

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo:101007/B/2022/36122163607195908

**DOPAD NEKONVENČNEJ MENOVEJ POLITIKY
ECB NA ÚVEROVANIE KOMERČNÝCH BÁNK**

Bakalárska práca

2022

Dávid Miškech

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

**DOPAD NEKONVENČNEJ MENOVEJ POLITIKY
ECB NA ÚVEROVANIE KOMERČNÝCH BÁNK**

Bakalárska práca

Študijný program:	Financie, bankovníctvo a investovanie
Študijný odbor:	Ekonómia a manažment
Školiace pracovisko:	Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Boris Fišera

2022

Dávid Miškech

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som bakalársku prácu vypracoval samostatne a s použitím uvedenej literatúry.

Dátum:

.....

podpis študenta

ABSTRAKT

MIŠKECH, Dávid: „*Dopad nekonvenčnej menovej politiky ECB na úverovanie komerčných bánk*“ – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií – Vedúci záverečnej práce: Ing. Boris Fišera . – Bratislava : NHF, 2022, 40 strán

Práca sa zameria na analýzu dopadu nekonvenčnej menovej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) na úverovanie komerčných bánk. Práca je rozdelená na teoretickú a praktickú časť. Teoretická časť je venovaná stručnému prehľadu riešenej problematiky doma a v zahraničí. V tejto časti rozoberáme teoretický rámec nekonvenčnej menovej politiky Európskej centrálnej banky. V samostatnej kapitole sa charakterizuje cieľ a metodika práce. Záverečná kapitola obsahuje praktickú časť práce. V tejto časti sa venujeme aplikovaniu kvantitatívneho uvoľňovania a dlhodobých refinančných operácií. Je tu rovnako vymedzený aj vývoj úverovania komerčných bánk, ktoré si porovnáme s priebehom aplikovania nekonvenčných menových politík Európskej centrálnej banky. Vo výsledku sa nám potvrdí, že aplikovanie nekonvenčnej menovej politiky Európskej centrálnej banky malo reálny vplyv aj na úverovanie komerčných bánk v Slovenskej republike.

Kľúčové slová: Nekonvenčná menová politika, Európska centrálna banka, kvantitatívne uvoľňovanie, transmisný mechanizmus, úverovanie

ABSTRACT

MIŠKECH, Dávid: "The Impact of the ECB's Unconventional Monetary Policy on Commercial Bank Lending" - University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance - Thesis supervisor: Ing. Boris Fišera. - Bratislava: NHF, 2022, 40 pages

The work will focus on the analysis of the impact of the unconventional monetary policy of the European Central Bank (ECB) on commercial bank lending. The work is divided into theoretical and practical part. The theoretical part is devoted to a brief overview of the issues at home and abroad. In this section, we discuss the theoretical framework of the European Central Bank's unconventional monetary policy. A separate chapter characterizes the goal and methodology of the work. The final chapter contains a practical part of the work. In this section, we focus on the application of quantitative easing and long-term refinancing operations. The development of lending by commercial banks is also defined here, which we will compare with the course of applying the unconventional monetary policies of the European Central Bank. As a result, we will confirm that the application of the unconventional monetary policy of the European Central Bank also had a real impact on lending to commercial banks in the Slovak Republic.

Keywords: Unconventional monetary policy, European Central Bank, quantitative easing, transmission mechanism, lending

OBSAH

Úvod	6
1. Súčasný stav vybranej problematiky doma a v zahraničí	7
1.1 Menová politika	7
1.1.1 Typy menovej politiky	7
1.2 Štandardná menová politika	8
1.3 Neštandardná menová politika	8
1.4 Opatrenia nekonvenčnej menovej politiky	11
1.4.1 Politika negatívnych úrokových sadzieb	11
1.4.2 Rozšírené operácie poskytovania pôžičiek – úverové uvoľňovanie	12
1.4.3 Program kvantitatívneho uvoľňovanie menovej politiky	13
1.4.4 Cielenie menovej politiky – Forward Guidance	15
1.4.5 Devízové intervencie	16
1.5 Európska centrálna banka	16
1.6 Teoretické východiská skúmanej problematiky	17
1.7 Prehľad štúdií v danej problematike.....	18
2. Cieľ a metódy práce	21
3. Výsledky práce.....	23
3.1 Menová politika po roku 2014.....	23
3.2 Aplikovanie kvantitatívneho uvoľňovania.....	25
3.3 Dlhodobé refinančné operácie TLTRO.....	28
3.4 Dopad kvantitatívneho uvoľňovania	30
3.5 Dopad kvantitatívneho uvoľňovania na úvery komerčných bánk	32
Záver	39
Použitá literatúra	40

Úvod

Počas posledných rokov sme sa stretli s viacerými krízami, ktoré ovplyvňovali do slova celý svet. Tieto krízy sa týkajú aj bankového systému v rámci Eurozóny, ktorého hlavným regulačným orgánom je Európska centrálna banka. Tá má k dispozícii viacero štandardných a neštandardných nástrojov, ktoré boli v priebehu posledných rokov niekoľkokrát aplikované. Aplikovaniu tých neštandardných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky sa venuje aj táto práca.

Ako základný cieľ tejto bakalárskej práce si stanovujeme zhodnotiť nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky, pričom budeme svoju pozornosť obracať predovšetkým na využívanie neštandardných nástrojov menovej politiky.

S ohľadom na naplnenie tohto cieľa sme si prácu rozdelili na dva na seba nadväzujúce celky. V teoretickej časti tejto práce si vymedzíme základné pojmy nami skúmanej problematiky. Budeme sa tu venovať predovšetkým európskej centrálnej banke, jej cieľom a menovej politike, nástrojom štandardnej menovej politiky a následne aj nástrojom neštandardnej menovej politiky. Vychádzať budeme predovšetkým z odbornej literatúry venovanej nami skúmanej problematike, ktorú doplníme o relevantné internetové zdroje.

V druhej prakticky zameranej časti práce svoju pozornosť obrátíme na praktické dopad neštandardnej menovej politiky Európskej centrálnej banky na úvery komerčných bánk. Budeme sa tu okrem iného venovať aplikovaniu kvantitatívneho uvoľňovania a dlhodobým refinančným operáciám ako neštandardným nástrojom menovej politiky Európskej centrálnej banky v nami skúmanom období.

Vo výsledku by sme mali získať ucelený obraz o aplikovaní neštandardných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky v rozhraní rokov 2009 až 2019 s cieľom potlačiť vplyv globálnej hospodárskej a ekonomickej krízy. Zároveň získame aj istý smerodajný návod, ako tieto nástroje využiť v budúcnosti.

1. Súčasný stav vybranej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Menová politika

Menovú politiku je možné zadefinovať viacerými pojmami, najširšie ju vieme definovať ako systém opatrení zameraných v oblasti meny, ktorými sa presadzujú zámery vydavateľa peňazí. Spoločne s menovou politikou úzko súvisí aj úverová politika, teda systém opatrení, pomocou ktorých sa môžu presadiť zámery poskytovateľa úveru. (LISÝ a kolektív, 2016)

Menová alebo aj inak nazývaná peňažno-úverová politika je orientovaná hlavne na ovplyvňovanie množstva peňazí v obehu. Na toto ovplyvňovanie slúžia najmä regulácie úrokových sadzieb a stanovením podmienok úverov, či sa predovšetkým ovplyvňuje objem ponuky peňazí ale aj vývoj úrokových sadzieb, investícií, produkcie, zamestnanosti a cien. (HONTYOVA a kolektív, 2009)

Jedným zo základných problémov menovej politiky je otázka týkajúca sa primeranosti množstva peňazí, ktoré sa vydávajú do obehu a slúžia tak na zabezpečenie potrieb národného hospodárstva. Keďže sa jedná o úverový charakter súčasných peňazí, tento problém sa v dnešných podmienkach okamžite mení na problém úverovej politiky – na problém množstva úverov, ktoré je primerané vzhľadom na potreby národného hospodárstva dosiahnuť. (LISÝ a kolektív, 2016)

1.1.1 Typy menovej politiky

Reštriktívna menová politika

Ak sa ekonomická situácia vyvíja uspokojivo, centrálna banka má právo na rozhodnutie, ktorým momentálnu ponuku peňazí a úrokové sadzby ponechá na ich dovedajšej úrovni. Pokiaľ však dané prostredie podceňuje infláciu, môže prísť rozhodnutie pre sprísnenie monetárnej politiky. Prostredníctvom predaja štátnych obligácií na voľnom trhu, zvyšovaním úrokových sadzieb centrálnej banky alebo zvyšovaním miery povinných rezerv môže uplatňovať politiku ťažko dostupných peňazí, čím vyvolá rast úrokových mier, čo v praxi znamená, že ide o zníženie peňažnej zásoby. Tento prístup sa prideluje reštriktívnej menovej politike. (LISÝ a kolektív, 2016)

Expanzívna menová politika

Druhým prípadom je, ak sa v ekonomike situácia na peňažnom trhu nevyvíja podľa predstáv a hrozí recesia v ekonomike, centrálna banka môže vtlačiť ďalšie peňažné zdroje na trh. Týmto spôsobom sa zvyšuje ponuka peňazí a úrokové sadzby klesajú. Ide o presne opačné opatrenie ako to je v prípade reštriktívnej menovej politiky, pretože v tomto opatrení budú ekonomické subjekty viacej spotrebúvať a investovať, čoho dôsledkom je zvýšenie hrubého domáceho produktu, zamestnanosti, ale aj čistý export ktorí podmieni zlepšenie pozície pre platobnú bilanciu. Tento prístup sa nazýva expanzívna menová politika. (LISÝ a kolektív, 2016)

1.2 Štandardná menová politika

Ako aj z názvu tejto práce vyplýva, venujeme sa tu predovšetkým nekonvenčnej menovej politike Európskej centrálnej banky. Považujeme však za vhodné spomenúť si nevyhnutné minimum aj ku problematike štandardných nástrojov menovej politiky realizovanej prostredníctvom Európskej centrálnej banky.

Na dosiahnutie svojich základných cieľov centrálna banka často využíva rôznorodé nástroje. Ak by sme sa pozreli na štandardné nástroje, tak tie sa delia na priame a nepriame. Medzi štandardné priame nástroje obvykle zaraďujeme napríklad pravidlá likvidity, úrokové a úverové limity, povinné vklady, výzvy a rôzne dohody. Za normálnych okolností sú priame nástroje účinnejšie ako tie nepriame. Nakoľko majú netrhopý charakter, no zároveň sa vyznačujú svojou selektívnosťou, je ich využitie menej častým. Ak by sme sa následne pozreli na nepriame nástroje, tak medzi nich môžeme zaraďovať napríklad diskontné nástroje, operácie na voľnom trhu, kurzové intervencie, povinné minimálne rezervy a podobne. Nepriame nástroje sú oproti tým priamym trhovo komfortnejšie, a to hlavne kvôli svojmu plošnému pôsobeniu. Využívanie týchto nástrojov je podstatne častejšie. Medzi ich nevýhody zaraďujeme predovšetkým ich o niečo nižšiu účinnosť. (KLIKOVÁ, a iní, 2012 s. 163-166)

Ako sme si spomenuli, v ďalších častiach tejto práce sa budeme podrobnejšie venovať skôr neštandardným nástrojom menovej politiky Európskej centrálnej banky, ktoré sú pre ďalšie vypracovanie tejto práce podstatnejšie ako tie štandardné.

1.3 Neštandardná menová politika

Problémy nepriaznivého ekonomického prostredia poslednej dekády, sa začali stupňovať začiatkom globálnej finančnej krízy a neskôr dlhovej krízy. Táto situácia mala na

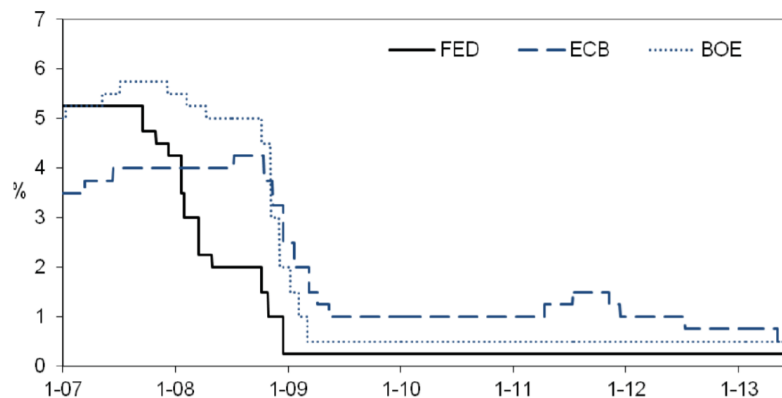
svedomí viacero negatívnych dopadov v podobe poklesu úrokových sadzieb na historické minimá, pokles cien komodít, pokles investičnej činnosti, spomalenie celkovej ekonomickej aktivity ako aj pokles peňažného multiplikátora a mnoho ďalších negatívnych efektov. Centrálné banky sa ocitli v neľahkej situácii, kedy sa nástroje konvenčnej menovej politiky stávali neúčinnými. Dovtedy do hlavnej výzvy menovej politiky spadala dezinflačná politika ktorá mala potlačovať mieru inflácie aby neprerástla do trvalo vysokej inflácie. V prostredí pokrízového obdobia však menová politika čelila práve opačnému problému a tým je stimulovanie rastu inflácie aby neskĺzla do deflácie. Vzniklo nízko inflačné prostredie ktoré prinieslo iný pohľad na menovú politiku. Implementovanie konvenčných nástrojov dosiahlo svoje hranice, keďže sa úrokové sadzby znížili na nulu, nebolo možné ich ďalej znižovať a preto boli prinútené mnohé najvýznamnejšie centrálné banky začať využívať dovtedy málo preskúmané nekonvenčné nástroje menovej politiky. (TUPÝ, 2019)

Tradične používaná klasifikácia nástrojov centrálnych bánk bola rozdelená na konvenčnú (tradičnú) a nekonvenčnú (netradičnú). V súčasnej dobe došlo k posunu významu a za neštandardné nástroje sa začali považovať operácie centrálnych bánk smerujúcich k priamemu ovplyvňovaniu chodu finančných trhov. Pojem nekonvenčných či neštandardných opatrení v teórii ani v literatúre nemá jasné zakotvenie, čiže jednoznačne akceptovaná definícia nekonvenčnosti neexistuje. Je ťažké definovať nekonvenčný nástroj alebo určiť ich členenie a v skutočnosti to znamená, že každý menový nástroj bude s veľkou pravdepodobnosťou neštandardný. V skutočnosti je ponúknuté rozlíšenie medzi konvenčným a nekonvenčným nástrojom práve na základe rozlíšenia účelu a cieľa nástroja. Medzi neštandardné opatrenia zaraďujeme tie, ktoré majú stimulovať ekonomickú aktivitou po dosiahnutí nulových úrokových sadzieb a tie, ktoré sa snažia napraviť poruchy transmisného mechanizmu menovej politiky. Je možné argumentovať, že menová politika je makroekonomickou politikou pôsobiacou plošne, z čoho by teda vyplývalo, že opatrenia cielené na jednotlivé segmenty či inštitúcie môžu byť považované za neštandardné. (ZAMRAZILOVÁ, 2014)

