

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULA

Evidenčné číslo: 101007/B/2023/36145173762221572

BUDÚCNOSŤ OPERAČNÉHO RÁMCA MENOVEJ
POLITIKY EUROZÓNY

Bakalárska práca

2023

Klára Nebusová

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULA

BUDÚCNOSŤ OPERAČNÉHO RÁMCA MENOVEJ
POLITIKY EUROZÓNY

Bakalárska práca

Študijný program:	Financie, bankovníctvo a poisťovníctvo
Študijný odbor:	Ekonómia a manažment
Školiace pracovisko:	Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Barbora Stanová, PhD.

Bratislava 2023

Klára Nebusová

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som moju bakalársku prácu na tému *Budúcnosť operačného rámca menovej politiky eurozóny* vypracovala samostatne pod odborným vedením Ing. Barbory Stanovej, PhD. s použitím uvedenej literatúry a neporušila som žiadne autorské práva

Bratislava 2023

.....

vlastnoručný podpis

Pod'akovanie

Chcem sa pod'akovať vedúcej mojej práce Ing. Barbore Stanovej, PhD. za jej cenné rady a konzultácie. Veľká vďaka patrí aj mojej rodine, snúbencovi a kamarátom a za to, že ma inšpirovali a podporovali pri písaní mojej práce.

ABSTRAKT

NEBUSOVÁ, Klára: *Budúcnosť operačného rámca menovej politiky eurozóny*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúca záverečnej práce: Ing. Barbora Stanová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 39 strán.

Cieľom práce je zhodnotiť kredibilitu výkonu menovej politiky v eurozóne a zhodnotiť možný budúci vývoj operačného rámca ECB ako jeho vrcholnej inštitúcie. Budúcnosť operačného rámca menovej politiky eurozóny je kľúčovou témou pre hospodársky rast a stabilitu v eurozóne. Táto záverečná práca sa zameriava na analýzu menovej politiky Európskej centrálnej banky a jej kredibility. V teoretickej časti práce sa venujeme popisu operačného rámca menovej politiky ECB, kľúčovým nástrojom a transmisným kanálom menovej politiky. Definujeme ciele menovej politiky a podrobnejšie sa venujeme súčasnému stavu inflácie v eurozóne. V praktickej časti analyzujeme kredibilitu ECB pomocou makroekonomického ukazovateľa, ktorým je index spotrebiteľských cien. Skúmame vplyv kľúčových úrokových sadzieb ECB na infláciu, pričom zohľadňujeme pozitívne i negatívne aspekty tohto prístupu. Analyzujeme tiež efektívnosť úverového kanálu transmisného mechanizmu menovej politiky. V závere diskutujeme externé faktory inflačného vývoja a navrhujeme možné zlepšenia operačného rámca menovej politiky. Celkovo je táto záverečná práca prínosom pre lepšie pochopenie fungovania menovej politiky ECB a jej významu pre ekonomiku Európskej únie.

Kľúčové slová: Menová politika. Eurozóna. Európska centrálna banka. Inflácia. Operačný rámec. Cenová stabilita. Hospodársky rast. Úrokové sadzby ECB.

ABSTRACT

NEBUSOVÁ, Klára: Future of the monetary policy operating framework in euro area. - University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Supervisor of the final thesis: Ing. Barbora Stanová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 39 pages.

The aim of this work is to assess the credibility of the conduct of monetary policy in the euro area and to assess possible future developments in the operational framework of the ECB as its top institution. The future of the euro area monetary policy operational framework is a key issue for economic growth and stability in the euro area. This final thesis focuses on analysing the European Central Bank's monetary policy and its credibility. In the theoretical part of the thesis, we describe the operational framework of the ECB's monetary policy, key instruments, and transmission channels of monetary policy. We define monetary policy objectives and take a closer look at the current state of inflation in the euro area. In the practical part, we analyse the credibility of the ECB using a macroeconomic indicator, the consumer price index. We examine the impact of key ECB interest rates on inflation, considering both positive and negative aspects of this approach. We also analyse the effectiveness of the credit channel of the monetary policy transmission mechanism. Finally, we discuss external factors influencing inflation development and suggest possible improvements to the monetary policy operational framework. Overall, this final thesis contributes to a better understanding of the functioning of the ECB's monetary policy and its importance for the economy of the European Union.

Keywords: Monetary policy. Euro area. European Central Bank. Inflation. Operational framework. Price stability. Economic growth. ECB interest rates.

Obsah

Úvod	10
1 Operačný rámec menovej politiky	11
1.1 Súčasný vývoj operačného rámca menovej politiky	11
1.2 Kredibilita európskej centrálnej banky	12
1.3 Nástroje MP	13
1.3.1. Konvenčné nástroje MP	13
1.3.2. Nekonvenčné nástroje MP	14
1.4 Transmisné kanály MP	16
1.5 Ciele MP	17
1.6 Inflácia eurozóny	19
2 Ciele práce	21
3 Metodika práce a metódy skúmania	22
4 Výsledky práce	23
4.1 Index spotrebiteľských cien (CPI)	23
4.2 Vplyv úrokových sadzieb ECB na infláciu a hospodársky rast	24
4.3 Efektívnosť úverového a úrokového kanálu transmisného mechanizmu	27
4.5 Externé faktory inflačného vývoja	30
5. Diskusia	32
Záver	34
Zoznam použitej literatúry	35

ZOZNAM SKRATIEK

CPI Index spotrebiteľských cien

ECB Európska centrálna banka

EÚ Európska únia

HDP Hrubý domáci produkt

KB Komerčné banky

MP Menová politika

QE Kvantitatívne uvoľnenie

ZOZNAM GRAFOV

graf 1: Hodnoty hlavných zložiek a celkový HICP eurozóny za rok 2023.....	20
graf 2: Ročná miera inflácie eurozóny	20
graf 3: Zložky CPI za rok 2023.....	23
graf 4: ukazovateľ CPI a jeho hodnoty za sledované obdobie	24
graf 5: Vzťah medzi úrokovými sadzbami ECB a infláciou	25
graf 6: Vplyv úrokových sadzieb ECB na inflačné očakávania eurozóny	26
graf 7: Vplyv úr. sadzieb ECB a úrokových sadzieb bankových úverov na infláciu.....	26
graf 8: Vplyv úrokových sadzieb ECB na nominálny rast HDP.....	27
graf 9: Vplyv úr. sadzieb úverov na množstvo úverov pre domácnosti a firmy	28
graf 10: Vplyv úr.sadzieb úverov a objem úverov pre domácnosti a firmy na infláciu.	29
graf 11: Vplyv peňažnej zásoby M3 na efektivitu úverového kanálu.....	30

Úvod

Práca sa zaoberá témou budúcnosti operačného rámca menovej politiky v eurozóne. V súčasnosti sa eurozóna stretáva s rôznymi výzvami, ako napríklad s vysokou nezamestnanosťou a nízkym rastom ekonomiky, ktoré si vyžadujú prispôsobenie sa novým podmienkam. Menová politika však môže byť efektívnym nástrojom pri dosahovaní týchto cieľov a zlepšení celkovej situácie v eurozóne.

Zmeny v operačnom rámci menovej politiky môžu mať vplyv na hospodársky rast krajín v eurozóne a môžu ovplyvniť aj hospodárstva mimo eurozóny. Preto je dôležité zhodnotiť súčasné fungovanie menovej politiky a navrhnúť potrebné zmeny na zlepšenie situácie.

Cieľom tejto práce je poskytnúť prehľad o súčasnom stave operačného rámca menovej politiky eurozóny a navrhnúť možné zmeny, ktoré by mohli navýšiť efektívnosť menovej politiky vzhľadom na súčasné výzvy, ktorým eurozóna čelí.

1 Operačný rámec menovej politiky

Operačný rámec menovej politiky predstavuje súbor nástrojov, ktoré centrálna banka využíva na dosiahnutie svojich cieľov v oblasti menovej politiky. Jeho hlavným prvkom je stanovenie úrokovej sadzby, ktorá ovplyvňuje hospodársky vývoj krajiny.

Podľa Európskej centrálnej banky sa operačný rámec menovej politiky skladá z troch základných krokov: stanovenie cieľov menovej politiky, zvolenie nástrojov menovej politiky a ich realizácia. Cieľom menovej politiky je udržiavať stabilitu cenového vývoja v krajine, čo je dôležité pre rast a prosperitu ekonomiky.

Na základe stanovených cieľov si centrálna banka zvolia konkrétne nástroje, ako napríklad regulácia úrokových sadzieb, menové intervencie na trhu, regulácia aktivít bánk a podobne. V praxi to znamená, že centrálna banka môže ovplyvňovať množstvo peňazí v obehu v krajine, čím ovplyvňuje úrokové sadzby a celkovú hospodársku aktivitu.

Všetky tieto nástroje sú realizované za pomoci špecifických operácií na trhu, ako napríklad otvoreného trhu, kedy centrálna banka nakupuje alebo predáva na finančných trhoch. Tým ovplyvňuje likviditu v bankovom sektore a tým aj úrokové sadzby v krajine.

Je dôležité, aby centrálna banka pravidelne monitorovala efektívnosť svojich nástrojov menovej politiky a prispôbovala ich v závislosti od aktuálneho hospodárskeho vývoja. Týmto spôsobom sa snažia dosiahnuť rovnováhu na trhu a udržať stabilitu v hospodárstve.¹

1.1 Súčasný vývoj operačného rámca menovej politiky

Súčasný vývoj operačného rámca menovej politiky európskej centrálnej banky je tvorený postupným posunom k tzv. „flexibilnému cieleniu inflácie“. Tento prístup znamená, že ECB sa snaží udržať infláciu na úrovni, ktorá je nižšia alebo blízko 2 %, no pri tom berie do úvahy aj iné faktory, ako sú napríklad ekonomický rast, zákon o udržateľnosti verejných financií a inflačné očakávania. To znamená, že ECB pristupuje k menovej politike menej dogmaticky a viac ju prispôbuje aktuálnym okolnostiam.²

¹ Európska centrálna banka. 2008. Inflácia: definície, ciele, efektívne riešenia. ISBN (elektronická verzia) 978-92-899-0257-1, s. 71-73.

² Altavilla, C., & Giannone, D. 2017. The effectiveness of non-standard monetary policy measures: Evidence from survey data. *International Journal of Central Banking*, 13(3), 95-135.

