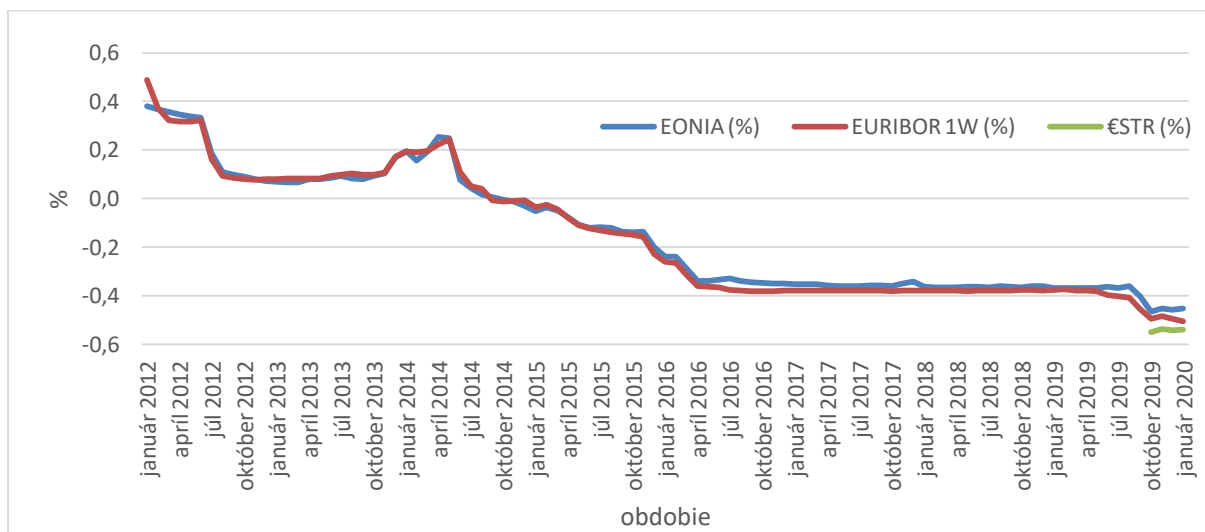


Zdroj : EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn25&fbclid=IwAR1te6sr9-c-NkEyERvaD0yE9BPVgF8JFtIKQoX6DAvO0k7IwihnjH1s6kY>

Menová autorita v sledovanom období bojuje s nízkou mierou inflácie, pod ktorú sa podpísalo viacero faktorov napr. prudký pokles cien ropy a zemného plynu alebo pokles cien energií (elektrina, plyn...). S cieľom zabezpečiť cenovú stabilitu a posunúť infláciu bližšie k primárnemu cieľu ECB v strednodobom horizonte, sa teda ECB rozhodla dlhodobo znižovať hodnoty svojich kľúčových úrokových sadzieb. V roku 2013 došlo k ich znižovaniu dokonca dvakrát, pretože po prvom znížení sadzieb inflačné tlaky zaznamenali iba nebadané oživenie. Rok 2014 priniesol opätovné znižovanie sadzieb, čo zapríčinilo, že sadzba jednodňových sterilizačných operácií po prvýkrát klesla do záporného pásma. Tento fakt mal veľký vplyv na rast obchodovania na medzibankovom trhu, ktoré sa považuje za predpoklad efektívneho fungovania trhového mechanizmu. Na túto situáciu zareagovali aj sadzby

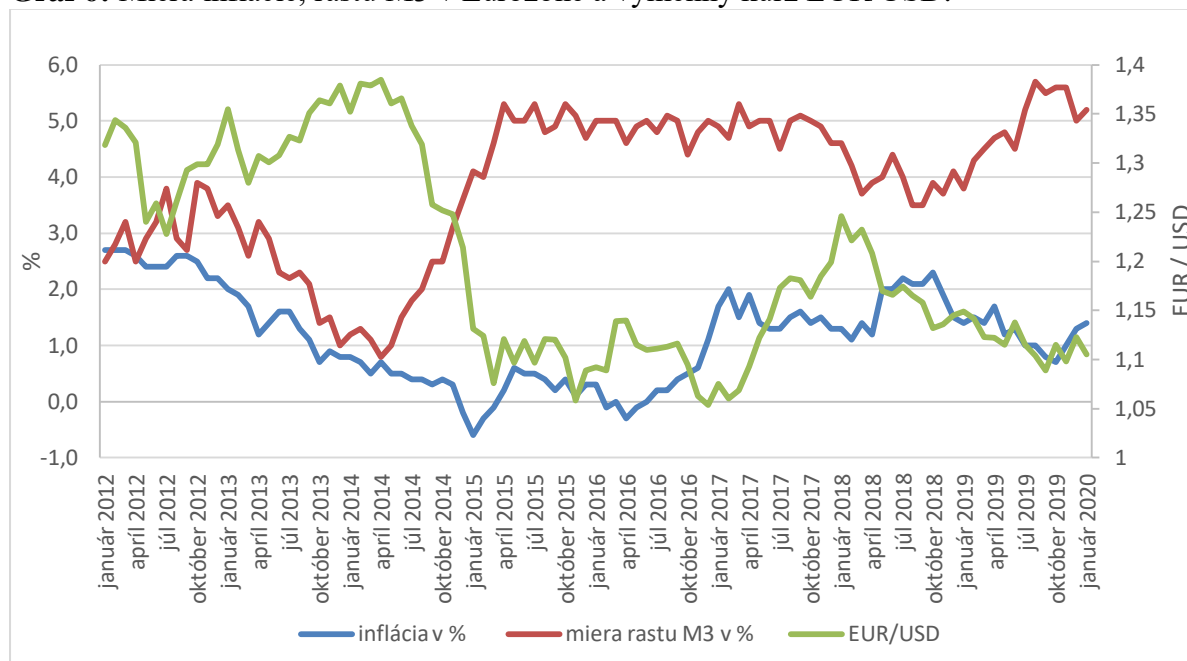
medzibankového trhu, ktorých hodnota sa krátkodobo zvýšila. Ako môžeme vidieť na grafe č. 2, sadzby medzibankového trhu postupom času zaznamenali strmý pokles a taktiež sa dostali do záporného pásma. Zapríčinili to predovšetkým prijaté nekonvenčné nástroje, ktorých úlohou bolo dodávanie likvidity bankám (programy nákupu aktív a dlhodobějšíe refinančné operácie). Roky 2017 a 2018 sa niesli v znamení čiastočného oživenia a mierneho zvýšenia inflácie, vďaka čomu sa znížila aj hodnota nákupu aktív, čo sa odzrkadlilo aj na ustálení sadzieb. V septembri 2019 sa kvôli opätovným slabým inflačným tlakom menová autorita rozhodla ešte viac znížiť sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií na hodnotu -0,5% a v prípade pretrvávajúcich nepriaznivých podmienok nevyklučuje v blízkej dobe ešte ďalšie znižovanie.

**Graf 5:** Úrokové sadzby medzibankového trhu - EONIA, EURIBOR 1W, €STR.



Zdroj: EMMI. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-eonia-org/eonia-rates.html?fbclid=IwAR0wgJRQogsrrfS4tmWJH64s4lDByNrCsYwSTE-FZleNIEWuQaxOMa-WLQ4>, (vlastné spracovanie).

**Graf 6:** Miera inflácie, rastu M3 v Eurozóne a výmenný kurz EUR/USD.



Zdroj: EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <http://sdw.ecb.europa.eu/>, (vlastné spracovanie)

Teoretické vymedzenie vzťahu inflácie a peňažnej zásoby hovorí, že tieto dve veličiny sú navzájom prepojené a ovplyvňované. Rast inflácie je obvykle spájaný s rastom peňažnej zásoby (M3) a naopak. Ako môžeme vidieť na grafe 6, miera inflácie kopíruje krivku rastu M3 s priemerne ročným oneskorením až na menšie výnimky, čo len potvrdzuje teoretické základy. Aj napriek úzkej väzbe s peňažnou zásobou, na infláciu vplýva aj mnoho ďalších faktorov ako napr. vývoj cien komodít (ropa, zemný plyn) a taktiež aj kľúčové úrokové sadzby ECB.

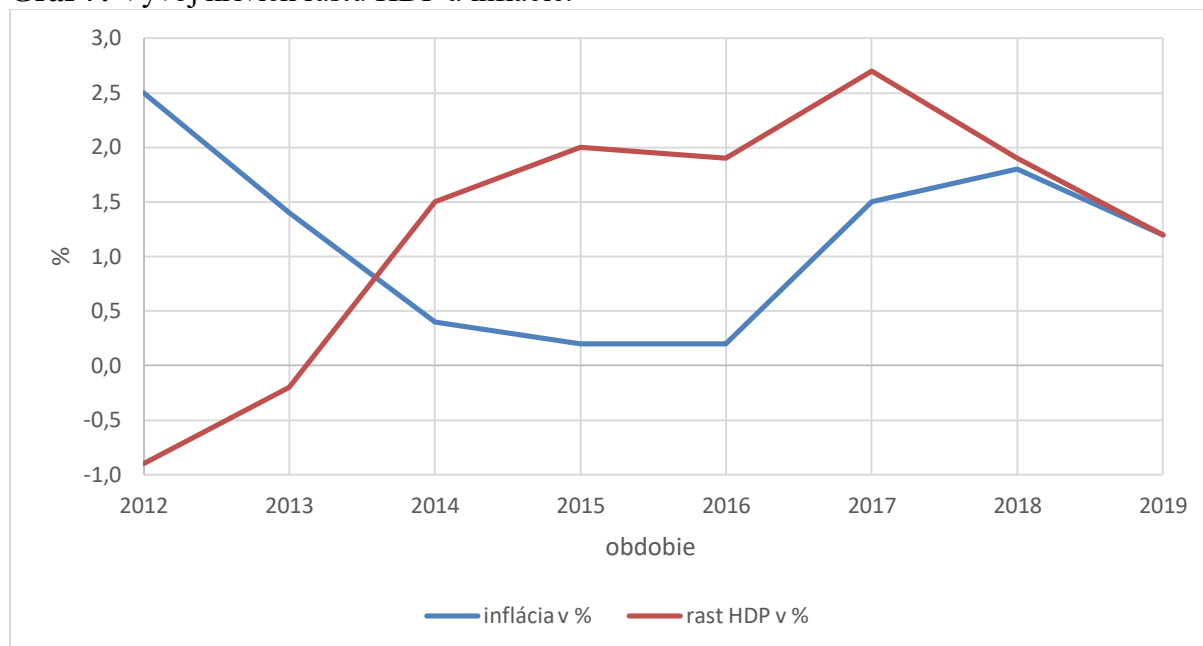
Na začiatku sledovaného obdobia sa inflácia držala v optimе vzhľadom na cieľ menovej autority, výrazne k tomu prispelo zvyšovanie nepriamych daní vo viacerých krajinách Eurozóny. Nasledujúce roky sa niesli v znamení poklesu inflácie, čomu predchádzal výrazný pokles peňažnej zásoby v obehu, pretrvávajúca neistota na finančných trhoch a klesajúce ceny komodít. Pod pokles M3 sa podpísal nedostatok likvidity, nedostatočné investície a slabá hospodárska aktivita. Kvôli nedostatku likvidity sa investori od vzniku hospodárskej krízy vyhýbali rizikovejším aktívam a svoje úspory sa snažili zúročiť pri nižšej miere rizika, samozrejme za nižší výnos. V roku 2014 sa Eurozóna začala vychýľovať z teoretického základu a začali sa otvárať nožnice medzi M3 a infláciou. Zavedenie TLTRO operácií síce pozitívne vplývalo na rast M3 v obehu, jeho objem sa razantne zvýšil, ale inflácia naďalej zaznamenávala trvalý pokles. Na prelome rokov 2014/2015 sme dokonca v Eurozóne zaznamenali defláciu. Na túto situáciu musela ECB rýchlo a efektívne