Na rozdiel od štandardnej menovej politiky sa nekonvenčné opatrenia menovej politiky nezameriavajú na krátkodobé úrokové sadzby. Časť z nich sa sústredila na zmenu doby splatnosti dobu splatnosti, zatiaľ čo iné boli navrhnuté na ovplyvňovanie likvidity a úverového rozpätia. Niektoré nástroje boli mierené na obnovenie podmienok likvidity a aktív, vo finančnom systéme ako prostriedok podpory transmisného mechanizmu v menovej politike. Prostredníctvom týchto nástrojov boli centrálné banky schopné sprostredkovať väčší rozsah finančných aktivít. Ich vstup na finančné trhy slúžil na vyplnenie medzery, ktorá bola

vytvorená ustupujúcou aktivitou účastníkov súkromného sektora, čím tiež ovplyvňujú stimuly účastníkov. Využívanie nástrojov nekonvenčnej menovej politiky bolo vyvíjané postupne so značnou mierou experimentovania, pričom boli sledované dva hlavné ciele. Prvým cieľom bolo riešenie problémov transmisného mechanizmu menovej politiky a druhým bolo poskytovanie prídavných monetárnych stimulov, pričom v skutočnosti niektoré nástroje boli využité súčasne a presný rozdiel medzi týmito dvoma cieľmi nebol vždy jasný. Niektoré z nástrojov netradičnej menovej politiky sa navrhovali na obchádzanie tradičných kanálov peňažného trhu a ďalšie na priame uvoľňovanie úverových podmienok, prostredníctvom poskytnutia dostatočnej likvidity pre banky a iné finančné inštitúcie. (LOWE, 2019)

Graf 1 Hlavné úrokové sadzby FED, BoE a ECB



Zdroj: (ZAMRAZILOVÁ, 2014)

Prvou reakciou klasickej menovej politiky počas krízy bolo znižovanie hlavných úrokových sadzieb Fedu, ECB aj Bank of England (BoE). Centrálné banky po páde banky Lehman Brothers pristúpili k rýchlemu a drastickému znižovaniu základných úrokových sadzieb na historické hodnoty, ako môžeme vidieť na grafe č.1. Tu sa banky dostali do situácie kedy už piaty rok po sebe boli úrokové sadzby pod 1% a nemali ďalší priestor na znižovanie sadzieb, čím sa stávala klasická konvenčná menová politika nefunkčná. Najskôr narazil americký Fed koncom roku 2008 na nulovú hranicu a pár mesiacov potom aj britská banka – BOE. Nutnosť využívania alternatívnych nástrojov sa zvýšila, keď centrálné banky už ďalej nemohli poskytovať menové stimuly tradičnými prostriedkami, pretože kľúčové úrokové sadzby centrálnych bánk dosiahli level zodpovedajúci efektívnej spodnej hranice – zero lower bound. Táto efektívna dolná hranica je určovaná kombináciou dvoch faktorov, ktoré sa môžu v jednotlivých finančných systémoch líšiť. Ako prvé ide o náklady na držbu hotovosti, ktoré predstavujú rozdiel medzi pohodlnosťou držania hotovosti a nákladmi na skladovanie. Tie stanovujú minimálnu úroveň, do akej miery môže byť dosiahnutá čistá návratnosť

pôžičkových prostriedkov. Po druhé, reakcia finančných sprostredkovateľov na veľmi nízke sadzby môže blokovat' ich ďalší prenos na mieru financovania v ekonomike. Ziskovosť finančných sprostredkovateľov môže byť zhoršená pri veľmi nízkych úrokových sadzbách. Tento prípad by nastal ak by sa úrokové sadzby na peňažných a kapitálových trhov zmenili na záporné. Sadzby vkladov by sa neznížili na nulu, pretože banky by sa obávali že by zákazníci pristúpili k väčšiemu požívaniu hotovosti, zatiaľ čo by úrokové sadzby bankových úverov pokračovali v padaní. V teórii existuje prahová hodnota reverznej sadzby, pod ktorou by klesajúce kľúčové sadzby vyvolali kontrakčné úpravy trhu a obmedzili by tak ponuku a mohli by zvýšiť náklady na úvery. Dosiahnutie nulovej hranice ale nebolo jediným dôvodom prečo centrálné banky pristupovali k nekonvenčným opatreniam. Potreba nekonvenčných či neštandardných opatrení môže byť definovaná aj poruchami a disfunkciou finančného systému spôsobenou krízou dôvery, či problémom narušenia transmisného mechanizmu menovej politiky pri neefektívnosti úverového kanálu. Samostatný princíp implementácie menovej politiky je v normálnych časoch celkom mechanická záležitosť, no v čase krízy stresom na finančnom trhu môže spôsobiť silné rozkolísanie likvidných požiadaviek jednotlivých protistrán centrálnych bánk. Centrálné banky sa môžu snažiť podporiť obmedzenú ochotu komerčných bánk pri poskytovaní úverov poskytnutím dostatočnej likvidity úverovým inštitúciám cez modifikáciu už existujúcich menových opatrení alebo vytvorením nových programov. (ZAMRAZILOVÁ, 2014)

1.4 Opatrenia nekonvenčnej menovej politiky

1.4.1 Politika negatívnych úrokových sadzieb

Predtým ako vypukla globálna finančná kríza sa vo všeobecnosti vnímalo, že úrokové sadzby musia byť kladné, aj keď sa dostali blízko nuly, tak poukazovali na nulovú spodnú hranicu peňažnej hodnoty menovej politiky. Rozdiely v efektívnej dolnej hranici medzi krajinami pred globálnou finančnou krízou, boli považované hlavne za odrážajúce rôzne úrovne prechodu na hotovosť a reverzné sadzby určené štrukturálnymi charakteristikami finančných systémov. S pozoruhodnou výnimkou nulových úrokových sadzieb, ktoré boli zavedené vo februári roku 1999 japonskou centrálnou bankou (Bank of Japan - BoJ), bola táto vnímaná dolná hranica dosiahnutá zriedkavo v ére po druhej svetovej vojne. Ako centrálné banky tlačili úrokové sadzby pod nulu, všeobecne sa uznalo, že efektívna sadzba môže byť nižšia, ale nemusí byť nevyhnutne dosiahnutá rovnako vo všetkých jurisdikciách. (LOWE, 2019)

V podstate ide o nástroj založený na znížení depozitnej sadzby do záporných hodnôt, kedy sú komerčné banky jednoducho nútené za prebytočné rezervy platiť. Pri zápornej úrokovej miere sa pôžičky pre dlžníkov jednoducho stávajú výhodnými, nakoľko za požičanie dočasne voľných prostriedkov zaplatia menšiu sumu, než akú si požičali. Na druhú stranu táto politiky vyvíja tlak na prebytkové subjekty, ktoré budú chcieť premeniť všetky svoje pohľadávky na hotovosť. (JÍLEK, 2013 s. 53)

Obava z toho, že veritelia by pri negatívnych úrokových sadzbách preferovali držanie hotovosti, ktorá štandardne nepodlieha zápornému úroku, sa nenaplnila, nakoľko v praxi pri naša držanie vyšších objemov hotovosti nezanedbateľné náklady. Určité náklady s negatívnou úrokovou mierou v podstate len kompenzujú náklady, ktoré by vznikli pri držbe hotovosti. (COEURÉ, 2014)

Negatívne kľúčové sadzby boli nekonvenčné, čo v skutočnosti znamenalo, že vlastníkov nadbytočných rezerv vznikajú náklady na ich umiestnenie v centrálnej banke, čo vlastne v menovej politike prevracia zaužívaný model tokov úrokových platieb. Rovnako znamenalo jednorazové rozšírenie vnímania rozsahu možných sadziieb, pomocou ktorého bolo ovplyvňované formovanie budúcich úrokových očakávaní agentov. V realite to spôsobilo, že bola vyžadovaná určitá úprava prevádzkových podrobností politického rámca pri ich implementácií. (LOWE, 2019)

1.4.2 Rozšírené operácie poskytovania pôžičiek – úverové uvoľňovanie

Druhú skupinu nástrojov tvoria operácie rozšíreného poskytovania úverov finančným sprostredkovateľom. V mnohých jurisdikciách je poskytovanie pôžičiek neoddeliteľnou súčasťou súboru nástrojov centrálnej banky, ktorý pozostáva z operácií s krátkou splatnosťou určených na uľahčenie implementácie úrokových politík. Prelom v konvenčnom používaní pôžičiek centrálnou bankou nastal po globálnej finančnej kríze. (LOWE, 2019)

Do širšieho povedomia samotný pojem úverové uvoľňovanie vniesol Ben Bernanke v ohlásení novej monetárnej politiky FEDu v roku 2009. V tomto prípade išlo o špecifickú nekonvenčnú politiku, ktorá bola reakciou na krízu v druhej polovici prvého desaťročia. Bernanke vo svojom prejave pritom zdôrazňoval rozdielnosť tejto politiky od kvantitatívneho uvoľňovania. Tu sa totiž mali nákupy skladať z kombinácie úverov finančných inštitúcií a nákupu dlhodobých súkromných cenných papierov. (BERNANKE, 2009)

Centrálne banky vytvorili nové alebo rozšírili existujúce úverové nástroje s cieľom poskytnúť dostatok likvidity širšiemu okruhu finančných inštitúcií súčasne, za podstatne

výhodnejších podmienok, na dlhšie obdobie (od týždňov do rokov), a pravdepodobne za nižšie náklady. Rozšírené operácie poskytovania pôžičiek pomohli opatrným finančným sprostredkovateľom s poskytovaním úverov reálnej ekonomike a dokázali prekonať prekážky prenosu menovej politiky. V neskorších fázach boli rozšírené operácie poskytovania pôžičiek tiež uznané ako stimulačné opatrenia priameho poskytovania pôžičiek tým, že niektoré programy podmienili tým, že sprostredkovatelia vykonajú konkrétne činnosti (napr. poskytovanie pôžičiek nefinančným spoločnostiam). Aj keď tieto rozšírené operácie poskytovania pôžičiek neboli z kvalitatívneho hľadiska nevyhnutne novým nástrojom, ich rozsah, trvanie a veľkosť boli bezprecedentné. (LOWE, 2019)

Hlavným predmetom nákupu prostredníctvom úverového uvoľňovania sú cenné papiere súkromného sektora. Princíp sa v tomto prípade zakladá na poskytnutí likvidity priamo konkrétnym sektorom trhu prostredníctvom nákupu finančných aktív. Aj napriek tomu, že na ponuku peňazí a menovú bázu má úverové uvoľňovanie v princípe podobný dopad ako kvantitatívne uvoľňovanie, dopad na mieru vystavenia centrálnych bánk riziku má tento prístup podstatne vyšší. Nákupom cenných papierov súkromného sektora na seba prenáša centrálna banka úverové riziko. Ako ďalší problém úverového uvoľňovania je nevyhnutné spomenúť aj zvýhodňovanie veľkých podnikov oproti tým malým a stredným. (SMAGHI, 2009)

Rovnako by sme mali v tomto prípade dodať, že úverové uvoľňovanie je pomerne široko chápaný pojem, nakoľko sa jeho vnímanie v rámci rôznej odbornej literatúry líši. V tomto prípade platí, že úverové uvoľňovanie nemá jednoznačne danú podobu ako je tomu v prípade kvantitatívneho uvoľňovania.

1.4.3 Program kvantitatívneho uvoľňovanie menovej politiky

Tretiu skupinu nekonvenčných nástrojov dotvárajú rozsiahle nákupy aktív centrálnych bánk iných ako krátkodobé pokladničné poukážky, zvyčajne financované z vytvorených rezerv komerčných bank v centrálnej banke. Je známe, že nákup domáceho štátneho dlhu na voľnom trhu bol dlhšiu dobu charakteristickým znakom centrálného bankovníctva. Ale rozvetvené nákupy dlhodobých aktív a aktív súkromného sektora počas globálnej finančnej krízy na priame ovplyvnenie cien aktív však boli pomerne nové a kontroverzné. Bankári centrálnych bánk sa domnievali, že nákup súkromných aktív presiahnuť rámec mandátov centrálnych bánk, pričom tento nákup môže byť vystavený neprimeraných finančným rizikám. Navyše tvrdenia kritikov zneli, že ako mnohé rozšírené úverové operácie, tak

rovnako program kvantitatívneho uvoľňovania predstavuje formu menového financovania. (LOWE, 2019)

Pod pojmom kvantitatívne uvoľňovanie je možné vo všeobecnosti chápať nákup domácich finančných aktív. Nejde tu len o štátne dlhopisy, ale aktíva rôzneho druhu, ktoré centrálna banka kupuje na sekundárnom trhu. V tomto prípade platí, že centrálna banka môže tieto aktíva nakúpiť nielen od bankových, ale aj od nebankových inštitúcií a jednotiek. Štandardne musí ísť o významný objem nákupu. Prostredníctvom týchto nákupov sa reálne zvýši bilančná suma centrálnej banky, čoho priamym výsledkom je navýšenie likvidity na rezervných účtoch obchodných bánk vedených pod danou centrálnou bankou. (JÍLEK, 2013)

V reálnej praxi sa kvantitatívne uvoľňovanie zameriava predovšetkým na nákupy dlhodobých štátnych dlhopisov od komerčných bánk. Účinnosť tejto metódy je umocnená predovšetkým vtedy, ak sú úrokové sadzby na nule a banky nebudú dodržiavať nadobudnutú likviditu rezervách u centrálnych bánk. V opačnom prípade je nevyhnutné, aby centrálna banka veľkosť svojej rozvahy ešte viac zväčšila a tým zvýšila aj riziká naviazané na jej aktíva a pasíva. (SMAGHI, 2009)

Podľa Hovanca (2019, s. 28) je kvantitatívne uvoľňovanie „jedným z monetárnych nástrojov centrálnej banky, pomocou ktorého dokáže centrálna banka stimulovať ekonomiku. Dochádza pri ňom k nákupu štátnych dlhopisov, ale aj ostatných finančných aktív (cenné papiere hypotekárnych ústavov, akcie, korporátne dlhopisy...).