Podstatnou súčasťou tohto prístupu je aj tzv. kvantitatívne uvoľňovanie (QE), ktoré začalo ECB v roku 2015 a ktoré malo za cieľ stimulovať hospodárstvo a bojovať proti nízkej inflácii. QE znamená, že ECB kupuje veľké množstvo dlhopisov a iných aktív od súkromných bánk a tým zvyšuje množstvo peňazí v obehu. Tento krok má za následok nižšie úrokové sadzby, ktoré majú podporiť úverovanie a investovanie. Práve kvantitatívne uvoľňovanie je považované za jednu z kľúčových inovácií v menovej politike ECB.³

Aj keď flexibilné cielenie inflácie a kvantitatívne uvoľňovanie predstavujú výrazné zmeny v menovej politike ECB, tá stále musí riešiť mnohé zložité výzvy. Jednou z nich je napríklad aj to, ako si poradiť s rozdielnou hospodárskou situáciou v jednotlivých krajinách eurozóny. Niektoré krajiny sa možno stretávajú s vysokým inflačným tlakom, zatiaľ čo iné trpia stagnáciou alebo vysokou nezamestnanosťou. ECB musí nájsť kompromis medzi týmito rôznymi faktormi a rozhodnúť, aký je najvhodnejší spôsob podpory hospodárskych aktivít v jednotlivých krajinách.⁴

1.2 Kredibilita európskej centrálnej banky

Kredibilita ECB je dôležitým faktorom v rozhodovaní investorov, ktorí sa rozhodujú, či investovať do eurozóny alebo nie. V poslednej dobe sa však kredibilita ECB dostala pod tlak, čo môže mať negatívny vplyv na ekonomiku v eurozóne.

Podľa ekonómov majú hlavný vplyv na kredibilitu ECB jej rozhodnutia týkajúce sa znižovania alebo zvyšovania úrokových sadzieb, rozhodnutia týkajúce sa kvantitatívneho uvoľňovania a verejných proklamácií zástupcov ECB o budúcich krokoch banky. V posledných rokoch bolo niekoľko krokov ECB spochybnených a bolo otvorene diskutované, či tieto kroky boli správne a vhodné.

Podľa vedľajšieho výskumu z Nemeckej univerzity v Hamburgu, ktorý realizovali Prof. Dr. Marc Just a Dr. Johan Grauss, sú investori znepokojení prístupom ECB k znižovaniu úrokových sadzieb a vnímajú ju ako nejednotného spojenca, pretože to vedie

³ Blattner, T., & Swanson, E. T. 2018. Changing inflation dynamics and monetary policy in Europe. *Economic Policy*, 33(96), 171-217.

⁴ Darracq Pariès, M., & Jacquinot, P. 2019. An analytical framework for the ECB's macroeconomic projections. *The Economic Journal*, 129(619), 2668-2692.

ku klesajúcemu trendu výnosov nemeckých dlhopisov. Tieto informácie boli citované vo Finančných novinách.

Podobne, rozhodnutia ECB týkajúce sa kvantitatívneho uvoľňovania boli spochybnené v súvislosti s tým, či tento spôsob podpory ekonomiky naozaj funguje a či neexistujú vedľajšie účinky, ktoré by mohli poškodiť ekonomiku.

Negatívne dopady na kredibilitu ECB môžu mať aj verejné proklamácie jej zástupcov. Napríklad v roku 2015 vyvolal výrok prezidenta ECB Maria Draghiho : „Urobím všetko čo bude potrebné, aby som zachránil euro “ silnú kritiku a obvinenie, že ECB môže prekročiť svoje právomoci.

V každom prípade, je dôležité, aby ECB získala dôveru investorov a verejnosti prostredníctvom transparentnosti a jasnosti v jej rozhodnutiach. To by mohlo pomôcť vyriešiť otázky ohľadom jej kredibility a preukázať, že ECB robí všetko pre zabezpečenie stability v eurozóne.⁵

1.3 Nástroje MP

1.3.1. Konvenčné nástroje MP

Eurosystém má k dispozícii celý rad nástrojov na vykonávanie menovej politiky. Na riadenie likvidity na peňažnom trhu a riadenie krátkodobých úrokových sadzieb bude využívať operácie na voľnom trhu, prostredníctvom ktorých sa bankovému systému poskytuje likvidita za primeranú zábezpeku. Okrem toho dve automatické operácie umožnia oprávneným zmluvným stranám investovať svoje denné prebytky likvidity alebo pokryť svoje potreby jednodňovej likvidity. Okrem toho sa od úverových inštitúcií vyžaduje, aby mali na účte v národných centrálnych bankách Eurosystému minimálne rezervy.⁶

Podľa výskumného článku od M. Draghiho a L. Reichlina, "*Znižovanie úrokových sadzieb: prečo a ako?*", znížovanie sadzieb môže pomôcť stimulovať ekonomický rast a

⁵ Just, M. a Grauss, J. 2019. The ECB's credibility crisis: root causes and ways out. Journal of Applied Econometrics, 34(6), 808-817.

⁶ Európska centrálna banka. 2021. Naše nástroje menovej politiky a revízia stratégie menovej politiky. Copyright 2023. <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-policy-instruments.sk>.

dodať viac likvidity do finančného systému. Tento krok môže tiež povzbudiť úverovú činnosť a tým podporiť hospodárstvo.⁷

Avšak, vedci upozorňujú, že neznižovanie úrokových sadzieb môže mať negatívny účinok na celkovú ekonomiku. V podstate, ak by sa úrokové sadzby neznížili, tak by sa ekonomický rast mohol znížiť, čo by mohlo viesť k recesii alebo stagnácii.

Okrem znižovania úrokových sadzieb, iným konvenčným nástrojom menovej politiky je uplatňovanie kvantitatívneho uvoľňovania. Tento nástroj sa zvyčajne používa v prípade, keď sú úrokové sadzby už na nízkej úrovni a potrebujú dodatočné stimuly pre hospodárstvo.

Podľa výskumného článku od J. Cizelja a M. Jarosová, "Kvantitatívne uvoľňovanie ako nástroj menovej politiky", tento nástroj môže viesť k zvýšeniu likvidity v bankovom sektore, čo môže viesť k zvýšeniu úverovej aktivity. Avšak, vedci upozorňujú, že to môže tiež zvýšiť inflačný tlak, čo môže mať negatívny vplyv na hospodárstvo v dlhodobom horizonte.⁸

Celkovo, využitie konvenčných nástrojov menovej politiky v rámci eurozóny je nevyhnutnosťou, aby sa stimuloval ekonomický rast a podporila úverová činnosť. Avšak, musíme byť opatrní a zvažovať ich vplyv na celkovú ekonomiku, aby sme minimalizovali riziká a zachovali stabilitu vývoja.

1.3.2. Nekonvenčné nástroje MP

Nekonvenčné opatrenia menovej politiky sú prijaté centrálnou bankou na ukončenie výnimočnej ekonomickej situácie. Sú využívané v prípade ak konvenčné nástroje menovej politiky nedosahujú očakávaný výsledok. Ich cieľom je riešiť zlyhanie konvenčných nástrojov pri kontrole peňažnej zásoby, aby boli schopné opäť ovplyvňovať úverovú expanziu. Konečným cieľom je, aby centrálna banka mala obnovený vplyv na hospodársky rast, mieru inflácie a likviditu trhu.⁹

⁷ European Central Bank. 2016. Monetary policy decisions. ECB. May 2016. Copy right 2023. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>

⁸ Česká národní banka. 2022. Monitoring centrálních bank. 2022. ČNB. Praha. Česká republika. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menovapolitika/galleries/monitoring_centralnich_bank/2201_mcb.pdf

⁹ Reserve bank of australia. 2023. Education. Unconventional Monetary Policy. <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/pdf/unconventional-monetary-policy.pdf?v=2023-04-27-22-28-14>.

Jedným z takýchto nástrojov je tzv. "forward guidance", teda zverejňovanie smerovania menovej politiky ECB v budúcnosti. Tento nástroj sa používa na zlepšenie transparentnosti a predvídateľnosti menovej politiky ECB. Keď centrálné banky poskytnú budúce usmernenia, jednotlivci a podniky využijú tieto informácie pri rozhodovaní o výdavkoch a investíciách. Dopredné usmernenia o budúcej politike teda môžu ovplyvniť finančné a ekonomické podmienky.¹⁰

Ďalším nekonvenčným nástrojom je geograficky cielený nákup dlhopisov, ktorý sa používa na nápravu nerovnováh v eurozóne a podporu hospodárskeho rastu v tých krajinách, ktoré sú viac postihnuté hospodárskou krízou.

Príkladom, kedy boli použité nekonvenčné nástroje je veľká hospodárska kríza na rýchle obnovenie rastu (kríza rizikových hypoték v Spojených štátoch) alebo v prípade dlhotrvajúcej recesie (prípady v Japonsku), kedy centrálné banky sťahovali delostrelectvo, aby sa pokúsili podporiť ekonomickú aktivnosť a vytvoriť pracovné pozície.¹¹

Vzhľadom na význam pandémie COVID-19 pre ekonomiku boli monetárne authority nútené prijať nekonvenčné nástroje menovej politiky s cieľom minimalizovať hospodárske dôsledky. Jedným z týchto nástrojov bolo kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré znamená zvyšovanie zásob peňazí vo verejnom obeh. Táto politika môže mať vplyv na infláciu, ale je menej riziková, ako zvýšenie úrokových sadzieb, ktoré by ohrozilo rast.

Pri tejto pandémii bolo využitých aj mnoho iných nekonvenčných nástrojov, ktorými sú napríklad nákupy aktív a zavedenie záporných úrokových sadzieb. Záporné úrokové sadzby využívajú centrálné banky na zvýšenie pôžičiek v čase hospodárskej recesie. Ponukou zápornej úrokovej sadzby centrálna banka znižuje celkové náklady na pôžičky v celej ekonomike s cieľom zvýšiť ekonomickú aktivitu prostredníctvom zvýšených investičných a spotrebných výdavkov. Záporné úrokové sadzby v podstate znamenajú, že banky (veritelia) budú platiť úroky dlžníkom za požičanie peňazí a budú vyberať úroky z úspor.¹²

¹⁰ European Central Bank. 2022. What is forward guidance?. ECB. 2021. www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html.

¹¹ CentralCharts. 2019. Definition of Unconventional Monetary Policy. Central Charts. www.centralcharts.com/en/gm/1-learn/9-economics/35-central-bank/976-definition-unconventional-monetary-policy.

¹² Global Challenges Foundation. 2020. COVID-19 and Even More Unconventional Economic Policies. Global Challenges Foundation. Special Issue 1, 2020. globalchallenges.ch/issue/special_1/covid19-and-even-more-unconventional-economic-policies/.