zareagovať. Ešte viac znížila hodnoty svojich kľúčových úrokových sadzieb (na konci roka 2015 mala sadzba jednodňových sterilizačných operácií hodnotu iba -0,3%) a zaviedla program nákupu aktív, ktorý taktiež pomohol odvrátiť najhoršie deflačné scenáre a dostal hodnoty inflácie do kladných hodnôt. S prichádzajúcou expanziou a rastom cien energií v roku 2017 začala inflácia napodobňovať vývoj krivky peňažnej zásoby cca s 2-ročným oneskorením a aspoň čiastočne sa blížila k cieľu menovej authority. Vďaka tomu sa postupne mohol znižovať objem nákupu aktív, avšak nie príliš rýchlo a razantne, pretože by to malo fatálne následky na peňažnú zásobu. Už aj mierne zníženie objemu nákupu aktív sa podpísalo pod slabší rast M3 v roku 2018. V súčasnosti sa miera inflácie pohybuje okolo 1,4%, čo znamená, že nekonvenčné opatrenia treba ešte stále uplatňovať. Na podporu jej rastu boli v druhej polovici roku 2019 prijaté ďalšie nekonvenčné opatrenia, ktoré sa už podpísali aj na raste peňažnej zásoby (napr. TLTRO III.)

Inflácia a kľúčové úrokové sadzby ECB majú veľký vplyv aj na výmenný kurz dvoch známych mien vo svete (euro a americký dolár). Pri posudzovaní efektívneho výmenného kurzu je nutné poznať infláciu a úrokové sadzby oboch krajín. Spravidla u tej meny, ktorá má nižšiu mieru inflácie a vyššiu úroveň úrokových sadzieb dochádza k jej apreciácii (zhodnoteniu) voči druhej mene. Do roku 2014 sme zaznamenávali apreciáciu eura voči americkému doláru, kvôli neustálemu poklesu inflácie a priaznivejšiemu nastaveniu úrokových sadzieb v Eurozóne. Koncom spomínaného roka však americký dolár začal prudko naberať na sile. Spôsobilo to opačné smerovanie úrokových sadzieb oboch krajín. Zatiaľ čo v USA sa úrokové sadzby začali pomaly zvyšovať, v Eurozóne bol vývoj opačný. Rok 2017 priniesol obrat v situácii. Euro bolo opäť silnejšie vďaka inflácii ECB, ktorá dosahovala takmer optimálne hodnoty (tesne pod hranicou 2%). Netrvalo to dlho, pretože rok 2018 priniesol Amerike rozmach, zvýšila hodnotu úrokových sadzieb až na 2,5%, čím sa dolár zatraktívnil pre investorov, zatiaľ čo dobré európske vyhliadky a čísla sa pomaly vzdŕaľovali. V súčasnosti ani jedna z ekonomík nedosiahla inflačné očakávania, znižujú svoje kľúčové úrokové sadzby, tak až najbližšie obdobie ukáže, ktorá zo spomínaných mien bude naberať na sile.

Inflácia je v silnej interakcii aj s ďalším dôležitým makroekonomickým ukazovateľom, HDP. V období expanzie zvyčajne rastie hrubý domáci produkt a aj miera inflácie, avšak pre ekonomiku je nežiaduce, keď miera inflácie prevyšuje rast HDP. Je to sprievodný jav prichádzajúcej recesie, prípadne až hlbokkej krízy. Ideálne by sa mala držať pod úrovňou HDP, nanajvýš s ňou byť totožná.

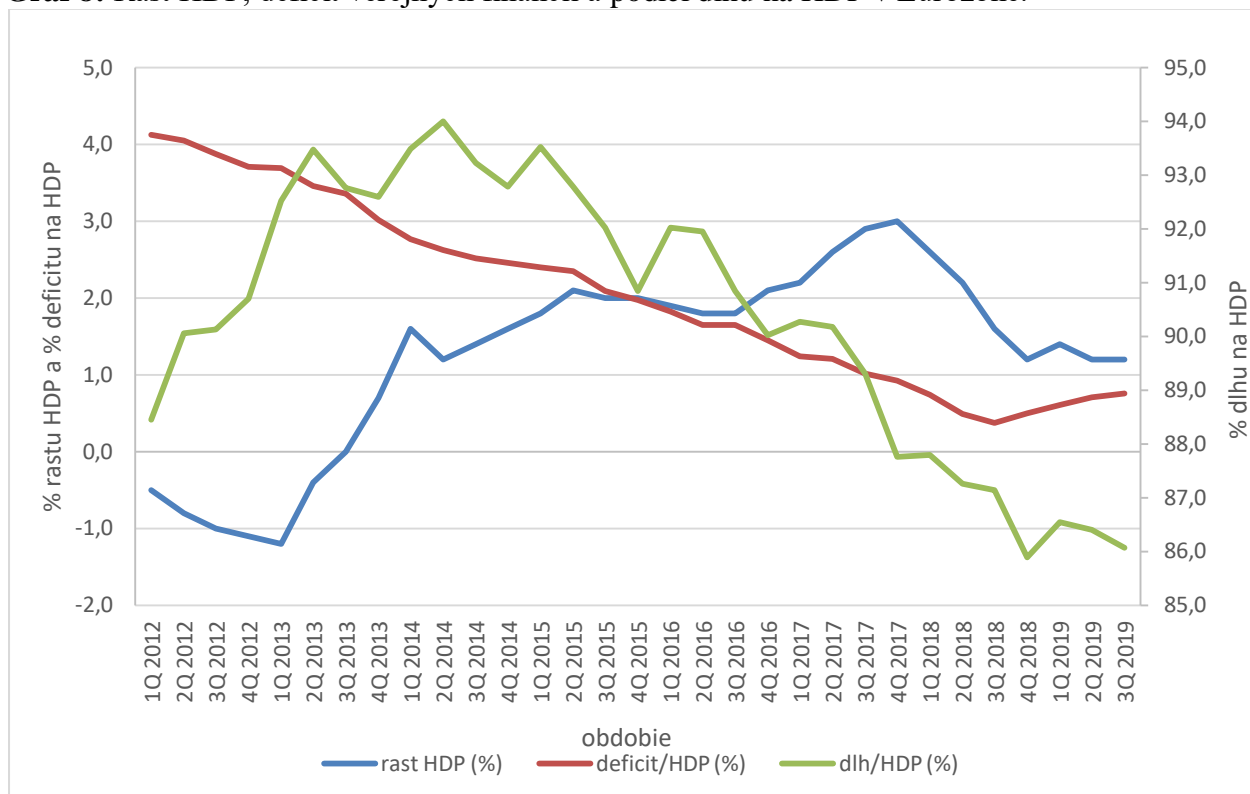
**Graf 7:** Vývoj kriviek rastu HDP a inflácie.



Zdroj: Vlastné spracovanie.

Na začiatku sledovaného obdobia situácia vôbec nebola priaznivá. V roku 2012 síce HDP pomaly začal rásť, ale stále nadobúdala záporné hodnoty medziročných prírastkov, zatiaľ čo miera inflácie sa držala vysoko nad krivkou rastu HDP. Klesajúci produkt zaviniť najmä stagnujúci svetový obchod a v konečnom dôsledku aj klesajúci export statkov a služieb z Eurozóny. Najväčším dôvodom poklesu boli fixné investície a zásoby, o ktoré bol výrazne nižší dopyt ako roky predtým. V druhej polovici roku 2013 sa situácia začala stabilizovať, zahraničný dopyt začal naberať na sile, poklesli ceny energií a situácia na finančných trhoch sa upokojila, čo malo za následok rast HDP a jeho dlhodobú rastúcu tendenciu. Zníženie cien energií môžeme nazvať bodom zlomu, ktorý zapríčinil obrat vo vývoji kriviek. Je to vďaka jeho pôsobeniu na obidve makroekonomické veličiny. Zníženie cien energií zvyšuje disponibilný príjem, čo vedie k rastu súkromnej spotreby, ktorú môžeme považovať za indikátor rastu HDP a zároveň vedie k poklesu miery inflácie. V roku 2017 priniesla expanzia väčšiu dôveru podnikového sektora investovať, čo ešte viac podporilo rast produktu (2,7%). Od konca roku 2018 sa rast HDP mierne spomalil v dôsledku stagnácie priemyselnej výroby a svetového obchodu. V súčasnosti sú obidve krivky na identickej, relatívne nízkej úrovni, čo znamená že ECB musela urýchlene reagovať, znížila hodnotu svojej kľúčovej úrokovej sadzby a prijala opatrenia na rozvoj exportu do tretích krajín, napr. Dohoda o voľnom obchode medzi EÚ a Japonskom.

**Graf 8:** Rast HDP, deficit verejných financií a podiel dlhu na HDP v Eurozóne.

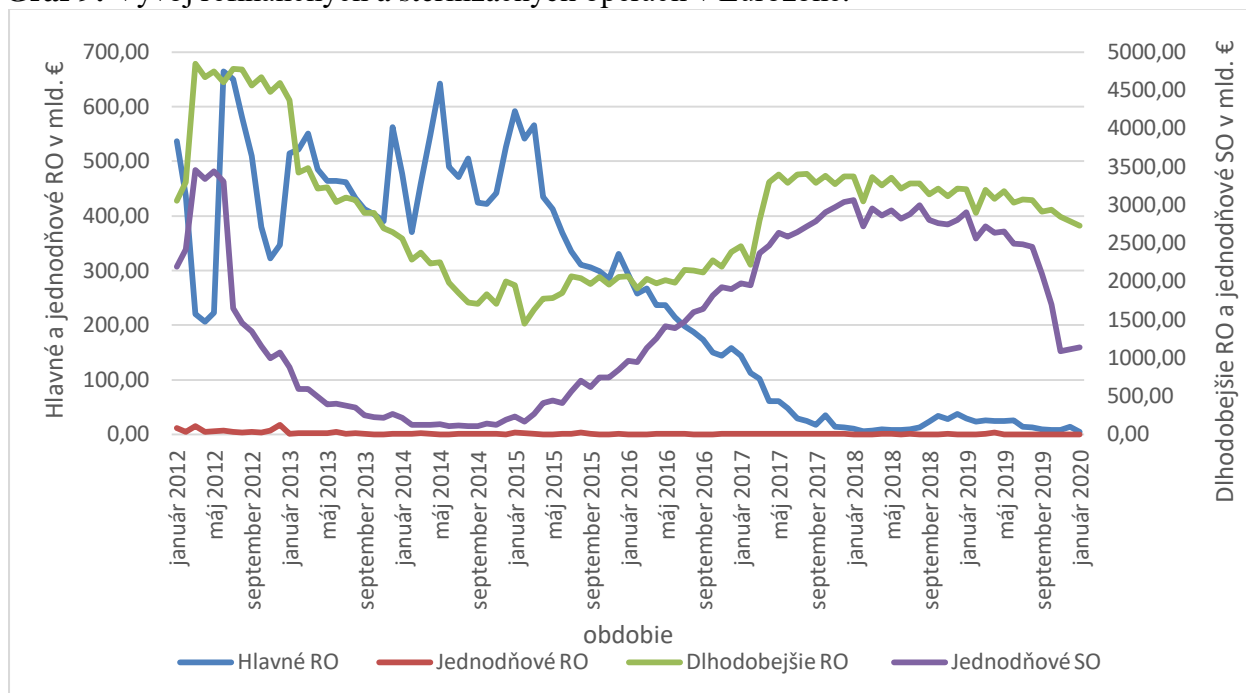


Zdroj: EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <http://sdw.ecb.europa.eu/>, (vlastné spracovanie)

