

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/B/2023/36122176490792708

**VPLYV MENOVEJ POLITIKY NA PRÍJMOVÚ
A MAJETKOVÚ NEROVNOSŤ**

Bakalárska práca

2023

Lucia Tchuriková

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

**VPLYV MENOVEJ POLITIKY NA PRÍJMOVÚ
A MAJETKOVÚ NEROVNOSŤ**

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, PhD.

Bratislava 2023

Lucia Tchuriková

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracovala samostatne a uviedla som všetku použitú literatúru.

Dátum: 12.5.2023

.....

Lucia Tchuriková

Pod'akovanie

Ďakujem môjmu školiteľovi Ing. Borisovi Fišerovi, PhD., za jeho cenné rady, poznatky a celkovú podporu.

Abstrakt

TCHURIKOVÁ, Lucia: *Vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Ing. Boris Fišera, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 49 s.

Záverečná práca je vypracovaná na tému Vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť. Cieľom práce bolo skúmať vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť vo vybraných krajinách. Bakalárska práca bola rozdelená do troch hlavných kapitol. Prvá kapitola práce sa zameriavala na teoretický vzťah medzi opatreniami menovej politiky a príjmovou a majetkovou nerovnosťou. Druhá kapitola práce vymedzila cieľ a metodiku práce. Tretia kapitola práce bola venovaná skúmaniu vzťahu medzi menovými politikami vybraných centrálnych bánk a príjmovými nerovnosťami v jednotlivých krajinách. Najskôr sa kapitola zameriavala na Európsku centrálnu banku a vplyv jej opatrení menovej politiky na príjmovú nerovnosť na Slovensku. Ďalej bol skúmaný vplyv opatrení menovej politiky Federálneho rezervného systému na príjmovú nerovnosť v Spojených štátoch. V neposlednom rade kapitola priblížila opatrenia menovej politiky Bank of England a ich vplyv na príjmovú nerovnosť v Spojenom kráľovstve. Výsledkom riešenia danej problematiky je zhodnotenie vplyvu konkrétnych opatrení menovej politiky na príjmové nerovnosti v krajinách.

Kľúčové slová: menová politika, príjmová nerovnosť, majetková nerovnosť, nekonvenčné opatrenia menovej politiky

Abstract

TCHURIKOVÁ, Lucia: *The impact of monetary policy on income and wealth inequality*. - University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Ing. Boris Fišera, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 49 p.

The final thesis is prepared on the topic of the influence of monetary policy on income and wealth inequality. The aim of the work was to examine the impact of monetary policy on income and property inequality in selected countries. The bachelor thesis was divided into three main chapters. The first chapter of the work focused on the theoretical relationship between monetary policy measures and income and property inequality. The second chapter of the work defined the goal and methodology of the work. The third chapter of the thesis was devoted to the study of the relationship between the monetary policies of selected central banks and income inequalities in individual countries. First, the chapter focused on the European Central Bank and the impact of its monetary policy measures on income inequality in Slovakia. Furthermore, the impact of the Federal Reserve System's monetary policy measures on income inequality in the United States was examined. Last but not least, the chapter zoomed in on the Bank of England's monetary policy measures and their impact on income inequality in the United Kingdom. The result of solving the given issue is an evaluation of the impact of specific monetary policy measures on income inequality in countries.

Keywords: monetary policy, income inequality, wealth inequality, unconventional monetary policy measures

Obsah

Zoznam ilustrácií	8
Zoznam schém	8
Zoznam tabuliek	8
Úvod.....	10
1 Súčasný stav riešenej problematiky.....	11
1.1 Definícia menovej politiky, jej význam a ciele.....	11
1.2 Formy menovej politiky	12
1.3 Subjekty a nástroje menovej politiky	14
1.4 Nekonvenčné opatrenia menovej politiky.....	16
1.5 Transmisné kanály menovej politiky	19
1.6 Príjmová a majetková nerovnosť	21
1.7 Vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť	27
2 Cieľ a metodika práce.....	31
3 Výsledky práce a diskusia	33
3.1 ECB a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť na Slovensku	33
3.2 FED a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť v Spojených štátoch.....	39
3.3 Bank of England a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť v Spojenom kráľovstve	43
Záver	48
Zoznam použitej literatúry	49

Zoznam ilustrácií

Obrázok 1 Príjmová nerovnosť vo svete podľa Giniho koeficientu	23
--	----

Zoznam schém

Schéma 1 Vzťah medzi nástrojmi a cieľmi menovej politiky	12
Schéma 2 Vplyv kanálu úrokových sadzieb na príjmovú a majetkovú nerovnosť	30

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 Dôsledky reštriktívnej a expanzívnej menovej politiky	13
Tabuľka 2 Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky	34

Zoznam grafov

Graf 1 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB od roku 2009	36
Graf 2 Objem nákupu aktív ECB od roku 2009	37
Graf 3 Objem nákupu aktív a percentuálne ročné zmeny Giniho indexu	38
Graf 4 Porovnanie vývoja sadzieb pre hlavné refinančné operácie a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu	39
Graf 5 Sadzba federálnych fondov FED	40
Graf 6 Fázy kvantitatívneho uvoľňovania centrálnej banky FED	40
Graf 7 Porovnanie objemu nákupu aktív FED a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu	42
Graf 8 Porovnanie vývoja sadzby federálnych fondov a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu	43
Graf 9 Vývoj úrokovej sadzby Bank of England od roku 2009	44
Graf 10 Fázy kvantitatívneho uvoľňovania Bank of England	45

Graf 11 Porovnanie vývoja rezerv Bank of England a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu	46
Graf 12 Porovnanie vývoja Bank rate a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu ..	47

Úvod

Menová politika je kľúčovým nástrojom, ktorý používajú vlády a centrálné banky na riadenie ekonomiky. Jej významnú úlohu možno sledovať najmä v časoch hospodárskej krízy alebo recesie, ktoré môžu viesť k výraznému spomaleniu ekonomickej aktivity, strate pracovných miest a zvýšeniu finančnej nestability. Opatrenia menovej politiky vplyvajú na zmeny cien tovarov a služieb, ako aj na úrok, za ktorý si ľudia požičiavajú finančné prostriedky od komerčných bánk, čím môže menová politika pomôcť stabilizovať hospodárstvo a zmierniť dôsledky krízy. Vplyv opatrení menovej politiky však môže byť rozsiahly, pričom závisí od rôznych faktorov, ako je aktuálny stav ekonomiky, povaha opatrení a spôsob ich implementácie. Okrem pozitívneho vplyvu však môžu mať opatrenia menovej politiky aj neželané dôsledky na rôzne sektory hospodárstva. Jednou takouto oblasťou, na ktorú menová politika vplyva, je príjmová a majetková nerovnosť. Nepomer medzi bohatými a chudobnými zase ovplyvňuje ekonomický rast a makroekonomickú stabilitu. Centrálné banky tak musia starostlivo vyvážiť svoje kroky, aby dosiahli želané ekonomické ciele a zároveň minimalizovali nepriaznivé dôsledky.

Cieľom bakalárskej práce je skúmať vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť vo vybraných krajinách. Prvá kapitola vymedzuje teoretické definície menovej politiky, jej foriem, subjektov a nástrojov, ktoré využíva na splnenie svojich cieľov. Kapitola definuje aj príjmovú a majetkovú nerovnosť, pričom poukazuje na teoretický vzťah medzi menovou politikou a nerovnosťami. Druhá kapitola práce stanovuje hlavný cieľ, čiastkové ciele ako aj metodiku využitia pri spracovávaní bakalárskej práce. Tretia kapitola práce skúma vzťah medzi opatreniami menovej politiky vybraných centrálnych bánk a príjmovou nerovnosťou v daných krajinách. Najskôr kapitola poukazuje na vplyv opatrení menovej politiky Európskej centrálnej banky na príjmovú nerovnosť na Slovensku. Ďalej kapitola skúma aj vzťah medzi opatreniami menovej politiky Rezervného systému a príjmovej nerovnosti v Spojených štátoch. V neposlednom rade práca skúma vplyv menovej politiky Bank of England na príjmovú nerovnosť v Spojenom kráľovstve.

1 Súčasný stav riešenej problematiky

1.1 Definícia menovej politiky, jej význam a ciele

Menová politika je proces, ktorým vláda, centrálna banka alebo menová autorita krajiny kontroluje ponuku, dostupnosť a cenu peňazí teda úrokovú mieru s cieľom dosiahnuť súbor cieľov orientovaných na rast a stabilitu ekonomiky. Monetárna teória poskytuje pohľad na to, ako vytvoriť optimálnu menovú politiku. Menová politika spočíva na vzťahu medzi úrokovými mierami v ekonomike a teda cenou, za ktorú si možno peniaze požičať, a celkovou ponukou peňazí. Menová politika využíva rôzne nástroje na kontrolu a ovplyvnenie výsledkov menovej politiky, akými sú ekonomický rast, inflácia, výmenné kurzy a nezamestnanosť (Iordachioaia, Titu, 2011).

Menová politika sa týka opatrení centrálnej banky na kontrolu ponuky peňazí a úrokových sadzieb v ekonomike, pričom ju ovplyvňujú mnohé faktory ako napríklad elasticita dopytu po peniazoch vzhľadom na príjem a úrokové sadzby, elasticita agregátneho dopytu vzhľadom na úrokové sadzby a mobilita kapitálu v otvorenej ekonomike. Okrem toho faktory na strane agregátnej ponuky ekonomiky, ako sú podmienky na trhu práce a kapacitné obmedzenia, môžu tiež ovplyvniť efektívnosť menovej politiky (Daoui, 2023).

Základné ciele menovej politiky sú udržanie stability cenovej hladiny, dosiahnutie plnej zamestnanosti, udržateľného ekonomického rastu a pevnej pozície platobnej bilancie. Tieto ciele sú však často konfliktné a preto je ich dosiahnutie pomerne náročné. V prípade, že udržanie cenovej stability vyžaduje vyššie úrokové sadzby, nezamestnanosť sa zvyšuje a tempo ekonomického rastu spomaľuje (Lisý et al., 2016). Hlavným cieľom menovej politiky je však udržať cenovú stabilitu. Cenovú stabilitu možno definovať ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien pod 2 % a to v strednodovom horizonte. Formulácia „v strednodobom horizonte“ signalizuje, že menová politika nedokáže doladiť vývoj cien alebo inflácie v krátkodobom horizonte niekoľkých mesiacov. Zmeny v menovej politike vždy ovplyvňujú ceny s výrazným časovým oneskorením a veľkosť prípadného dopadu je neistá (ECB, 2006).