Podľa jedného z odborných článkov od J. Pisačanová a N. Zaťkovej (2017) by využitie týchto nekonvenčných nástrojov malo byť selektívne a sústredené na riešenie špecifických problémov v jednotlivých krajinách, aby sa minimalizovali negatívne vedľajšie účinky a zachovala sa účinnosť menovej politiky.¹³

1.4 Transmisné kanály MP

Transmisné kanály menovej politiky patria medzi kľúčové nástroje centrálnej banky pri ovplyvňovaní cenovej hladiny v danej krajine či regióne. V kontexte eurozóny, kde existuje jednotná mena a centrálné riadenie menovej politiky, sú tieto kanály zvlášť dôležité pri zabezpečovaní stability a rastu ekonomiky.

Jedným z najdôležitejších transmisných kanálov je kanál úrokových sadzieb. Keď sa centrálna banka rozhodne znížiť menovú sadzbu, dôjde k úpravám krátkodobých sadzieb peňažného trhu. Vzhľadom na to, že ceny sú nestále, reálne úrokové miery (t. j. nominálne úrokové sadzby upravené o infláciu klesajú najskôr krátkodobo a potom dlhodobo, v súlade s časovou štruktúrou.) Časť týchto úprav možno vysvetliť správou portfólia s cieľom zachovať konkurencieschopnosť a vytvárať zisk a v konečnom dôsledku viesť k poklesu sadzieb vkladov a úverov.

Zhora, pokles reálnej úrokovej miery znižuje alternatívne náklady na spotrebu a investície, čo spôsobuje rast súkromného domáceho dopytu. Následne ekonomika rastie vyšším tempom a zvyšujú sa inflačné tlaky.

Tento kanál transmisie možno vysvetliť aj prostredníctvom očakávaní cenovej hladiny, keďže akomodatívne nastavenie menovej politiky vedie aj k vyššej cenovej hladine a inflačným očakávaniam. V dôsledku toho reálne úrokové sadzby klesajú a dosahuje sa vyšší ekonomický rast, ako je uvedené vyššie.¹⁴

Ďalším dôležitým kanálom je kanál menového kurzu. Pri silnom eure dochádza k zlacňovaniu dovážaných tovarov a k zdražovaniu vývozu, čo môže spomaľovať infláciu a teda i rast. Naopak, pri slabom eure dochádza k zvyšovaniu cien dovážaných tovarov a zlacňovaniu vývozu, čo môže stimulovať infláciu a rast.

¹³ Pisačanová, J. & Zaťková, N. 2017. Unconventional Monetary Policy in Eurozone. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 65(2), 559-567.).

¹⁴ Národná banka Slovenska. 1999. Kanály tranzmisného mechanizmu. Národná banka Slovenska. 1999. [nbs.sk/_img/documents/publik/1999_kanaly%20tranz misneho%20mechanizmu.pdf](https://nbs.sk/_img/documents/publik/1999_kanaly%20tranz%20misneho%20mechanizmu.pdf).

Úverový kanál transmisného mechanizmu predstavuje jeden z kľúčových nástrojov, ktoré používajú centrálné banky na ovládanie hospodárskej aktivity v krajine. Jeho úlohou je prenášať zmeny úrokových sadzieb, ktoré sú stanovené centrálnou bankou, na reálnu ekonomiku prostredníctvom úverových trhov a bankového sektoru. Úverový kanál teda zahŕňa proces, kedy banky menia úrokové sadzby pre svojich klientov v závislosti na úrokových sadzbách, ktoré stanovila centrálna banka.¹⁵

Ďalej existuje kanál, ktorý určuje ceny aktív v ekonomike. Keď sa centrálna banka rozhodne znížiť menovú sadzbu, dôjde k úpravám krátkodobých sadzieb peňažného trhu. Ľudia potom prerozdedia svoje úspory do neúročených aktív, ako sú nehnuteľnosti a kapitál. Nárast dopytu po týchto aktívach vedie k vyšším cenám. V dôsledku toho rastie bohatstvo a nasleduje vyššia spotreba. Okrem toho vyššie ceny akcií tiež zvyšujú trhovú hodnotu firiem, a preto sa oplatí investovať. V konečnom dôsledku by expanzia domáceho dopytu viedla k vyššiemu ekonomickému rastu.¹⁶

Okrem vyššie spomenutých kanálov existujú aj ďalšie transmisné kanály menovej politiky, ako napríklad kanál bohatstva, kanál posilňovania bankového sektora či kanál uplatňovania pozitívnych očakávaní. Všetky tieto kanály majú vplyv na ekonomiku a prispievajú k dosahovaniu cieľov menovej politiky.

Podľa výskumného štúdia autora Camila Argüella z University College London má kanál menového kurzu vplyv nielen na infláciu a hospodársky rast, ale aj na spoločenské faktory, ako napríklad nezamestnanosť a nerovnosti v bohatstve medzi rôznymi regiónmi. Teda efektívne využívanie transmisných kanálov menovej politiky môže mať širší vplyv na ekonomiku a spoločnosť.¹⁷

1.5 Ciele MP

Vývoj dosiahnutia cieľov menovej politiky v rámci eurozóny bol v posledných rokoch veľmi zaujímavý. Menová politika eurozóny má za cieľ udržiavať cenovú stabilitu, ktorú definuje ako ročný a medziročný nárast spotrebiteľských cien vo výške 2 %. Ako uvádza ECB vo svojej správe za rok 2019, táto inflačná miera sa dosiahla v rokoch 2010 až 2012, no po tomto období sa inflácia pohybovala pod cieľom. V roku

¹⁵ European Central Bank. 2023. Monetary Policy Transmission. ECB. European Central Bank. Copyright 2023. www.ecb.europa.eu/mopo/transmission/html/index.en.html.

¹⁶ Bank of Thailand. 2015. Transmission Mechanism of Monetary Policy. Bank of Thailand. www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/TransmissionMechanism.aspx.

¹⁷ Argüello, C. 2013. The exchange rate channel and regional co-movements in inflation in the euro area. *International Journal of Central Banking*, 9(3), 149-178.

2019 dosiahla inflácia v eurozóne hodnotu 1,2 %, čo znamená, že stále zaostávala za cieľom ECB.¹⁸

Podľa odborníkov to bolo spôsobené najmä ekonomickou krízou, ktorá v roku 2008 postihla svetovú ekonomiku. Tento vplyv sa prejavil aj v eurozóne a má podstatný dopad na cieľ inflácie a menovej politiky ECB. Európska centrálna banka sa snažila riešiť túto situáciu prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania, t.j. nákupu aktív, úrokových sadzieb a podobných opatrení. Týmto sa vytvorila podpora pre hospodárstvo a zároveň rozšírila zásoba peňazí v obehu. Avšak tieto opatrenia mali negatívny vplyv na vládne dlhy krajín eurozóny a na trhy s cennými papiermi.

Autor Emanuel Kohút v odbornom článku s názvom: “Eurozóna 2.0: Menová politika bude musieť konať rýchlo” uvádza, že v budúcnosti sa bude musieť zlepšiť koordinácia menovej a fiškálnej politiky. To znamená, že krajiny eurozóny budú musieť prejsť väčšiu solidaritu a spoluprácu, aby bolo možné vyriešiť budúce výzvy a dosiahnuť dlhodobú stabilitu v celom regióne.¹⁹

Druhým dôležitým cieľom je, aby si prácu našiel každý, kto chce. Ide o maximálnu zamestnanosť. Maximálna zamestnanosť je považovaná za ideálnu mieru zamestnanosti v ekonomike. Je to stav kedy nenachádzame žiadnych pracovníkov dobrovoľne nezamestnaných. Stelesňuje najvyššie množstvo kvalifikovanej a nekvalifikovanej pracovnej sily, ktorú je možné v danom čase zamestnať v rámci ekonomík.

Maximálna zamestnanosť pracovnej sily je jednou zložkou ekonomiky, ktorá funguje na plný produktívny potenciál a vyrába v bode pozdĺž hranice svojich výrobných možností. Ak existuje nejaká nezamestnanosť, potom ekonomika nevyrába na plný potenciál a je možné dosiahnuť určité zlepšenie ekonomickej efektívnosti. Avšak, prakticky je ťažko odstrániť všetku nezamestnanosť a preto maximálna zamestnanosť nemusí byť v skutočnosti dosiahnuteľná. Miera nezamestnanosti 5 % sa často považuje za maximálnu zamestnanosť. Táto úroveň nezamestnanosti je dostatočná na to, aby minimalizovala infláciu a umožnila pracovníkom presúvať sa medzi zamestnaniami, ale

¹⁸ Georgia Public Broadcasting. 2019. Monetary Policy: Purpose & Goals. GPB Education. Georgia Public Broadcasting. Last updated on November 7, 2019. www.gpb.org/education/econ-express/monetary-policy-purpose-goals.

¹⁹ Kohút, E. 2020. Eurozóna 2.0: Menová politika bude musieť konať rýchlo. Ekonomický obzor, 6(1), 12-21.

tí, ktorí chcú prácu na plný úväzok, by mali mať možnosť nájsť si prácu na plný úväzok (aj keď to nie je ich preferované povolanie).²⁰

1.6 Inflácia eurozóny

Inflácia je v súčasnej dobe jednou z najvýznamnejších ekonomických výziev pre Európsku úniu. Podľa Európskej centrálnej banky sa inflačná miera v eurozóne zvýšila v porovnaní s minulým rokom 2022. Toto zvýšenie je najmä spôsobené rastom cien energií a potravín, ako aj rastom nákladov na prepravu tovarov.