Pri hodnotení deficitu a dlhu je potrebné poznať prostriedky, ktorými Európska únia bojuje proti rastu týchto ukazovateľov. Ich cieľom je zabezpečiť podporu hospodárskeho rastu pri optimálnej miere verejných výdavkov, čo si vyžaduje ich maximálnu reguláciu, preto Európska únia zaviedla viaceré nástroje, ktoré podporujú tento cieľ. Aby štáty Eurozóny nezaznamenávali extrémne vysoký deficit a dlh sú potrebné určité rozpočtové a fiškálne pravidlá, z ktorých vychádzajú nástroje na zmiernenie dlhu a deficitu. Pakt stability a rastu má za úlohu zabezpečiť ozdravenie verejných financií a koordináciu fiškálnych politík členských štátov Eurozóny. Okrem iného ustanovuje aj maximálnu možnú prípustnú mieru oboch ukazovateľov (tieto ustanovenia sú zakomponované aj v Maastrichtských kritériách). Deficit nesmie prekročiť hodnotu 3% HDP a podiel dlhu na HDP by nemal presiahnuť hranicu 60%. V prípade nedodržania týchto podmienok zahŕňa Pakt stability a rastu aj Nápravnú časť, ktorá ustanovuje postupy na prijatie nápravných opatrení. Ďalším programom je Európsky semester, ktorý umožňuje členským štátom zohľadniť odporúčania EÚ pri zostavovaní národných rozpočtov a tvorbe hospodárskych politík, v snahe predchádzať nadmerným makroekonomickým nerovnováham. Proti boju s vysokým dlhom zaviedla ECB Európsky stabilizačný mechanizmus takzvaný „Euroval“, ktorý sa aplikuje v krízových prípadoch na zabezpečenie finančnej stability Eurozóny.

Na začiatku sledovaného obdobia (rok 2012), Eurozónu trápil vysoký deficit. Navyšovali ho všetky krajiny okrem Nemecka, Estónska, Luxemburska a Fínska. Menová autorita bola preto v roku 2012 nútená sprísniť finančné sankcie Paktu stability a rastu a v rámci Európskeho semestra sa zaviedla implementácia týchto finančných sankcií (tzv. six-pack) do všetkých štátov Eurozóny, okrem vyššie uvedených, ktorých deficit sa udržiaval pod úrovňou 3% HDP. Koncom spomínaného roka vznikla potreba zvýšiť tlak na tie krajiny, ktoré majú predpoklad destabilizovať Hospodársku a menovú úniu. V roku 2013 nadobudol účinnosť dvojitý balík, ktorý dáva krajinám povinnosť, aby predložili na jeseň Európskej komisii návrh rozpočtu na budúci rok. Toto opatrenie malo vplyv na koordináciu rozpočtovej politiky Eurozóny, vďaka ktorej menová autorita mohla skôr identifikovať príčiny narúšajúce finančnú stabilitu. Zatiaľ, čo v roku 2014 sa deficit dostal na optimálnu úroveň a stále klesal, pomer dlhu k HDP sa naopak zvyšoval a nepomohol tomu ani pomaly stúpajúci HDP. Primárnym dôvodom bol enormný nárast dlhov štátov, ktoré stáli v centre dlhovej krízy (napr. Grécko). Deficit klesal aj v ďalších rokoch a to hlavne kvôli ubúdajúcemu počtu krajín, ktoré vykazovali nadmerné saldo, dlh verejnej správy začal taktiež klesať kvôli priaznivému vývoju diferenciálu úrokových sadzieb a rastu a vykazujúcim primárnym prebytkom. V roku 2016 neplnili krajiny Eurozóny požiadavky Paktu v dostatočnej miere, čo sa podpísalo aj na miernom vzostupe dlhu verejnej správy. Rok 2018 priniesol jeden z najnižších deficitov od vzniku HMÚ (0,4%), zapríčinil to celkový pokles pomeru verejných výdavkov k HDP a rast pomeru verejných príjmov, kvôli zvyšovaniu nepriamych daní. Deficit v roku 2019 mierne stúpol, existovalo viacero faktorov. Pomalší ekonomický rast, aký ECB očakávala, neochota štátov zachraňovať iné štáty prostredníctvom programu „Euroval“ (napr. Taliansko), obchodné napätie EÚ s tretími krajinami a blížiaci sa recesia.

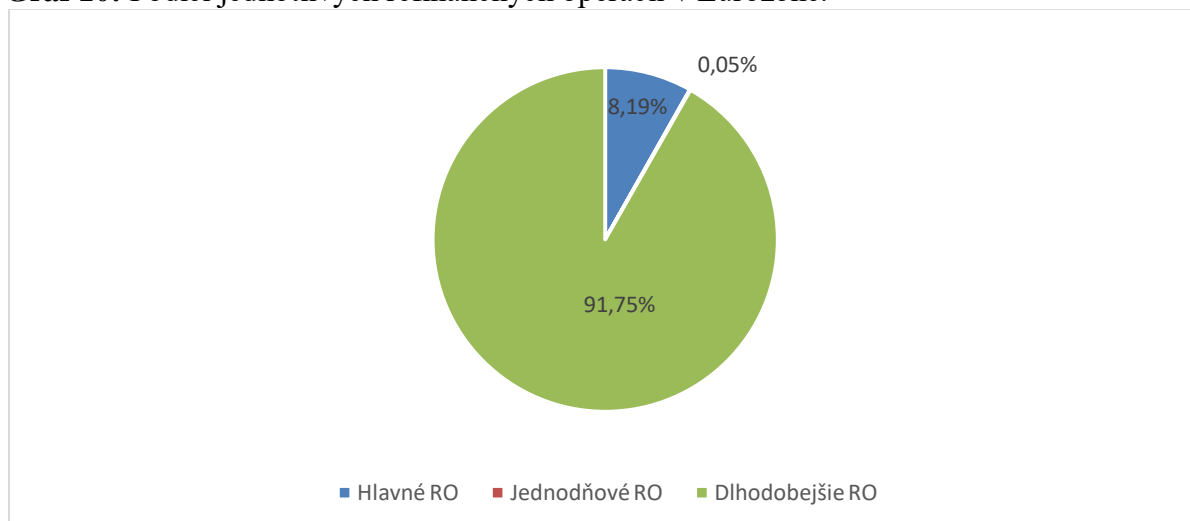
**Graf 9:** Vývoj refinančných a sterilizačných operácií v Eurozóne.



Zdroj : EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691294>, (vlastné spracovanie)

Na začiatku pozorovaného obdobia (rok 2012) sa o štvrtinu zväčšila bilančná suma Eurosystemu. Môžu za to hlavne dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO), ktoré v priebehu krátkeho času priniesli do ekonomiky obrovské množstvo peňazí. Dokonca mali vplyv aj na vývoj hlavných refinančných operácií, ktorý v roku 2012 kolísal a jeho objem bol nižší ako za predchádzajúce roky. LTRO taktiež vplývali aj na stranu pasív Eurosystemu, vďaka čomu rástol aj objem sterilizačných operácií, avšak v druhej polovici roku 2012, po znížení úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na hodnotu 0,00%, tento objem výrazne poklesol, pretože pre banky to malo rovnaký efekt ako ukladanie prebytkovej likvidity na svojich bežných účtoch. Pre túto možnosť sa rozhodla väčšina bánk a tým pádom neprevádzali prebytkovú likviditu prostredníctvom sterilizačných obchodov. Dlhodobejšie refinančné operácie postupom času klesali, pretože už aj banky si začali uvedomovať, že v obehú je veľké množstvo nadbytočnej likvidity a preto namiesto prijímania ďalšej likvidity, naopak začali niektoré LTRO splácať skôr. Avšak neskoršie zavedenie TLTRO operácií cielených na podporu úverovania sa premietlo do objemu dlhodobějších refinančných operácií, čo znázorňuje aj rastúca krivka od konca roku 2016. S pokračujúcimi TLTRO operáciami a rastúcim prebytkom likvidity rástol aj objem sterilizačných operácií, ktoré tlmili tento stúpajúci prebytok. V nasledujúcich rokoch klesá objem jednodňových sterilizačných operácií v dôsledku nastavenia menovej politiky. Keďže objem čistých nákupov aktív klesá, už nie sú potrebné v takom veľkom množstve ani sterilizačné operácie.

**Graf 10:** Podiel jednotlivých refinančných operácií v Eurozóne.



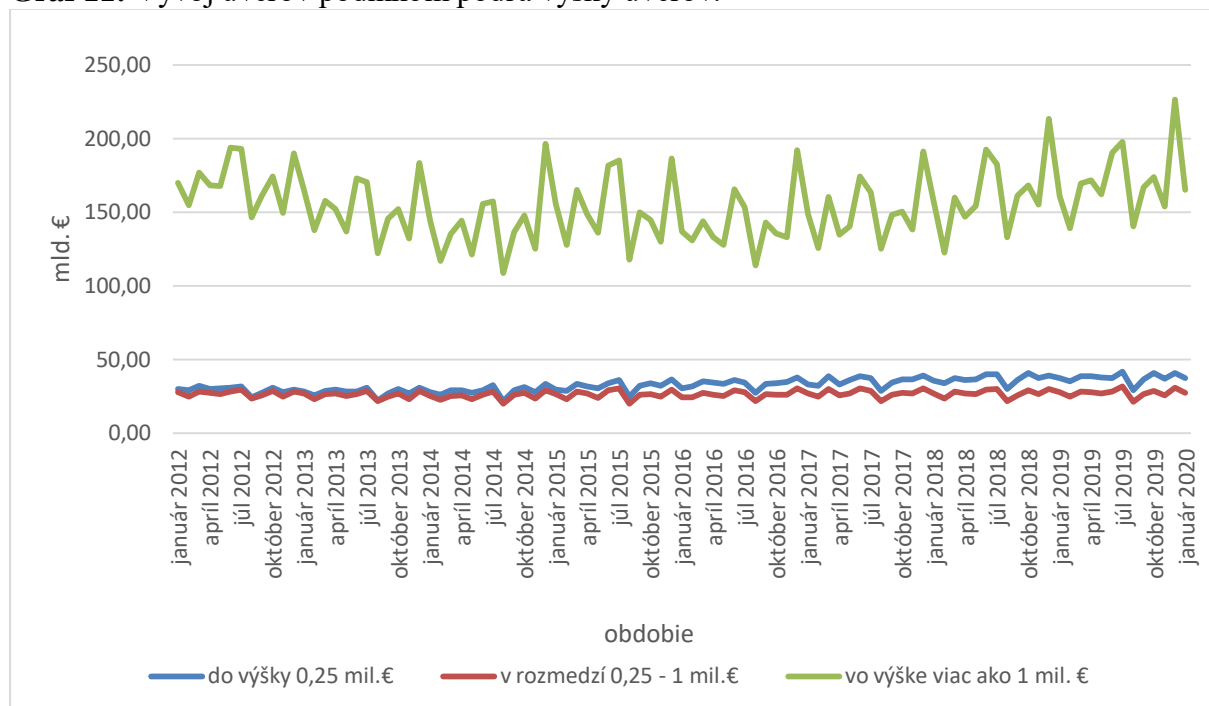
Zdroj: vlastné spracovanie.