Hovanec (2019) uvádza, že ak centrálna banka nakupuje finančné aktíva od komerčných bánk, prípadne od iných finančných inštitúcií, dochádza k postupnému zvyšovaniu ich cien, znižovaniu výnosov a výsledkom daného procesu je rast peňažnej zásoby. Kvantitatívne uvoľňovanie má teda za cieľ zjednodušiť dostupnosť financií pre krajiny, podniky a jednotlivcov.

Typickým dôvodom pre využívanie rozsiahlych nákupov aktív centrálnymi bankami bol ich vplyv na ceny aktív. Nákupy týkajúce sa dlhu vlády a súkromného sektora znižujú príslušné úrokové sadzby a súvisiace rizikové prémie. Potenciálne tak obchádzajú poškodené články v transmisnom mechanizme, čím znižujú náklady na pôžičky pre reálnu ekonomiku. Nákupy znižujúce podiel bezpečných aktív v portfóliách investorov, môžu prostredníctvom substitučného efektu stimulovať dopyt po rizikovejších aktívach a uvoľniť tak finančné podmienky s predpokladom, že to bude stimulovať agregátne očakávania. (LOWE, 2019)

1.4.4 Cielenie menovej politiky – *Forward Guidance*

Medzi štvrtý typ spomedzi nekonvenčných menových nástrojov patrí cielenie menovej politiky. Tento nástroj spočíva v poskytovaní informácií ohľadom budúcich politických opatrení na ovplyvnenie politických očakávaní. Väčšina centrálnych bánk bežne oznamuje svoje zámery týkajúce sa budúceho nastavenia krátkodobých úrokových sadzieb. Cieľom tohto nekonvenčného nástroja menovej politiky bolo však formovať očakávania súkromného sektora, o budúcom vývoji menovej politiky, ktoré sa odchyľujú od predchádzajúcich komunikačných štýlov. Zameranie bolo na signalizáciu ochoty centrálnych bánk uskutočňovať mimoriadne politické opatrenia počas dlhšej doby. Politika nízkych úrokových sadzieb išla nad rámec očakávaní a spoločne bola používaná s nekonvenčnými menovými nástrojmi (NMN) ako napríklad úverové operácie či program kvantitatívneho uvoľňovania. Cielenie menovej politiky bolo používané niektorými centrálnymi bankami už pred krízou. Japonská centrálna banka predstavila toto cielenie ešte v apríli roku 1999, tesne po tom ako znížila svoju úrokovú sadzbu na nulu, keď oznámila pokračovanie v politike nulových úrokových sadzieb, do doby kým nebudú rozptýlené takzvané deflačné obavy. Pre švédsku Riksbank bolo cielenie súčasťou jej programu nástrojov konvenčnej politiky od roku 2007, kedy začala uskutočňovať repo obchody pre zvýšenie transparentnosti politiky. V skorších rokoch nového tisícročia sa FED zapojil do cielenia oznámením jeho zámeru, ktorým bolo udržiavať nízke úrokové sadzby počas takzvaného dlhšieho obdobia. Úspech cielenia menovej politiky silno závisí od schopnosti centrálnych bánk efektívne prezentovať svoje zámery a čo najviac podporovať dôveryhodnosť ich oznámení. (LOWE, 2019)

Cielenie alebo inak aj signalizácia menovej politiky je jedným zo základných neštandardných nástrojov menovej politiky, ktorý sa zakladá na komunikácií centrálnej banky. V tomto prípade je základným cieľom prostredníctvom komunikácie centrálnej banky so zvyškom trhu ovplyvňovať očakávania účastníkov trhu. Z praktického hľadiska môže táto signalizácia nadobúdať dve podoby. Jedná sa buď o takzvanú nezáväznú formu, ktorá sa zakladá na zverejnení prognóz zo strany centrálnej banky. Táto forma nepredstavuje záväzok, ale iba istú predpoveď budúceho vývoja. Opakom je takzvaná záväzná forma, pri ktorej sa centrálna banka explicitne zaväzuje na určitú trajektóriu vývoja v oblasti základných sadzieb alebo iných nástrojov menovej politiky. (KLÍMA, a iní, 2014)

Komunikácia centrálnej banky v prípade využívania tohto nástroja môže mať praktický dopad na trhovú neistotu. Účinnosť tohto nástroja je v podstatnej miere podmienená predovšetkým kredibilitou centrálnej banky. Iba v prípade, ak má centrálna banka

dostatočnú dôveru, môže mať jej rozhodovanie reálny dopad na aktérov trhu. (FILARDO, a iní, 2014)

1.4.5 Devízové intervencie

Zaradenie devízových intervencií medzi štandardné alebo neštandardné nástroje sa odvíja vo významnej miere od toho, či je tento nástroj využívaný v krajine s fixným kurzom, kde je využívanie intervencie na devízových trhoch nevyhnutné pre udržiavanie tohto kurzu. Na druhú stranu v krajinách s plávajúcim kurzom je daný nástroj vnímaný ako neštandardný.. (JÍLEK, 2013 s. 390)

Ovplyvňovanie spotového menového kurzu domácej meny prostredníctvom intervencií na devízovom trhu centrálnou bankou sa nazýva devízová intervencia. Centrálna banka stanoví, prípadne verejne deklaruje konkrétnu cieľovú hranicu menového kurzu. Oslabiť menu je možné na akúkoľvek požadovanú hodnotu, nakoľko centrálna banka nakupuje zahraničnú menu za domácu menu, ktorú si môže jednoducho natlačiť. Posilniť menu je však možné len v obmedzenej miere, a to v prípade, ak má krajina dostatok rezerv v cudzej mene. (JÍLEK, 2013 s. 391)

1.5 Európska centrálna banka

Jedným z najvýznamnejších prínosov menovej politiky dvadsiateho storočia je s vysokou pravdepodobnosťou práve vznik stratégie inflačného cielenia. V prípade, že je tomu tak, tak rozhodne platí, že významným medzníkom vo vývoji centrálneho bankovníctva je vznik a sfunkčnenie Európskeho systému centrálnych bánk. (ZIMKOVÁ, 2020)

Európsky systém centrálnych bánk ako celok pozostáva z Európskej centrálnej banky a následne z národných bánk v jednotlivých členských štátoch Európskej únie, a to bez ohľadu na to, či konkrétne štáty prijali euro ako svoju menu alebo nie. (SCHELLER, 2006)

Pojem Eurosystem sa následne vzťahuje na Európsku centrálnu banku a národné centrálné banky jednotlivých členských štátov, ktoré už prijali euro ako svoju domácu menu. Eurosystem, rovnako ako aj Európsky systém centrálnych bánk budú existovať paralelne do tej doby, kým sa všetky členské krajiny Európskej únie postupne nestanú členmi Eurozóny. (Európska centrálna banka,, 2020)

Zmluva o založení Eurosystemu bola podkladom pre založenie Európskej centrálnej banky v podobe špecializovanej a nezávislej organizácie, ktorá je poverená výkonom menovej politiky. Na základe článku 12 ods. 1 štatútu vykonávajú národné centrálné banky úlohy

Eurosystemu, ktoré im boli delegované zo strany Európskej centrálnej banky na základe princípu decentralizácie. (SCHELLER, 2006)

V situácií na finančných trhoch začali v čase finančnej krízy vznikať problémy, ktoré spôsobili vysoký nárast dopytu po likvidite a taktiež problémy s volatilitou medzibankových sadzieb na peňažnom trhu, Európska centrálna banka (ECB) odštartovala prijímanie neštandardných opatrení v úsilí zmierniť negatívne dopady krízy a obnovu funkčnosti transmisného mechanizmu menovej politiky, ale taktiež aj fungovanie medzibankového trhu. Európska centrálna banka sa stala primárnym zdrojom refinancovania bánk za účelom zjemnenia napätia na peňažnom trhu. Navzdory poklesu úrokových sadzieb na trhu pretrvával nedostatok likvidity. Z tohto dôvodu pristúpila Európska centrálna banka k ďalším neštandardným opatreniam ku stimulácii bankového sektora a poskytnutiu úverových prostriedkov v snahe premôcť nedôveru na medzibankového trhu a stimulovať reálnu ekonomiku. Na trhu sa situácia nezlepšila, do reálnej ekonomiky sa nepodarilo doliať likvidné prostriedky, úverový transmisný mechanizmus nebol dostatočne funkčný a tak sa nepomohlo k jej oživeniu. Dôvodom sa stala vysoká nezamestnanosť taktiež aj v čase neistoty malý dopyt ekonomických subjektov po úveroch, nárast zadlženosti niektorých krajín Európskej únie a zhoršené vyhladky rastu ekonomiky. (MALACKÁ, 2015)

1.6 Teoretické východiská skúmanej problematiky

Centrálne banky v rôznych ekonomicky vyspelých štátoch vykonávajú v podstate obdobnú úlohu. Táto úloha by sa z teoretického hľadiska dala zhrnúť do dvoch základných relatívne široko poňatých funkcií, a to do mikroekonomickej funkcie a makroekonomickej funkcie. (REJNUŠ, 2016)

Čo sa konkrétne funkcie banky bánk týka, tak v tomto prípade ide o vystupovanie centrálnej banky v postavení banky, ktorá je vyžívaná ostatnými bankami. Sú tu vedené účty, prijímané vklady, poskytované úvery, vykonávané klíringové zúčtovanie medzi bankami a obchody s devízami. Samotné vklady bánk v centrálnej banke môžu mať podobu minimálnych rezerv, čiže povinných vkladov, ktoré sú komerčné banky povinné skladať. Rovnako však nie je výnimkou, že tu banky majú aj dobrovoľné vklady a jednodňové vklady. (ZIMKOVÁ, 2020)

Úvery, ktoré sú poskytované centrálnou bankou, majú za normálnych okolností dve formy. Ak je potrebné vyriešiť problém s krátkodobou likviditou v rámci komerčnej banky, sú čerpané jednodňové úvery. Ak je však nutné riešiť vážnejšie problémy s likviditou, tak

centrálna banka vstupuje do funkcie veriteľa poslednej inštancie a na základe svojich kompetencií poskytuje likviditu na dlhšie obdobie. Centrálna banka v postavení veriteľa poslednej inštancie slúži predovšetkým na udržanie bezpečnosti a dôveryhodnosti bankového systému. Jej cieľom je predovšetkým predchádzať systémovému riziku, čiže nebezpečenstvu ohrozenia likvidity zdravých bánk pre krach jednej spravidla však veľkej banky. (ZIMKOVÁ, 2020)

Mikroekonomické funkcie centrálnej banky napĺňajú funkciu zabezpečenia bezpečnosti, efektívnosti, spoľahlivosti a dôveryhodnosti celého bankového systému v rámci krajiny. Na druhú stranu makroekonomické funkcie zabezpečujú úlohu menového vývoja. (MEJSTRÍK, a iní, 2014)

Ako základný cieľ každej centrálnej banky by sme mohli označiť predovšetkým zabezpečovanie stability domácej meny a na základe toho aj vytváranie priaznivých podmienok pre udržateľný hospodársky rast. Stabilita domácej meny je v tomto prípade chápaná obvykle v dvoch dimenziách. Mena má stabilitu cenovú, ktorá sa prejavuje iba v meranej dlhodobej inflácii a stabilitu kurzovú, ktorá je chápaná ako stabilita domácej meny voči menám zahraničným. S cieľom zabezpečenia tejto stability centrálne banky vykonávajú isté činnosti, medzi ktoré by sme mohli zaradiť napríklad emisiu hotovostných peňazí, devízovú činnosť a menovú politiku. (REJNUŠ, 2016)

Samotná funkcia centrálnej banky vyplýva okrem iného aj z pozície nositeľa menovej politiky z hlavného cieľa centrálnej banky, ktorým je stabilita cenovej úrovne. Táto stabilita sa dá dosiahnuť prostredníctvom regulácie buď úrokových sadzieb alebo menovej bázy, prípadne menových agregátov alebo menového kurzu. (ZIMKOVÁ, 2020)

1.7 Prehľad štúdií v danej problematike

Štúdia vypracovaná autormi Ugo Albertazzi, Andrea Nobili and Federico M. Signoretto, v roku 2016 sa zameriavala na problematiku konvenčnej a nekonvenčnej menovej politiky v eurozóne prostredníctvom posunov v ponuke úverov. Konštatovali, že bankový úverový kanál je funkčný pre oba typy opatrení, aj keď sa jeho fungovanie líši. Pri tradičných operáciách je prenos slabší pre banky s väčším kapitálom a solídnejšou štruktúrou financovania. V reakcii na neštandardné opatrenia sa však ponuka úverov v bankách so silnejšou kapitálovou a finančnou pozíciou rozširuje, čo naznačuje zásadnú úlohu regulačných a ekonomických obmedzení. Zistili, že prenos nekonvenčných opatrení je tlmený ich negatívnym účinkom na budúcu kapitálovú pozíciu banky prostredníctvom čistého úrokového výnosu,

nazvaný aj kapitálový kanál reverznej banky. Jedným z dôležitých dôsledkov tohto výsledku je, že najmä v stresových obdobiach je potrebná úzka koordinácia medzi centrálnou bankou a dozorným orgánom, pretože nadmerný regulačný a dozorný tlak na úroveň kapitalizácie bánk môže oslabiť účinnosť neštandardných menových operácií zvýšením obmedzení schopnosti bánk rozširovať ponuku úverov. (ALBERTAZZI a kolektív, 2016)

Johannes Gräb, Dawid Żochowski sa zameriavali na hodnotenie vonkajších a vnútorných vedľajších účinkov nekonvenčných menových politík pri poskytovaní bankových úverov. V toto dokumente skúmali transmisia nekonvenčných šokov menovej politiky prostredníctvom medzinárodného bankového úverového kanála. Používali pri tom dôverný súbor údajov na úrovni bánk v eurozóne od takmer 250 bánk. Zistili, že banky v eurozóne zvyšujú úvery voči zvyšku sveta v reakcii na kvantitatívne ECB. Našli tak tiež dôkazy o tom, že banky v eurozóne významne zvyšujú svoje pôžičky poskytnuté súkromnému sektoru v reakcii na rozšírenie súvahy centrálnych bánk Federálneho rezervného systému USA. V závere taktiež zistili, že dané zistenia majú dôležité dôsledky pre výkon a koordináciu menovej politiky. (GRAB a ZOCHOWSKI, 2017)