ECB sa však snaží udržať infláciu pod kontrolou a jej cieľom je udržať ju pod úrovňou 2 % na strednodobé obdobie. Tento cieľ sa však v poslednom období nedodržiava a ECB sa musí sústreďovať na znižovanie inflácie. Medzi opatrenia, ktoré ECB prijala, patrí aj program nákupu aktív, ktorý bol účinný od roku 2015. Tento program sa skladá z nákupu štátnych dlhopisov a iných aktív a bol rozšírený s cieľom znížiť infláciu.²¹

Vo vedeckom článku pod názvom "Inflation in the Eurozone: Causes, Consequences, and Policy Responses" autori analyzujú príčiny a dôsledky inflácie v eurozóne. Okrem toho v článku ale aj navrhujú riešenia a politické reakcie na infláciu, ktoré by mohli posilniť úsilie ECB a pomôcť udržať infláciu v rámci cieľovej úrovne. Medzi odporúčaniami patrí podpora hospodárskeho rastu a zastavenie špekulatívnych obchodov, ktoré prispievajú k zvyšovaniu cien.²²

Vo februári 2023 bola miera inflácie v eurozóne stanovená na 8,5 %, čo znamená výrazné spomalenie oproti minulému roku, kedy sa pohybovala okolo 12 percent. Hlavné zložky inflácie v eurozóne sú potraviny, alkohol a tabak, energie, priemyselné tovary bez energií a služby. Každá z týchto zložiek sa podieľa na celkovej inflácii v eurozóne. Služby predstavujú 43,5 % výdavkov na konečnú spotrebu domácností v eurozóne, nasledované priemyselným tovarom bez energií s podielom 26,3 %. Potraviny, alkohol a tabak tvoria približne 20 % a energia 10,2 %. Hoci tieto zložky tvoria len menej ako tretinu výdavkov, môžu mať významný vplyv na celkovú infláciu kvôli ich výraznejším cenovým

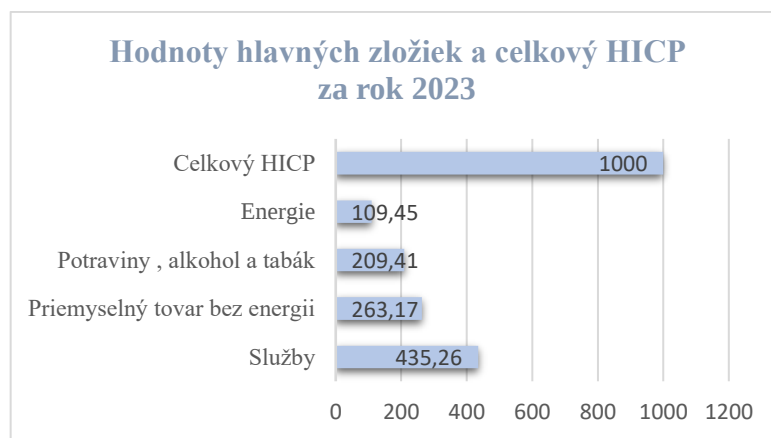
²⁰ Aaronson, Daniel and Kathryn Zickuhr. 2022. How does the Fed define maximum employment?. Brookings Institution. Up Front Blog. 23 Feb. 2022. www.brookings.edu/blog/up-front/2022/02/23/how-does-the-fed-define-maximum-employment/.

²¹ European Central Bank. 2021. Press release: ECB announces climate change action plan and launches review of monetary policy strategy. [Ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2021/pr210301.en.html).

²² Alcidí, C., & Giovannini, A. 2019. Inflation in the Eurozone: Causes, Consequences, and Policy Responses. *Intereconomics*, 54(6), 355-364. <https://doi.org/10.1007/s10272-019-0845-5>.

fluktuáciám. Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť hlavné zložky inflácie v eurozóne pre rok 2023 a ich uvedené relatívne váhy / hodnoty.²³

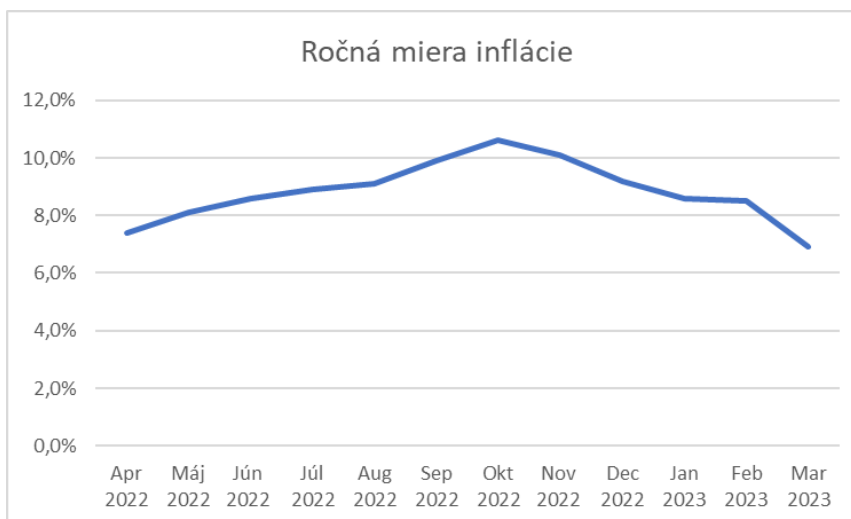
graf 1: Hodnoty hlavných zložiek a celkový HICP eurozóny za rok 2023



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov eurostatu.)

Na druhom grafe môžeme vidieť mieru inflácie eurozóny v sledovanom období od apríla 2022 po marec 2023. V priebehu jedného roku inflácia výrazne vzrástla na rekordných 10,6 % v októbri 2022 a následne začala klesať. V marci 2023 sa miera inflácie pohybovala na úrovni 6,9 %, čo je oproti celému sledovanému obdobiu najbližšia hodnota k nášmu inflačnému cieľu. Inflácia klesla najmä vďaka poklesu cien za energie.

graf 2: Ročná miera inflácie eurozóny



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB.)

²³ Eurostat. 2023. Inflation in the euro area. Statistics Explained. 2023. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_components.

2 Ciele práce

Eurozóna ako jednotný menový priestor v súčasnosti čelí výzvam, ktoré súvisia najmä s udržateľným hospodárskym rastom a infláciou. Menová politika zohráva kľúčovú úlohu pri riešení týchto problémov, akým sú vysoká inflácia a nestabilný hospodársky rast. Európska centrálna banka má za úlohu udržiavať cenovú stabilitu v eurozóne. Cieľom tejto práce je preskúmať súčasný vývoj operačného rámca menovej politiky v eurozóne s dôrazom na kredibilitu ECB, efektívnosť menovej politiky, nástroje MP, transmisné kanály MP a externé faktory inflačného vývoja, ktoré majú vplyv na kvalitu transmisie.

Hlavným cieľom tejto záverečnej práce je zhodnotiť kredibilitu výkonu menovej politiky v eurozóne a možný budúci vývoj operačného rámca ECB ako jeho vrcholnej inštitúcie.

V prvej časti sa zameriavame najmä na charakteristiku operačného rámca menovej politiky a hodnoteniu, prečo je kredibilita ECB tak dôležitým faktorom ovplyvňujúcim kvalitu transmisie. Pozornosť venujeme konvenčným a nekonvenčným nástrojom MP a ich správnej efektívnosti v Eurozóne. Opíšeme si aj kľúčové transmisné kanály menovej politiky. Na záver tejto časti definujeme ciele menovej politiky a detailnejšie sa pozeráme na súčasný stav inflácie v eurozóne. Posledná kapitola nadväzuje na praktickú časť záverečnej práce, v ktorej sa aj okrem iného venujeme indexu spotrebiteľských cien, vďaka ktorému vieme merať a hodnotiť infláciu ako základný cieľ MP eurozóny.

Druhým cieľom tejto práce je zhodnotiť kredibilitu ECB za pomoci makroekonomického ukazovateľa Index spotrebiteľských cien. Ďalej skúmame vplyv kľúčových úrokových sadzieb ECB na infláciu. V kapitole sa zameriavame na tento prístup z kladného i kritického pohľadu a uvádzame dôvody, prečo nie je zvyšovanie úrokových sadzieb dostatočne efektívnym nástrojom ECB na dosahovanie cieľov. Potom analyzujeme efektívnosť úverového a úrokového kanálu transmisného mechanizmu MP ako kľúčových kanálov, o ktoré sa ECB opiera pri napĺňaní cieľov. V poslednej kapitole hodnotíme vplyv externých faktorov inflačného vývoja. V závere a v diskusii navrhujeme možné zlepšenia operačného rámca MP.

3 Metodika práce a metody skúmania

Pri vypracovaní prvej časti tejto práce sme používali slovenskú a zahraničnú literatúru z dôveryhodných internetových zdrojov, najmä zo stránky európskej centrálnej banky. Zameriavame sa na správny výber vedeckých článkov hodnotiacich kvalitu, efektívnosť a kredibilitu MP, ktoré sme následne využili pri vypracovaní a formulácii teoretických východísk. Následne sme metódou abstrakcie z veľkého množstva informácií vybrali tie najdôležitejšie.

Ťažiskovou metódou bakalárskej práce je analýza operačného rámca menovej politiky pre splnenie stanoveného cieľa. Nasledovne hodnotíme kredibilitu európskej centrálnej banky. Skúmame konvenčné a nekonvenčné nástroje menovej politiky a efektívnosť ich pôsobenia. Pozornosť vynovujeme transmisným kanálom menovej politiky a ich dôkladnej analýze. Definujeme ciele menovej politiky a podrobnejšie skúmame súčasný stav inflácie eurozóny.

V druhej časti záverečnej práce hodnotíme samotnú efektívnosť a kredibilitu ECB na základe makroekonomického ukazovateľa- inflácia, ktorá je meraná indexom spotrebiteľských cien. Skúmame vplyv kľúčových úrokových sadzieb ECB na infláciu a hodnotíme tento prístup v kontexte súčasného diania. Analyzujeme efektívnosť úverového a úrokového kanálu transmisného mechanizmu MP a hodnotíme vplyv externých faktorov inflačného vývoja. V diskusii uvádzame možnosti zlepšenia operačného rámca MP.

Využívame najmä metódu analýzy. Údaje a dáta boli čerpané z webovej stránky ECB a z iných potrebných zdrojov. Grafy sú vytvárané z údajov Eurostatu a zo stránky ECB do tabuliek a grafických zobrazení.

V oboch častiach záverečnej práce sa zameriavame na skúmanie a analýzu menovej politiky, s dôrazom na jej efektívnosť a možné zlepšenia. Využívame tradičné metódy skúmania, ktoré sú potrebné na to, aby sme mohli vyvodzovať závery a odporúčania. Keďže cieľom práce je hodnotenie efektívnosti a formulácia odporúčaní, práca využíva syntézu poznatkov pre posúdenie budúceho vývoja.

4 Výsledky práce

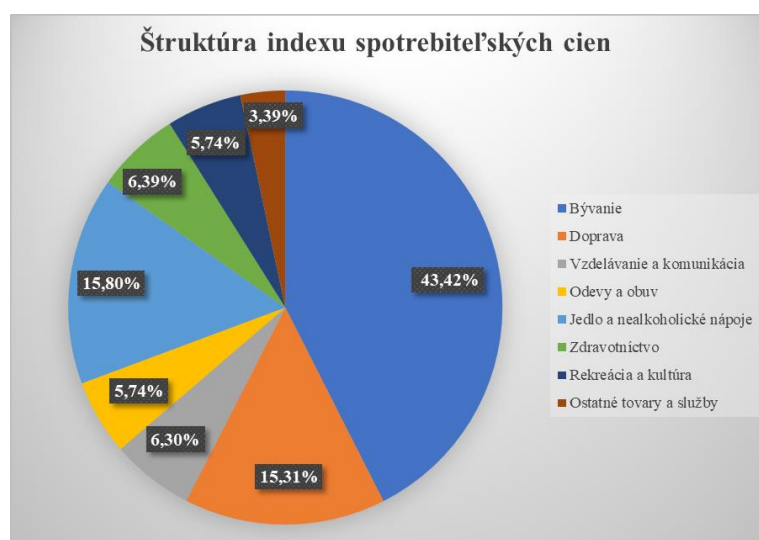
4.1 Index spotrebiteľských cien (CPI)

Index spotrebiteľských cien je základný spôsob merania inflácie v eurozóne. Je ukazovateľom pre životné náklady, ktorý meria zmenu cenového koša za určité obdobie. Koš pozostáva z tovarov a služieb, ktoré by typická domácnosť mohla kúpiť. Keď ceny narastú, CPI sa zvyšuje a naopak, keď ceny klesajú, CPI klesá. V prípade ECB, CPI meria celkovú infláciu eurozóny a pomáha pri rozhodovaní o úrokových sadzbách.