Uvedený graf znázorňuje, aký objem peňazí priniesli do bankového sektora jednotlivé refinančné operácie od začiatku pozorovaného obdobia. Je zrejmé, že dominovali cielené dlhodobejšie refinančné operácie s dlhšou dobou splatnosti napr. TLTRO. Jednodňové a hlavné refinančné operácie strácali svoj podiel na dodávaní likvidity hlavne kvôli neustálemu poklesu ich úrokových sadzieb.

#### 4.1.2 Úvery podnikom

V roku 2012 zo strany podnikov poklesol dopyt po úveroch všetkých kategórií. Zapríčinila to nepriaznivá hospodárska situácia, zhoršujúce podnikateľské očakávania a potreba zmierniť dlh a vytvárať úspory. Najväčší prepád zaznamenala kategória úverov do 0,25 mil. €, pretože túto skupinu úverov si väčšinou brali malí a strední podnikatelia. Zo strany bánk, práve oni mali najprísnejšie úverové podmienky. Na riešenie neustále zhoršujúcej sa situácie, zaviedla ECB viaceré programy, prostredníctvom ktorých dodávala likviditu komerčným bankám. Programy boli určené na podporu úverovania nefinančných spoločností, a v konečnom dôsledku teda aj na podporu ekonomického rastu (vplyv rastu podnikových investícií na ekonomický rast sme si vysvetlili v podkapitole Význam podnikov pre ekonomiku).

**Graf 11:** Vývoj úverov podnikom podľa výšky úverov.



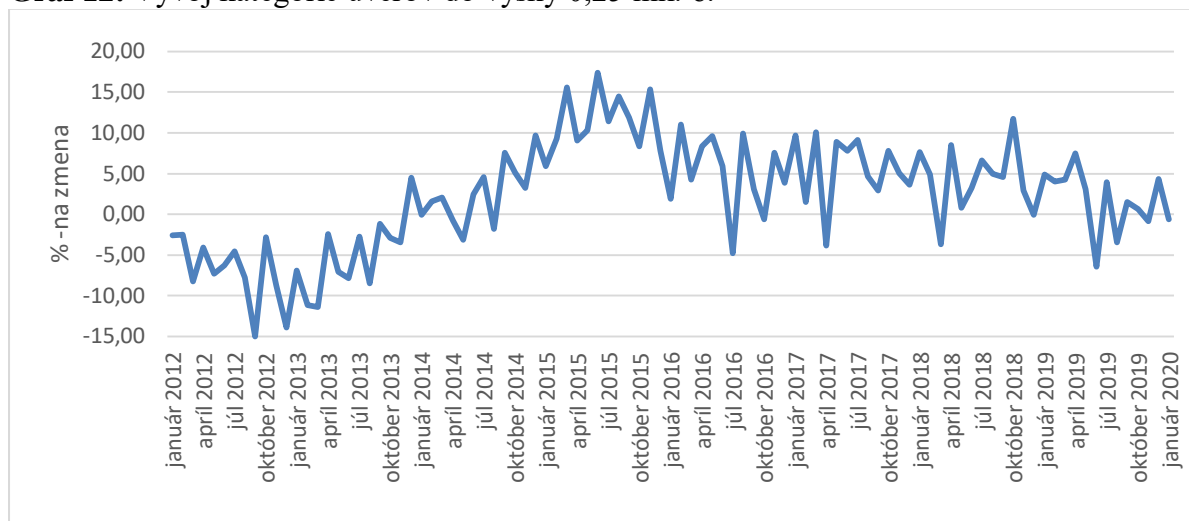
Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

Avšak menová autorita nepočítala s tým, že komerčné banky si dodatočnú likviditu vo veľkej miere budú šetriť a vytvárať prebytočné rezervy. Programom, ktorý priniesol bankovému sektoru najväčší prísun likvidity bol Program nákupu aktív verejného sektora (PSPP), ale keďže nebol primárne zavedený na podporu úverovania nefinančných spoločností, menová autorita neočakávala jeho vplyv na sledovanú premennú. Omnoho väčšiu nádej vkladala ECB do ďalších programov (ABSPP, TLTRO, CSPP a CBPP3), avšak v konečnom dôsledku na rast úverov podnikom mali pri vtedajších inflačných vývojjoch iba nebadaný účinok. Množstvo čerpaných úverov v podnikovom sektore sa zvyšovalo veľmi slabo a v porovnaní s predchádzajúcim obdobím úverový trh stagnoval a nevyvíjal nejaké veľké známky oživenia. Uvedené programy v kombinácii s opätovným znižovaním kľúčových úrokových sadzieb ECB, teda spôsobili aspoň čiastočný rast úverovania podnikov v roku 2015, avšak nebol ani zďaleka taký, aký si menová autorita predstavovala. Síce všetky kategórie úverov podľa výšky zaznamenali nárast, avšak len kategória „úvery do výšky 0,25 mil. €“ si dokázala tento nárast udržať po celý rok. Zavedenie Programu nákupu aktív súkromného sektora (CSPP) v roku 2016 v spojení s nízkou mierou inflácie a slabým ekonomickým rastom sa podpísali na poklese po dopyte úverov v prvej polovici roku 2016. Po zavedení programu CSPP hlavne veľké podniky začali emitovať vlastné dlhopisy a využili práve túto alternatívu financovania namiesto čerpania bankových úverov (najväčší prepad

preto zaznamenala kategória „úvery vo výške viac ako 1 milión €“). Síce v priebehu každého roka sa v dopyte po úveroch vyskytuje sínusoida, ale od druhej polovice roku 2016 zaznamenávame celkovo (v jednotlivých mesiacoch) mierny nárast úverovania a keď aj zaznamenáme poklesy, tak nie také razantné ako v predchádzajúcich rokoch. Podpísalo sa pod to viacero faktorov. Opätovné zníženie sadzby jednodňových sterilizačných operácií (až na hodnotu -0,4%, čo nakoplo infláciu k jej rastu), pokračovanie nákupov aktív v prostredí s už optimálnejšou mierou inflácie, klesajúca výnosnosť štátnych dlhopisov vďaka TLTRO operáciám, kvôli ktorým banky zvýšili ponuku úverov (pretože rizikovo upravená návratnosť bola u úverov väčšia) a rastúci HDP. Situácia sa teda čiastočne zlepšila, avšak stále nie je taká, akú by si ECB želala plniť by tým jej primárny cieľ. To znamená, že v menovej politike ešte stále máme medzeru, ktorú je potrebné vyplniť a neustále zlepšovať hodnoty makroekonomických ukazovateľov (inflácia, HDP a úverovanie podnikov). Pri dnešnej ekonomickej situácii to bude náročné, hlavne vďaka recesii očakávanej kvôli Koronavírusu, ktorý zasiahol Európu a donútil zavrieť niektoré výrobné podniky, avšak ECB urýchlene reagovala na túto situáciu a dňa 18.3.2020 rozhodla o zavedení Mimoriadneho programu nákupu aktív v hodnote 750 mld. €, ktorý spolu s ďalšími menovými stimulmi by mal odvrátiť a eliminovať faktory spôsobujúce recesiю, príp. až hlbokú krízu.

Ako môžeme vidieť na grafe 11, najväčší podiel v mld. € tvorí pravidelne kategória „úvery vo výške viac ako 1 mil. €“. Je to logické, pretože na dosiahnutie určitej sumy je potrebné zrealizovať menej takýchto úverových obchodov ako u menších úverov. Avšak táto kategória vedie aj v kolísavosti ich dopytu, nakoľko je najcitlivejšia na ekonomický vývoj. Nestálosť dopytu tejto kategórie spočíva aj v ich administratívnej náročnosti. Každá úverová inštitúcia posudzuje žiadosť o takýto vysoký úver obzvlášť dôkladne a úver poskytnú len dlžníkovi, ktorý ručí za úver dostatočným množstvom majetku a zároveň spĺňa aj všetky ostatné požiadavky, ktoré úverová inštitúcia vyžaduje. Aj keby bol dlžníkovi schválený takýto úver, každý podnikateľský subjekt si veľmi dobre rozmyslí, či sa chce až tak enormne zadlžiť, čo môžeme považovať za ďalší faktor, ktorý ovplyvňuje volatilnú krivku na grafe 14.