Menová politika je považovaná za súčasť ekonomického plánovania a stratégií na zabezpečenie prostredia pre ekonomický rozvoj a blahobyt širokej verejnosti. Zrýchlený rast investícií a kontrola inflácie sú dva ciele menovej politiky, zatiaľ čo rast investícií úzko

súvisí s vytváraním pracovných príležitostí. Akýkoľvek politický nástroj, ktorý ovplyvňuje infláciu alebo nezamestnanosť, ovplyvní aj úroveň chudoby, pretože veľkosť chudoby je určená úrovňou nezamestnanosti a inflácie. Efektívnosť menovej politiky v skutočnosti závisí od miery využitia domáceho úverovania pri posilňovaní ekonomických a obchodných aktivít. Menová politika je taktiež kľúčovým determinantom investícií. Úroková sadzba na pôžičky od komerčných bánk a ľahký prístup k úverom sú prvky menovej politiky, ktoré určujú cenu úverov, objem úverov a objem investícií, ktoré majú dôležitý vplyv na ekonomický rast, nezamestnanosť a infláciu (Mehar, 2023).

Autori Lisý et al. (2016) tvrdia, že uskutočňovanie monetárnej politiky sa začína určením nástroja, ktorým sa dosiahnu sprostredkujúce ciele (napríklad ovplyvnenie objemu peňazí v obeh, výšky úrokových sadzieb a podobne) a dosiahnutím sprostredkujúcich cieľov menová politika dosiahne konečný cieľ v podobe cenovej stability, rastu HDP a iných cieľov. Vzťah medzi nástrojmi, sprostredkujúcimi cieľmi a konečnými cieľmi vyjadruje nasledujúca schéma 1:

Schéma 1 Vzťah medzi nástrojmi a cieľmi menovej politiky



Zdroj: Lisý et al. (2016)

1.2 Formy menovej politiky

V závislosti od toho, či centrálna banka uvoľňuje peňažné prostriedky do obehu alebo sťahuje peňažné prostriedky z obehu, možno hovoriť o reštriktívnej (sprísňujúcej) a expanzívnej (uvoľňovacej) menovej politike. V prípade reštriktívnej menovej politiky centrálna banka predáva štátne obligácie na voľnom trhu, zvyšuje úrokové sadzby alebo zvyšuje sadzby povinných rezerv, čím banka spôsobí rast úrokových mier a tým aj zníženie peňazí v obeh. Tento prístup sa uplatňuje najmä vtedy, ak existujú náznaky nepriaznivo sa zvyšujúcej inflácie. Cieľom je teda urobiť peniaze ťažko dostupnými. Opačným prípadom je expanzívna monetárna politika, ktorá uvoľňuje do obehu viac peňažných prostriedkov

prostredníctvom opačných opatrení ako pri reštriktívnej monetárnej politike. Ponuka peňazí sa v tomto prípade zvyšuje a zároveň sa znižujú úrokové sadzby. Spotrebitelia tak môžu viac investovať a spotrebúvať. Tento prístup sa využíva najmä ak ekonomike hrozí recesia (Lisý et al., 2016).

Autor George (2021) poukazuje na hlavné dôsledky plynúce z reštriktívnej a expanzívnej monetárnej politiky, ktoré možno vidieť v tabuľke č. 1:

Tabuľka 1 Dôsledky reštriktívnej a expanzívnej menovej politiky

	Reštriktívna menová politika	Expanzívna menová politika
Sprostredkujúce dopady	Pokles cien dlhopisov	Nárast cien dlhopisov
	Pokles cien zahraničných dlhopisov	Zvýšenie cien zahraničných dlhopisov
	Zhodnotenie výmenného kurzu	Znehodnotenie výmenného kurzu
	Pokles vývozu a zhoršenie platobnej bilancie	Zvýšenie vývozu a vylepšenie platobnej bilancie
	Nižší objem investícií	Vyšší objem investícií
Hlavné dopady	Spomalenie tempa ekonomického rastu	Zrýchlenie tempa ekonomického rastu
	Zníženie inflácie	Zvýšenie inflácie

Zdroj: vlastné spracovanie podľa George (2021)

Reštriktívna monetárna politika má za následok zvyšovanie úrokových sadzieb, čím sa dlhopisy so stanoveným fixným úrokom nemusia zdať atraktívne pre investorov v prípade, že sa úroková sadzba v krajine neustále zvyšuje. To spôsobuje pokles dopytu po dlhopisoch a tým aj znižuje cenu dlhopisov. Navyše keď sa dopyt po domácej mene zvyšuje a dopyt po cudzej mene klesá, môže dôjsť k zhodnoteniu výmenného kurzu. Vyššie úrokové sadzby bývajú atraktívne pre zahraničné finančné investície. To môže zvýšiť relatívnu hodnotu meny. Zvýšenie úrokovej sadzby môže mať za následok prílev zahraničného kapitálu do ekonomiky a tým aj viac cudzej meny. Zhodnotený výmenný kurz však môže spôsobiť zníženie vývozu, zvýšenie dovozu a pokles obchodnej bilancie. V neposlednom rade vyššie úrokové sadzby môžu viesť k nižším úrovniam kapitálových investícií. Hlavným

dopadom reštriktívnej menovej politiky je tak spomalenie tempa ekonomického rastu krajiny a zníženie inflácie. V prípade expanzívnej politiky sú efekty opačné, nakoľko centrálna banka úrokové sadzby znižuje. Dlhopisy s fixným úrokom tak budú atraktívnejšie a naopak prostredie pre zahraničné investície menej atraktívne, čím sa znehodnotí výmenný kurz. Tým sa zvýši objem vývozu, zníži dovoz a vylepší obchodná bilancia. Prostredníctvom tohto vylepšenia obchodnej bilancie sa následne zvýši tempo ekonomického rastu (George, 2021).

1.3 Subjekty a nástroje menovej politiky

Hlavným subjektom monetárnej politiky je centrálna banka. Centrálna banka je verejná inštitúcia, ktorá spravuje menu krajiny alebo skupiny krajín a kontroluje peňažnú zásobu a teda množstvo peňazí v obehu. Hlavným cieľom mnohých centrálnych bánk je cenová stabilita. Jedným z hlavných nástrojov každej centrálnej banky je stanovovanie úrokových sadzieb a teda ceny peňazí. Centrálna banka nie je komerčná banka, čiže nie je motivovaná ziskom. Jednotlivec si nemôže zriadiť účet v centrálnej banke a ani ju požiadať o úver. Pôsobí však ako banka pre komerčné banky a prostredníctvom nich ovplyvňuje tok peňazí a úverov v ekonomike na dosiahnutie stabilných cien. Komerčné banky sa môžu obrátiť na centrálnu banku, aby si požičali peniaze a to zvyčajne na pokrytie veľmi krátkodobých potrieb. Aby si požičali od centrálnej banky, musia poskytnúť kolaterál ako štátny dlhopis alebo podnikový dlhopis, ktorý má hodnotu a funguje ako záruka, že peniaze splatia. Keďže komerčné banky si môžu požičiavať dlhodobo za krátkodobé vklady, môžu častokrát čeliť problémom s likviditou. Ide o situácie, kedy majú komerčné banky prostriedky na splatenie dlhu, ale nie sú schopné ich rýchlo premeniť na hotovosť. Tu môže centrálna banka zasiahnuť ako veriteľ a to pomáha udržať finančný systém stabilný. Centrálna banka môžu mať okrem menovej politiky širokú škálu úloh. Zvyčajne vydávajú bankovky a mince, často zabezpečujú bezproblémové fungovanie platobných systémov pre banky a obchodované finančné nástroje, spravujú devízové rezervy a zohrávajú úlohu pri informovaní verejnosti o ekonomike. Mnohé centrálna banky tiež prispievajú k stabilite finančného systému tým, že dohliadajú na komerčné banky, aby sa ubezpečili, že veritelia nepodstupujú príliš veľké riziko (ECB, 2015).

Pri realizácii menovej politiky môže centrálna banka konať dvoma spôsobmi a to priamo prostredníctvom svojich regulačných právomocí alebo nepriamo prostredníctvom svojho vplyvu na peňažný trh vzhľadom na svoje postavenie emitenta peňazí centrálnej banky. Priame nástroje ovplyvňujú úrokové sadzby a objem úverov prostredníctvom

regulácií, zatiaľ čo nepriame nástroje ovplyvňujú dopyt a ponuku na trhu a preto sú nazývané aj trhovými nástrojmi. Vo väčšine krajín centrálna banka využíva nepriame nástroje menovej politiky, avšak v niektorých prípadoch (hospodárska kríza, vojnové konflikty a podobne) centrálna banka využíva priame nástroje. Prostredníctvom priamych nástrojov môže centrálna banka napríklad nariadiť komerčným bankám úverové limity, či podmienky poskytovania spotrebiteľských úverov. Centrálna banka však využíva k realizácii menovej politiky najmä tieto nepriame nástroje:

- Operácie na voľnom trhu – zahŕňajú predaj a kúpu štátnych cenných papierov. V prípade hrozby zvyšovania inflácie z dôvodu veľkého množstva peňazí v obehu menová politika znižuje množstvo peňazí v obehu a to prostredníctvom predaja štátnych cenných papierov. Predaj sa uskutočňuje na kapitálovom trhu, pričom tieto cenné papiere si môžu kúpiť rôzne finančné inštitúcie. Tieto inštitúcie po kúpe vystavia centrálnej banke šek a centrálna banka si platbu prevedie z obchodných bánk. V prípade expanzívnej menovej politiky by bol postup aj účinok opačný. Ak by bol v krajine nedostatok finančných prostriedkov, centrálna banka by potrebovala uvoľniť finančné prostriedky do obehu a tak by nakupovala cenné papiere od finančných inštitúcií. Tým by vznikli nové finančné prostriedky v bankovom sektore, úvery by boli lacnejšie, rástli by investície, zamestnanosť a aj HDP.
- Úrokové sadzby centrálnej banky – základná úroková sadzba predstavuje úrok, za ktorý si komerčné banky požičiavajú financie od centrálnej banky. Ak je táto sadzba nižšia, rastie ponuka peňazí a zase naopak. Od tejto sadzby sa odvíjajú všetky úrokové sadzby úverov v bankovom sektore.
- Povinné minimálne rezervy – považujú sa za najdramatickejší prístup, nakoľko nimi možno dosiahnuť rýchlu a výraznú zmenu v objeme peňazí v ekonomii. V prípade zvýšenia sadzieb povinných rezerv musia banky obmedziť úvery a investície pre vytvorenie dostatočnej rezervy. Zmena sa prejavuje vo vysokých úrokových sadzbách, v poklese investícií, v znížení zamestnanosti a v znížení HDP.
- Intervencie na devízových trhoch – predstavujú nákup alebo predaj meny inej krajiny s cieľom ovplyvniť výmenný kurz (Lisý et al., 2016).