Ak sa CPI dynamicky zvýši, znamená to, že sa môže inflácia zvýšiť. Ak CPI klesá, môže to byť známkou deflácie. Za pomoci tohto ukazovateľa zhodnotíme dôveryhodnosť ECB.²⁴

Na grafe č.3 môžeme vidieť služby a tovary, ktoré tvoria štruktúru ukazovateľa CPI. Najdôležitejšou položkou v rozpočte domácnosti je bývanie, ktoré tvorí 43,2 percenta celkových výdavkov. Potraviny a nápoje sú na rade s 15,8 percentami. Tretia v relatívnom význame je doprava s 15,31 percentami. Tieto tri skupiny tvoria takmer tri štvrtiny priemerného rozpočtu domácnosti. Lekárska starostlivosť a vzdelávanie a komunikácia zaberajú o niečo viac ako 6 percent. Rekreačia zaberá 5,74 percenta a oblečenie 3,69 percenta. Ďalších 3,39 percenta sa minie na ostatné tovary a služby.²⁵

graf 3: Zložky CPI za rok 2023



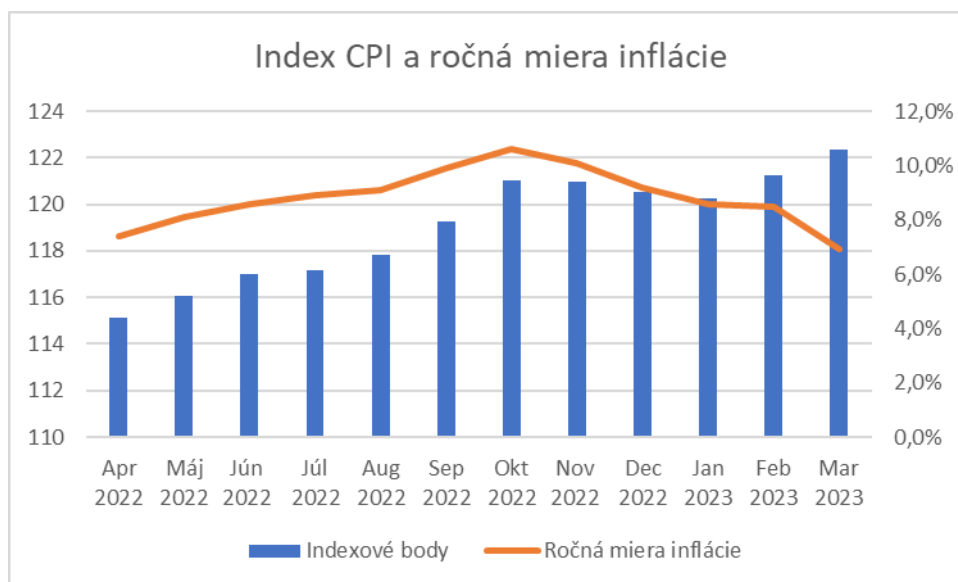
(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

²⁴ Corporate Finance Institute. 2023. Consumer Price Index (CPI). Corporate Finance Institute. 2021. Updated March 30, 2023. corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/consumer-price-index-cpi/.

²⁵ Jane Chen. Online: 2023. The Consumer Price Index. <https://econ100zhen.gzhengchen.weebly.com/>.

Na ďalšom grafe č. 4 pozorujeme index spotrebiteľských cien eurozóny v jednotkách „*indexových bodoch*“ za sledované obdobie: od apríla 2022 po marec 2023. Vidíme, že v priebehu roka miera CPI vzrástla takmer o 7, 5 indexového bodu. V marci 2023 dosiahla 122,34 bodov.

graf 4: ukazovateľ CPI a jeho hodnoty za sledované obdobie



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Príčinou je rast cien jednotlivých zložiek CPI, ktorými sú napr. ceny na bývanie, potraviny, energie, lístky na verejnú dopravu, zdravotné pomôcky a lieky... Tým že vzrástol ukazovateľ CPI, zvýšila sa aj inflácia eurozóny. Európska centrálna banka by mala zefektívniť a posilniť radu vybraných nástrojov, ktoré využíva pri riešení vysokej inflácie aby tým nestratila svoju dôveryhodnosť u tvorcov hospodárskych politík.

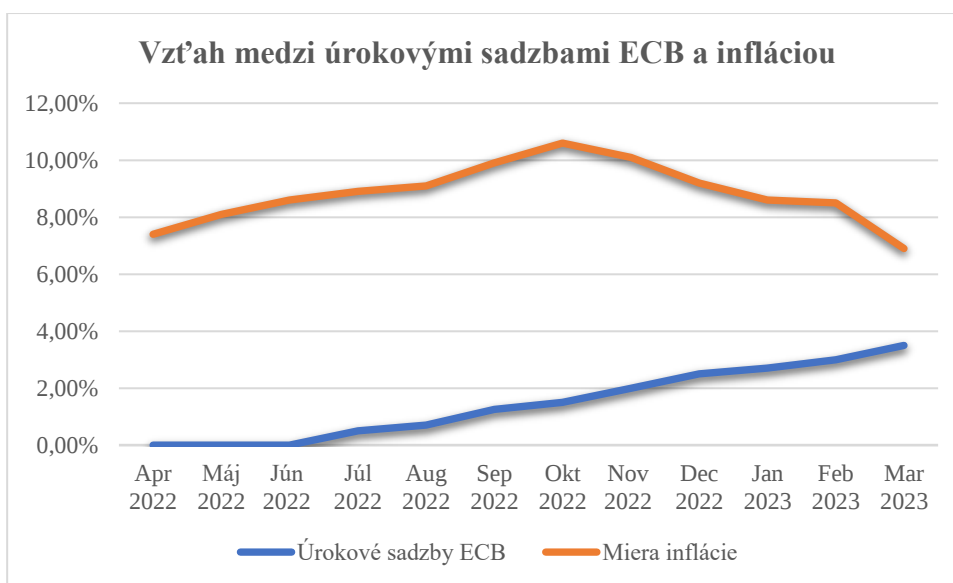
Možným riešením by bolo cieľiť a znížiť ceny zložiek CPI, teda znížiť ceny na životné náklady, navýšiť mzdy vďaka čomu by sa potenciálne zvýšila dôvera v ECB a jej schopnosť udržať cenovú stabilitu do budúcnosti.

4.2 Vplyv úrokových sadzieb ECB na infláciu a hospodársky rast

Medzi kľúčovými úrokovými sadzbami ECB a infláciou v eurozóne existuje priama súvislosť. S rastúcimi úrokovými sadzbami sa pôžičky stávajú drahšími, čo môže znížiť spotrebiteľské a podnikateľské výdavky. To zase môže viesť k spomaleniu hospodárskeho rastu a zníženiu dopytu po tovare a službách. Pri zníženom dopyte môžu ceny klesnúť, čo povedie k nižšej inflácii.

Na nasledujúcom grafe č.5 skúmame vzťah medzi úrokovými sadzbami ECB a infláciou v eurozóne za sledované obdobie: Apríl 2022 – Marec 2023. Je možné pozorovať nárast úrokových sadzieb. Väčšina predstaviteľov Európskej centrálnej banky súhlasila so zvýšením úrokových sadzieb hoci niektorí členovia by boli radšej, keby ich nezvyšovali, kvôli pretrvávajúcim rizikám recesie. Napriek tomu sa predstavitelia ECB vo veľkej miere zhodli a navýšili úrokové sadzby. Úrokové sadzby ECB vzrástli v marci na 3,5%. Miera inflácie v marci sa pohybovala na 6,9% percent. Zistili sme, že zmeny úrokových sadzieb mali významný vplyv na infláciu. Akonáhle vzrástli úrokové sadzby, inflácia začala klesať.

graf 5: Vzťah medzi úrokovými sadzbami ECB a infláciou

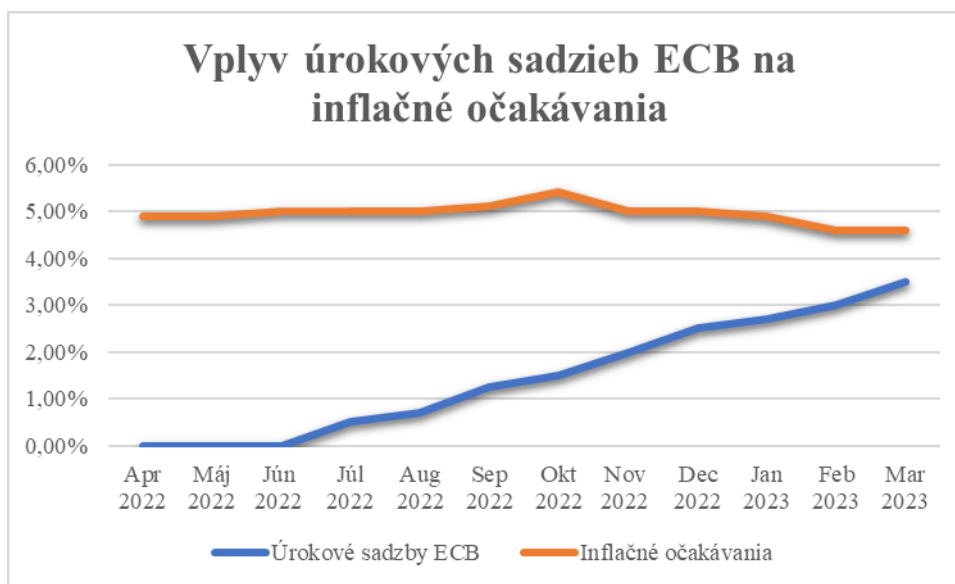


(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Zistili sme, že zmeny úrokových sadzieb mali významný vplyv na infláciu. Akonáhle vzrástli úrokové sadzby, inflácia začala klesať.