**Graf 12:** Vývoj kategórie úverov do výšky 0,25 mil. €.



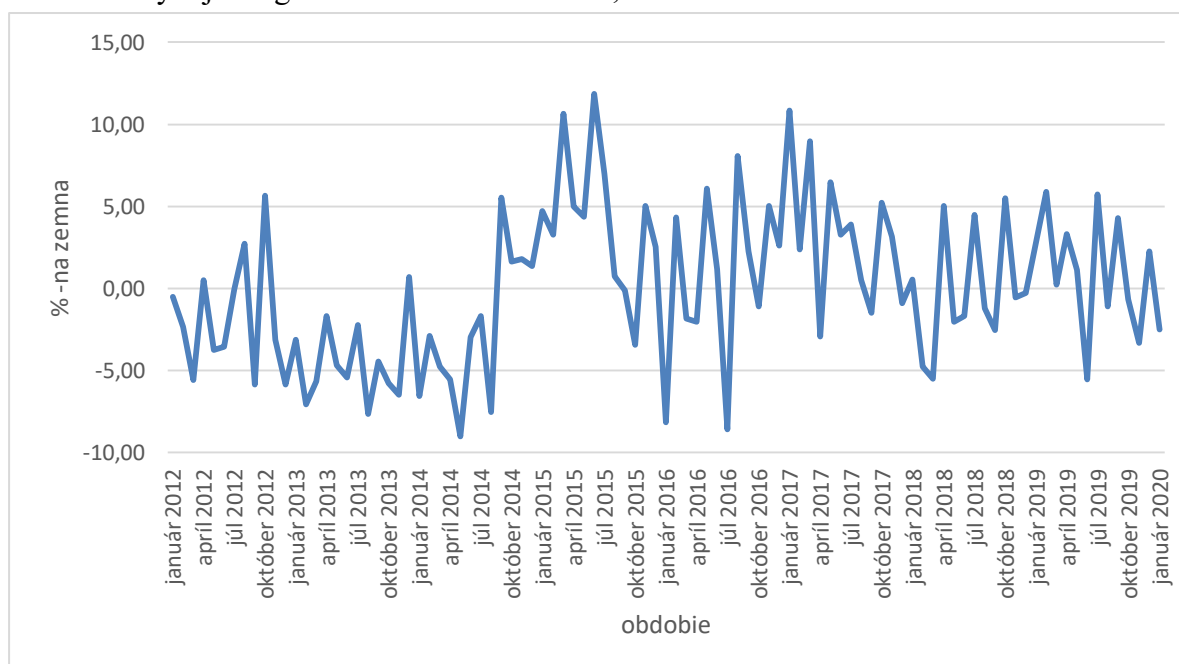
Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

Nepriaznivé podmienky na začiatku pozorovaného obdobia, ktoré postihovali úverový trh, zapríčinili záporné prírastky úverovania. Koniec roka 2013 priniesol náznak zlepšenia situácie a prvýkrát po dlhšej dobe nárast úverovania dosiahol kladnú hodnotu (december 2013: +4,47%), čo bolo čiastočne zapríčinené aj postupne rastúcim HDP. Počas postupného znižovania úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií (jún 2014 – marec 2016) sa úverovanie v tejto kategórii len raz dostalo do záporného pásma, aj to iba nebadane (august 2014: -1,82%). Zhoršujúca hospodárska situácia na začiatku roka 2016 nespôsobilala ani tak hlboký pokles, samozrejme istý pokles sme zaznamenali (júl 2016: -4,81%), ale viac vplývala na volatilitu úverovej krivky, ktorú zapríčiňovala neistota na trhoch. Po opätovnom znížení kľúčovej úrokovej sadzby a pokračujúcim TLTRO operáciám sme až na pár krátkodobých výnimiek zaznamenávali kladné hodnoty prírastkov až do polovice roka 2019, kedy sme zaznamenali výraznejší prepád (jún 2019: -6,42%). Pod tento prepád sa podpísalo spomalenie ekonomiky, ale ECB na toto spomalenie promptne zareagovala a zaviedla ďalšiu sériu dlhodobých refinančných operácií LTRO s cieľom dodať bankovému sektoru dodatočnú likviditu a podporiť tým úverový trh.

Aj kategória „úvery v rozmedzí 0,25 mil. € - 1 mil. €.“ zaznamenávala podobný priebeh ako ostatné typy úverov. Prvé 2 roky sa prírastky úverovania držali prevažne v zápornom pásme, ale na rozdiel od predchádzajúcej kategórie sme v auguste a októbri 2012 zaznamenali aj mierne prírastky (august 2012: +2,74%, október 2012 dokonca až +5,64%). Zníženie kľúčových úrokových sadzieb a ďalšie menové stimuly prijaté v roku 2014 aj týmto úverom prinieslo oživenie, avšak trvalo kratšie ako u predošlej kategórie. Kladné prírastky úverovania sme zaznamenávali iba 1 rok (september 2014 – august 2015), potom nastal

hlboký pokles a obdobie extrémnej volatility. Hospodárska expanzia spolu s operáciami ECB, ktoré dodávali bankám potrebnú likviditu priniesla začiatkom roku 2017 aj expanziu úverovania (január 2017: +10,84%). Od druhého kvartálu roku 2017 až do súčasnosti zaznamenávame výkyvy v dopyte po týchto úveroch. Prírastky úverovania oscilujú okolo nuly (sú v rozpätí od -5% do 5%) a striedavo nadobúdajú kladné, inokedy zas záporné hodnoty. Keďže táto kategória tvorí najmenší podiel v čerpaní podnikových úverov, väčšiu rolu oproti ostatným kategóriám tu hrajú individuálne rozhodnutia podnikov o ich investičnej aktivite, ktoré odpovedajú na otázku, či budú radšej investovať teraz, alebo budú šetriť a neskôr si zoberú väčší úver.

**Graf 13:** Vývoj kategórie úverov v rozmedzí 0,25 mil. € - 1 mil. €.

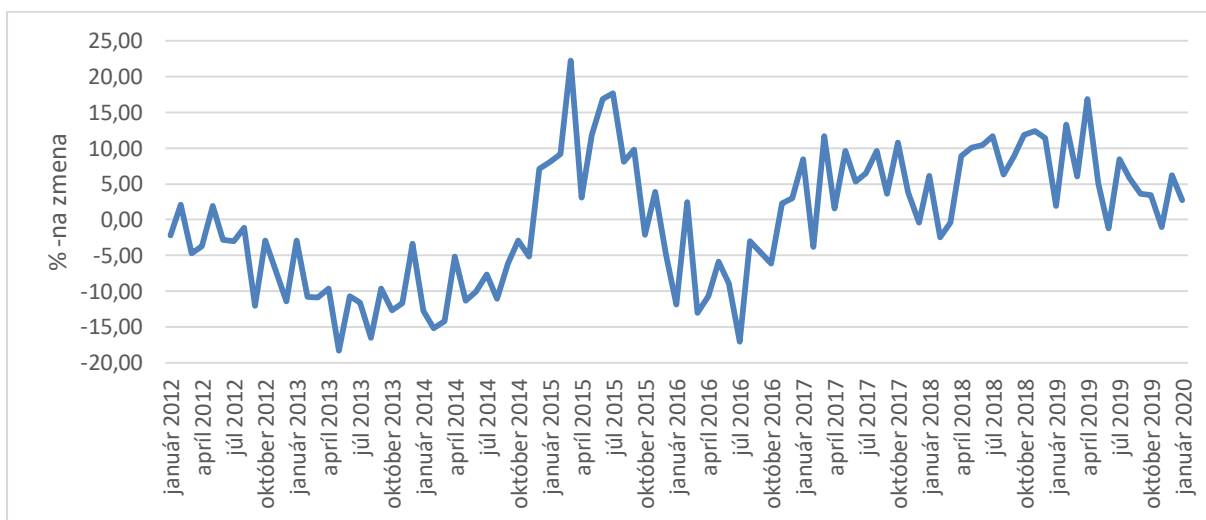


Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

Uvedená kategória „úvery vo výške viac ako 1 mil. €“ predstavuje prevažnú časť úverovania podnikov. Táto kategória je špecifická tým, že reaguje intenzívnejšie na fázu ekonomického cyklu ako predošlé. Preto sme u „úverov vo výške viac ako 1 mil. €“ zaznamenávali hlbšie dlhotrvajúce poklesy (napr. v máji 2013 rast úverovania nadobudol hodnotu -18,35%). Aj keď sme na začiatku nadobudli kladné prírastky, boli iba veľmi malé (február 2012: +2,13%, máj 2012: +1,94%). Čo sa týka oživenia v roku 2014, u tejto kategórie sme zaznamenali najväčší nárast, avšak vzhľadom na predošlé hlboko záporné hodnoty sme sa prehupli do kladných prírastkov úverovania až v decembri 2014 (+7,15%). Dopad menových stimulov tu bol naozaj najväčší, čo dokazujú aj čísla. V marci 2015 sme zaznamenali až 22,21 percentný nárast úverovania. Intenzita reakcie na fázu ekonomického

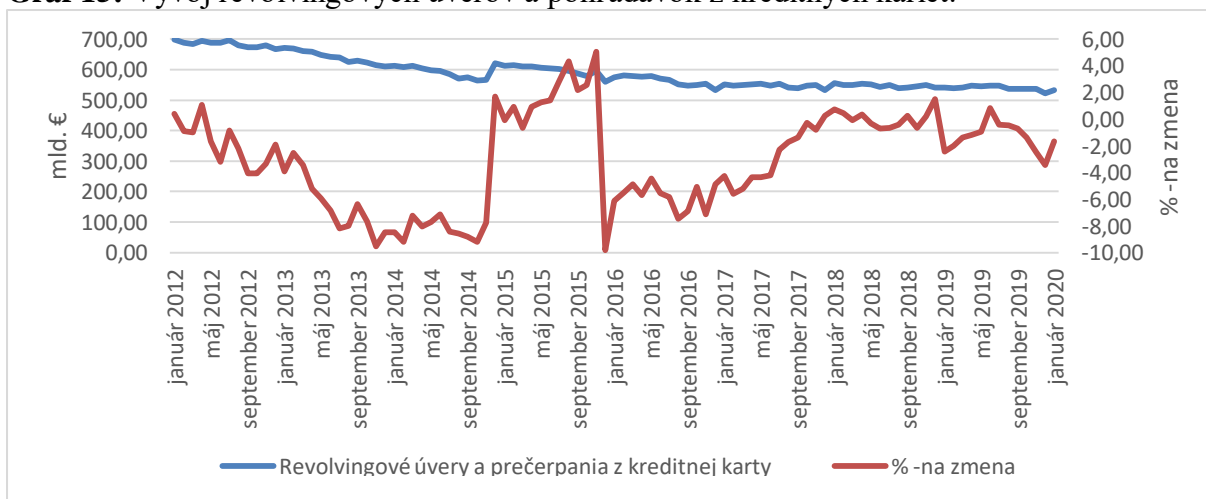
cyklu sa prejavovala aj opačne. Počas nepriaznivých časov v roku 2016 sme zaznamenali pokles úverovania až na hodnote -17,11%, pričom pokles u iných kategórií bol podstatne menší. Zlepšovanie úverových podmienok, dodávanie likvidity bankovému sektoru, pokles kľúčových úrokových sadzieb a rýchlejší rast HDP sa podpísali na raste úverovania tejto kategórie od augusta 2016, ktorý zaznamenávame až dodnes. Prírastky úverovania nadobúdajú väčšinou kladné hodnoty, až na menšie výnimky zapríčinené spomalením ekonomiky (napr. november 2019: -1,08%).