Významom cenovej stability je udržať rast cien pod úrovňou 2 % v priemere ročne, nakoľko s nadmerným zvyšovaním cien financie strácajú hodnotu. Za normálnych okolností v ekonomike centrálna banka udržiava cenovú stabilitu konvenčnými (tradičnými) opatreniami a to tak, že stanovuje cieľ pre jednoduchú úrokovú sadzbu na medzibankovom

peňažnom trhu a tomuto cieľu prispôsobuje ponuku peňazí centrálnej banky prostredníctvom operácií na voľnom trhu. Operácie, ktoré majú zabezpečiť rýchlu likviditu komerčných bánk sa zvyčajne uskutočňujú prostredníctvom zábezpeky dostatočne akceptovateľných aktív. Tieto opatrenia umožňujú potlačiť infláciu, stimulovať hospodárstvo a zabezpečiť tak zdravé fungovanie peňažných trhov. Avšak ako sa ukázalo v časoch hospodárskej krízy v roku 2008, konvenčné opatrenia nemusia byť vždy dostatočné. Ak je ekonomický šok príliš silný a približovanie úrokových mier k nule nie je postačujúce, centrálna banka využíva dodatočné menové stimuly v podobe nekonvenčných (netradičných) opatrení. Práve nekonvenčné nástroje (opatrenia) menovej politiky majú významný vplyv na príjmovú nerovnosť a preto im je venovaná nasledujúca kapitola (Bernarke, 2020).

1.4 Nekonvenčné opatrenia menovej politiky

Nekonvenčné opatrenia menovej politiky možno definovať ako politiky, ktoré sa priamo zameriavajú na náklady a dostupnosť externých financií pre banky, domácnosti a nefinančné spoločnosti. Na rozdiel od konvenčnej opatrení menovej politiky neboli nekonvenčné opatrenia zamerané na krátkodobé úrokové sadzby. Niektoré boli navrhnuté tak, aby ovplyvnili dlhodobé bezrizikové sadzby, zatiaľ čo iné boli zamerané na ovplyvnenie likvidity, či na zhodnotenie aktív na podporu transmisného mechanizmu menovej politiky (Kapounek, Kučerová, 2016).

Nástroje nekonvenčnej menovej politiky sa v princípe príliš nemenia od nástrojov, ktoré využívali centrálna banka v minulosti. Hlavný rozdiel je však v širšom rozsahu nasadenia týchto nástrojov. Taktiež tieto nástroje zvyšujú ceny finančných aktív, ktoré majú tendenciu vlastniť majetnejší ľudia a tým sa zvyšuje príjmová nerovnosť. Nekonvenčné nástroje menovej politiky možno zaradiť do skupín na negatívne úrokové sadzby, rozšírenie úverových operácií, nákupy aktív centrálnou bankou a forward guidance:

Negatívne úrokové sadzby

Pred hospodárskou krízou v roku 2008 bolo všeobecne uznávané, že úrokové sadzby by mali byť kladné, pričom dolná hranica úrokovej sadzby by mala byť nula. Avšak počas krízy začali centrálna banka posúvať túto hranicu pod nulu, čo sa ukázalo ako efektívne riešenie. Vlastník prebytočných rezerv znáša náklady na umiestnenie týchto rezerv

v centrálnej banke, čím sa mení obvyklý model tokov úrokových platieb (Potter, Smets, 2019).

Negatívne úrokové sadzby sú používané v krajnom prípade, kedy predošlé opatrenia menovej politiky nenaplnili požadované ciele. Častými dôvodmi k využitiu negatívnych úrokových sadzieb je výrazné zhodnotenie domácej meny alebo prebytok likvidity komerčných bánk na účtoch v centrálnej banke. Cieľom negatívnych úrokových sadzieb je tak oslabenie domácej meny a motivovanie komerčných bánk k tomu, aby finančné prostriedky nedržali na účtoch v centrálnej banke, ale aby ich využili na poskytovanie úverov nefinančným subjektom (Kostelný, 2013).

Rozšírenie úverových operácií

Centrálne banky rozšírili existujúce úverové nástroje, aby umožnili širšiemu okruhu finančných inštitúcií čerpať úver od centrálnej banky a to za výhodnejších podmienok. Výhody spočívajú napríklad v zálohe kolaterálom s nižšou hodnotou, ktorú komerčné banky poskytujú centrálnej banke, či čerpaní úveru na dlhšie časové obdobie. Rozšírené úverové operácie umožňujú komerčným bankám poskytovať úvery aj v nepriaznivej ekonomickej situácii (Potter, Smets, 2019).

Nákupy aktív centrálnych bánk

Rozsiahle nákupy dlhodobých aktív a aktív súkromného sektora boli počas obdobia hospodárskej krízy relatívne novým riešením. Centrálne banky využívali rozsiahle nákupy aktív aby ovplyvnili ceny aktív, nakoľko sa nákupom znižovali príslušné úrokové sadzby a rizikové prémie a tie umožnili obchádzaniu narušených článkov transmisii. Následne sa znižovali náklady na úvery pre reálnu ekonomiku, stimuloval sa dopyt po rizikovejších aktívach a spolu s uvoľnením finančných podmienok sa očakávalo, že výdavky na agregátom trhu budú stimulované (Potter, Smets, 2019).

Jednou z foriem nákupov aktív je kvantitatívne uvoľňovanie (ang. *quantitative leasing*), ktoré predstavuje situáciu, kedy centrálne banky uvoľňujú peniaze do ekonomiky kúpou cenných papierov od komerčných bánk, čím dochádza k emisii nových peňažných prostriedkov v elektronickej forme. Rezervy komerčných bánk sa tak navýšia, čo zabezpečí ich likviditu a schopnosť poskytovať úvery. V rámci kvantitatívneho uvoľňovania sa vyskytuje aj pojem úverové uvoľňovanie (ang. *credit leasing*). Úverové uvoľňovanie sa zameriava na konkrétnu úrokovú sadzbu alebo konkrétny typ finančného trhu, ktorý chce

ovplyvniť (Kapounek, Kučerová, 2016). Úverové uvoľňovanie rieši nedostatok likvidity a týka sa konkrétnych segmentov trhu a to prostredníctvom nákupu komerčných cenných papierov, podnikových dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami. Účinnosť opatrení závisí od ich významu pri financovaní ekonomických subjektov, ktoré sa v rôznych krajinách výrazne líši. Úverové uvoľňovanie je používaným riešením najmä v časoch, kedy sú banky v núdzovej situácii. Nákup súkromne emitovaných cenných papierov sa zásadne nelíši od nákupu štátnych dlhopisov, pokiaľ ide o vplyv na peňažnú zásobu a taktiež nákup súkromne emitovaných cenných papierov znamená, že centrálna banka priamo spolupracuje so súkromným sektorom, čím operuje v oblasti úverového rizika. Priame nákupy súkromne emitovaných cenných papierov ovplyvňujú rizikový profil súvahy centrálnej banky. Politici musia najskôr starostlivo posúdiť všetky aktíva z hľadiska dôsledkov, ktoré by mohli mať na vystavenie sa riziku súvahy centrálnej banky tak, aby sa zachovala nezávislosť centrálnej banky (Smaghi, 2009).

Kvantitatívne uvoľňovanie sa vyznačuje nákupom domácich finančných aktív od komerčných bánk a nebankových jednotiek v takej výške, že dochádza k výraznému navýšeniu bilančnej sumy centrálnej banky. V prípade, že by nevzniklo výrazné navýšenie bilančnej sumy centrálnej banky nemožno hovoriť o kvantitatívnom uvoľňovaní. Kvantitatívne uvoľňovanie sa často označuje ako tlačenie peňazí (ang. *printing money*), avšak nemyslia sa tým iba peniaze v tlačenej fyzickej forme. Keď centrálna banka nakupuje aktíva od komerčnej banky, pripíše čiastku na účet komerčnej banky v centrálnej banke (týmto spôsobom nevznikajú nové peniaze). Avšak ak centrálna banka nakúpi aktíva od nebankovej jednotky, pripíše čiastku na rezervný účet v komerčnej banke nebankovej jednotky. Komerčná banka následne pripíše rovnakú čiastku na účet nebankovej jednotke (takto vznikajú nové peniaze). Centrálna banka týmto spôsobom podporuje zadlžovanie ekonomických subjektov, čím sa zvyšuje inflácia, HDP, zamestnanosť a tak je cieľ kvantitatívneho uvoľňovania totožný s cieľom expanzívnej menovej politiky (Jílek, 2013).

Forward Guidance

V reakcii na pokles ekonomickej aktivity počas hospodárskej krízy v roku 2008 centrálna banka znížila úrokovú sadzbu na nulu v snahe stimulovať produkciu a zamestnanosť. Po dosiahnutí dolnej hranice konvenčnej menovej politiky a vzhľadom na vysokú nezamestnanosť a nízku produkciu sa menová autorita pokúsila poskytnúť ďalšie opatrenia prostredníctvom zverejnením svojej prognózy budúcich menovopolitických

sadzieb. Informovanie ekonomických subjektov o budúcom vývoji úrokových sadzieb umožňuje ekonomickým subjektom pripraviť sa na zmenu úrokových mier vopred. Napríklad v prípade inflačných tlakov chce centrálna banka zvýšiť úrokové sadzby aby znížila objem peňazí v obehu. Pred zvýšením úrokovej sadzby však informuje trh o tejto zmene úrokovej sadzby, ktorú sa chystá v blízkej budúcnosti určiť, čím ovplyvňuje správanie ekonomických subjektov na trhu a predchádza potenciálnej panike. Úspech forward guidance spočíva v schopnosti centrálnych bánk efektívne komunikovať svoje zámery a podporovať dôveryhodnosť svojich vyhlásení (Potter, Smets, 2019).