Podobne pozitívny vplyv sa ukázal aj na inflačných očakávaniach eurozóny. Inflačné očakávania eurozóny za marec 2023 sú na úrovni 4,5%. Na grafe č.6 môžeme vidieť, že vyššie úrokové sadzby skutočne viedli k nižším inflačným očakávaniam tak ako sme aj predpokladali.

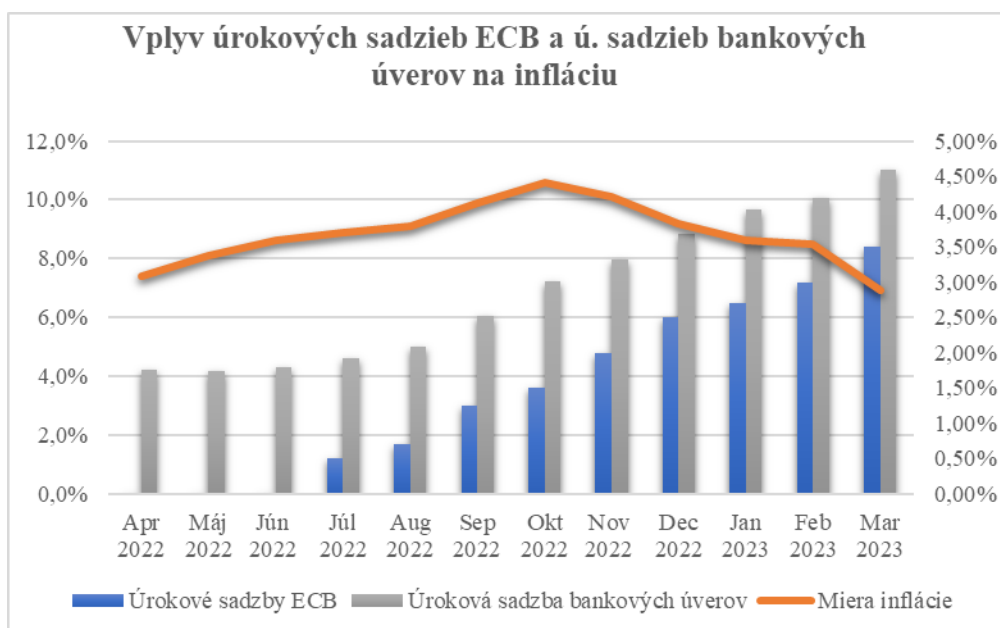
graf 6: Vplyv úrokových sadzieb ECB na inflačné očakávania eurozóny



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

V eurozóne je úroková sadzba bankových pôžičiek priemernou úrokovou sadzbou, ktorú komerčné banky účtujú za pôžičky súkromným osobám a spoločnostiam. Úroková sadzba bankových úverov v eurozóne sa v marci zvýšila na 4,6 percenta. Na grafe č.7 pozorujeme vplyv úrokových sadzieb ECB a úrokových sadzieb bankových úverov na infláciu.

graf 7: Vplyv úrokových sadzieb ECB a úrokových sadzieb bankových úverov na infláciu

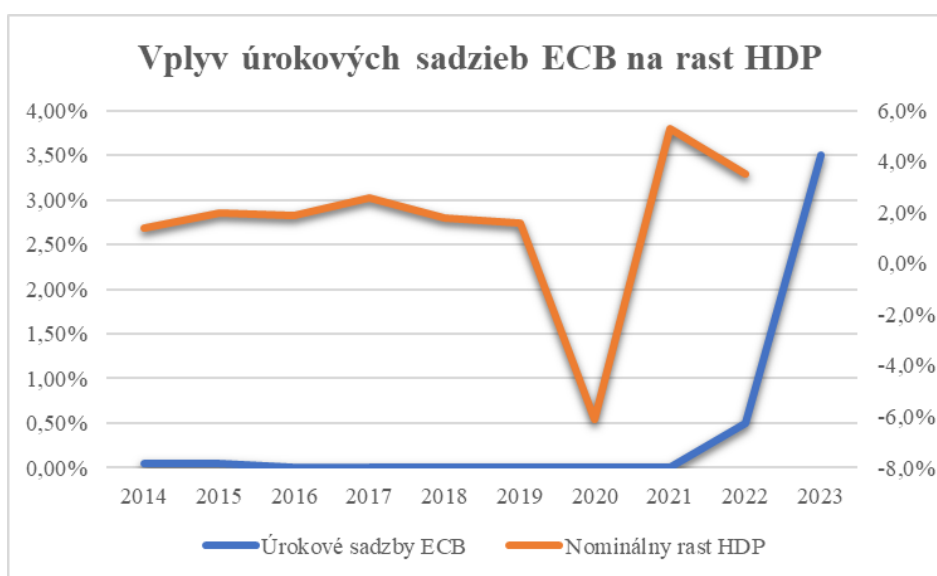


(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Tým, že rastú úrokové sadzby ECB, rastú aj úrokové sadzby bankových úverov . Čím drahšie sú pôžičky, tým menej sú atraktívne a dostupné pre spotrebiteľov a podnikateľov. Týmto prístupom klesajú spotrebiteľské a podnikateľské výdavky a v konečnom dôsledku klesá inflácia.

Rastúce úrokové sadzby mali vplyv na zníženie inflácie v eurozóne, otázkou zostáva aký majú vplyv a dopad na ostatné makroekonomické ukazovatele. Jedným z kľúčových argumentov proti zvyšovaniu úrokových sadzieb je, že to môže viesť k spomaleniu hospodárskeho rastu. Tento vplyv budeme skúmať pomocou makroekonomického ukazovateľa- rastu HDP.

graf 8: Vplyv úrokových sadzieb ECB na nominálny rast HDP



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Na grafe č.8 pozorujeme, že zvýšenie úrokových sadzieb môže mať negatívny vplyv na rast HDP, najmä v krátkodobom horizonte. Zistili sme, že zvýšením úrokových sadzieb rast HDP klesá krátkodobom horizonte . Spolu s rastom HDP klesá aj hospodársky rast eurozóny.

4.3 Efektívnosť úverového a úrokového kanálu transmisného mechanizmu

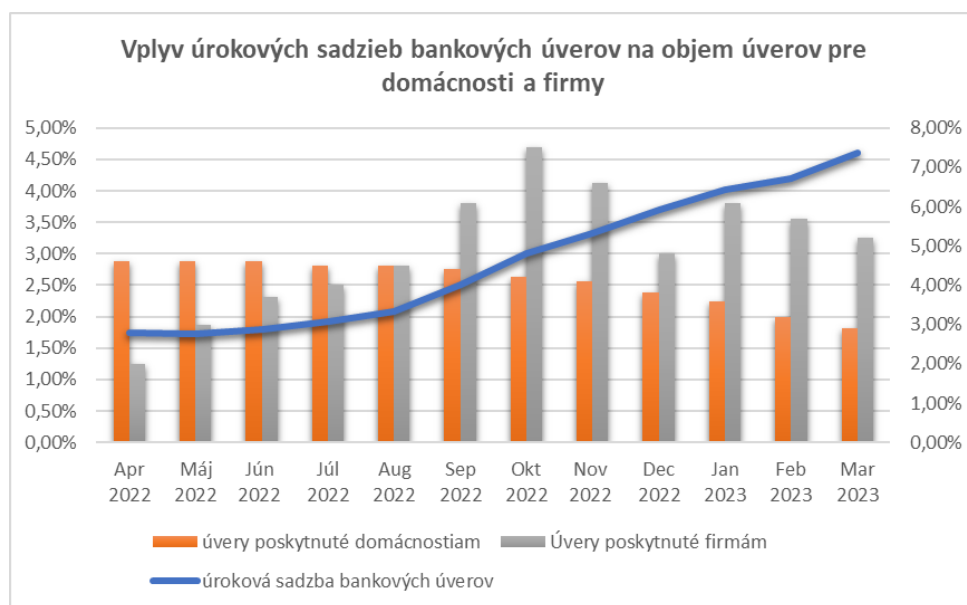
Úverový kanál je dôležitým prvkom transmisného mechanizmu v eurozóne, ktorý slúži na prenos monetárnej politiky Európskej centrálnej banky na reálne hospodárstvo. Tento kanál funguje tak, že zmeny úrokových sadzieb, ktoré stanovuje ECB, sa odzrkadlia v úrokoch na úvery, ktoré si firmy a domácnosti berú od bánk. Ak sa znižujú

úrokové sadzby, môžu si firmy a domácnosti požičať lacnejšie peniaze, čo môže podporiť rast a stimulovať infláciu.

V čase, keď európska centrálna banka zvyšuje úrokové sadzby, komerčné banky zvyčajne reagujú tým, že zvyšujú úrokové sadzby na úvery, ktoré poskytujú. Tým sa zvyšuje cena úverov a súčasne aj ich dostupnosť klesá. To môže mať negatívny vplyv na investície a spotrebu, pretože firmy a domácnosti sa môžu rozhodnúť odkladať investície a nákupy kvôli vyšším nákladom na financovanie.

Na nasledujúcom grafe č.9 skúmame vplyv úrokových sadzieb bankových úverov, na objem úverov poskytnutých domácnostiam a firmám za obdobie (apríl 2022- marec 2023).

graf 9: Vplyv úrokových sadzieb bankových úverov na množstvo úverov pre domácnosti a firmy



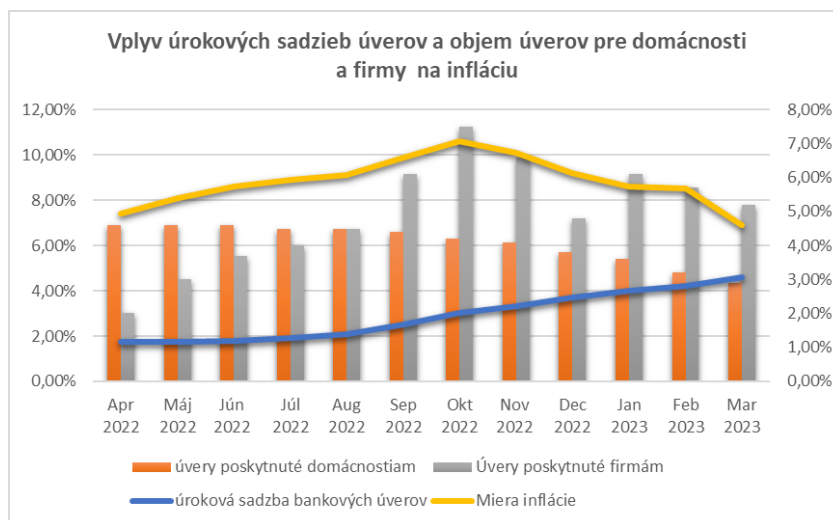
(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Na grafe vidíme, že množstvo pôžičiek domácností a firiem v priebehu roka výrazne klesol. Úvery poskytnuté domácnostiam v marci klesli na 2,9% a dosiahli 6,87 bil. EUR. Úvery poskytnuté firmám klesli na úroveň 5,2% v sume 5.125.925 miliónov EUR. Ide o najpomalšie tempo rastu úverov od roku 2018. Pomalšie tempo rastu sa pripisuje vyšším nákladom na prijaté úvery a pôžičky a vysokej úrovni inflácie, ktorá znížila spotrebiteľský dopyt.