Miguel García-Posada, Marcos Marchetti v roku 2016 vo svojom príspevku posudzovali vplyv dvoch veľmi dlhodobých refinančných operácií (VLTRO), ktoré v prípade Španielska uskutočnil Eurosystem na ponuku úverov nefinančným spoločnostiam. K tomu používajú informácie na úrovni banky a firmy zo vzorky viac ako milióna úverových vzťahov počas dvoch rokov. Ich dané zistenia naznačovali, že nástroje DRO mali pozitívny mierny vplyv na poskytovanie bankových úverov firmám. Zistili tak tiež, že účinok bol väčší u nelikvidných bánk a bol spôsobený úvermi pre malé a stredné podniky, pretože nemal žiadny vplyv na pôžičky veľkým firmám. Naproti tomu silné vzťahy medzi firmami a bankami boli menej citlivé na pozitívny likviditný šok spôsobený nástrojmi DRO. Na záver došli k zisteniu, že DRO nemali žiadny vplyv na stupeň zabezpečenia úverov ani na pravdepodobnosť poskytnutia úveru novým dlžníkom, zatiaľ čo znížili pravdepodobnosť obnovenia starých úverov, čo naznačuje, že tieto prostriedky neboli použité na pôžičky. (GARCIA-POSADA a MARCHETTI, 2016)

Práca autorov Sina Asshoff, Ansgar Belke and Thomas Osowski skúma účinky nekonvenčnej menovej politiky európskej centrálnej banky na inflačné očakávanie v eurozóne, pretože inflačné očakávanie zohrávajú kľúčovú úlohu pri dosahovaní inflačného cieľa tesne pod dve percentá. Vyčíslenie dopadu nekonvenčnej menovej politiky nie je priame, pretože nie je možné použiť štandardné empirické nástroje. Skutočne zistili, že nekonvenčná menová

politika z krátkodobého hľadiska vedie k zvýšeniu inflačných očakávaní, no zdá sa, že v strednodobom horizonte sa tento efekt nevytvára. Výsledky práce spochybňujú štandardné tvrdenie že nekonvenčná menová politika sústavne prispieva k opätovnému ukotveniu a stabilizácii inflačných očakávaní na nulovej dolnej hranici, naznačujú však rast strednodobého rastu reálneho HDP. V závere došlo k zisteniu, že výsledky danej práce sú v súčasnosti pre eurozónu obzvlášť dôležité, pretože nedávny pokles dlhodobých inflačných očakávaní motivoval európsku centrálnu banku, aby vyhlásila aktívnu politiku súvahy s cieľom nasmerovať mieru inflácie bližšie k svojmu cieľu pod, ale blízko k dvom percentám. (ASSHOFF a kolektív, 2020)

2. Cieľ a metódy práce

Európska centrálna banka má svoju pôsobnosť rozvrhnutú medzi všetky krajiny Eurozóny, pričom jej základným cieľom je vykonávať menovú politiku členských krajín a udržiavať cenovú stabilitu. Ako základný cieľ tejto bakalárskej práce si preto stanovujeme zhodnotiť nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky, pričom budeme svoju pozornosť obracať predovšetkým na využívanie neštandardných nástrojov menovej politiky. Rovnako sa tu budeme venovať vplyvu týchto neštandardných nástrojov menovej politiky na úvery komerčných bánk.

S ohľadom na naplnenie vyššie stanoveného hlavného cieľa sme si vymedzili nasledovné čiastkové ciele:

- Vymedzenie základných teoretických východísk nami skúmanej problematiky na základe odbornej literatúry.
- Charakterizovanie kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré bolo realizované Európskou centrálnou bankou v rámci sledovaného obdobia.
- Charakterizovanie cielených dlhodobých refinančných operácií a ich účinkov.
- Analyzovanie objemu poskytovaných úverov komerčnými bankami, na základe pravidelne uverejňovaných štatistík Národnej banky Slovenska.
- Skúmanie vplyvu kvantitatívneho uvoľňovania na vývoj poskytovania úverov komerčnými bankami

Metódy práce

Táto bakalárska práca je ako celok venovaná činnosti Európskej centrálnej banky, jej menovej politiky a v prvom rade využívaniu rôznych nástrojov na regulovanie menovej politiky s primárnym ohľadom na neštandardné nástroje. Dôležitou bude takisto aj analýza základných úrokových sadzieb spoločne s prehľadom základných makroekonomických ukazovateľov a využitím regresnej a korelačnej analýzy zisťovania ich vzájomných závislostí. V rámci poslednej časti práce sa následne pozrieme bližšie na neštandardné nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky a ich dopadov na ekonomiku Eurozóny.

V práci budeme využívať predovšetkým nasledovné pracovné postupy:

- Zoskupenie teoretických znalostí prostredníctvom štúdia odbornej literatúry zameranej predovšetkým na Európsku centrálnu banku, jej funkcie, menovú politiku, nástroje menovej politiky, stratégie a ciele.
- Pozorovanie trendu vývoja makroekonomických ukazovateľov (inflácie a HDP) v rámci Eurozóny v rozmedzí rokov 2009 až 2019. Budeme analyzovať údaje štatistických databáz, budeme ich spracovávať a analyzovať v rámci celého skúmaného obdobia.
- Bude analyzovať kľúčové úrokové sadzby vrátane:
 - Úrokovej sadzby pre hlavné referenčné operácie;
 - Jednodňovej sterilizačnej úrokovej sadzby;
 - Jednodňovej refinančnej úrokovej sadzby.
- Zhodnotenie kvantitatívneho uvoľňovania využitého v menovej politike Európskej centrálnej banky spoločne so zhodnotením objemu použitia a dopadu na ekonomiku.
- Analyzovanie cielených dlhodobých operácií (predovšetkým TLTRO a TLTRO II) prostredníctvom dostupných zdrojov spoločne s zhodnotením ich doterajších účinkov a možného využitia v budúcnosti.

Budeme skúmať predovšetkým vývoj od roku 2009 do roka 2019, nakoľko práve v tomto rozmedzí rokov boli vplyvy svetovej hospodárskej krízy najvýraznejšie. Pozornosť budeme rozhodne venovať okrem iného aj kvantitatívnemu uvoľňovaniu a jeho využitiu v rámci menovej politiky Európskej centrálnej bank, pričom si popíšeme aj dlhodobé refinančné operácie TLTRO. Na túto tému naviažeme analýzou vývoj úverovania komerčnými vankami v rámci slovenskej republiky a následného porovnania týchto hodnôt s vývojom aplikovania kvantitatívneho uvoľňovania. V tomto prípade budeme čerpať predovšetkým zo štatistík Národnej banky Slovenska. Tieto štatistiky sú v oblasti poskytovania úverov komerčnými bankami uverejňované na pravidelnej báze prostredníctvom internetových stránok Národnej banky Slovenska.

3. Výsledky práce

V tejto časti práce sa na nami skúmanú problematiku pozrieme z praktickej stránky. Konkrétne si vymedzíme o čo išo pri kvantitatívnom uvoľňovaní a pri dlhodobých refinančných operáciách, na čo nadviažeme zhodnotením dopadu kvantitatívneho uvoľňovania na oblasť poskytovania úverov komerčnými bankami v rámci Slovenskej republiky. Na základe týchto informácií si následne prakticky vymedzíme vplyv kvantitatívneho uvoľneniam na poskytovanie týchto úverov v rámci Slovenskej republiky

3.1 Menová politika po roku 2014

Menovopolitické opatrenia, ktoré boli v rámci Eurozóny zavádzané od roku 2011, boli prakticky nedostatočné, čo viedlo k tomu, že v roku 2014 vzniklo riziko vzniku tretej recesie. Inflačné očakávania klesali a reálne úrokové sadzby sa zvyšovali. Európska centrálna banka v priebehu roka 2014 znižovala úrokové sadzby. V rámci nasledovnej tabuľky môžeme vidieť, ako znižovanie pokračovalo ďalej.

Tabuľka 1 kľúčové úrokové sadzby v Eurozóne v období od roku 2014 do 2019

Rok	O/N sterilizačná	MRO	O/N refinančný
2014 (jún)	-0,10%	0,15%	0,40%
2014 (september)	-0,20%	0,05%	0,30%
2015 (december)	-0,30%	0,05%	0,30%
2016 (marec)	-0,40%	0,00%	0,25%
2019 (september)	-0,50%	0,00%	0,25%

Zdroj: Národná banka Slovenska

Európska centrálna banka začala v roku 2014 s celkom novým radom politických programov, ktorých primárnym cieľom bolo podporiť úverovanie, na základe čoho sa mala stimulovať ekonomika. Politika ECB sa v tomto prípade zakladá na troch hlavných pilieňoch, a to podpore úverovania, programe nákupu aktív a signalizácie budúcej menovej politiky. (ASSENMACHER, K., 2018)

Podpora úverovania v tomto prípade prebiehala prostredníctvom dlhodobjších pôžičiek bankami v rámci cielených dlhodobjších refinančných operácií (TLTRO). Na rozdiel od bežných operácií majú TLRO podstatne dlhšiu splatnosť. Banky tak majú k dispozícii stabilný a spoľahlivý zdroj financovania. (Európska centrálna banka, 2016) Prostredníctvom týchto úverov poskytovaných bankám sú banky motivované, aby zvyšovali objem úverov

poskytovaných podnikom a spotrebiteľom v Eurozóne. Celkový objem peňazí teda v tomto prípade závisí od ochoty bánk sa na týchto programoch zúčastniť. Postupom času však tento záujem klesal a klesal aj celkový objem vytlačených peňazí poskytnutý ekonomike prostredníctvom tohto progresu. (ASSENMACHER, K., 2018)

V roku 2014 bolo vyhlásené prvé spustenie takzvaného TLTRO I vo forme predĺženia maximálnej doby splatnosti úverov. V roku 2016 bola následne spustená TLTRO II, ktorá trvala do marca 2017, pričom sa spustila séria ďalších siedmich TTLTRO III, ktoré sa uskutočnili od septembra 2019 do marca 2021 so splatnosťou na dva roky. Primárnym cieľom TLTRO III bolo prispieť predovšetkým v spojení s inými neštandardnými opatreniami k návratu miery inflácie na hodnoty pred rokom 2008. (GERICH, 2019)

Samotný program nákupu aktív bol realizovaný vo forme kvantitatívneho uvoľňovania v podobe nákupu privátnych a verejných cenných papierov s cieľom znížiť bezrizikóvu úrokovú sadzbu vo finančných aktívach a posunúť tak bilanciu bánk smerom k poskytovaniu úverov domácnostiam a firmám. (ASSENMACHER, K., 2018)

Kvantitatívne uvoľňovanie bolo v čase hrozby ďalšej recesie v rámci programu nákupu aktív iniciované približne uprostred roka 2014 s cieľom podporiť mechanizmus transmisie monetárnej politiky. Tento program pozostával z:

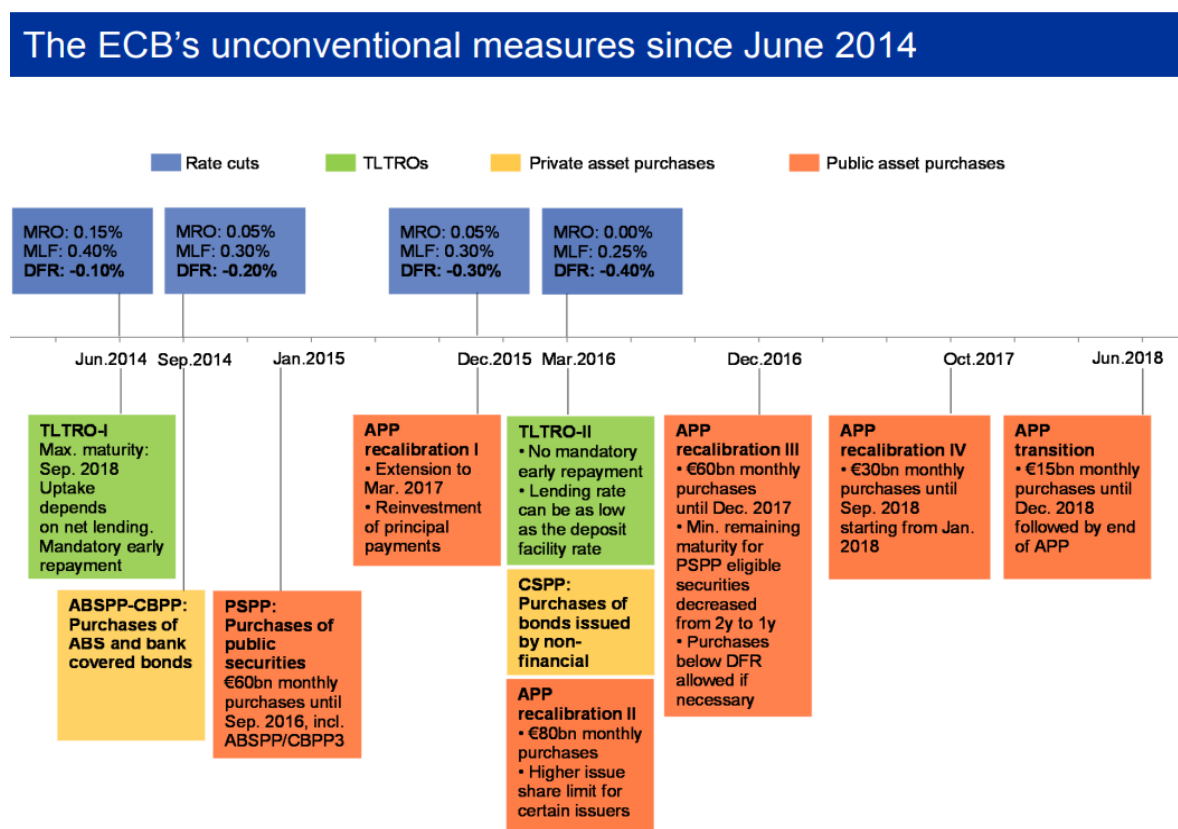
- CSPP- Corporate sector purchase programme,
- PSPP- Public sector purchase programme,
- ABSPP- Asset-backed securities purchase programme,
- CBPP3- Third covered bond purchase programme. (Európska centrálna banka, 2020b)

Pvýkrát sa program nákupu aktív Európskej centrálnej banky spustil v marci roka 2015. Cieľom v tomto prípade bolo uvoľniť 1 000 miliárd EUR. Na základe ekonomického vývoja sa postupne program predlžoval až do roka 2019. Niektorí ekonómovia sú toho názoru, že sa s programom začalo neskoro a málo agresívne, na základe čoho neprinášal prínosy v časových horizontoch, ktoré sa pre tieto prínosy pôvodne stanovili. (TÓTH, 2019)

V priebehu novembra 2019 sa kvantitatívne uvoľňovanie opätovne obnovilo, a to formou 20 miliárd eur mesačne. V kumulovanom objeme išlo o ďalších 280 miliárd eur plus reinvestovanie, ktoré prebiehalo vo forme reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív. (TÓTH, 2019)