1.5 Transmisné kanály menovej politiky

Transmisný mechanizmus menovej politiky je súčasťou stratégie menovej politiky. Snaží sa vysvetliť, ako sa politické rozhodnutia centrálnej banky prenášajú do ekonomiky a ako pomáhajú plniť ciele centrálnej banky, najmä cenovú stabilitu. Literatúra o transmisných kanáloch menovej politiky je dynamická, nakoľko sa pravidelne navrhujú nové kanály. Medzi tradičnejšie kanály menovej politiky patria kanál úrokových sadzieb, kurzový kanál, kanál cien akcií a úverový kanál. Nedávno však boli identifikované nové kanály. Príkladmi týchto nových kanálov monetárnej politiky sú kanál podstupovania rizika, kanál vkladov a kanál s pohyblivou úrokovou sadzbou. Nedávna štúdia autorov Dias a Duarto (2020) spája transmisiu menovej politiky s charakteristikami trhu s nehnuteľnosťami, nakoľko sila menovej transmisie silne koreluje s mierou vlastníctva bývania v krajine a podielom hypotekárnych zmlúv s nastaviteľnou sadzbou. Efekt menovej politiky v ekonomike prostredníctvom refinancovania hypoték, ktorý zvyčajne vedie k úsporám pri splácaní hypoték pre dlžníkov, závisí od rozloženia úspor v ekonomike a od toho, koľko ľudí môžu celkovo ušetriť refinancovaním (Dias, Duarto, 2022).

Transmisný mechanizmus menovej politiky je komplexný reťazec príčin a následkov, ktorý spája opatrenia menovej politiky s agregátnym dopytom, produkciou a infláciou. Menová politika funguje s dlhými a premenlivými oneskoreniami a preto musí byť menová politika orientovaná na budúcnosť a predvídať udalosti, ktoré sa pravdepodobne stanú vo svete a v domácich ekonomikách (Ragan, 2005).

Zmena nastavenia menovej politiky má významný vplyv na agregátny dopyt, a teda na produkciu aj ceny na trhu. Existuje niekoľko spôsobov, ako sa menovopolitické opatrenia prenášajú do reálnej ekonomiky:

- kanál úrokových sadzieb - ak centrálna banka napríklad zvýši úrokové sadzby, náklady na pôžičky sa zvýšia a spotrebitelia si budú menej pravdepodobne kupovať veci, ktoré by normálne financovali úvermi. Taktiež podniky budú menej pravdepodobne investovať do nového vybavenia, softvéru alebo budov. Táto znížená úroveň ekonomickej aktivity by bola v súlade s nižšou infláciou, pretože nižší dopyt zvyčajne znamená nižšie ceny,
- súvahový kanál - nárast úrokových sadzieb má tendenciu znižovať čisté imanie podnikov a jednotlivcov, čo im sťažuje úverovú kapacitu pri akejkoľvek úrokovej sadzbe, čím sa znižujú agregátne výdavky a cenové tlaky,
- úverový kanál - zvýšenie úrokových sadzieb spôsobuje, že banky sú vo všeobecnosti menej ziskové, a teda menej ochotné poskytovať úvery,
- kurzový kanál - vysoké úrokové sadzby zvyčajne vedú k zhodnocovaniu meny, keďže zahraniční investori hľadajú vyššie výnosy a zvyšujú svoj dopyt po domácej mene. Prostredníctvom tohto kanála sa znižuje export, nakoľko sa stáva drahším, a dovoz stúpa, nakoľko sa zlacňuje. Na druhej strane sa HDP znižuje (Mathai, 2009),
- kanál podstupovania rizika – poukazuje na súvislosť medzi nízkymi úrokovými sadzbami a podstupovaním rizika bánk, pričom tento kanál môže fungovať dvoma spôsobmi. Prvým spôsobom je, že nízke výnosy z investícií (ako sú štátne bezrizikové cenné papiere) môžu zvýšiť motiváciu bánk podstupovať väčšie riziko pri investícii. Druhým spôsobom je, že nízke úrokové sadzby zvyšujú hodnotu aktív, čo môže mať dopad na odhady bánk o pravdepodobnosti rizika (Gambacorta et al., 2009),
- kanál vkladov – vklady sú základným a stabilným zdrojom bankového financovania a preto keď banky znižujú vklady, zníži sa aj objem poskytovania pôžičiek. Prostredníctvom kanálu vkladov teda menová politika ovplyvňuje objem bankových pôžičiek (Dechsler et al., 2016),
- kanál s pohyblivou úrokovou sadzbou – väčšina úverov, ktoré poskytujú komerčné banky, má pohyblivé úrokové sadzb, ktoré sa v priebehu času menia. Opatrenie menovej politiky v podobe zmeny úrokovej sadzby sa tak dotýka najmä dlžníkov. Pôžičky obsahujú dodatky týkajúce sa pohyblivej úrokovej sadzby, čo predstavuje dohodu zmluvných strán, že platby s pohyblivou úrokovou sadzbou sa budú uskutočňovať v dohodnuté dátumy v budúcnosti. Na začiatku zmluvy ani jedna zo zmluvných strán nevie, aké budú budúce úrokové sadzby (Ozdagli et al., 2016).

1.6 Príjmová a majetková nerovnosť

Keď sa hovorí o nedostatkoch trhového hospodárstva, jedna z prvých vecí, ktorá s touto problematikou súvisí, je nepomer medzi bohatými a chudobnými. Rastúce nerovnosti sa v posledných desaťročiach stali charakteristickou črtou svetového hospodárstva. Medzinárodné organizácie, výskumníci a svetoví lídri na celom svete uznávajú hrozbu, ktorú predstavuje nerovnosť pre prosperitu národov. Štúdie autorov Faggian et al. (2023) a Yu, Wang (2017) zdôrazňujú, že nerovnomerné rozdelenie akéhokoľvek druhu zdrojov, napr. príjem alebo bohatstvo súvisí s poklesom dôvery, životnej a/alebo pracovnej spokojnosti, šťastia, čo následne vedie k nižšiemu rastu. Napriek tomu, že sa vlády snažia riešiť nerovnosti akéhokoľvek druhu, problém stále pretrváva v rozvinutých aj rozvojových krajinách. Kvôli zložitosti javu nerovnosti, môže byť chápaná rôznymi spôsobmi. Na jednej strane sa pri problematike nerovností rieši meranie nerovnosti, zatiaľ čo druhá strana skúma to, akú požadovanú výšku by nerovnosti mali mať. Napokon, vnímanie nerovnosti je rozdiel medzi tým, čo sa považuje za realitu, a tým, aká by realita mala byť. Autori Faggian et al. (2023) považujú za hlavné determinanty nerovnosti makroekonomické faktory, akými sú nezamestnanosť, miera chudoby a objektívna nerovnosť. Dôvodom je, že tieto faktory formujú celkový ekonomický systém, ktorý je zase v korelácii s vnímaním ľudí (Faggian et al., 2023).

Príjem domácnosti všeobecne pozostáva zo všetkých príjmov, či už peňažných alebo naturálnych v podobe tovarov a služieb, ktoré dostáva domácnosť alebo jednotliví členovia domácnosti v ročných alebo častejších intervaloch, pričom nezahŕňa neočakávané zisky a iné nepravidelné a zvyčajne jednorazové príjmy. Príjmy z príjmu domácností sú k dispozícii pre bežnú spotrebu a neznižujú čisté bohatstvo domácnosti znížením jej hotovosti, likvidáciou iných finančných alebo nefinančných aktív alebo zvýšením jej záväzkov (OECD, 2013). To, ako sú tieto príjmy rozdelené v rámci spoločnosti, možno nazývať príjmová nerovnosť. Všeobecne sa vysoká úroveň príjmovej nerovnosti považuje za morálne nežiadúcu v spoločnosti, nakoľko môže zapríčiniť konflikty, psychické problémy, stres a mnoho iných dôsledkov (OECD, 2011).

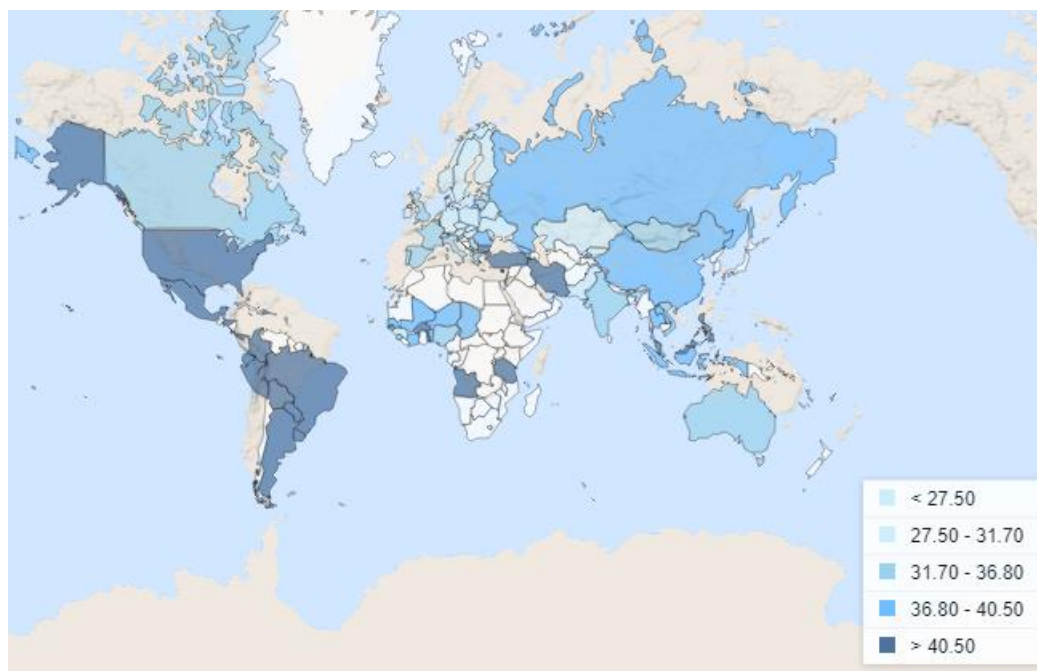
Majetok sa dá všeobecne opísať ako hodnota všetkých aktív, ktorými jedinec alebo domácnosť disponuje v určitom časovom okamihu, pričom táto hodnota je vyjadrená v peňažnej forme. Majetok tak predstavuje stavovú veličinu, zatiaľ čo príjem predstavuje tokovú veličinu. Medzi majetkom a príjmom však existuje vzťah, nakoľko objem majetku

ovplyvňuje veľkosť príjmov a príjmy majú výrazný vplyv na objem majetku. Veľký objem majetku vytvára predpoklad pre nadobudnutie vysokých príjmov, čo tvorí ešte väčší majetok. Avšak uvedené tvrdenie nevylučuje možnosť vysokých príjmov v domácnostiach, ktoré nemajú väčší majetok (Lisý et al., 2016).