**Graf 14:** Vývoj kategórie úverov vo výške viac ako 1 mil. €.



Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk> (vlastné spracovanie)

**Graf 15:** Vývoj revolvingových úverov a pohľadávok z kreditných kariet.

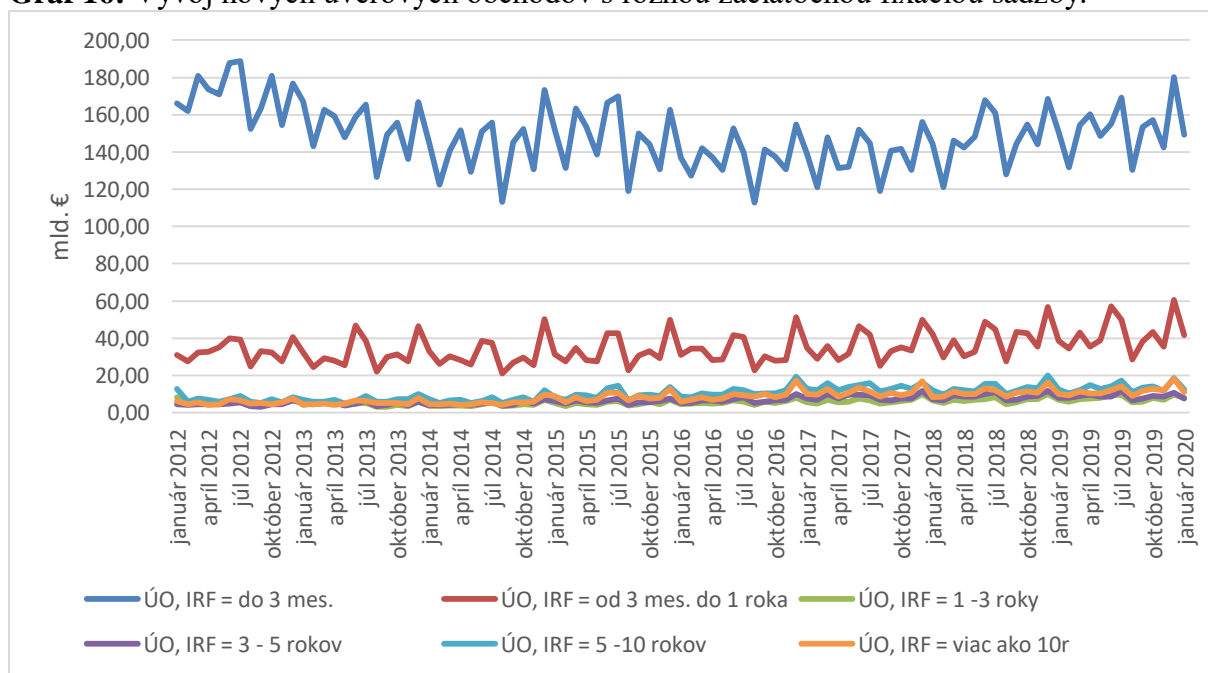


Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>

Revolvingové úvery a pohľadávky z kreditnej karty síce stále poskytujú podnikateľskému sektoru obrovské množstvo peňažných prostriedkov, ale za pozorované

obdobie sa tento objem znížil o necelých 200 mld. € mesačne, čo môžeme vidieť na grafe 15. Revolvingové úvery za pozorované obdobie až na pár výnimiek (prevažná časť roku 2015 a 2018) stále nadobúdali záporné hodnoty ich rastu. Príčiny môžeme nájsť na strane dopytu aj na strane ponuky. Banky na pridelenie revolvingového úveru v závislosti od ekonomickej situácie sprísňovali v čase podmienky na jeho získanie. V súčasnosti musí podnikateľská jednotka spĺňať nasledovné kritériá. Musí mať dostatočnú výšku obratu, vierohodnú platobnú disciplínu a musí dodržiavať platobný styk na účte, teda v čase čerpania úveru musí na účet prichádzať dostatočný objem finančných prostriedkov. Zo strany dopytu sa pod celkový prepád najviac podpísalo zníženie úrokových sadziieb nových investičných úverov, čo malo za následok ich rast na úkor revolvingových úverov. Uvedené výnimky, počas ktorých objem týchto úverov v čase rástol zapríčinil balík menových stimulov prijatý v rokoch 2014-2015 (zníženie kľúčových úrokových sadziieb, ABSPP a CBPP3), ktorý podporil všetky kategórie úverov a zlepšenie ekonomickej situácie v roku 2017, ktoré prinieslo okrem iného aj zmiernené podmienky bánk na poskytovanie týchto úverov, čo sa odzrkadlilo na kladných prírastkoch úverovania v roku 2018.

**Graf 16:** Vývoj nových úverových obchodov s rôznou začiatočnou fixáciou sadzby.

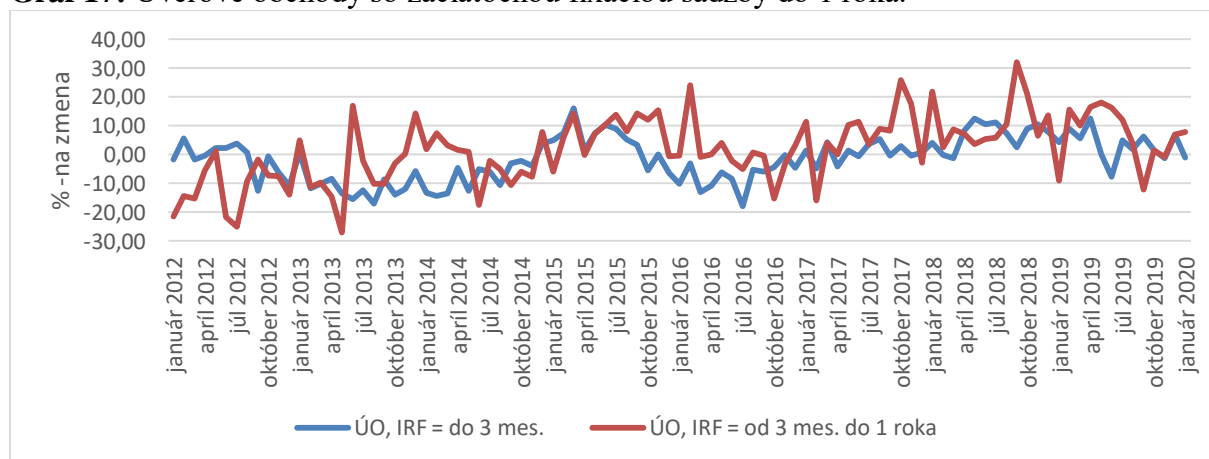


Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

Nové úverové obchody sú charakteristické rôznou začiatočnou fixáciou sadzby. Doba fixácie vyjadruje nemennosť úrokovej sadzby na obdobie určené pri uzavretí úverového obchodu. Pri spotrebných úveroch je spravidla doba fixácie totožná s dobou, na ktorú sa poskytuje úver. Keď je známe, že úrokové sadzby sa nebudú zvyšovať, je najvýhodnejšie

zafixovať si úrokovú sadzbu na čo najdlhšiu dobu (10 rokov a viac). Na úverovom trhu sa to len potvrdilo, na začiatku roku 2017 sa preto výrazne zvýšilo množstvo poskytnutých úverov s fixáciou sadzby nad 5 rokov, čo súviselo s prichádzajúcou expanziou. Situáciu môžeme vidieť na grafe 19. Naopak, v čase recesie úvery s fixáciou sadzby nad 5 rokov zaznamenávajú najväčšie poklesy spomedzi všetkých typov úverov. Vývoj úverov podľa dĺžky IRF ukazujú grafy 17 – 19.

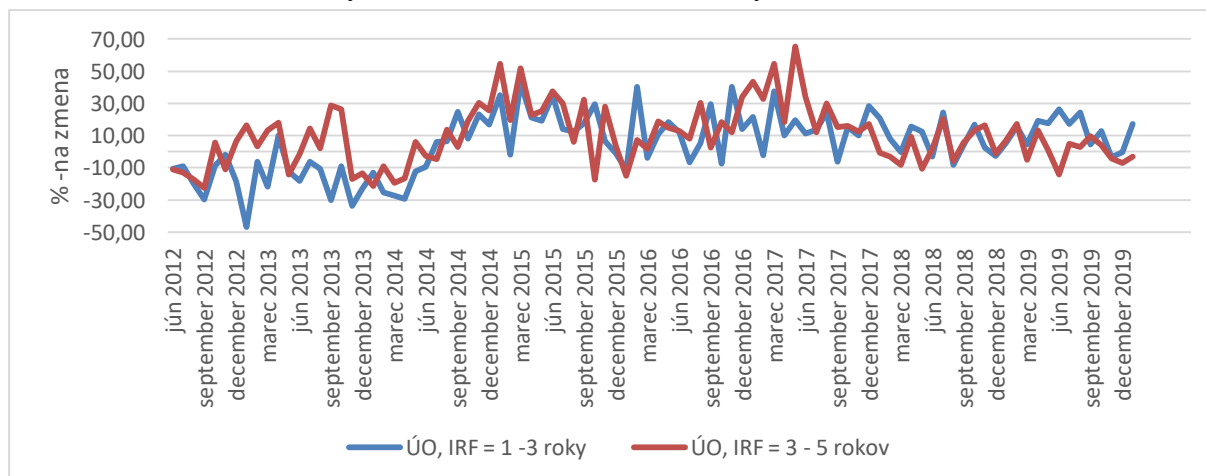
**Graf 17:** Úverové obchody so začiatočnou fixáciou sadzby do 1 roka.



Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

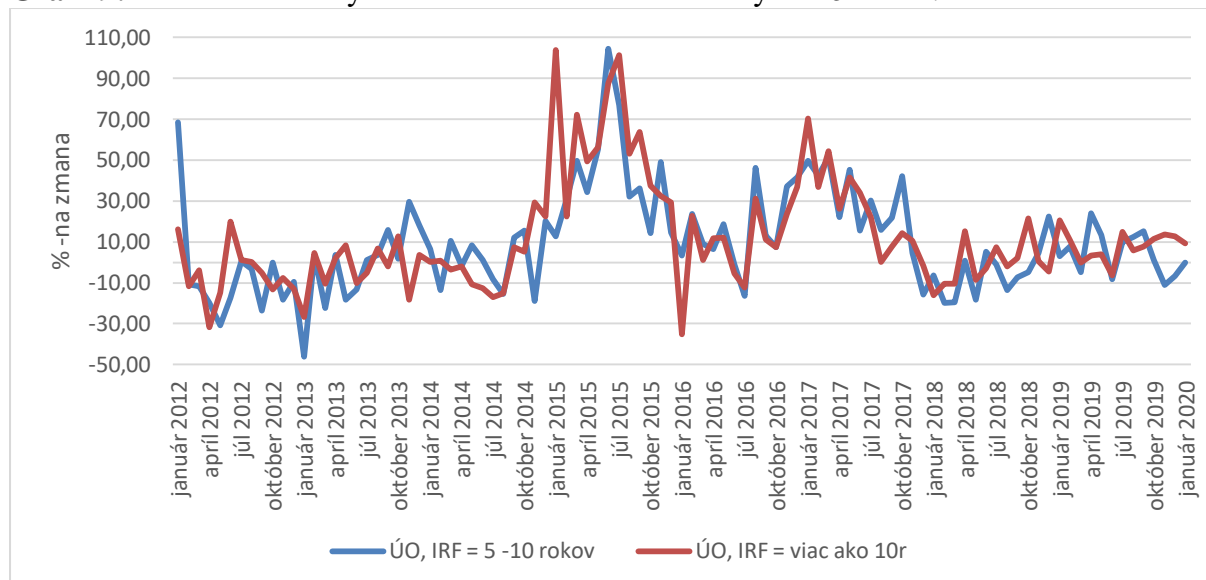
Zhoršujúce podnikateľské očakávania v roku 2012 sa podpísali aj na poklese úverov so začiatočnou fixáciou sadzby do 1 roka. Podniky namiesto zadlžovania radšej regulovali svoje výdavky a snažili si vytvoriť dostatočné množstvo úspor. Preto sme zaznamenávali po väčšinu roka pokles úverov, iba ojedinele malé rasty. Rastúci HDP a znižovanie úrokových sadzieb nových úverov sa prejavilo na zlepšení podnikateľských očakávaní a raste čerpania nových úverov (jún 2013: úvery s IRF od 3 mesiacov do 1 roka +17,02%). Prvá polovica roku 2014 bola pre tento typ úverov nepriaznivá a čerpanie nových úverov začalo stagnovať, avšak balík prijatých menových stimulov na čele so znižovaním kľúčových úrokových sadzieb ECB priniesol v druhej polovici roku 2014 oživenie a ročné kladné prírastky úverovania (úvery s IRF do 3 mesiacov do septembra 2015 a úvery s IRF od 3 mesiacov do 1 roka až do novembra 2015). Negatívne ekonomické prostredie na začiatku roku 2016 aj tu prinieslo pokles po dopyte. Prichádzajúca expanzia a TLTRO operácie koncom roku 2016 spôsobili rast úverovania a tlačili dopyt po nich stále vyššie. Roky 2017 a 2018 sa poväčšine niesli v znamení kladných prírastkov úverovania, zato rok 2019 priniesol opäť pokles úverov a nestálosť ich dopytu, proti ktorým boli prijaté opatrenia 4.vlny nekonvenčnej menovej politiky. Ako môžeme vidieť na grafe 17, krivka úverov s dlhšou IRF mala dynamickejšiu tendenciu, čo opäť potvrdzuje ich vyššiu citlivosť na fázu ekonomického cyklu.