Na ďalšom grafe č.10 pozorujeme ako vplýva zvýšenie sadzieb na infláciu. Vidíme, že inflácia eurozóny v priebehu roka klesla v marci na 6,9%. Vďaka zvyšovaniu

úrokových sadzieb na úvery a poklesu úverov domácností a firiem inflácia klesla. Toto opatrenie bolo cielené. Zistili sme, že úrokový kanál je efektívny pri boji s vysokou infláciou.

graf 10: Vplyv úrokových sadzieb úverov a poskytnutých úverov pre domácnosti a firmy na infláciu



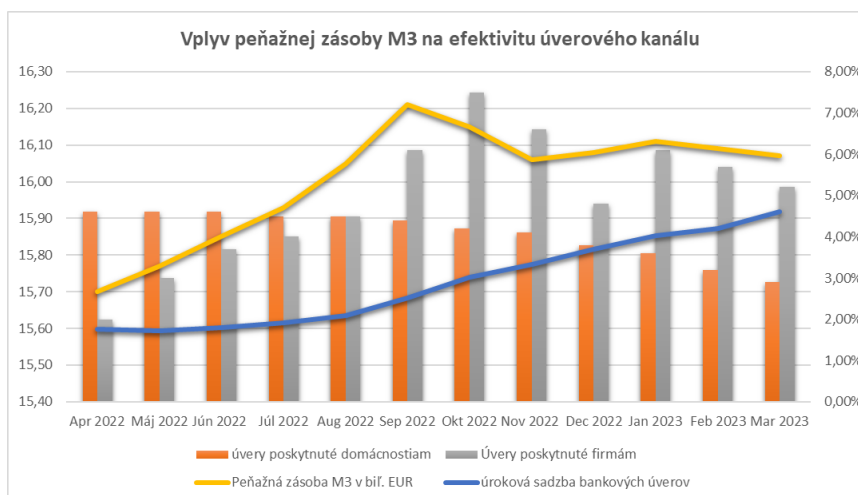
(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Efektívnosť úverového kanálu je v značnej miere ovplyvnená peňažnou zásobou M3. Peňažné zásoby M3 sú širokou definíciou peniaze, ktorá zahŕňajú všetky hotovostné peniaze v obeh, depozitá a ďalšie blízko peniazom priradené finančné aktíva. Tieto peniaze môžu ovplyvniť efektívnosť úverového kanálu transmisného mechanizmu.

Ide o to akým spôsobom sa peniaze dostávajú z centrálnej banky až ku konečným používateľom, teda k hospodárstvu a spotrebiteľom. Keďže banky poskytujú pôžičky a úvery, ktoré majú vplyv na hospodársky rast, zmeny v peňažnej zásobe M3 môžu ovplyvniť efektívnosť tohto procesu.

Zvyšovanie množstva peňažných zásob v M3 môže zvýšiť množstvo likvidity v ekonomike a uľahčiť bankám poskytovanie úverov. To môže mať pozitívny vplyv na hospodársky rast a infláciu, ak je dopyt po úveroch dostatočne silný. Na druhej strane, ak dopyt po úveroch je slabý, banky nemusia byť motivované poskytovať úvery, aj keď je k dispozícii viac peňazí v M3. To môže znížiť efektívnosť úverového kanálu transmisného mechanizmu.

graf 11: Vplyv peňažnej zásoby M3 na efektivitu úverového kanálu



(Zdroj: Vlastne vytvorený graf z údajov ECB)

Peňažná zásoba M3 (graf č.11) v eurozóne v marci 2023 dosiahla takmer 16,1 bil. EUR. Tempo rastu peňažnej zásoby M3 od roku 2022 slabne. Tým, že nerastie množstvo peňažných zásob, zvyšujú sa úrokové sadzby a dopyt po úveroch klesá.

Možné riešenie: Centrálné banky navýšia množstvo likvidity, znížia sa úrokové sadzby ECB a úrokové sadzby bankových úverov. Tým sa zvýši dopyt po úveroch pre domácnosti a firmy vďaka čomu by sa úverový kanál potenciálne zefektívnil.

4.5 Externé faktory inflačného vývoja

Pre hodnotenie vývoja inflácie v eurozóne je nutné posúdiť, ktoré sú externé faktory vývoja

Vonkajšie faktory zohrávajú dôležitú úlohu pri vývoji inflácie v mnohých krajinách. Tieto faktory môžu byť domáce aj zahraničné. Medzi domáce faktory patrí napríklad úroveň miezd, zníženie daní, rast verejných výdavkov alebo rastúce úrokové sadzby. Medzi zahraničné faktory patrí napríklad vývoj zahraničných trhov, menová politika iných krajín či cenová neistota v medzinárodnom obchode.

Jednou z vonkajších hnacích síl inflácie sú výmenné kurzy. Menové kurzy môžu rýchlo kolísať, čo môže ovplyvniť náklady na dovoz, a tým aj ceny pre koncových spotrebiteľov. Napríklad, ak sa domáca mena oslabí voči cudzej mene, zvýšia sa náklady na dovoz, a tým aj ceny pre domácich spotrebiteľov. Naopak, ak sa domáca mena zhodnotí voči cudzej mene, znížia sa náklady na dovoz a tým aj ceny pre domácich spotrebiteľov.

Ďalšou vonkajšou hnacou silou inflácie sú ceny komodít. Ceny komodít, ako je ropa, plyn, drevo alebo kovy, môžu byť veľmi volatilné a rýchlo sa meniť v závislosti od vývoja globálneho dopytu a ponuky. Ak ceny týchto komodít rastú, zvyšujú sa výrobné náklady a tým aj ceny pre konečných spotrebiteľov.

Globálnymi hospodárskymi trendmi a udalosťami, ako sú finančná kríza, globálna recesia, rast vývozu v Ázii alebo rast dopytu v rozvíjajúcich sa krajinách, sú tiež dôležitými vonkajšími hnacími silami inflácie. Tieto trendy a udalosti ovplyvňujú infláciu mnohými rôznymi kanálmi vrátane menovej politiky, medzinárodného obchodu, cenového tlaku a všeobecnej dôvery v ekonomiku.²⁶

Vedecké štúdie potvrdzujú rastúci význam vonkajších hnacích síl inflácie v dnešnej globalizovanej ekonomike. Napríklad Stojanovski a Petrovski (2018) vysvetľujú, že vonkajšie faktory majú významný vplyv na infláciu vo väčšine krajín sveta, najmä v rozvinutých ekonomikách. Podobne Lautenbacher a Weber (2019) ukazujú, že vplyv zahraničnej inflácie na infláciu v nemeckej ekonomike sa zvyšuje s rastúcou otvorenosťou trhu a globalizáciou.²⁷

Na záver možno konštatovať, že vonkajšie faktory majú kľúčový vplyv na infláciu v mnohých krajinách a ich správna analýza a monitorovanie sú dôležité pre formuláciu účinnej menovej politiky.

²⁶ Lautenbacher, S., & Weber, E. 2019. The impact of foreign inflation on domestic inflation in open-economy settings revisited. *Journal of Macroeconomics*, 62, 103-123.

²⁷ Stojanovski, P., & Petrovski, D. 2018. The role of external factors on inflation: evidence from the Visegrad countries. *Economic Research-Ekonomska Istraž.*

5. Diskusia

Budúci vývoj operačného rámca menovej politiky a ECB bude závisieť nielen na makroekonomických podmienkach, ale aj na politických a inštitucionálnych faktoroch. ECB sa bude musieť prispôbiť rýchlej transformácii európskeho hospodárstva v dôsledku digitalizácie, globalizácie a klimatickej zmeny. Vo svojom vedeckom článku poukazuje R. Belke (2019) na potrebu flexibilného operačného rámca, ktorý umožní ECB prispôbiť svoju menovú politiku situácii na trhu a zabezpečiť stabilitu menovej politiky.²⁸

Ako uvádza D. Kohn (2019) v odbornom texte, výber ekonomických zástupcov do vedenia ECB bude mať tiež vplyv na budúci vývoj menovej politiky, keďže bude ovplyvňovať preferencie a postupy ECB. V každom prípade, budúcnosť menovej politiky a ECB závisí od mnohých faktorov, ktoré sa budú vyvíjať v nasledujúcich rokoch.²⁹

Jednou z možností na zlepšenie operačného rámca menovej politiky eurozóny je tzv. geografický diferenciálny prístup. Tento prístup by umožnil ECB prispôbovať menovú politiku podľa potrieb jednotlivých krajín alebo regiónov v rámci eurozóny. To by znamenalo, že ECB by mohla prispôbiť úrokové sadzby a iné nástroje menovej politiky v závislosti od miestnych podmienok a potrieb.

Ďalšou možnosťou je zmena súčasného systému CBOR na jednotný trh pre všetky krajiny eurozóny. Tento trh by umožnil lepšiu integráciu finančných trhov a poskytol by jednotný a transparentný systém pre transakcie s cennými papiermi a menami.

Otázkou je, ako ECB bude riešiť nárast digitálnych platforiem a kryptomien. Digitálne meny a platby sú v posledných rokoch rýchlo narastajúcim trendom a môžu mať významný vplyv na menovú politiku. ECB už začala skúmať možnosti vlastnej digitálnej meny, no táto otázka bude vyžadovať ďalšie rozhodnutia.

Okrem toho sa diskutuje aj o potrebe zmeny štruktúry operačného rámca menovej politiky. Niektorí navrhujú zaviesť tzv. nominal GDP targeting, čo by znamenalo, že ECB

²⁸ Belke, R. 2019. The Future of Monetary Policy and the Euro Area Macro-Economy. *Comparative Economic Studies*, 61(3), 319-325.