Rozdeľovanie majetku a príjmov je vo svete nerovnomerné už od nepamäti. Napriek negatívnym dopadom majetkovej a príjmovej nerovnosti ich možno považovať za nevyhnutné a motivujúce pre jednotlivcov a domácnosti v tom zmysle, že dostatočnou snahou sa môže každý jedinec stať súčasťou majetnej vrstvy populácie, nakoľko všetci máme rovnaké šance a slobodu. Vyšší príjem a majetok by tak mal byť odrazom dôslednej a vytrvalej práce, odmenou za podstúpené riziko a preto by ich riadené prerozdeľovanie nebolo spravodlivé. Na druhej strane však majetková a príjmová nerovnosť môže znižovať pracovnú aktivitu chudobných a preto zníženie majetkovej a príjmovej nerovnosti by malo podporiť aktivitu chudobných ľudí, čo vykompenzuje zase nižšiu aktivitu bohatých ľudí (Lisý et al., 2016).

V celosvetovom meradle sa príjmová a majetková nerovnosť rokmi zvyšuje, o čom svedčia výsledky Giniho koeficientu. Giniho koeficient sa používa na hodnotenie príjmovej nerovnosti, pričom koeficient nadobúda hodnoty z intervalu 0 (úplná rovnosť príjmov) po koeficient 1 (úplná nerovnosť príjmov). Avšak často sa koeficient vyjadruje v percentách. Ako príklad možno uviesť dve názorné situácie. Ak by mala krajina mať absolútnu príjmovú rovnosť, pričom by každý človek zarábala rovnakú sumu, jej skóre Gini by bolo 0 (0 %). Na druhej strane, ak by jedna osoba zarábala všetky príjmy v krajine a zvyšok by nemal žiadny príjem, Giniho koeficient by bol 1 (100 %). Podľa údajov Svetovej banky sa príjmová nerovnosť v roku 2018, pre ktorý bolo dostupných najviac údajov, vyskytovala najviac v krajinách Severnej Ameriky (Spojené štáty, Mexiko), Južnej Ameriky (Brazília, Argentína, Peru, Paraguay, Uruguay, Kolumbia), v niektorých štátoch afrického kontinentu (Tanzánia, Angola, Burkina Faso) a tiež v Ázii (Turecko, Irán, Malajzia, Filipíny). Z európskych krajín sa najvyššou mierou príjmovej nerovnosti vyznačuje Bulharsko. Hodnotenie príjmovej nerovnosti v jednotlivých krajinách sveta možno vidieť na obrázku 2:

Obrázok 1 Príjmová nerovnosť vo svete podľa Giniho koeficientu



Zdroj: WorldBank (2023)

Za základné príčiny príjmovej a majetkovej nerovnosti vo svete možno považovať niekoľko faktorov. Jedno z prvých a najvýznamnejších vysvetlení nárastu príjmovej nerovnosti zdôrazňuje vplyv globalizácie. Globalizácia viedla k dovozu mnohých tovarov a služieb, ktoré sa v minulosti vyrábali alebo dokončovali v domácom prostredí (najmä v západných krajinách), čo vytvorilo tlak na znižovanie miezd pracovníkov s nižšou kvalifikáciou. Kľúčovým problémom pri pripisovaní príčiny nerovnosti globalizácii je, že rozsah nárastu nerovnosti sa medzi krajinami značne líši, aj keď všetky boli vystavené rovnakým vplyvom globalizácie. Spojené štáty majú vysokú príjmovú nerovnosť, avšak sú menej závislé od medzinárodného obchodu ako väčšina ostatných rozvinutých krajín. Príchod digitálnej éry kládol väčší dôraz na zručnosti potrebné pre nerutinnú prácu a znížil hodnotu pripisovanú menej kvalifikovanej rutinnej práci, pretože umožnil strojom nahradiť pracovné miesta s rutinnou činnosťou. Taktiež enormne rastúce platy vedúcich pracovníkov od 80. rokov 20-teho storočia tiež podporujú príjmovú nerovnosť. Napríklad rozdiel medzi generálnymi riaditeľmi a ich pracovníkmi v 500 popredných amerických spoločnostiach bol v roku 2016 335-násobok, čo je takmer 10-krát väčšie ako v roku 1980 (Polacko, 2021).

Na základe mnohých štúdií, ktoré sa venovali determinantom príjmových a majetkových nerovností, možno vymenovať nasledovné faktory ovplyvňujúce nerovnosti:

- Individuálne faktory – sociálne, ekonomické a demografické charakteristiky jednotlivca, akými sú vek, etnická príslušnosť, motivácia, kultúra a podobne môžu ovplyvniť nerovnosť (Lapinová, 2022). Boj proti diskriminácii na základe pohlavia, veku a národnosti na trhu práce prispieva k znižovaniu príjmovej nerovnosti. Významným aspektom individuálnych faktorov je aj vzdelanie, nakoľko výška príjmu závisí aj od úrovni vzdelania a odbornej prípravy. Rozdiely v nerovnostiach sa tak môžu vyskytnúť jednak z dôvodu vlastného výberu úrovne vzdelania alebo z dôvodu existujúcich okolností ako napríklad nedostatok finančných prostriedkov na štúdium. Okrem toho nerovnosti ovplyvňuje aj tendencia k riskovaniu. Niektorí ľudia preferujú stabilné a pokojné pracovné prostredie s priemerným a spoľahlivým zárobkom, zatiaľ čo iní sú ochotní riskovať, ako napríklad podnikatelia (Balan, 2021).
- Politické faktory – zdaňovanie, redistribučné politiky sociálnych príjmov a regulácia miezd sa výrazne podieľajú na nerovnostiach. Nižšie horné daňové sadzby umožňujú vyššiu koncentráciu kapitálových príjmov a to platí aj pre vyššie stanové sadzby minimálnych miezd. Čo sa týka redistribúcie sociálnych príjmov, tak väčšina štátov organizuje príspevky do domácností so stredným a nízkym príjmom, resp. na zraniteľné skupiny obyvateľstva, čo im umožňuje vyššiu koncentráciu príjmov (Petrova, Ranaldi, 2021).
- Finančná inklúzia – finančná inklúzia zahŕňa všetky iniciatívy, ktoré sprístupňujú finančné služby predovšetkým ľuďom s nízkymi príjmami. Ide o dynamický nástroj používaný na dosiahnutie makroekonomickej stability, udržateľného ekonomického rastu, tvorby zamestnanosti, znižovania chudoby a rovnosti príjmov pre vyspelé aj rozvojové krajiny (Omar, Inaba, 2020).
- Ekonomický rast – príjmová nerovnosť má tendenciu narastať v počiatočných štádiách ekonomického rozvoja a klesať v neskorších štádiách ekonomického rozvoja. Autor Mdingi a Ho (2021) uvádza ako zdôvodnenie nasledujúci príklad: Ak sa pracovná sila presúva z poľnohospodárskeho sektora do iných sektorov hospodárstva, ktoré sa v krajine rozvíjajú, pracovníci v týchto nových sektoroch hospodárstva budú mať vyššie príjmy než pracovníci v poľnohospodárskom sektore, nakoľko sú v novom sektore žiadaní. To zvyšuje príjmovú nerovnosť. Avšak po čase, keď väčšina pracovnej sily bude organizovaná v novom sektore, poľnohospodársky sektor bude mať nedostatok pracovníkov a tak sa pracovníkom

v poľnohospodárskom sektore zvyšuje príjem v dôsledku nízkej ponuky pracovnej sily v poľnohospodárskom sektore. Príjmová nerovnosť sa tak v tomto štádiu znižuje (Mdingi, Ho, 2021).

- Stárnutie obyvateľstva - čím väčší je podiel starších ľudí v krajine alebo regióne, tým je príjem nerovnomernejšie rozdelený, čo naznačuje pozitívnu koreláciu medzi starnutím a nerovnosťou (Wang et al., 2017).
- Regionálne faktory – sociálne a ekonomické rozdiely, možnosti regiónov, ako aj nízka úroveň príjmov nielen medzi regiónmi ale aj v rámci jedného regiónu ovplyvňujú nerovnosti. Vyspelé regióny ponúkajú viac pracovných možností, zatiaľ čo v rozvojových regiónoch býva častokrát vyššia nezamestnanosť (Lapinová, 2022).

Prehlbovanie nerovnosti má významné dôsledky pre ekonomický rast a makroekonomickú stabilitu, pričom môže zapríčiniť koncentráciu politickej a rozhodovacej moci, môže viesť k neoptimálnemu využívaniu ľudských zdrojov a spôsobiť politickú a ekonomickú nestabilitu znižujúcu záujem o investície. Autori Dabla-Norris et al. (2015) však poukazujú aj na ďalšie dôležité dôsledky príjmovej nerovnosti:

- Zvyšovanie pravdepodobnosti hospodárskej krízy - rastúci vplyv bohatých a stagnujúce príjmy chudobných a strednej triedy majú vplyv na krízy a teda priamo poškodzujú krátkodobý a dlhodobý ekonomický rast. Štúdie Nguyen (2021) a Polacko (2021) uvádzajú, že vyššie príjmové nerovnosti vedú k vyššiemu zadlženiu domácností, čo následne vedie k väčšiemu riziku finančných kríz,
- Ekonomické dôsledky – vyššia nerovnosť v príjmoch znižuje agregátny dopyt v ekonomike, nakoľko jednotlivci s vyšším príjmom majú nižší sklon k spotrebe a dokážu si značnú časť financií ušetriť, zatiaľ čo jednotlivci s nižšími príjmami väčšinou minú celé príjmy na spotrebný tovar a služby. Tým vzniká nedostatočný dopyt vzhľadom na celkové úspory, čo vedie k stagnácii v ekonomike. Zvyšovanie príjmovej nerovnosti tak znižuje tempo ekonomického rastu. Taktiež s vyššou nerovnosťou je spojený nárast úrovne dlhu, nakoľko domácnosti s nižšími príjmami majú tendenciu si viac požičiavať finančné prostriedky, aby si udržali životnú úroveň (Polacko, 2021). Vyššia príjmová nerovnosť vplýva aj na produktivitu práce a to napríklad z hľadiska investícií do vzdelania, ktoré majú jednotlivci k dispozícii. Deti z domácností s nižšími príjmami väčšinou navštevujú školy nižšej kvality a len málo z nich si môže dovoliť vzdelanie na vysokej škole. Produktivita práce tak môže byť

u týchto jedincov nižšia, než by bola v regióne s nižšou príjmovou nerovnosťou (Dabla-Norris et al., 2015).