Do doby pred covid krízou objasňovala Rada guvernérov zámery Európskej centrálnej banky nielen v súvislosti s očakávaným budúcim vývojom kľúčových úrokových sadzieb, ale aj v prípade, že ide o horizont jej programu nákupu aktív. V tomto prípade rozumná a zrozumiteľná komunikácia o budúcich politikách zo strany centrálnej banky pomáha bankám, účastníkom finančných trhov, podnikom a spotrebiteľom utvárať jasnejšiu predstavu o pravdepodobnom budúcom úverovom vývoji. V podstate platí, že poskytujú impulz, ktorý je nevyhnutný pre oživenie ekonomiky. (Európska centrálna banka, 2017) Detailnejšie informácie o využití neštandardných opatrení Európskej centrálnej banky uvádzame na nasledujúcej dchéme:

Schéma 1 Neštandardné opatrenia ECB od roka 2014



Zdroj : (ASSENMACHER, K., 2018 s. 22)

3.2 Aplikovanie kvantitatívneho uvoľňovania

Kvantitatívne uvoľňovanie, ako bolo spomenuté vyššie, zaradujeme medzi neštandardné nástroje centrálnej banky. Používa sa len zriedkavo, a to najmä v časoch recesie alebo finančnej krízy v prípadoch, kedy aplikovanie klasických nástrojov neprináša požadovaný

efekt. Cieľom je naštartovať rast tým, že sa zvyšuje spotreba. Podstatou kvantitatívneho uvoľňovania teda je nakupovanie finančných aktív centrálnou bankou od komerčných bánk alebo od iných inštitúcií. Týmto spôsobom sa centrálna banka snaží zvýšiť likviditu v ekonomike. Túto likviditu následne banky môžu využiť práve na výhodnejšie poskytovanie úverov pre obyvateľstvo a pre podniky. Centrálna banka takýmto spôsobom môže nakupovať v podstate akékoľvek aktíva alebo cenné papiere. (FOGÁČ, 2018)

V priamej reakcii na finančnú krízu vypuknutú v priebehu roka 2008 Európska centrálna banka vykonala hneď niekoľko neštandardných operácií. V tomto období bola predstavená rozšírená úverová podpora s priamym nákupom krytým dlhopismi a poskytovania neobmedzeného objemu likvidity bankám v Eurozóne za pevnú úrokovú sadzbu alebo predĺženie maximálnej doby splatnosti refinančných operácií. O vytvorení programu priameho nákupu krytých dlhopisov sa rozhodlo už v roku 2009. Primárnym cieľom bolo oživovanie trhu s krytými dlhopismi. Banky mali emitovať viac krytých dlhopisov, prostredníctvom ktorých s mali financovať nové úvery. V rámci tohto programu sa plánovalo do júna 2010 nakúpiť dlhopisy v celkovej hodnote 60 miliárd eur. Na základe tohto kroku sa v podstate okamžite zvýšila aktivita na trhu s krytými dlhopismi. (Európska centrálna banka, 2009)

Nakoľko tu bol aj naďalej prítomný negatívny vývoj v rámci finančných trhov, v priebehu roka 2011 sa Európska centrálna banka rozhodla prijať súbor neštandardných menovo politických opatrení. Medzi týmito opatreniami nachádzame aj druhú vlnu nákupu krytých dlhopisov. Tento nákup štátnych dlhopisov však bol prísne kontrolovaný a obmedzovaný na sekundárne trhy. Tentoraz mal program len dočasný charakter. Koncom roka 2011 v súvahe Eurosystemu nachádzame vykázané nesplatené dlhopisy, ktoré sa nakúpili v rámci programu pre trhy s cennými papiermi v celkovej hodnote 211,4 miliardy eur. (Európska centrálna banka, 2011)

V októbri 2011 sa oznámil úplne nový program nákupu dlhopisov v objeme 40 miliárd eur, pričom platil od novembra 2011 do októbra 2012. Prostredníctvom prvej a druhej vlny nákupu dlhopisov a programu pre trhy s cennými papiermi sa počas celého roka 2012 zabezpečoval hrubý objem likvidity v priemernej výške 279,8 miliardy eur. (Európska centrálna banka, 2012)

Zo strany Európskej centrálnej banky došlo k realizovaniu kvantitatívneho uvoľňovania v marci 2015, pričom išlo o súčasť jej aktuálnych neštandardných menovo politických opatrení. Program nákupu aktív predstavoval v roku 2015 mesačný objem na hranici 60

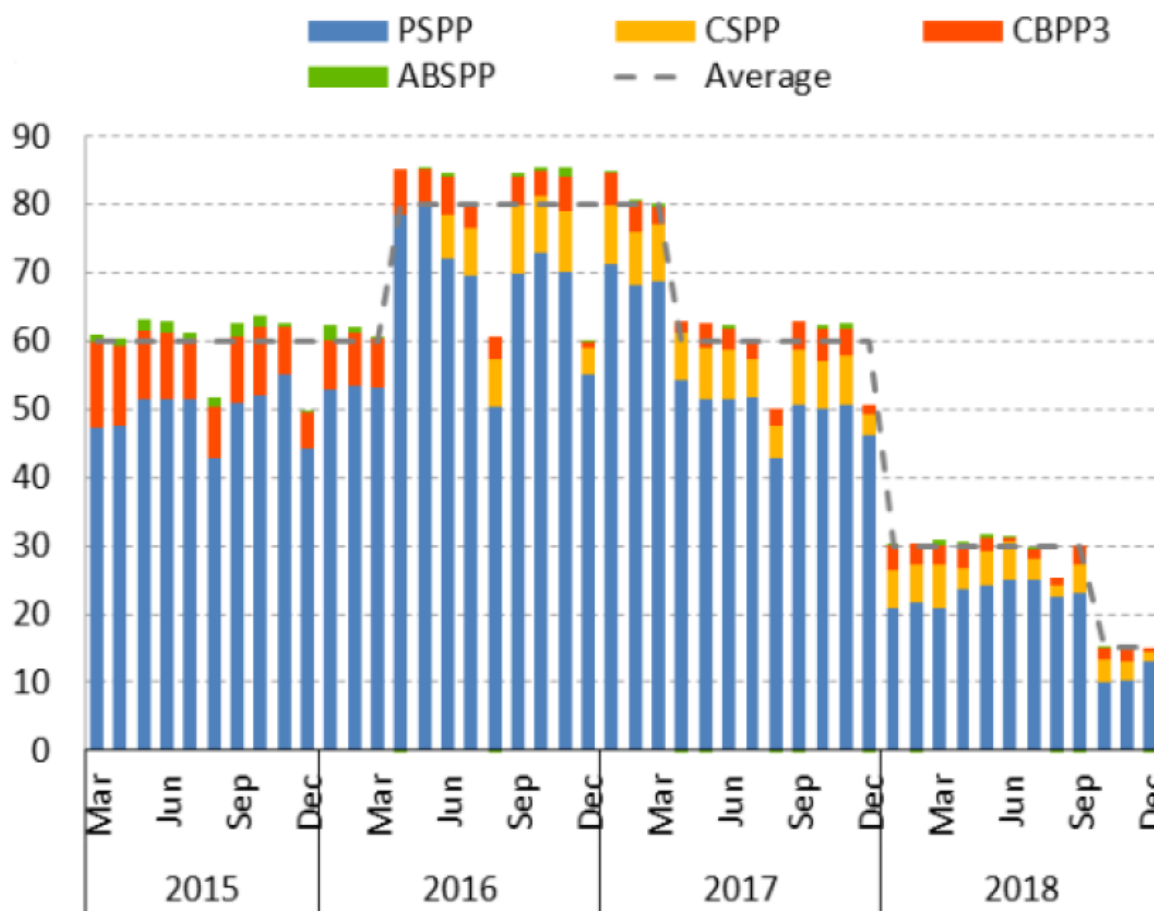
miliárd eur. Čo sa týka podielov na tomto objeme, tak najvýznamnejší bol nákup cenných papierov verejného sektora. V decembri 2015 sa následne Rada guvernérov rozhodla, že do pravidelných nákupov cenných papierov verejného sektora zaradi aj akceptované a obchodovateľné dlhové nástroje denominované v eurách, vydanými regionálnymi alebo miestnymi samosprávami v rámci Eurozóny. Prostredníctvom tohto kroku sa zabezpečila zvýšená pružnosť programu. (Európska centrálna banka, 2015)

Vďaka pružnosti realizácie programu nákupu aktív sa ich objem relatívne stabilne držal na hranici 60 miliárd eur, a to až do marca 2016. Pre zvyšok roka sa nastavila hranica na hodnotu 80 miliárd eur. V roku 2017 sa objem nákupov v programe nákupu aktív do marca udržal na hranici 80 miliárd mesačne. Následne sa opätovne nastavil na hodnotu 60 miliárd eur, a to až do konca roka. Celkový objem nákupov cenných papierov verejného sektora predstavoval 83 percent objemu všetkých nákupov v celkovej hodnote 1,9 bilióna eur. (Európska centrálna banka, 2017)

Celková mesačná suma nákupov sa v októbri 2017 na základe rozhodnutia Rady guvernérov znížila k januáru 2018 zo 60 miliárd eur na 30 miliárd eur. Naplánovalo sa v tejto sume pokračovať do októbra 2018 a následne pokračovať so sumou 15 miliárd eur. (Európska centrálna banka, 2019)

Ku koncu roka 2018 predstavovala výška celkových nákupov v rámci programu nákupu aktív hodnotu 2,6 miliardy eur.

Graf 2 Čisté nákupy aktív počas aplikácie kvantitatívneho uvoľňovania



Zdroj: Európska centrálna banka

Podľa vyjadrení guvernéra Európskej centrálnej banky Maria Draghiho predstavoval kvantitatívne uvoľňovanie v istých momentoch jedinú hnaciu silu oživovania európskej ekonomiky. Z viacerých uhlov bolo zmenené financovanie, pričom bolo rozhodujúce aj pri znižovaní rizika aktív bankového systému v rámci celej Eurozóny. Kvantitatívne uvoľňovanie je vďaka svojej úspešnosti považované za jeden z nástrojov, ktoré môže Európska centrálna banka v prípade budúcich mimoriadnych prípadov bez problémov využiť. (Európska centrálna banka, 2019)

3.3 Dlhodobé refinančné operácie TLTRO

Cielené dlhodobejšie refinančné operácie (TLTRO) predstavujú ďalší z neštandardných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky. Na základe aplikovania týchto operácií Európska centrálna banka poskytuje bankám dlhodobé úvery, na základe čoho dochádza k ich motivovaniu ku zvýšeniu množstva poskytovaných úverov.

TLTRO boli po prvýkrát spustené v priebehu roka 2014 ako istá reakcia na pomalé tempo rastu a nepriaznivé predikcie vývoja inflácie. Vo svojej podstate poskytujú dlhodobé financovanie za výhodných podmienok na dobu maximálne štyroch rokov pre všetky banky, ktoré naplnia stanovené kritériá. Primárnym cieľom je v tomto prípade zlepšiť transmisiu menovej politiky. Pre tento nástroj je charakteristickým, že výška sumy, ktorú si banka môže požičať, závisí od objemu úverov, ktoré banka poskytuje do ekonomiky. Počiatočný úverový limit sa stanovil na 7 percent celkového objemu úverov poskytnutých bankou nefinančnému súkromnému sektoru ku dňu 30.04.2014. Úroková sadzba TLTRO je fixná počas celého obdobia, pričom všetky úvery mali splatnosť v septembri 2018. Objem prostriedkov vyčerpaných prostredníctvom tohto nástroja predstavoval 212,4 miliardy eur. (Európska centrálna banka, 2014)

V priebehu roka 2015 boli operácie TLTRO spoločne s ďalšími faktormi hnacou silou menového vývoja v Eurozóne. Spoločne s programami prezentovanými vyššie pri-niesli citelné výsledky najmä vo forme zlepšenia financovania dostupného pre firmy. (Európska centrálna banka, 2015)

Druhá séria TLTRO II sa zaviedla v roku 2016. Zakladala sa na štyroch operáciách, ktorých každá mala splatnosť 4 roky. Tri sa uskutočnili na rok 2016 a jedna na rok 2017. Objem prečerpaný v roku 2015 predstavoval 506,7 miliardy eur a pre rok 2017 následne 233,5 miliardy eur. Spoločne so všetkými operáciami si banky prakticky prilepšili o 740,2 miliardy eur. (Európska centrálna banka, 2016) Zo strany európskej centrálnej banky zároveň došlo aj ku naplánovaniu etapy TLTRO III.

Tabuľka 2 TLTRO realizované v nami skúmanom období

Označenie	realizácia	objem
TLTRO	2014-2015	212,4 mld. € v roku 2014 a 205,4 mld. € v roku 2015
TLTRO-II	2016-2017	740,2 mld. €

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe výročnej správy Národnej baky Slovenska

V podstate by sa dalo povedať, že TLTRO predstavuje lepšie nastavenú verziu kvantitatívneho uvoľňovania, ktorá je kedykoľvek k dispozícii. TLTRO je namierené predovšetkým na krajiny, ktoré to reálne potrebujú a nie pre všetky v Eurozóne. V podstate ide o mimoriadne lacný spôsob ako dostať likviditu do bánk z častí európskeho menového systému, ktoré sa vyznačovali nižším zdravím bankového sektora. Spomeňme napríklad Taliansko alebo Grécko, ktoré sú jasnými príkladmi naadeptov na aplikovanie TLTRO. V Európe

môže TLTRO zohrávať kľúčovú úlohu pri predchádzaní krachov krajín a iných katastrof. (ASHWORTH, 2019)

Mohli by sme povedať, že TLTRO predstavuje kontroverzný nástroj menovej politiky Európskej centrálnej banky. Aj napriek tomu, že ho nie všetky krajiny vnímajú pozitívne, je nutné poznamenať, že ide o efektívny nástroj na stabilizovanie rastu v krízových obdobiach. (ASHWORTH, 2019)

3.4 Dopad kvantitatívneho uvoľňovania

Dopady kvantitatívneho uvoľňovania na krajiny eurozóny boli do značnej miery rozmanité. Ako pozitívny by sa dal označiť napríklad dopad na verejné financie krajín Eurozóny, nakoľko tu došlo ku významnému poklesu úrokovej miery dlhových cenných papierov vyjadrujúcich rizikovú prirážku a tým pádom aj ku zlacňovaniu štátneho dlhu.