**Graf 18:** Úverové obchody so začiatčnou fixáciou sadzby do 5 rokov.



Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk>, (vlastné spracovanie)

**Graf 19:** Úverové obchody so začiatčnou fixáciou sadzby nad 5 rokov.



Zdroj: EURO AREA STATISTICS. 2020. [elektronický zdroj]. Dostupné na : <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner/bank-interest-rate-statistics?lg=sk> (vlastné spracovanie)

Rast úverov s dlhšou začiatčnou fixáciou sadzby (viac ako 1 rok) bol pre menovú autoritu kľúčový. Dlhodobé úvery majú na ekonomický rast pozitívny vplyv a to vďaka finančnej stratégii podnikov. Podniky majú tendenciu vyrovnávať splatnosť svojich aktív a pasív, čo v praxi znamená, že proces dlhodobého financovania im uľahčuje zapojenie sa do dlhodobých investičných projektov, ktoré sú pre rast ekonomiky nevyhnutné. Preto menová autorita za pozorované obdobie znížila úrokové sadzby dlhodobých bankových úverov vo väčšej miere ako úrokové sadzby krátkodobých bankových úverov (úvery s IRF do 1 roku o 140 bázických bodov, úvery s IRF viac ako 1 rok o 180 bázických bodov). Toto opatrenie

ešte viac podporilo vyšší percentuálny nárast úverov s dlhodobou začiatočnou fixáciou sadzby (viac ako 1 rok) v období expanzie úverovania.<sup>69</sup>

Od druhého kvartálu roka 2012 úvery s IRF dlhšou ako 1 rok stagnovali, nevyvíjali nejaké extrémne miery rastu, skôr mali stagnujúcu až klesajúcu tendenciu (napr. január 2013: úvery s IRF 1 – 3 roky nadobudli úroveň rastu -46,94% a úvery s IRF 5-10 rokov -46,05%). Úverová kategória s IRF od 3 do 5 rokov bola svetlou výnimkou a nadobúdala väčšinou kladné prírastky. Rast úverovania v druhej polovici roku 2014 bol výrazne rýchlejší a vyšší ako u úverov s krátkodobou IRF (do 1 roka), miestami bol nárast viac než 100%-ný. Avšak blížiac sa nepriaznivá ekonomická situácia už koncom roku 2015 spôsobila zmrazenie a spomalenie rastu úverov a začiatkom roku 2016 sa naplno prejavila v hlbokých poklesoch prírastkov úverovania (január 2016: úvery s IRF viac ako 10 rokov -35,05%). So zlepšením economickej situácie sa v druhej polovici roku 2016 začala aj expanzia úverov s dlhodobou fixáciou sadzby, pretože pre podniky bolo výhodnejšie zafixovať si ešte relatívne nízke sadzby na čo najdlhšie obdobie. Druhá polovica roku 2017 priniesla pokles dopytu po týchto úveroch a vysokú volatilitu ktorá zapríčiňuje nestálosť tohto prostredia. Prijaté opatrenia v roku 2019 (LTRO operácie) by mali zmierniť tieto nepriaznivé výkyvy a ešte viac zlepšiť úverové podmienky, tak aby sa zabezpečil plynulý a stabilný rast úverovania.

---

<sup>69</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. Assessing bank lending to corporates in the euro area since 2014. In : *Economic Bulletin*, Issue.1/2020. ISSN 2363-3417 [elektronický zdroj]. [cit. 2020-03-22]. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202001\\_02~4b66d511a2.en.html?fbclid=IwAR3\\_DdA2\\_aOfwZa6eHja3n9q\\_PrPTg4ydnKqQuPY2W0qt2VkdPkg0WvQE](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202001_02~4b66d511a2.en.html?fbclid=IwAR3_DdA2_aOfwZa6eHja3n9q_PrPTg4ydnKqQuPY2W0qt2VkdPkg0WvQE)

## 5. Diskusia

Rok 2012 priniesol u všetkých typov úverov pokles ich rastu. Niektoré typy v dôsledku nepriaznivých podmienok zaznamenávali hlbší pokles, iné menší. Najviac poklesli „úvery v hodnote viac ako 1 mil. €“, pretože sú najcitlivejšie na fázu ekonomického cyklu. Čo sa týka nových úverov, najviac poklesli „úvery s dlhodobou IRF“ (viac ako 1 rok), pretože podnikateľské subjekty si nechceli fixovať momentálnu vyššiu sadzbu na dlhé obdobie a radšej si ju zafixovali na kratšiu dobu alebo čakali, kým bude sadzba nižšia. Druhá polovica roku 2013 priniesla novým úverom čiastočné oživenie a kladné prírastky úverovania, zatiaľ čo revolvingové úvery a prečerpania z kreditnej karty naďalej klesali. Hlavnými faktormi tejto situácie je sprísnenie požiadaviek bánk na akceptovanie revolvingových úverov a zníženie úrokových sadzieb nových úverov. Druhá polovica roku 2014 priniesla rast úverovania všetkých kategórií. Podpísali sa pod to dlhodobé ciele refinančné operácie (LTRO) v spojení so znižovaním úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie a podpornými programami nákupov aktív. Rast úverovania sa podpísal najviac na najobjemnejších úverových obchodoch (viac ako 1 mil. €) a nových úveroch s najdlhšou fixáciou sadzby, kde bol nárast miestami viac ako 100%-ný. Rast dokonca začali zaznamenávať aj revolvingové úvery. Prelom rokov 2015 a 2016 priniesol recesiu v úverovaní, najväčší prepád zaznamenali práve tie kategórie, ktoré dovtedy dosahovali najvyššie hodnoty rastu. Zavedené TLTRO operácie, ktoré od konca roku 2016 prinášali do bankového sektora veľké množstvo dodatočnej likvidity, priniesli obrat v situácii a úvery začali opäť rásť, avšak pomalšie ako to bolo v roku 2014 (okrem kategórie „úvery s IRF od 3 do 5 rokov“). Pokračovanie podporných programov, čoraz rýchlejšie rastúci HDP a inflácia smerujúca k primárnemu cieľu ECB zapríčinili, že od roku 2017 sa tempo úverovania uberať lepším smerom ako doposiaľ, ale ani zďaleka nie je také, aké by si menová autorita predstavovala. Rok 2019 priniesol zhoršenie situácie, úverový trh začal stagnovať a preto menová autorita v priebehu roku rozhodla o zavedení ďalších TLTRO operácií, ktoré majú v budúcnosti podporiť úverovanie súkromného sektora a dostať hodnoty rastu čerpania úverov na čo najvyššie čísla. Avšak momentálne ekonomika zažíva turbulentné časy vďaka Koronavírusu, tak až v budúcnosti uvidíme, aký vplyv na úverovanie podnikov bude mať nakoniec balík menových stimulov.

Zníženie kľúčových úrokových sadzieb by malo podľa teoretického rámca viesť k zvýšeniu ponuky úverov a teda aj k rastu čerpaných úverov. Aj napriek podstatnému zníženiu sadzieb a prehupnutí úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie do záporného pásma sme v Eurozóne nezaznamenali nejaký ich razantný a trvalý vplyv na

úverovanie. Aj keď sme zaznamenali obdobia expanzie úverov v dôsledku poklesu sadzieb, tieto obdobia boli iba krátke a nepatrné. Vo väčšine prípadov sa nepodpísalo pod to iba znižovanie sadzieb, ale išlo o kombináciu menových stimulov. Napriek tomu, že sadzby neustále klesajú, úverový trh sa nespráva podľa teoretického rámca. Naopak, je nestabilný, stagnuje a aktuálne zaznamenáva skôr klesajúcu tendenciu. To znamená, že úverový kanál transmisného mechanizmu má stále trhliny, ktoré treba odstrániť a je potrebné vytvoriť vhodné podmienky a stabilné ekonomické prostredie, ktoré by zabezpečilo vrátenie účinnosti jednotlivých opatrení. Dôkazom toho sú aj nižšie uvedené objemy jednotlivých typov úverov, ktoré nám ukazujú, že od začiatku pozorovaného obdobia (rok 2012) niektoré typy úverov rástli, ale nie v takej miere ako by sa očakávalo. Niektoré kategórie dokonca oproti roku 2012 poklesli (revolvingové úvery a prečerpania z kreditnej karty a úvery s IRF do 1 roka).

**Tab. 2:** Porovnanie objemu úverov jednotlivých kategórií.

Typ úveru	Objem v roku 2012	Objem v roku 2019
Úvery do výšky 0,25 mil.€	354,80 mld. €	452,05 mld. €
Úvery v rozmedzí 0,25 – 1 mil.€	324,22 mld. €	329,71 mld. €
Úvery vo výške viac ako 1 mil.€	2 046,63 mld. €	2 053,46 mld. €
Úvery s IRF do 1 roka	2 453,04 mld. €	2 335,59 mld. €
Úvery s IRF od 1 do 5 rokov	120,21 mld. €	195,74 mld. €
Úvery s IRF nad 5 rokov	152,63 mld. €	303,89 mld. €
Revolvingové úvery a prečerpania z kreditnej karty	8 209,88 mld. €	6 478,62 mld. €

Zdroj : vlastné spracovanie.