- Nepriaznivý vplyv na sociálnu súdržnosť - extrémna nerovnosť môže poškodiť dôveru a sociálnu súdržnosť, a preto je spojená aj s mnohými konfliktmi. Konflikty sú obzvlášť rozšírené pri riešení sporov v oblasti riadenia spoločných zdrojov, nakoľko nerovnosť môže zintenzívniť pocity krivdy voči určite skupine ľudí (Krammer et al., 2022). Príjmová nerovnosť má vedľajšie účinky na spoločnosť ako celok, vrátane zvýšenej miery kriminality a násilia, brzdenia produktivity a hospodárskeho rastu a narušeného fungovania zastupiteľskej demokracie. Rozsah nerovnosti v spoločnosti je často dôsledkom explicitných politík a verejnej voľby. Znižovanie príjmovej nerovnosti ponúka perspektívu väčšej sociálnej súdržnosti a lepšieho zdravia obyvateľstva (Kawachi, Kennedy, 1997),
- Vplyv na znižovanie chudoby - príjmová nerovnosť ovplyvňuje tempo, akým ekonomický rast umožňuje znižovanie chudoby. Rast je tak menej účinný pri znižovaní chudoby v krajinách s vysokými počiatočnými úrovňami nerovnosti alebo v ktorých distribučný model rastu uprednostňuje chudobných (Dabla-Norris et al. 2015),
- Vplyv na migráciu obyvateľstva – krajiny, v ktorých je vyššia príjmová nerovnosť sa vyznačujú výraznými rozdielmi v príjmoch obyvateľov. Práve ľudia s nižším príjmom sú najviac motivovaní opustiť svoju domácu krajinu a hľadať lepšie pracovné príležitosti v inej krajine, prípadne v inom regióne v rámci domácej krajiny (Laskiene et al., 2020),
- Vplyv na zdravie obyvateľstva – príjmová nerovnosť môže mať nepriaznivý vplyv na. Jednou z možných príčin je zvýšenie stresu, ktorý je známym rizikovým faktorom mnohých chorôb. Výskum Svetovej zdravotníckej organizácie konkrétne ukazuje, že v Európe majú krajiny s vyššou príjmovou nerovnosťou horšie výsledky v oblasti duševného zdravia než krajiny s nižšou príjmovou nerovnosťou (Holmes, 2023). Stres, depresie a nízke sebavedomie v dôsledku porovnávania sa s ostatnými ľuďmi sa častejšie vyskytujú u jednotlivcov s nižším príjmom a to nielen na pracovisku (Polacko, 2021).

1.7 Vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť

Menová politika ovplyvňuje príjmovú a majetkovú nerovnosť rôznymi spôsobmi. Vo všeobecnosti zníženie úrokových sadzieb znižuje dlhové zaťaženie a výnosy z úspor a môže viesť k vyšším cenám aktív. Postupom času má tendenciu podnecovať hospodársku aktivitu a zvyšovať dopyt po práci, ako aj mzdy a spotrebiteľské ceny. V závislosti od očakávaní môže viesť k vyššej inflácii. Ak sa berú jednotlivé transmisné kanály do úvahy izolovane, dopady menovej politiky sa zdajú byť nerovnomerné, pretože by napríklad ovplyvňovali dlžníkov jedným smerom a sporiteľov opačným. Práve preto môže mať menová politika vplyv na výšku nerovností v ekonomike, ale ten dopad na príjmovú nerovnosť sa môže líšiť vzhľadom na silu jednotlivých transmisných mechanizmov, prostredníctvom ktorých menová politika vplýva na príjmové nerovnosti (Visco, 2023).

Konvenčné nástroje reštriktívnej menovej politiky a nekonvenčné nástroje expanzívnej menovej politiky majú vplyv na zvyšovanie príjmovej nerovnosti v dlhodobom horizonte. Pre nekonvenčné nástroje menovej politiky je však vplyv na príjmovú nerovnosť menej jednoznačný, nakoľko nekonvenčné nástroje pôsobia prostredníctvom rôznych transmisných kanálov, ako je kanál zloženia príjmov, kanál rozloženia portfólia a kanál príjmovej heterogenity (Fišera, 2020).

Kanál zloženia príjmov

Bohatšie domácnosti dostávajú väčšiu časť svojich príjmov z podnikania a finančných (kapitálových) príjmov, ktoré zvyčajne viac reagujú na menovú politiku ako príjmy z pracovnej činnosti. Výsledkom je, že v rámci kanála zloženia príjmov môže uvoľnenie menovej politiky viac prospieť bohatším domácnostiam a zvýšiť nerovnosť príjmov (Bonifacio et al., 2021). Ľudia s fixnou mzdou, ako aj tí, ktorí poberajú sociálne dávky a dôchodky, strácajú na inflácii viac, keďže ich príjmy sa menia veľmi pomaly. Tí, ktorých platy nie sú fixné, ako napríklad právnici s hodinovou mzdou, sa lepšie prispôbia meniacim sa podmienkam. Ak sú ľudia s variabilným príjmom bohatší, uvoľnená menová politika môže zväčšiť priepasť medzi týmito kategóriami ľudí. Na druhej strane, mzdy sú hlavným zdrojom príjmu pre relatívne chudobných jednotlivcov, takže ak by menová politika stimulovala rast zamestnanosti, teoreticky by to mohlo viesť k zníženiu nerovnosti. Nárast ekonomickej aktivity zároveň zvyšuje zisky podnikania, a ak tento zdroj príjmov hrá veľkú úlohu pre bohatých, potom menová politika zvýši nerovnosť, ale ak aktivita rastie na úkor malých podnikov vlastnených relatívne chudobnými podnikateľmi, potom bude efekt

opačný. Napokon, v krajinách s progresívnym zdaňovaním inflácia zvyšuje nerovnosť zvýšením reálneho zdanenia pre relatívne chudobných v dôsledku stability nominálnych príjmov, po ktorej sa uplatňuje vyššia daň (Rakviashvili, 2020). Chudobné skupiny obyvateľov môžu mať väčší úžitok, ak sa daňové príjmy rozdelia rovnomerne medzi všetkých (Topuz, 2022). Podiel pracovných príjmov a kapitálových príjmov na celkovom príjme sa medzi domácnosťami líši a tak ak menová politika zmení jeden zdroj príjmov relatívne viac ako druhý, zmení to rozdelenie príjmov. Nízkopríjmové domácnosti majú tendenciu získavať väčší podiel svojho príjmu z práce, a preto by boli relatívnymi víťazmi menovej politiky, ktorá zvyšuje návratnosť práce viac ako návratnosť kapitálu (Monin, 2017).

Kanál rozloženia portfólia

Vplyv menovej politiky na nerovnosti závisí od štruktúry portfólia príjmov a aktív príslušných domácností (kanál rozloženia portfólia). Celkový príjem domácností pochádza z dvoch zdrojov a to z práce a kapitálu. Pracovný príjem je funkciou ponuky práce a miezd. Kapitálový príjem je príjem, ktorý domácnosti zarábajú zo svojho bohatstva a to zahŕňa najmä vklady, dlhopisy, akcie a majetok. Vyššia kapitálová nerovnosť sa môže prejaviť aj na vyššej príjmovej nerovnosti a to prostredníctvom vyšších kapitálových príjmov. Hrozba rastúcej majetkovej nerovnosti súvisí taktiež s nepredvídateľným uvoľňovaním menovej politiky. Kvantitatívne uvoľňovanie a vo všeobecnosti uvoľnená menová politika vedie k zvyšovaniu majetkovej nerovnosti predovšetkým prostredníctvom rastu cien akcií a iných aktív, ktoré zvyčajne vlastní relatívne bohatší ľudia. Uvoľnenie menovej politiky znižuje úrokové sadzby na finančných trhoch, čo vedie k zvýšeniu dopytu po finančných aktívach a následne k zvyšovaniu cien finančných aktív. Domácnosti s relatívne veľkým objemom dlhodobého majetku reagujú na zmeny menovej politiky odlišne ako domácnosti s krátkodobým majetkom a relatívne vysokým sklonom k spotrebe. Ak sa vie, aké je rozdelenie aktív a pasív medzi obyvateľstvom a o aký typ aktív ide v každom jednotlivom prípade, môže sa posúdiť miera vplyvu menovej politiky. Ak napríklad akcie viac vlastní bohatí, uvoľnená menová politika môže viesť k vyšším cenám akcií, čo zvýhodňuje bohatšie domácnosti a tým vedie k vyššej nerovnosti. Za predpokladu, že dlhopisy budú držať predovšetkým relatívne bohatí, potom činnosť centrálnej banky zníži nerovnosť a podobná situácia bude aj s ostatnými aktívami. Napríklad do tej miery, do akej menová politika mení ceny nehnuteľností, môže zmeniť aj rozdelenie bohatstva v spoločnosti. Hoci v niektorých prípadoch rast cien domov a bytov neovplyvňuje ukazovatele nerovnosti, zvyšovanie

bohatstva strednej triedy môže dokonca znížiť nerovnosť (Rakviashvili, 2020). Autori Silvo et al. (2022) taktiež uvádzajú že nižšie úrokové sadzy pre hypotekárne úvery, ktoré zvyšujú dopyt po nehnuteľnostiach, vedú k nárastu cien nehnuteľností a tak sa majitelia nehnuteľností stávajú bohatšími.

Kanál heterogenity príjmov

Mzdy a vyhliadky na zamestnanie nízkopríjmových domácností sú zvyčajne citlivejšie na menovú politiku a hospodárske cykly. Napríklad u menej kvalifikovaných pracovníkov s nižšími príjmami je pravdepodobnejšie, že počas recesie stratia prácu. V rámci kanála heterogenity príjmov môže uvoľnenie menovej politiky znížiť príjmovú a spotrebnú nerovnosť stimuláciou hospodárskej aktivity a zmiernením dopadu hospodárskeho poklesu (Bonifacio et al., 2021). Kvantitatívne uvoľňovanie môže viesť k nižšej nerovnosti, nakoľko vyššia zamestnanosť spôsobená kvantitatívnym uvoľňovaním neúmerne prispeje domácnostiam s nízkymi príjmami (Fišera, 2020).