²⁹ Kohn, D. 2019. The future of the euro area and implications for the international monetary system. *Journal of Policy Modeling*, 41(4), 681-692.

by stanovila cieľ rastu nominálneho HDP a menová politika by bola orientovaná na dosiahnutie tohto cieľa. Tento prístup by však vyžadoval zmeny v právnom rámci ECB.³⁰

Celkovo je teda budúcnosť operačného rámca menovej politiky eurozóny neistá a bude závisieť od mnohých faktorov a rozhodnutí. ECB bude musieť byť schopná prispôbiť sa novým trendom a výzvam a zabezpečiť efektívne fungovanie menovej politiky pre celú eurozónu.

³⁰ Lane, P. R. 2021. The ECB after the pandemic: Challenges and opportunities. *Journal of Policy Modeling*, 43(1), 111-119.

Záver

V súčasnej dobe sa zvyšuje záujem o budúcnosť menovej politiky eurozóny a jej operačný rámec, pretože sa výrazne menia podmienky, v ktorých ECB pôsobí. ECB musí bojovať s vysokou infláciou a zároveň zvyšovať kredibilitu a účinnosť svojej menovej politiky. Komunikácia a transparentnosť sú dôležité, aby zabezpečili úspech menovej politiky. Záver bakalárskej práce sa týka hodnotenia kredibility výkonu menovej politiky v eurozóne a možného budúceho vývoja operačného rámca ECB ako jeho vrcholnej inštitúcie.

V prvej časti sme sa venovali charakteristike operačného rámca menovej politiky a hodnoteniu vplyvu kredibility ECB na kvalitu transmisie, pričom sme zohľadnili konvenčné a nekonvenčné nástroje menovej politiky a kľúčové transmisné kanály. V druhej časti sme zhodnotili kredibilitu ECB pomocou makroekonomického ukazovateľa Indexu spotrebiteľských cien a skúmali vplyv kľúčových úrokových sadzieb ECB na infláciu. Analyzovali sme efektívnosť úverového a úrokového kanála transmisného mechanizmu menovej politiky a zhodnotili vplyv externých faktorov na inflačný vývoj. V závere sme diskutovali o možných zlepšeniach operačného rámca menovej politiky.

Zistili sme, že zvyšovanie úrokových sadzieb ECB nie je dostatočne efektívnym nástrojom na dosiahnutie cieľov ECB. Nedostatky sme pozorovali aj pri úverovom a úrokovom kanáli transmisného mechanizmu. Na jednej strane rastúce kľúčové úrokové sadzby ECB znížili infláciu eurozóny, na druhej strane oslabil hospodársky rast v eurozóne. Tieto opatrenia spôsobili kritiku na kredibilitu ECB. Je nutné nájsť určitú rovnováhu pri vyberaní nástrojov MP, aby sa dokázal dosiahnuť inflačný cieľ a hospodársky rast. Pomocou analýzy sme odporučili niekoľko možných zlepšení operačného rámca menovej politiky, ktoré by mohli zlepšiť efektívnosť transmisie menovej politiky a zabezpečiť dosahovanie cieľov ECB v budúcnosti.

Celkovo sme dospeli k záveru, že kredibilita ECB je kľúčovým faktorom pre efektívnosť menovej politiky v eurozóne a že je dôležité zabezpečiť jej udržateľnosť a posilniť ju tam, kde je to potrebné.

Zoznam použitej literatúry

1. Európska centrálna banka. 2008. Inflácia: definície, ciele, efektívne riešenia. ISBN (elektronická verzia) 978-92-899-0257-1, s. 71-73.
2. Altavilla, C., & Giannone, D. 2017. The effectiveness of non-standard monetary policy measures: Evidence from survey data. *International Journal of Central Banking*, 13(3), 95-135.
3. Blattner, T., & Swanson, E. T. 2018. Changing inflation dynamics and monetary policy in Europe. *Economic Policy*, 33(96), 171-217.
4. Darracq Pariès, M., & Jacquinot, P. 2019. An analytical framework for the ECB's macroeconomic projections. *The Economic Journal*, 129(619), 2668-2692.
5. Just, M. a Grauss, J. 2019. The ECB's credibility crisis: root causes and ways out. *Journal of Applied Econometrics*, 34(6), 808-817.
6. Európska centrálna banka. 2021. Naše nástroje menovej politiky a revízia stratégie menovej politiky. Copyright 2023. <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-policy-instruments.sk>.
7. European Central Bank. 2016. Monetary policy decisions. ECB. May 2016. Copyright 2023. www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html.
8. Česká národní banka. 2022. Monitoring centrálních bank. I/2022. ČNB. Praha. Česká republika. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/monitoring_centralnich_bank/2201_mcb.pdf.
9. Reserve bank of australia. 2023. Education. Unconventional Monetary Policy. <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/pdf/unconventional-monetary-policy.pdf?v=2023-04-27-22-28-14>.
10. European Central Bank. 2022. What is forward guidance?. ECB. 2021. www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward-guidance.en.html.

11. CentralCharts. 2019. Definition of Unconventional Monetary Policy. Central Charts. www.centralcharts.com/en/gm/1-learn/9-economics/35-central-bank/976-definition-unconventional-monetary-policy.
12. Global Challenges Foundation. 2020. COVID-19 and Even More Unconventional Economic Policies. Global Challenges Foundation. Special Issue 1, 2020. globalchallenges.ch/issue/special_1/covid19-and-even-more-unconventional-economic-policies/.
13. Pisačanová, J. & Zaťková, N. 2017. Unconventional Monetary Policy in Eurozone. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 65(2), 559-567.
14. Národná banka Slovenska. 1999. Kanály tranzmisného mechanizmu. Národná banka Slovenska. 1999. nbs.sk/_img/documents/publik/1999_kanaly%20tranzmisneho%20mechanizmu.pdf.
15. European Central Bank. 2023. Monetary Policy Transmission. ECB. European Central Bank. Copyright 2023. www.ecb.europa.eu/mopo/transmission/html/index.en.html.
16. Bank of Thailand. 2015. Transmission Mechanism of Monetary Policy. Bank of Thailand. www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/TransmissionMechanism.aspx.
17. Argüello, C. 2013. The exchange rate channel and regional co-movements in inflation in the euro area. *International Journal of Central Banking*, 9(3), 149-178.
18. Georgia Public Broadcasting. 2019. Monetary Policy: Purpose & Goals. GPB Education. Georgia Public Broadcasting. Last updated on November 7, 2019. www.gpb.org/education/econ-express/monetary-policy-purpose-goals.
19. Kohút, E. 2020. Eurozóna 2.0: Menová politika bude musieť konať rýchlo. *Ekonomický obzor*, 6(1), 12-21.
20. Aaronson, Daniel and Kathryn Zickuhr. 2022. How does the Fed define maximum employment?. Brookings Institution. Up Front Blog. 23 Feb. 2022.

www.brookings.edu/blog/up-front/2022/02/23/how-does-the-fed-define-maximum-employment/.

21. European Central Bank. 2021. Press release: ECB announces climate change action plan and launches review of monetary policy strategy. [Ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20210901_1/index.html).
22. Alcidi, C., & Giovannini, A. 2019. Inflation in the Eurozone: Causes, Consequences, and Policy Responses. *Intereconomics*, 54(6), 355-364. <https://doi.org/10.1007/s10272-019-0845-5>.
23. Eurostat. 2023. Inflation in the euro area. Statistics Explained, 2023. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_components.
24. Corporate Finance Institute. 2023. Consumer Price Index (CPI). Corporate Finance Institute. 2021. Updated March 30, 2023. corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/consumer-price-index-cpi/.
25. Jane Chen. Online: 2023. The Consumer Price Index. <https://econ100zhengchengchen.weebly.com/>.
26. Alvarez, L. J., Mukhoti, N., & Singh, P. 2020. Inflation dynamics in the euro area: Recent evidence. *Journal of Macroeconomics*, 63, 103170.
27. Ballabriga, F., Ernst, E., & Schich, S. 2018. The relationship between interest rates and inflation expectations in the euro area. European Central Bank, Occasional Paper Series, 211.
28. Trading Economics. 2021. Euro Area Interest Rate. Trading Economics, 2021. tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate.
29. Romer, C. D. 2016. The trouble with macroeconomics. *The American Economist*, 61(1), 3-19.
30. Romer, C. D. 2016. The trouble with macroeconomics. *The American Economist*, 61(1), 3-19.
31. Carlin, W., & Soskice, D. 2015. *Macroeconomics: Institutions, instability, and the financial system*. Oxford University Press.

32. Dvořák, V. 2006. Bankovní úvěrový kanál a jeho význam pre transmisii monetárnej politiky. *Ekonomický časopis*, 54(5), 486-504.
33. Friedman, M. 1968. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, 58(1), 1-17.
34. Mishkin, F. S. 2007. *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson Education.
35. Národná banka Slovenska. 2021. Správa o finančnej stabilite 2020. Dostupné na: <https://www.nbs.sk/-vysvetlena/financna-stabilita -2020>.
36. De Bandt, O., & Levy, A. 2020. Monetary policy and the financing of firms during the COVID-19 pandemic. *Banque de France Working Paper*, No. 795.
37. Trading Economics. 2021. Euro Area Loan Growth. Trading Economics, 2021. tradingeconomics.com/euro-area/loan-growth.
38. Lautenbacher, S., & Weber, E. 2019. The impact of foreign inflation on domestic inflation in open-economy settings revisited. *Journal of Macroeconomics*, 62, 103-123.
39. Stojanovski, P., & Petrovski, D. 2018. The role of external factors on inflation: evidence from the Visegrad countries. *Economic Research-Ekonomska Istraž.*
40. Belke, R. 2019. The Future of Monetary Policy and the Euro Area Macro-Economy. *Comparative Economic Studies*, 61(3), 319-325.
41. Kohn, D. 2019. The future of the euro area and implications for the international monetary system. *Journal of Policy Modeling*, 41(4), 681-692.
42. Lane, P. R. 2021. The ECB after the pandemic: Challenges and opportunities. *Journal of Policy Modeling*, 43(1), 111-119.
43. Trading Economics. 2021. Euro Area Bank Lending Rate. Trading Economics, 2021. <https://tradingeconomics.com/euro-area/bank-lending-rate>
44. Trading Economics. 2021. Euro Area Inflation Expectations. Trading Economics, 2021. <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-expectations>

45. Európska centrálna banka. 2021. Peňažná zásoba M3. Copyright 2021.
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ms/html/index.en.html>
46. Trading Economics. 2021. Euro Area Bank Money Supply M3. Trading Economics, 2023. <https://tradingeconomics.com/euro-area/money-supply-m3>
47. Euro area statistics. 2023. Insight Money Credit. February 2023.
<https://www.euro-area-statistics.org/digital-publication/statistics-insights-money-credit-and-central-bank-interest-rates/bloc-2b.html?lang=sk>