Realizácia programu nákupu aktív prebiehala hladko, pričom objemy cenných papierov zodpovedali predom oznámenej hodnote na hranici 60 miliárd EUR mesačne. Dalo by sa povedať, že opatrenia menovej politiky, ktoré sa zaviedli, boli prakticky účinné. Podmienky na finančných trhoch a rovnako aj náklady vnútorného financovania pre vnútorný sektor sa postupne uvoľňovali, čo v značnej miere zlepšovalo úverové podmienky pre podniky, ale aj pre domácnosti. Táto situácia viedla ku obnove dopytu po úveroch. (DRAGHI, 2015)

Ďalej došlo k oznámeniu, že Európska centrálna banka svoju pozornosť zameria na dôsledné zavádzanie opatrení menovej politiky, čo by malo viesť ku ďalšiemu zlepšeniu výhľadu hospodárskej politiky, zúženiu output gapu, rastu peňažnej zásoby a oživeniu úverovania obyvateľstva a podnikov. Všetky tieto kroky by mali v prvom rade podporiť cieľ Európskej centrálnej banky, ktorým je zabezpečiť udržateľný návrat inflácie na úroveň dvoch percent, prípadne blízko tejto hodnoty v strednodobom horizonte. Prezident Európskej centrálnej banky v tomto prípade poukázal na pozitívny medziročný vývoj inflácie už v priebehu roka 2015. Vývoj z mimoriadne veľkej miery závisel na raste cien ropy vyjadrených v eurách začiatkom roka 2015. (DRAGHI, 2015)

Počas tlačovej konferencie realizované s čelnými predstaviteľmi Európskej centrálnej banky novinárov zaujímali predovšetkým možné budúce scenáre v prípade potencionálnych nedostatkov aktív, ktoré Európska centrálna banka zaradila do zoznamu nákupov.

Poukazovalo sa na pokles výnosov nemeckých dlhopisov, čo by malo v prípade pretrvávajúceho trendu viesť až ku poklesu pod úroveň depozity sadzby, na základe čoho by došlo k ich vyradeniu z programu. Podľa prezidenta Európskej centrálnej banky boli v tomto období tieto obavy doslova prehnane a nepredstavovali žiadnu potenciálnu hrozbu nedostatku aktív určených pre nakupovanie. V tomto prípade rozhodne platí, že program je dostatočne flexibilný na to, aby bol upravený v prípade takejto zmeny podmienok. (DRAGHI, 2015b)

Tejto problematike sa venovala aj odborná literatúra a rôzne odborné práce. Jedna z nich pri aplikácii všetkých limitov, prostredníctvom ktorých Európska centrálna banka podnikla nákupy, odhadla, že počas trvania programu budú nakúpené vládne dlhopisy Eurozóny za hodnotu 799 miliárd eur. Táto hodnota bola o poznanie nižšia ako plánovaná hodnota 836 miliárd eur. Autori poukazujú na limit 25 percent, resp. 33 percent, ktorého skoré naplnenie hrozilo u viacerých štátov Eurozóny. Riešením by v tomto prípade mohlo byť odpustenie niektorých limitov. To by ale mohlo byť problematickým pre Európsku centrálnu banku. Prakticky hrozí, že ak Európska centrálna banka bude držať napríklad 33 percent jedného typu dlhopisu, tak môže dôjsť ku distorzií ceny na danom trhu podloženej mohutnou intervenciou Európskej centrálnej banky. (CLAEYS, 2015)

Samotnú otázku, či Európska centrálna banka uskutočnila nákupy dlhových cenných papierov v plnom dostupnom rozsahu, zisťoval prieskum Bloombergu. V tomto prípade sa viac ako dve tretiny respondentov domnievali, že Európska centrálna banka ukončí program v roku 2016 podľa plánu. Väčšina z týchto respondentov sa zároveň domnievala, že Európska centrálna banka prakticky nepristúpi k zníženiu objemu nákupov. Niektorí respondenti si však naopak mysleli, že objem znižovaný bude a plánované ukončenie nákupu sa presunie z roku 2016 na rok 2017. (GORDON, a iní, 2015)

V prípade, že by sme si mali prakticky zhrnúť dopady kvantitatívneho uvoľňovania Európskej centrálnej banky, tak by išlo o nasledovný zoznam:

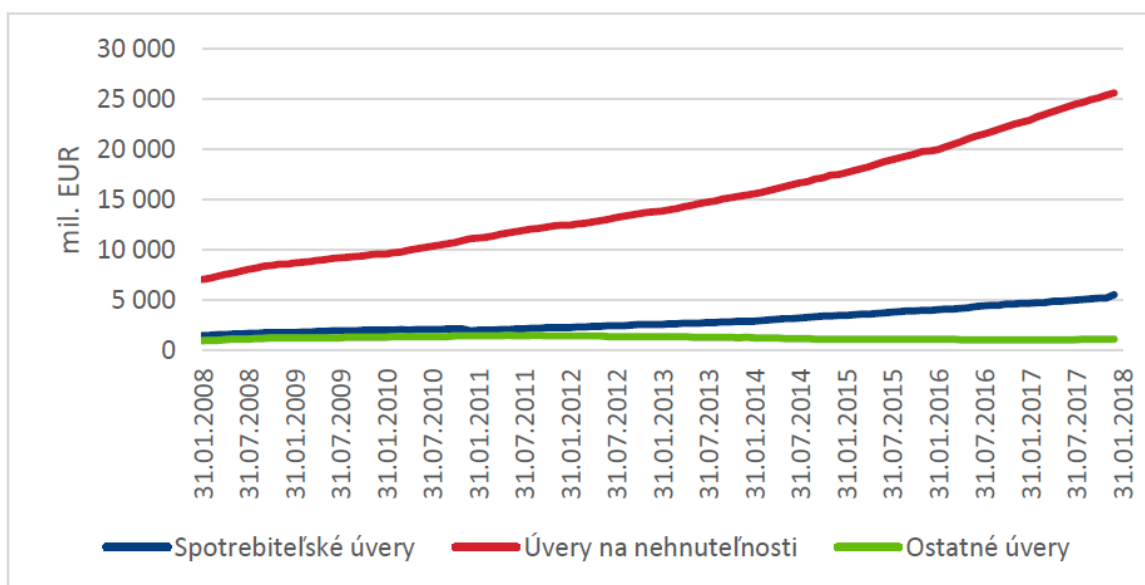
- Úrokové miery z dlhopisov klesali- v prípade negatívnej výnosnosti nemeckých dlhopisov museli investori paradoxne platiť Nemecku za to, že si môžu požičať peniaze.
- Nízke úrokové miery z dlhopisov so sebou prinášali viaceré výhody. Ako príklad by sme mohli uviesť, že sa vládam umožnilo refinancovať štátny dlh s omnoho výhodnejšími úrokovými sadzbami.

- Kvantitatívne uvoľňovanie viedlo priamo k rastu hodnoty dlhopisov v rozvahách komerčných bánk. Vďaka tejto skutočnosti mohli banky predávať svoje dlhopisy s vyšším ziskom, na základe čoho si mohli zlepšiť viaceré finančné ukazovatele.
- V neposlednom rade by sme mali poukázať na pozitívny vplyv kvantitatívneho uvoľňovania na rôzne geopolitické riziká. Eurozóna sa zatiaľ pomerne úspešne darilo vyhýbať priamym dôsledkom eskalácie krízy prehlbujúcej sa predovšetkým v Grécku. Pozitívny vývoj je v tomto prípade spôsobený aj inými vplyvy, medzi ktoré by sme mohli zaradiť napríklad pozitívne očakávania trhu, skutočnosť, že Eurozóna nájde riešenie gréckej krízy a ďalšie rôzne opatrenia počas krízy ako fondy záchrany, koncept vzniku bankovej únie a podobne. Tu by sme mali poukázať na skutočnosť, že by sa situácia mohla vyvíjať iným smerom v prípade, ak by kvantitatívne uvoľňovanie nebolo aplikované alebo by došlo k jeho omeškaniu. (NIXON, 2015)

3.5 Dopad kvantitatívneho uvoľňovania na úvery komerčných bánk

V tejto časti by sme chceli poukázať na vplyv neštandardnej menovej politiky Európskej centrálnej banky na úvery komerčných bánk. V tomto prípade by sme mali poukázať na to, že sa každým rokom zadlženosť relatívne stabilne zvyšuje. Vývoj v rozmedzí desiatich rokov po prepuknutí svetovej hospodárskej krízy znázorňujeme na grafe č. 3. Každoročne bol najvyšší podiel zaznamenaný pri úveroch na bývanie. V priebehu roka 2018 bola táto hodnota na hranici 25 miliardy eur, čo je približne 80 percent úverov komerčných bánk v rámci Slovenskej republiky. V januári bol tento pomer na hranici 75 percent, no je nutné uznať, že predstavoval podstatne nižšiu hodnotu. V roku 2008 bola zadlženosť slovenských domácností prostredníctvom úverov na bývanie na úrovni 6,8 miliardy EUR.

Graf 3 úvery komerčných bánk v rokoch 2008 až 2018



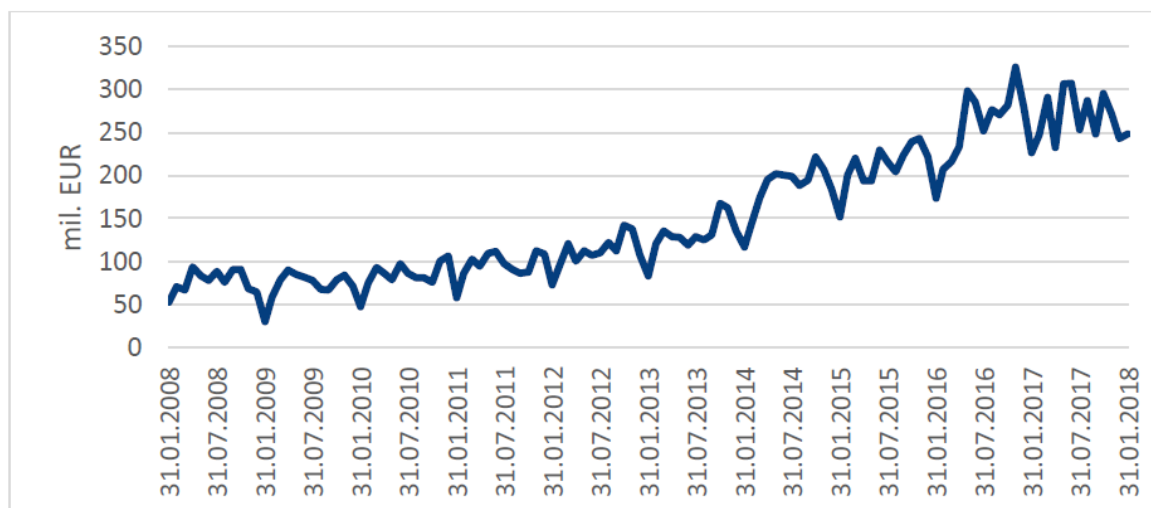
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

V tomto prípade by sme však mali poznamenať, že nielen úvery na bývanie zaznamenali významný rast. Vzrastali aj spotrebiteľské úvery. Čo sa týka objemov ostatných úverov (započítavame sem napríklad úvery zo stavebného sporenia, kontokorentné úvery a podobne), zaznamenali kulmináciu až mierny pokles. Objem spotrebiteľských úverov v rozmedzí rokov 2008 až 2018 vzrástol v podstate štvornásobne a zaznamenal svoju historicky najvyššiu hodnotu v objeme 5,5 miliardy eur. Podiel týchto úverov na úboroch bánk domácnostiam bol v priebehu roka 2008 na hranici 15 percent, pričom do roka 2018 stúpol na 17 percent.

Ako významná by sa dala označiť aj hodnota objemu novo poskytnutých spotrebiteľských úverov. Rovnako aj pri tejto hodnote sme zaznamenali každoročný nárast. Na základe štatistík úverovania obyvateľstva, ktoré uverejňuje Národná banka Slovenska na mesačnej báze, sa dá skonštatovať, že v januári každoročne dôjde k poklesu objemu. Tento efekt je spôsobený pravdepodobne tým, že sa ľudia vo zvýšenej miere zadlžovali v priebehu novembra a decembra a v januári nemali reálny záujem o úvery, čo sa týka objemu poskytnutých úverov, tak je nutné uznať, že v rozmedzí rokov 2008 až 2018 sa tento objem zvýšil 5 násobne, pričom v roku 2017 dosiahol hodnotu 272 milióna eur.

Konkrétny vývoj v tejto oblasti uvádzame na nasledovnom grafe č. 4:

Graf 4 Nárast objemu novo poskytnutých úverov

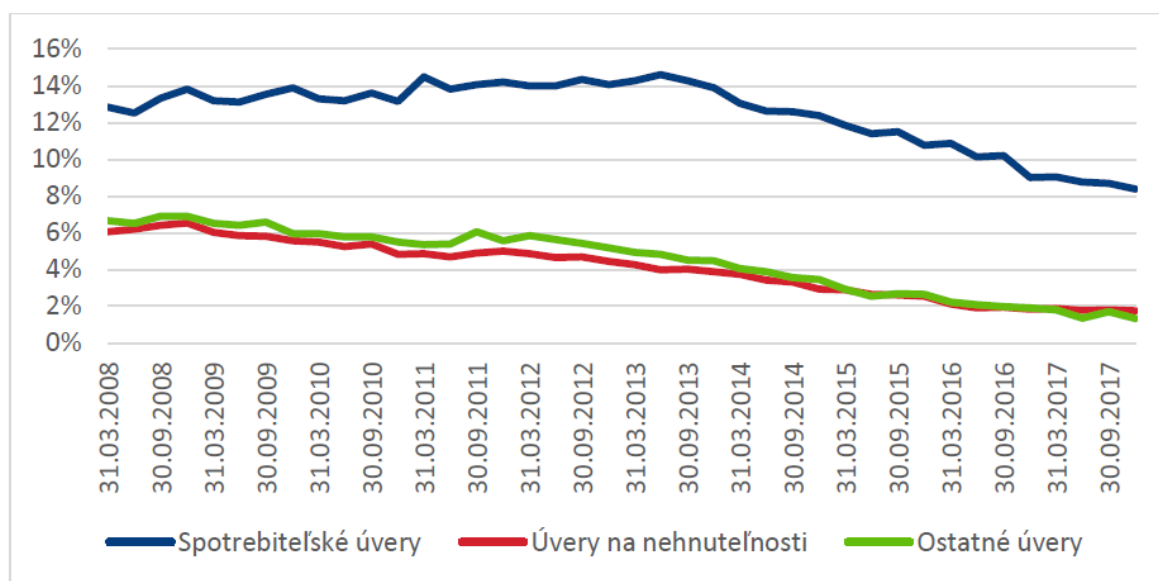


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

Tu na grafe č. 4 vidíte, že sa ten objem nových poskytnutých úverov začal zvyšovať v roku 2014, teda niekedy v čase, kedy ECB zintenzívnila svoje nekonvenčné menovo politické opatrenia. To by mohlo naznačovať, že tieto opatrenia mohli výrazne prispieť k zvýšeniu objemu poskytnutých úverov.