Kanál úrokových sadzieb

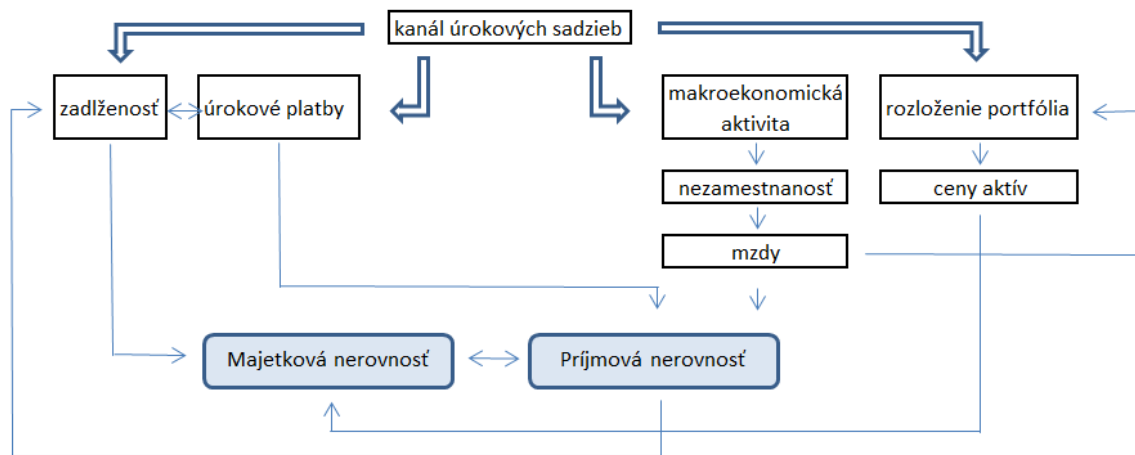
Kanál úrokových sadzieb ovplyvňuje príjmovú a majetkovú nerovnosť nasledovne:

- Príjmová nerovnosť - zvýšenie úrokových sadzieb spôsobuje navýšenie úrokových príjmov domácností z ich vkladov, úrokové platby zadĺžených domácností a zisky bánk, čo priamo zvyšuje príjmovú nerovnosť. Zvýšenie úrokovej sadzby zvyšuje aj výnos z úspor, čo vedie domácnosti k zníženiu spotreby a zároveň vysoká úroková sadzba odrádza firmy od investovania. Celkovým výsledkom je pokles makroekonomickej aktivity, ktorý zvyšuje mieru nezamestnanosti a znižujú sa aj mzdové príjmy, nakoľko je prebytok pracovnej sily. Tento vývoj tak spôsobuje zvyšovanie príjmovej nerovnosti (Dafermos, Papatheodorou, 2018). Naopak z vytvárania nových pracovných miest a teda zvyšovania zamestnanosti by profitovali najmä domácnosti s nízkymi príjmami, nakoľko medzi týmito domácnosťami sa vyskytuje vyššia miera nezamestnanosti. To by viedlo k zníženiu príjmovej nerovnosti. Avšak na druhej strane zvyšovanie miezd prospieva najmä tým, ktorí sú už zamestnaní a tak situácia v oblasti zamestnanosti je lepšia najmä v domácnostiach s vyššími príjmami. Týmto spôsobom by dopad menovej politiky na vyššie mzdy viedol k rastu nerovnosti (Silvo et al., 2022).

- Majetková nerovnosť - zvýšenie základnej úrokovej sadzby zvyšuje úrokovú sadzbu z vkladov a má tendenciu znižovať mieru návratnosti akcií (pretože firmám sa zvyšujú úrokové platby a tým klesá aj rozdelený zisk). Pre akcie to spôsobí pokles cien akcií, čím sa zníži nerovnosť v rozdelení majetku. Avšak treba poznamenať, že zároveň akákoľvek zmena v mzdách môže ovplyvniť mieru návratnosti akcií (Dafermos, Papatheodorou, 2018).

Vplyv kanálu úrokových sadzieb na príjmovú a majetkovú nerovnosť možno vidieť na schéme 2:

Schéma 2 Vplyv kanálu úrokových sadzieb na príjmovú a majetkovú nerovnosť



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Dafermos a Papatheodorou (2018) (Fig. 1)

Priame účinky menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť môžu ísť v rôznych fázach hospodárskeho cyklu opačným smerom. Očakáva sa, že sa v čase recesie uvoľnenie menovej politiky zníži príjmovú nerovnosť. To znamená, že sa zmierni nárast príjmovej nerovnosti súvisiaci s poklesom uvoľnenia menovej politiky. Zároveň sa očakáva, že uvoľnenie zvýši ceny aktív, a tým potenciálne zvýši nerovnosť čistého bohatstva v prípade, že rastúce ceny aktív spôsobia nerovnomerné rozdelenie čistého bohatstva. Avšak počas expanzívnej fázy hospodárskeho cyklu sprísnenie menovej politiky príjmovú nerovnosť znižuje (Rawdanowicz et al., 2016).

2 Cieľ a metodika práce

Hlavným cieľom práce je skúmať vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť vo vybraných krajinách. Pre splnenie hlavného cieľa boli stanovené nasledujúce čiastkové ciele:

- Vymedziť teoretický vzťah medzi menovou politikou a príjmovou a majetkovou nerovnosťou a opísať transmisné kanály, prostredníctvom ktorých môže menová politika vplývať na nerovnosti,
- Preskúmať vzťah medzi menovou politikou Európskej centrálnej banky a príjmovou nerovnosťou na Slovensku,
- Preskúmať vzťah medzi menovou politikou Federálneho rezervného systému a príjmovou nerovnosťou v Spojených štátoch,
- Preskúmať vzťah medzi menovou politikou Bank of England a príjmovou nerovnosťou v Spojenom kráľovstve.

Metodika práce

- Pracovný postup

Bakalárska práca obsahuje dve časti a to teoretickú časť a praktickú časť, pričom je rozdelená na tri hlavné kapitoly. Teoretickej časti je venovaná prvá kapitola práce, ktorá najskôr definuje menovú politiku, jej ciele a význam v ekonomike. Ďalej kapitola opisuje subjekty, ktoré realizujú menovú politiku a nástroje, prostredníctvom ktorých dosahujú ciele menovej politiky. Ďalšie podkapitoly sú zamerané na nekonvenčné opatrenia menovej politiky a na teoretický vzťah medzi opatreniami menovej politiky a príjmovou a majetkovou nerovnosťou. V neposlednom rade teoretická časť vymedzuje príjmovú a majetkovú nerovnosť, ako aj príčiny ich vzniku a dôsledky, ktoré môže mať pre ekonomiku.

Praktická časť práce je poslednou kapitolou bakalárskej práce a skúma vzťah medzi menovou politikou centrálnych bánk a príjmovou nerovnosťou vo vybraných krajinách. Najskôr sa praktická časť zameriava na Európsku centrálnu banku a jej opatrenia menovej politiky od finančnej krízy v roku 2009 a teda v priebehu rokov 2009 – 2021. Ďalej práca skúma vzťah medzi konkrétnym opatrením menovej politiky na príjmovú nerovnosť na Slovensku. V ďalšej časti praktická časť približuje opatrenia menovej politiky Federálneho

rezervného systému a to taktiež v období od finančnej krízy v roku 2009 do roku 2021. Následne porovnáva, ako sa menila príjmová nerovnosť v Spojených štátoch v súvislosti s vývojom konkrétneho opatrenia menovej politiky. V neposlednom rade sa praktická časť venuje opatreniam menovej politiky Bank of England, pričom skúma zmenu príjmovej nerovnosti v Spojenom kráľovstve v súvislosti s vývojom konkrétneho opatrenia centrálnej banky.

- Spôsob získavania zdrojov

Teoretická časť práce je podložená predovšetkým odbornou knižnou literatúrou, vedeckými článkami a štúdiami domácich aj zahraničných autorov a taktiež informáciami, ktoré poskytujú rôzne centrálné banky vo svete.

Praktická časť práce pracuje s konkrétnymi dátami vybraných centrálnych bánk. V prípade Európskej centrálnej banky boli dáta získané z hlavnej webovej stránky, kde je k dispozícii odkaz na štatistické údaje centrálnej banky a taktiež z výročných správ centrálnej banky. Federálny rezervný systém poskytuje dáta pre jednotlivé menové opatrenia na svojej hlavnej webovej stránke v sekcii Data. Dáta pre opatrenia menovej politiky Bank of England banka zverejňuje taktiež na svojej hlavnej internetovej stránke, vrátane súvahy v priebehu rokov sledovaného obdobia. Dáta pre príjmové nerovnosti v skúmaných krajinách sú dostupné na stránke Svetovej banky.

3 Výsledky práce a diskusia

Centrálne banky sa môžu líšiť v reakciách na ekonomické okolnosti vzhľadom na stanovené ciele jednotlivých centrálnych bánk. Vo všeobecnosti hlavným cieľom každej centrálnej banky je cenová stabilita a teda udržanie nízkej miere inflácie. Avšak po splnení hlavného cieľa sa centrálne banky sústredia na ďalšie ciele, akými môže byť napríklad vysoká zamestnanosť či rast HDP. Aj keď cieľom menovej politiky nie je nízka príjmová nerovnosť, menová politika môže mať vplyv aj na príjmovú nerovnosť a preto budeme skúmať vplyv opatrení centrálnych bánk na príjmovú nerovnosť. Z dôvodu odlišností nastavenia menovej politiky sa analytická časť práce zaoberá vplyvom menovej politiky Európskej centrálnej banky, Federálneho rezervného systému a Bank of England na príjmovú a majetkovú nerovnosť.

3.1 ECB a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť na Slovensku

Na Slovensku je centrálnou bankou (CB) Národná banka Slovenska, avšak po vstupe do eurozóny nevykonáva samostatnú menovú politiku, ale podieľa sa na menovej politike Európskej centrálnej banky. Národná banka Slovenska je tak akýmsi sprostredkovateľom medzi Európskou centrálnou a bankami sídlivými na Slovensku (Lisý et al., 2016). Európska centrálna banka (ECB) je zodpovedná za zostavovanie a implementáciu menovej politiky eurozóny. ECB je súčasťou Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a tzv. Eurosystému, ktorý formuluje a definuje jednotnú menovú politiku pre členov eurozóny. Hlavným cieľom menovej politiky Eurosystému je zabezpečiť cenovú stabilitu. Na dosiahnutie tohto cieľa však menová politika neovplyvňuje priamo cenovú hladinu. Opatrenia menovej politiky Eurosystému ovplyvňujú vývoj cenovej hladiny len nepriamo prostredníctvom konvenčných a nekonvenčných nástrojov, ktoré možno vidieť v tabuľke 2 (Davies, 2013):

Tabuľka 2 Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky

Nástroj	Účel
Konvenčné nástroje	
Úroková sadzba pre refinančné operácie	Možnosť pre KB požičať si finančné prostriedky od ECB výmenou za kolaterál na týždennnej báze za vopred dohodnutú úrokovú sadzbu
Sadzba jednodňových sterilizačných vkladov	Možnosť pre KB uskutočniť jednodňové vklady v ECB za sadzbu nižšiu, než je sadzba pre refinančné operácie
Sadzba jednodňových refinančných operácií	Možnosť pre KB zobrať si jednodňový úver od ECB s vopred stanovenou úrokovou sadzbou vyššou, než je sadzba pri refinančných operáciách
Nekonvenčné nástroje	
Rozšírené úverové operácie	Ponúkajú KB potrebné úvery s možnosťou zálohy kolaterálu nižšej hodnoty
Záporné úrokové sadzby	Motivujú KB banky požičať si financie od ECB
Cielené dlhodobé refinančné operácie	Možnosť dlhodobých pôžičiek pre KB od ECB za výhodné úrokové sadzby
Forward guidance	Objasňovanie zámerov smerovania menovej politiky ECB
Nákup aktív	Nákup súkromných a verejných finančných aktív ECB