## Záver

Cieľom bakalárskej práce je zhodnotiť vplyv nekonvenčných menových nástrojov a opatrení na vývoj úverov podnikom v Eurozóne, posúdiť, kedy boli efektívne a naopak, kedy sa ich účinok neprejavil v požadovanej miere. Menová autorita využíva na ovplyvňovanie sledovanej premennej širokú škálu nekonvenčných nástrojov. Účinok niektorých sa vo vzťahu k úverovaniu podnikov prejavil viac, iných menej. Ako celok priniesli tieto nástroje mierny rast úverovania podnikov, ale nie taký, aký menová autorita očakávala. Európska centrálna banka zvolila stratégiu dodávania likvidity komerčným bankám s cieľom zlepšiť ich úverové možnosti. Prostredníctvom zníženia vkladovej úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie do záporného pásma chcela komerčné banky motivovať k poskytovaniu úverov súkromnému sektoru. Avšak komerčné banky zareagovali inak, ako si menová autorita predstavovala. Likviditu, ktorú od nej dostávali nevyužívali v plnej miere na úverovanie nefinančných spoločností, namiesto toho si vo veľkom začali vytvárať úspory, ktoré už boli časom nadbytočné. Empirickým výskumom sme však dokázali, že aj napriek neľahkej situácii sa po ekonomických výkyvoch reálne obnovuje dopyt po určitých kategóriách úverov, napr. objem „úverov do výšky 0,25 mil. €“ vzrástol v roku 2019 oproti začiatku pozorovaného obdobia (rok 2012) o viac ako 97 mil. € a objem „úverov s IRF nad 5 rokov“ sa za toto obdobie takmer zdvojnásobil. Avšak obnova dopytu sa neprejavuje u všetkých kategórií, u niektorých je efekt opačný, napr. revolvingové úvery a prečerpania z kreditnej karty.

Situácia sa za posledné roky začala pomaly stabilizovať, ale rok 2019 priniesol opätovné spomalenie ekonomiky a rok 2020 sa javí ešte negatívnejšie. S cieľom spomaliť šírenie Koronavírusu väčšina podnikov v Eurozóne na istý čas úplne zastavila, alebo výrazne spomalila svoju výrobu. Je zrejmé, že pre ekonomiku to bude mať výrazne negatívny vplyv, ktorý sa už začína prejavovať. Na túto situáciu zareagovali aj banky. Výrazne sprísnil požiadavky na akceptáciu nových úverov, dokonca niektoré z nich ich poskytovanie na istý čas obmedzili. Centrálna banka bojuje proti Koronavírusu balíkom menových stimulov, ktoré prijala v marci 2020. Aký účinok budú mať a to, aké naozajstné dopady prinesie táto situácia sa dozvieme až po jej skončení, kedy budeme môcť vyčíslieť finálne straty.

## Zoznam použitej literatúry

### Knižné zdroje:

1. ALEXÝ, J. – SIVÁK R. 2005. *Podniková ekonomika*. Bratislava : Iris, 2005. ISBN 80-8901-882-3.
2. BARTOŠEK, K. – FELBERGOVÁ, D. – JAROŠ, P. 1998. *Bankovníctví v České republice*. Praha: Bankovní institut, 1998. ISBN 80-902243-9-3.
3. BEŇOVÁ, E. a kol. 2007. *Financie a mena*. 2. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-142-2.
4. CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančný trh : nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2006. ISBN 80-8078-089-7.
5. CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2008. *Investičné a hypotekárne bankovníctvo : I. Investičné bankovníctvo*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2008. ISBN 978-80-8078-223-8.
6. JÍLEK, J. 2004. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1.
7. KOTLEBOVÁ J. – CHOVANCOVÁ, B. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2010. ISBN 978-80-8078-299-3.
8. KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O. 2007. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-092-0.
9. LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. 2. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-164-4.
10. MAJKOVÁ, M. 2008. *Možnosti financovania malých a stredných podnikov v SR*. Bratislava : TRIBUN, 2008. ISBN 978-8807-3995-90-4.
11. MAJKOVÁ, SOBEKOVÁ, M. 2011. *Ako financovať malé a stredné podniky*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-413-3.
12. SIVÁK, R. a kol. 2015. *Financie*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2.
13. SOBEK, O. 2003. *Menová teória a politika*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. ISBN 80-225-1618-X.
14. STRINKOVÁ, V. a kol. 1999. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : SPRINT, 1999. ISBN 80-888848-36-9.

15. ŠIMAN, J. – PETERA, P. 2010. *Financování podnikatelských subjektů*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-117-8.
16. ŠÍBL, D. a kol. 1999. *Velká ekonomická encyklopédia*. Bratislava : Sprint, 1999. ISBN 80-89085-04-0.
17. VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0.

Tlačené časopisy, zborníky:

1. KOTLEBOVÁ, J. 2008. Finančná kríza núti centrálnu banku k precedensu. In : *Finančný manažment a controlling v praxi*. Bratislava : Iura Edition, 8/2008. ISSN 1337-7574.

Elektronické zdroje:

1. BARNABÁŠ, Á. 2011 *Efekty nekonvenčnej menovej politiky na globálnu ekonomiku : Diplomová práca* [elektronický zdroj]. ISBN 978-80-7400-1500-0. Dostupné na : [https://is.ambis.cz/th/hufen/dp\\_BAgh.pdf?fbclid=IwAR0jQoII\\_acim4uESNU9iYG8HAm\\_IP4JBeHWsPIN0xg6Yt6hWEHhObh7Bk0](https://is.ambis.cz/th/hufen/dp_BAgh.pdf?fbclid=IwAR0jQoII_acim4uESNU9iYG8HAm_IP4JBeHWsPIN0xg6Yt6hWEHhObh7Bk0)
2. DEMBIK, CH. 2017. *Aké dôsledky má extrémne uvoľnená menová politika ECB*. Dostupné na : <https://www.investujeme.sk/kratke-spravy/aky-vyznam-mala-extremne-uvolnena-menova-politika-ecb/>
3. EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. Assessing bank lending to corporates in the Euro area since 2014. In : *Economic Bulletin*, Issue.1/2020. ISSN 2363-3417 Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202001\\_02~4b66d511a2.en.html?fbclid=IwAR3\\_DdA2\\_aOfwZa6eHja3n9q\\_PrPTg4ydqnKqQuPY2W0qt2VkdPkxG0WvQE](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202001_02~4b66d511a2.en.html?fbclid=IwAR3_DdA2_aOfwZa6eHja3n9q_PrPTg4ydqnKqQuPY2W0qt2VkdPkxG0WvQE)
4. EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)
5. EUROPEAN CENTRAL BANK. 2019. *Goodbye EONIA, welcome €STR!* Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201907\\_01~b4d59ec4ee.en.html?fbclid=IwAR1i7CMRttue8rIwtQYGwaK38O3KL3Wfvp5a7S6MEnbZqpbPJndkYvK3P68](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201907_01~b4d59ec4ee.en.html?fbclid=IwAR1i7CMRttue8rIwtQYGwaK38O3KL3Wfvp5a7S6MEnbZqpbPJndkYvK3P68)

6. EUROPEAN CENTRAL BANK. 2020. *Monetary policy decisions*. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html>
7. EUROPEAN CENTRAL BANK. 2019. *Reflections on monetary policy*. Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190916~ca77017a8e.en.html?fbclid=IwAR3ljOTfX3fOzfWn47Y9aZQm3pemOdSMOzuvG\\_e52PsR3ibeOufS9N-J2M](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190916~ca77017a8e.en.html?fbclid=IwAR3ljOTfX3fOzfWn47Y9aZQm3pemOdSMOzuvG_e52PsR3ibeOufS9N-J2M)
8. EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2019. *Ako funguje kvantitatívne uvoľňovanie ?* Dostupné na : [https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app\\_infographic.sk.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.sk.html)
9. EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. *Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1071/2013 z 24. septembra 2013 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2013/33)*. Dostupné na : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1071&from=EN>
10. EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2015. *Výročná správa 2014*. Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014sk.pdf>
11. HÝSKOVÁ, K. 2011. *Význam malého a stredného podnikania v ekonomike štátu. Veľké a malé podnikanie, ich vzájomná podmienenosť : Referát*. Dostupné na : [http://www.scss.sk/cd\\_apvv\\_lpp\\_0384\\_09\\_2012/V%C3%9DSTUPY%20Z%20VLAS TNEJ%20VEDECKO-V%C3%9DSKUMNEJ%20A%20PEDAGOGICKEJ%20C4%8CINNOSTI/PODNI KATE%C4%BDSK%C3%89%20STRAT%C3%89GIE%20MSP/2011/DKF/REFER %C3%81TY/1/H%C3%9DSKOV%C3%81%20KRIST%C3%8DNA/REFERAT%201 .pdf](http://www.scss.sk/cd_apvv_lpp_0384_09_2012/V%C3%9DSTUPY%20Z%20VLAS TNEJ%20VEDECKO-V%C3%9DSKUMNEJ%20A%20PEDAGOGICKEJ%20C4%8CINNOSTI/PODNI KATE%C4%BDSK%C3%89%20STRAT%C3%89GIE%20MSP/2011/DKF/REFER %C3%81TY/1/H%C3%9DSKOV%C3%81%20KRIST%C3%8DNA/REFERAT%201 .pdf)
12. JANČÍK, L. 2010. *Ako zareagovala na krízu Európska centrálna banka*. Dostupné na: [http://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:MYMeOm3pevgJ:scholar.google.com/+ako+zareagovala+na+kr%C3%ADzu+ECB,+Jan%C4%8D%C3%ADk&hl=s k&as\\_sdt=0,5](http://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:MYMeOm3pevgJ:scholar.google.com/+ako+zareagovala+na+kr%C3%ADzu+ECB,+Jan%C4%8D%C3%ADk&hl=s k&as_sdt=0,5)
13. KOLLÁR, J. – MAZÚROVÁ B. 2016. Analýza agregátneho dopytu vo vzťahu k ekonomickému rastu. In : *Mladá veda (Young Science)*. Dostupné na: [http://www.mladaveda.sk/casopisy/08/08\\_2016\\_04.pdf?fbclid=IwAR00CoLT6FiuCH OS33-15OtWfM40ZKkZxAevFYyVM1CY8yI1IFSLsifBmLA](http://www.mladaveda.sk/casopisy/08/08_2016_04.pdf?fbclid=IwAR00CoLT6FiuCH OS33-15OtWfM40ZKkZxAevFYyVM1CY8yI1IFSLsifBmLA)
14. KOSTELNÝ, R. 2014. *Mimoriadne opatrenia ECB počas globálnej krízy*. In : *Biatec 4/2014*. Dostupné na :

[https://www.google.com/search?q=biatec+4%2F2014+issn&rlz=1C1EJFA\\_enSK673SK673&oq=biatec+4%2F2014+issn&aqs=chrome..69i57.7552j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=biatec+4%2F2014+issn&rlz=1C1EJFA_enSK673SK673&oq=biatec+4%2F2014+issn&aqs=chrome..69i57.7552j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8)

15. KOSTELNÝ, R. 2013. Záporné úrokové sadzby a ich implikácie. In : *Biatec 3/2013*. Dostupné na : [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_PUBLIK\\_NBS\\_FSR/Biatec/Rok2013/03-2013/01\\_biatec13-3\\_kostelny.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2013/03-2013/01_biatec13-3_kostelny.pdf)
16. SMAGHI, L. B. 2009. *Conventional and unconventional monetary policy*. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICBM) Dostupné na : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>
17. TÓTH, J. 2017. *QE a Slovensko*. Dostupné na : [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_komentare/JanToth/005\\_QE\\_a\\_Slovensko.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/JanToth/005_QE_a_Slovensko.pdf)