Máme za to, že tento vzrastajúci vývoj v oblasti úverovania slovenských domácností je priamym následkom pozitívneho vývoja v oblasti nominálnych úrokových sadziieb a ročnej priemernej miery nákladov. Vývoj nominálnych úrokových sadziieb úverov v rozmedzí rokov 2008 až 2017 po jednotlivých kvartáloch znázorňujeme na grafe číslo 5:

Graf 5 Vývoj úrokových sadziieb úverov

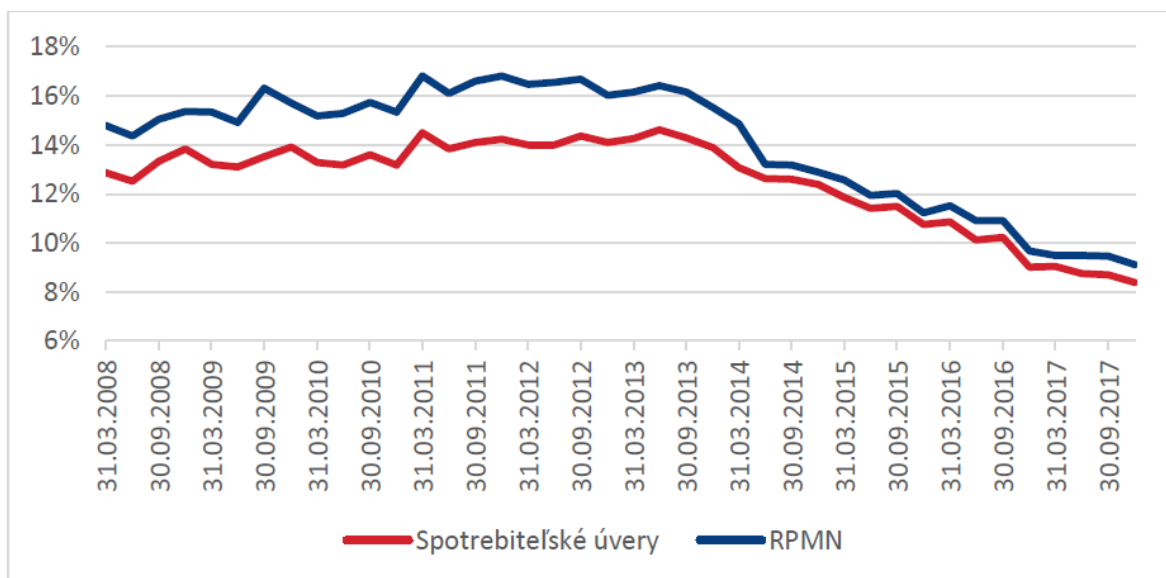


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

Nominálne úrokové sadzby úverov na nehnuteľnosti a ostatných úverov sa pohybovali relatívne podobným tempom. Začiatkom roka 2008 boli na hranici 6,5 percenta, po čom mierne klesali a až sa v priebehu roka 2017 dostali na hodnotu 1,5 percenta, čo predstavovalo minimum za toto celé obdobie. Nominálne úrokové sadzby na spotrebiteľských úveroch sa od roka 2008 do roka 2014 pohybovali približne v rozmedzí 13 a 14 percent. Potom však tieto sadzby začali klesať, čo bolo spôsobené pozitívnym vývojom slovenskej ekonomiky. Do konca nami sledovaného obdobia sa dostali na hranicu 8,38 percenta.

Hodnota RPMN sa vyvíjala takmer zhodne ako nominálna úroková miera spotrebiteľských úverov, čo je vidieť aj na nasledovnom grafe. Najväčší rozdiel medzi týmito hodnotami bol zaznamenaný v roku 2009, kedy bol rozdiel medzi RPMN a úrokovou sadzbou na hranici 2,7 percenta. Tento pokles vo významnej miere klesol v roku 2014, kedy tvoril len 0,6 percenta.

Graf 6 Vývoj nominálnej úrokovej sadzby spotrebiteľských úverov a RPMN



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

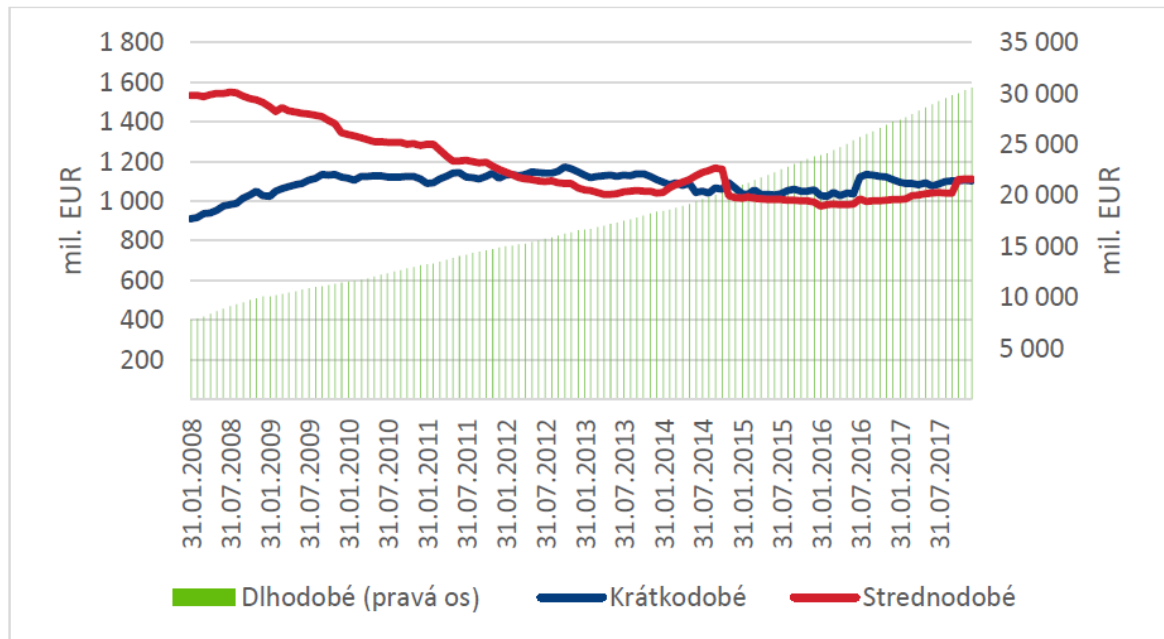
Na grafe č. 6 opäť vidíte, že sa úrokové sadzby začali výrazne znižovať v čase, kedy sa zavádzali opatrenia ako TLTRO alebo kvantitatívne uvoľňovanie.

Okrem samotnej výšky zadlženosti a úrokovej sadzby sa v priebehu nami sledovaného obdobia menila aj splatnosť úverov. Táto splatnosť je závislá aj od toho, na akú dlhú dobu sú ochotní slovenskí občania sa zadlžiť. Ak by sme sa pozreli na celé nami sledované obdobie, tak najvyšší podiel majú úvery, ktoré majú splatnosť v dĺžke viac ako piatich rokov. Tieto úvery si v nami sledovanom období zvýšili svoj podiel takmer štvornásobne. Čo sa

týka objemu krátkodobých úverov, tak ich objem sa vo významnej miere nemenil a pohyboval sa na hranici od 0,9 do 1,17 miliardy eur. Čo sa následne týka strednodobých úverov, tak začiatkom roka 2018 bol zaznamenaný celkový objem vo výške 1,5 miliardy eur. Táto hodnota mala v nasledovných rokoch klesajúcu tendenciu a do konca roka 2017 sa dostala na hodnotu 1,1 miliardy eur.

Konkrétne hodnoty uvádzame na nasledovnom grafe:

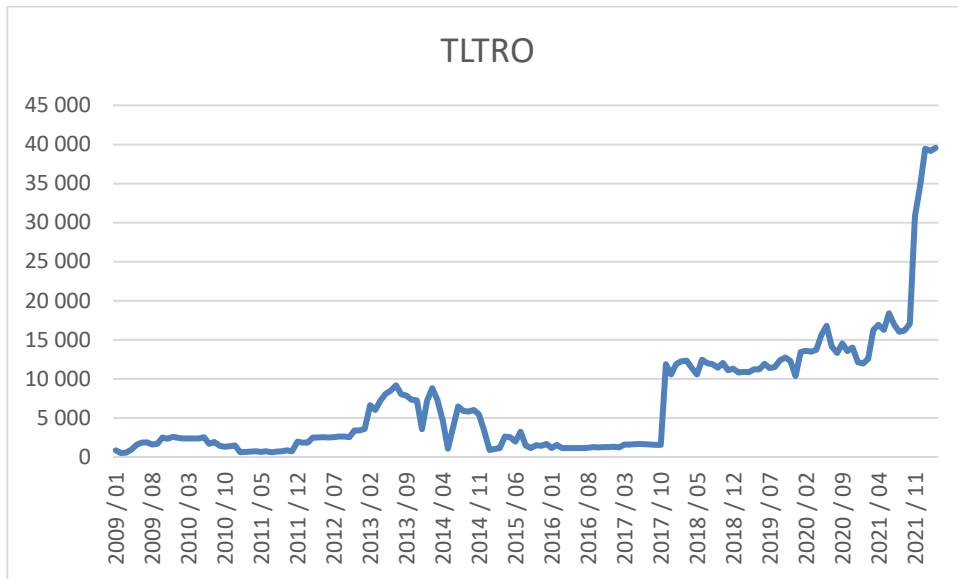
Graf 7 Vývoj dĺžky splatnosti úverov



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

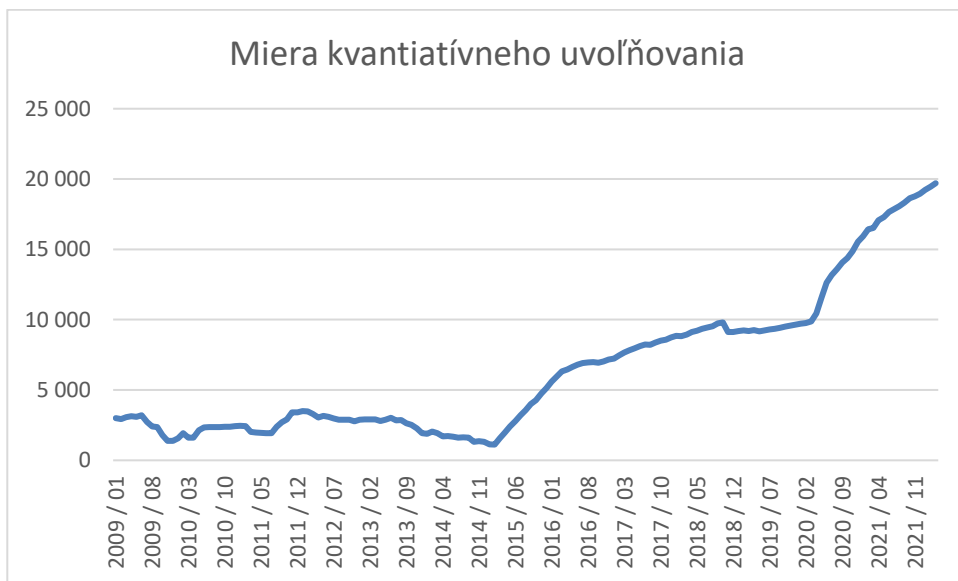
Na grafe č. 8 máme možnosť vidieť mieru uplatnenia TLTRO v slovenských podmienkach, na čo nadväzujeme grafom č. 9, ktorý znázorňuje mieru uplatnenia kvantitatívneho uvoľňovania v podmienkach Slovenskej republiky. Ak by sme si tieto krivky ešte raz porovnali s grafom č 10, kde sú znázornené objemy poskytnutých úverov, tak je medzi týmito krivkami viditeľný jasný vzťah. V podstate by sme mohli povedať, že uplatnenie neštandardnej menovej politiky Európskej centrálnej banky v podmienkach Slovenskej republiky vo významnej miere prispelo k navýšeniu čerpaných objemov úverov komerčných bánk. Mali by sme poukázať predovšetkým na vplyv kvantitatívneho uvoľňovania, ktorého vplyv je napríklad vidieť na stúpaní kriviek na grafoch 9 a 10 v rozmedzí rokov 2015 a 2016.

Graf 8 Objem TLTRO v Slovenských podmienkach



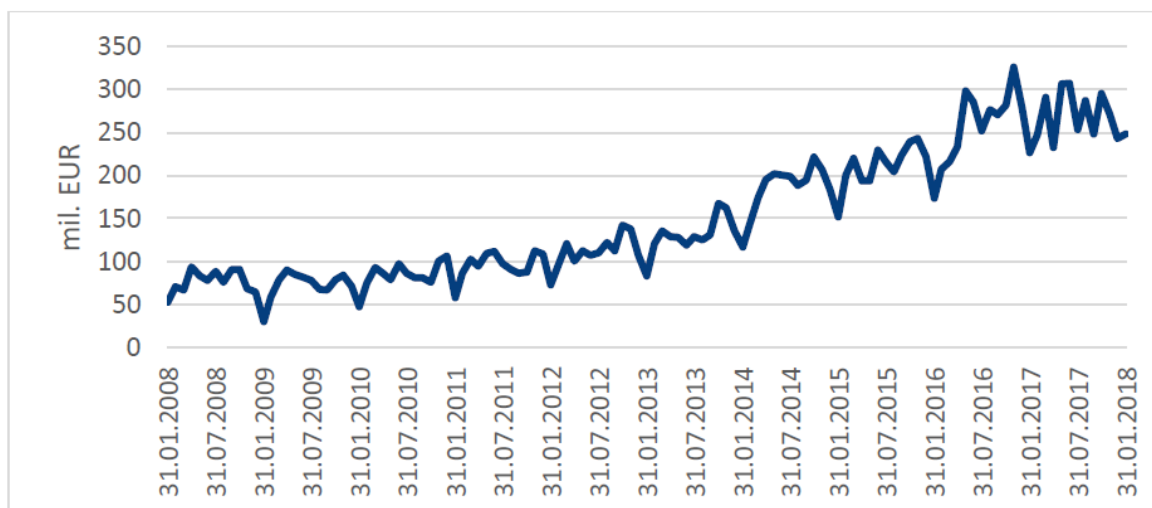
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

Graf 9 kvantitatívne uvoľňovanie na Slovensku



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

Graf 10 N8rast objem poskytnutých úverov



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Národnej banky Slovenska

V úplnom závere by sme chceli poukázať na skutočnosť, že sa jednotlivé krivky do značnej miery podobajú na mieru aplikovania kvantitatívneho uvoľňovania prostredníctvom Európskej centrálnej banky. V tomto prípade sme toho názoru, že aplikovanie tohto uvoľňovania prostredníctvom odkupovania dlhopisov zo strany Európskej centrálnej banky malo významný vplyv na zlepšovanie ekonomickej situácie v rámci celej krajiny. Toto zlepšovanie malo zákonite vplyv aj na bankový sektor, ktorý si prostredníctvom výhodnejšieho obchodovania s dlhopismi generoval zisk a mohol si prakticky dovoliť poskytnúť pre konečných spotrebiteľov (domácnosti, ale aj podniky) výhodnejšie podmienky na čerpanie úverov. Zväčšovanie celkového objemu zaúverovania bolo spôsobené podľa našich zistení práve aplikovaním neštandardných nástrojov politiky Európskej centrálnej banky.

V konečnom dôsledku by sme teda mohli skonštatovať, že uplatnenie neštandardných nástrojov menovej politiky dopomohlo okrem iného aj ku zvýhodneniu úverov pre domácnosti, ale aj podniky, čo viedlo k zvýšeniu objemu zaúverovania. Toto zvýšenie následne malo za následok že banky získali možnosť úvery ešte viac sprístupňovať obyvateľstvu. Týmto spôsobom sa naštartoval kolobeh, ktorý je typickým pre zdravú ekonomiku. V konečnom dôsledku by sme teda mohli povedať, že vplyv kvantitatívneho uvoľňovania na zaúverovanie obyvateľstva bol skutočne významný. Práve na základe jeho impulzov sa mohli naštartovať ekonomiky, čo otvorilo brány pre čerpanie úverov.

4. Záver

Ako nám aj názov tejto práce napovedá, v rámci jej obsahu sme sa venovali dopadu nekonvenčných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky a ich vplyvu na poskytované úvery komerčných bánk..

Prácu ako celok sme si rozdelili na teoretickú časť a na praktickú časť. V rámci teoretickej časti sme si vymedzili základné teoretické východiská nami skúmanej problematiky. V tomto prípade sme vychádzali z aktuálnej odbornej literatúry venovanej nami skúmanej problematike a irelevantných internetových stránok a elektronických dokumentov.

V praktickej časti práce sme sa venovali problematike inflácie a hrubému domácomu produktu počas nami skúmaného obdobia rokov 2009 až 2019. Analýze sme podrobili takisto aj základné úrokové sadzby určované Európskou centrálnou bankou a vzťah medzi týmito úrokovými sadzbami a mierou inflácie. Podstatnou časťou práce však bolo popis aplikovania neštandardných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky v nami skúmanom období a ich vplyv na poskytované úvery komerčnými bankami. V našom prípade sme sa venovali aplikovaniu kvantitatívneho uvoľňovania a dlhodobých refinančných opatrení. Ako hlavný zdroj informácií pre spracovanie praktickej časti práce nám poslúžili predovšetkým výročné správy Európskej centrálnej banky z obdobia, ktorému sme sa v rámci tejto práce venovali. Ich obsah sme preskúmali a údaje ktorá sa dotýkali nami skúmanej problematiky sme logicky zoskupili v rámci tejto práce

V úplnom závere práce sme si následne zhromaždili informácie o poskytovaných úveroch komerčnými bankami na Slovensku. Podkladom nám v tomto prípade boli štatistiky Národnej banky. Tieto údaje sme si porovnali s údajmi o aplikovaní neštandardných nástrojov menovej politiky Európskej centrálnej banky, na základe čoho sme dokladovali aj vzťah medzi nimi.

Ako základný cieľ tejto bakalárskej práce sme si stanovili zhodnotiť nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky. Reálne sme si podrobili analýze hneď dva nástroje neštandardnej menovej politiky Európskej únie, pričom sme si vymedzili aj ich konkrétny prínos, môžeme považovať tento cieľ práce za naplnený. V tomto prípade musíme skonštatovať, že oba nástroje mali vplyv na poskytované úvery Slovenskými komerčnými bankami v pokrízovom období

5. Použitá literatúra

ASSHOF, S., BELKE, A., OSOWSKI, T. Unconventional monetary policy and inflation expectations in the Euro area [Online]. CEPS 2020, ISSN: 978-94-6138-759-2 .
https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2020/01/CEPSWD2020_01_UMP_Inflation_expectations.pdf

ASHWORTH, M. 2019. Mario Draghi, and the ECB Have a Serious Problem. 2019. [online] In Bloomberg,. [Online] 2019. [Dátum: 01. 05 2022.]
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-01-21/mario-draghi-and-the-ecb-have-a-serious-problem>.

ASSENMACHER, K. 2018. The ECB's monetary policy: Standard and non-standard measures : ECB Central Banking Seminar [online]. Európska centrálna banka. [Online] 11. 07 2018. [Dátum: 30. 03 2022.]
https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-11_The_ECBs_monetary_policy_-_standard_and_non-standard_measures_-_Assenmacher.pdf.

BERNANKE, B. . 2009. The Crisis and the Policy Response: Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England. In: Federal Reserve System. [Online] 13. 01 2009. [Dátum: 30. 03 2022.]
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

CLAEYS, G. 2015. European Central Bank Quantitative Easing: The Detailed Manual. Policy Contribution 2015/02,. [Online] Európsky parlament, 2015. [Dátum: 19. 05 2022.] <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/872-european-central-bank-quantitative-easing-the-detailed-manual/>.

COEURÉ, B. 2014. Life below zero: Learning about negative interest rates: Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group. In: European Central Bank. [Online] 09. 09 2014. [Dátum: 11. 03 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>.

ČTK. 2019. Najnižšia inflácia bola v januári v Portugalsku (0,8 percenta) a v Grécku (1,0 percenta). [Online] 17. 04 2019. [Dátum: 11. 04 2022.]

<https://finweb.hnonline.sk/zahranicna-ekonomika/1925811-inflacia-eurozony-sa-vzdialila-cielovej-urovni-ecb-slovensko-je-nad-priemerom-unie>.

DRAGHI, M. 2015b. Introductory statement to the press conference (with Q&A). [Online] Európska centrálna banka , 15. 04 2015b. [Dátum: 18. 05 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150415.en.html#qa>.

DRAGHI, M.. 2015. Úvodní prohlášení na tiskové konferenci. [Online] 15. 04 2015. [Dátum: 18. 05 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150415.cs.html>.

Európska centrálna banka., 2020. ECB, ESCB a Eurosystem. [Online] 2020. [Dátum: 28. 02 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.sk.html>.

Európska centrálna banka . 2012. Výročná správa 2012. [Online] 2012. [Dátum: 19. 04 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012sk.pdf?84cf441270ef21a3e6e68afd47ef65ee>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2020b. Asset purchase programmes. [Online] 2020b. [Dátum: 11. 04 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#abspp>.

Európska centrálna banka.. 2017. Čo je signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky? [Online] 2017. [Dátum: 01. 04 2022.] https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.sk.html.

Európska centrálna banka.. 2016. Čo je TLTRO-II? [Online] 2016. [Dátum: 01. 04 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.sk.html>.

Európska centrálna banka. 2020. Strategy. [Online] 2020. [Dátum: 11. 03 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>.

Európska centrálna banka. 2019. Stručný orehľad za minulý rok. [Online] 2019. [Dátum: 22. 04 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.sk.html>.

Európska centrálna banka. 2010. Výročná správa 2010. [Online] 2010. [Dátum: 19. 04 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010sk.pdf?8b27b0be8005d2beafb86c23d377186b>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2011. Výročná správa 2011. [Online] 2011. [Dátum: 15. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011sk.pdf?0e1fe8c6d03e3c155a2a58de4bb6bd06>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2013. Výročná správa 2013. [Online] 2013. [Dátum: 05. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013sk.pdf?98b35123e0a187a97fc3ac8c53f0b630>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2014. Výročná správa 2014. [Online] 2014. [Dátum: 15. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014sk.pdf?fca1344dce71aceb43f021856b611f6f>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2015. Výročná správa 2015. [Online] 2015. [Dátum: 18. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015sk.pdf?569332a0dc6c64fd9b505c6bbe52b58e>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2017. výročná správa 2017. [Online] 2017. [Dátum: 18. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.sk.pdf?8887833fa471f64f8293868ae8260877>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2009. Výročná správa ECB 2009. [Online] 2009. [Dátum: 11. 04 2022.]
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009sk.pdf?4d317881c3bc4c45bb22cfb30eca391d>. ISSN 1830-3005.

Európska centrálna banka. 2022. Statistic Dara Warehouse. [Online] 2022. [Dátum: 2. 04 2022.] <https://sdw.ecb.europa.eu/>.

Eurostat. 2011. Gross somestic product. [Online] 2011. [Dátum: 19. 04 2022.]
<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5728397/KS-HA-11-001-07-EN.PDF/fc6a11c9-36f6-4895-a321-d79a3498ce73?version=1.0>.

FILARDO, A. a HOFMANN, B. 2014. Forward guidance at the zero lower bound: BIS Quarterly Review. [Online] 09. 03 2014. [Dátum: 11. 04 2022.] https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf.

FOGÁČ, S. 2018. Ekonomia v 5 minútach #4: Čo je QE – kvantitatívne uvoľňovanie. [Online] 2018. [Dátum: 15. 04 2022.] <https://www.trend.sk/blogy/ekonomia-5-minutach-4-co-je-qe-kvantitativne-uvolnovanie>.

GARCIA-POSADA, M., MARCHETTI, M. 2015. The bank lending channel of unconventional monetary policy: the impact of the VLTROS on credit supply in Spain. [online] Madrid, 2015. ISSN: 1579-8666. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/15/Fich/dt1512e.pdf>

GERICH, J. 2019. ECB Watch: First TLTRO-III a big disappointment. [Online] 2019. [Dátum: 25. 03 2022.] <https://e-markets.nordea.com/#!/article/53722/ecb-watch-first-tltro-iii-a-big-disappointment>.

GORDON, P. a TARTAR, A. 2015. QE Is Working Better Than ECB Dared Hope. [Online] 26. 04 2015. [Dátum: 20. 05 2022.] <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-26/ecb-seen-going-all-the-way-on-qe-as-taper-doubted-by-economists>.

GRÄB J., ZOCHOWSKI, D. 2017. The international bank lending channel of unconventional monetary policy [online]. Európska centrálna banka [online]. November 2017, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2109.en.pdf>

HARTL, M. 2013. *Európska centrálna banka a finančná kríza : diplomová práca.* Bratislava : Univerzita Komenského v Bratislave, 2013.

HONTYOVA, K., LISÝ, J., MAJDÚCHOVÁ, H. *Základy ekonomie a ekonomiky.* 6. vyd. Bratislava: Ekonóm, 2009. 194 s. ISBN9788022526944

CHOVANCOVÁ, B, a iní. 2016. *Finančné trhy: nástroje a transakcie. 2. prepracované a doplnené vydanie.* Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-8168-330-5.

JÍLEK, J. 2013. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika.* Praha : GRDA Publishing, 2013. ISBN 978-80-47-4516-9.

KLIKOVÁ, CH. a KOTLÁR, I. 2012. *Hospodářská politika. 3. vyd.* Ostrava : INSTITU VZDĚLÁVÁNÍ SOKRATES, 2012. isbn 978-80-86572-76-5.

KLÍMA, M. a KOMÁREK, L. 2014. Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví?. In: Globální ekonomický výhled. [Online] Česká národní banka, 2014. [Datum: 05. 04 2022.] https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/gev/gev_2014/gev_2014_01.pdf.

LISÝ, J. a kolektiv. 2016. *Ekonomía* . vyd. Wolters Kluwer, 2016, 624 s. ISBN 9788075522757

LOWE, P. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. Bank for International Settlements, [online]. October 2019, ISBN 978-92-9259-296-7, <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf?fbclid=IwAR1dEJC1TmOU-ZWwR35Piga-KmWciBCXWLYWiz8Uge1Hi1s836GYc4cSl8M>

MATEJKOVÁ, E., PIETRIKOVÁ, M. a POLÁKOVÁ, Z. 2015. *Praktikum zo štatistiky A. 3. nezmenené vydanie.* Nitra : Vydavateľstvo SPU, 2015. ISBN 978-80-552-1416-0.

MEJSTRÍK, M., PEČENÁ, M. a TEPLÝ, P. 2014. *Bankovníctví v teorii a v praxi : Banking in theory and practice.* Praha : Univerzita Karlova Nakladatelství Kariolinium, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.

Národná banka Slovenska. 2018. Výročná správa 2018. [Online] 2018. [Datum: 25. 04 2022.] https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/protected/VSNBS18.pdf . ISBN 978-80-8043-241-6 .

NIXON, S. 2015. QE Is Working Better Than ECB Dared Hope. [Online] 15. 04 2015. [Datum: 19. 05 2022.] <https://www.wsj.com/articles/suddenly-qe-becomes-flavor-of-the-month-for-the-eurozone-1429129592>.

OECD. 2009. National accounts at a glance. [Online] 2009. [Datum: 11. 04 2022.] <https://www.oecd.org/berlin/44681640.pdf>.

REJNUŠ, O. 2016. *Finanční trhy.* Praha : GRADA Publishing, 2016. ISBN 978-80-271-9299-1.

SANTOR, E. a SUCHANEK, L. 2013. Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs. In: Bank of Canada Review: Spring

2013. [Online] 16. 05 2013. [Dátum: 02. 04 2022.] <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/boc-review-spring13.pdf>. ISSN 1483-8303.

SCHELLER, H. 2006. Európska centrálna banka : História, úlohy a funkcie. Druhé upravené vydanie. [Online] 2006. [Dátum: 25. 02 2022.] <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006sk.pdf?c4f398ec46e9b11bf8b33b5c507e890b>. ISBN 978-92-899-0357-8..

SMAGHI, L. B. 2009. Conventional and uncoventional monetary policy. In: European Central Bank: Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies. [Online] 28. 04 2009. [Dátum: 01. 04 2022.] <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>.

TÓTH, J. 2019. Kvantitatívne uvoľňovanie (QE). [Online] Národná banka Slovenska, 15. 10 2019. [Dátum: 22. 03 2022.] http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/prednaska_Kvantitativne_uvolnovanie.pdf.

TÓTH, J. 2019. Kvantitatívne uvoľňovanie : Prednáška pre UK, EÚ a UMB. Národná banka Slovenska. [Online] 2019. [Dátum: 11. 04 2022.] http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/prednaska_Kvantitativne_uvolnovanie.pdf.

ZAMRAZILOVÁ, E. 2014. Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. [Online] 02 2014. [Dátum: 01. 04 2022.] https://www.researchgate.net/publication/290952620_Menova_politika_kratkodoba_stabilizace_versus_dlouhodob_a_rizika.

ZIMKOVÁ, E. a kol. 2020. *Bankovníctvo*. Banksý Bystrica : Inuverzita Mateja Bela, 2020. ISBN 978-80-557-1681-7.