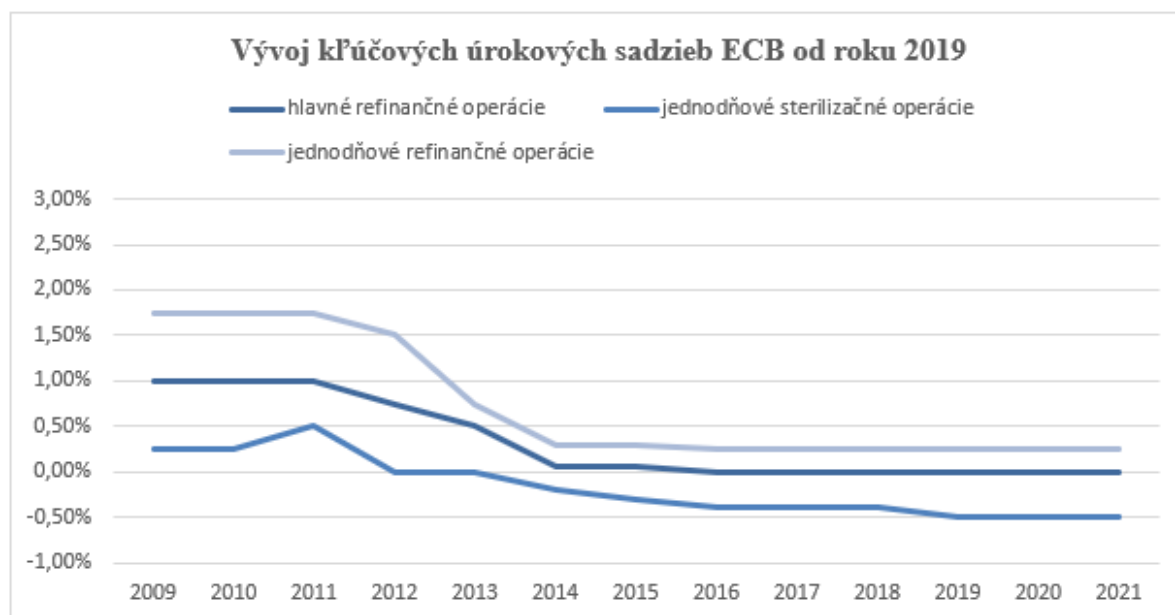
Zdroj: vlastné spracovanie podľa ECB (2023)

Predtým ako sa pozrieme na vzťah medzi menovou politikou a príjmovou nerovnosťou, popíšeme základný vývoj menovej politiky ECB v období od roku 2009 do roku 2021. Toto obdobie sme zvolili z toho dôvodu, že finančná kríza, ktorá začala v roku 2008 mala hlboký vplyv na bankový sektor a priniesla významné zmeny, ktoré tento bankový sektor formujú dodnes. V roku 2009 sa kríza prehĺbila, keď veľké banky a finančné inštitúcie čelili rastúcim stratám a v mnohých krajinách vládla recesia.

Sadzby konvenčných nástrojov ECB prispôsobuje tak, aby splnila cieľ cenovej stability a teda udržanie úrovne inflácie pod úrovňou 2 %. Reakcia ECB na finančnú krízu bola orientovaná najmä na zabezpečenie likvidity peňažného trhu a na nápravu bankového úverového kanála. Za týmto účelom ECB predovšetkým upravila svoje existujúce nástroje menovej politiky a tak zvýšila priemernú splatnosť svojich refinančných operácií z mesiacov na roky, zmiernila požiadavky na kolaterál na prístup k týmto refinančným operáciám

a upravila kľúčové úrokové sadzby. Po zintenzívnení finančnej krízy v roku 2009 ECB pokračovala v znižovaní kľúčových úrokových sadzieb až na dovtedy najnižšiu úroveň v histórii krajín eurozóny. Zníženie kľúčových úrokových sadzieb podporili neštandardnými opatreniami v podobe rozšírených úverových operácií a v podobe nákupu dlhopisov v hodnote 60 mld. Eur, ktoré mali zabezpečiť rýchlejší prenos kľúčových sadzieb do sadzieb peňažného trhu (ECB, 2009). Ďalší rok ECB ponechala kľúčové úrokové sadzby nezmenené, nakoľko inflácia bola na priaznivej úrovni 1,6%. Avšak v tomto roku prevádala kríza na trhu vládnych dlhopisov a tak ECB uskutočnila intervencie na dlhopisových trhoch v objeme 73,5 mld. Eur, čím stiahla likviditu z peňažného trhu (ECB, 2010). Na začiatku roka 2011 ECB v dôsledku zvyšovania cien komodít zvýšila kľúčové úrokové sadzby, avšak na konci roka ich opätovne znížila. Znižovanie kľúčových úrokových sadzieb pokračovalo aj v rokoch 2012 a 2013 pre zmiernenie napätia na finančných trhoch. Postupné znižovanie úrokových sadzieb však vyústilo až do záporných hodnôt úrokových mier pre jednoduché sterilizačné operácie v roku 2014. V roku 2016 existovali obavy z budúceho poklesu ekonomického rastu v dôsledku rozhodnutia Spojeného kráľovstva opustiť Európsku úniu. Celkovo sa očakávalo, že oživenie hospodárstva eurozóny bude pokračovať miernym tempom, pričom sa zástupcovia ECB viac prikláňali k predpokladu poklesu. Uvoľňovanie menovej politiky z roku 2013 tak pokračovalo ďalej v podobe znižovania kľúčových úrokových sadzieb. Pokiaľ ide o nekonvenčné opatrenia, ECB uskutočňovala nákupy aktív v hodnote 80 mld. eur mesačne, až pokiaľ sa neupravila inflácia na požadovanú hodnotu (ECB, 2016). V roku 2019 sa očakávalo dlhodobejšie oslabenie hospodárstva eurozóny. Spomalenie rastu odzrkadľovalo najmä prevládajúcu slabosť medzinárodného obchodu v prostredí dlhotrvajúcej globálnej neistoty, ktorá postihla najmä výrobný sektor. Neistota v mnohých prípadoch súvisela s Brexitom. Rada guvernérov ECB tak rozhodla o ďalšom uvoľňovaní menovej politiky v podobe poklesu úrokových sadzieb a predĺženia splatnosti úverov z dvoch na tri roky (ECB, 2019). V roku 2022 bola menová politika stále poznamenaná pandémiou COVID-19 taktiež aj ruskou inváziou na Ukrajinu. Inflácia sa neustále zhoršovala a prekračovala plánované hodnoty a tak ECB nastavila vyššie úrokové sadzby (ECB, 2022). Celkový vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB možno vidieť na nasledujúcom grafe 1:

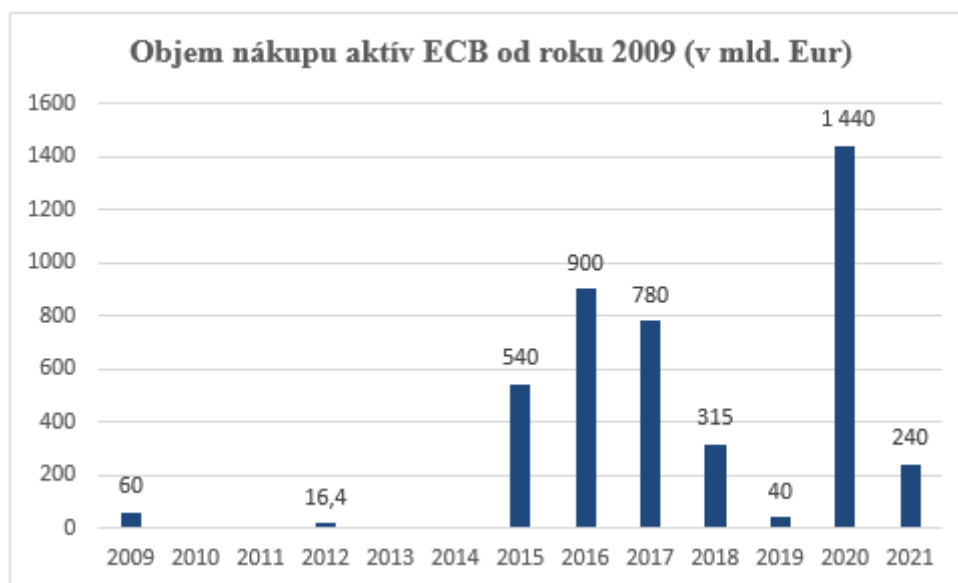
Graf 1 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB od roku 2009



Zdroj: vlastné spracovanie podľa ECB (2023)

V júli 2009 ECB spustila prvý program nákupu krytých dlhopisov zameraný na oživenie trhu krytých dlhopisov, nakoľko zohrávajú dôležitú úlohu pri financovaní bánk. Do roku 2010 ECB nakúpila kryté dlhopisy v hodnote 60 mld. Eur. Toto opatrenie bolo úspešné, avšak v dôsledku zintenzívnenia krízy štátnych dlhov ECB spustila druhý program nákupu krytých dlhopisov v roku 2011 a to v objeme 40 mld. Eur, ktorý sa však rozhodla prerušiť v októbri 2012 po kúpe krytých dlhopisov v celkovej výške 16,4 miliardy EUR. Neskôr v marci v roku 2015 v rámci nekonvenčných opatrení začal Eurosystem nakupovať cenné papiere prostredníctvom programov nákupu aktív svojho APP (*Asset Purchase Programmes*), ktorý zahŕňa program nákupu podnikového sektora (CSPP), program nákupu verejného sektora (PSPP), program nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP) a tretí program nákupu krytých dlhopisov. Do marca 2016 tak ECB nakupovala mesačne 60 miliárd eur, v priebehu ďalších 12 mesiacov 80 miliárd eur mesačne, pričom nasledujúce nákupy sa objem mesačných nákupov aktív znižoval až do roku 2020. V marci roku 2020 ECB dodatočne nakupovala aktíva v hodnote 120 miliárd eur mesačne až do konca roka. Celkové čisté nákupy aktív v priebehu rokov možno vidieť na grafe 2 (ECB, 2023):

Graf 2 Objem nákupu aktív ECB od roku 2009

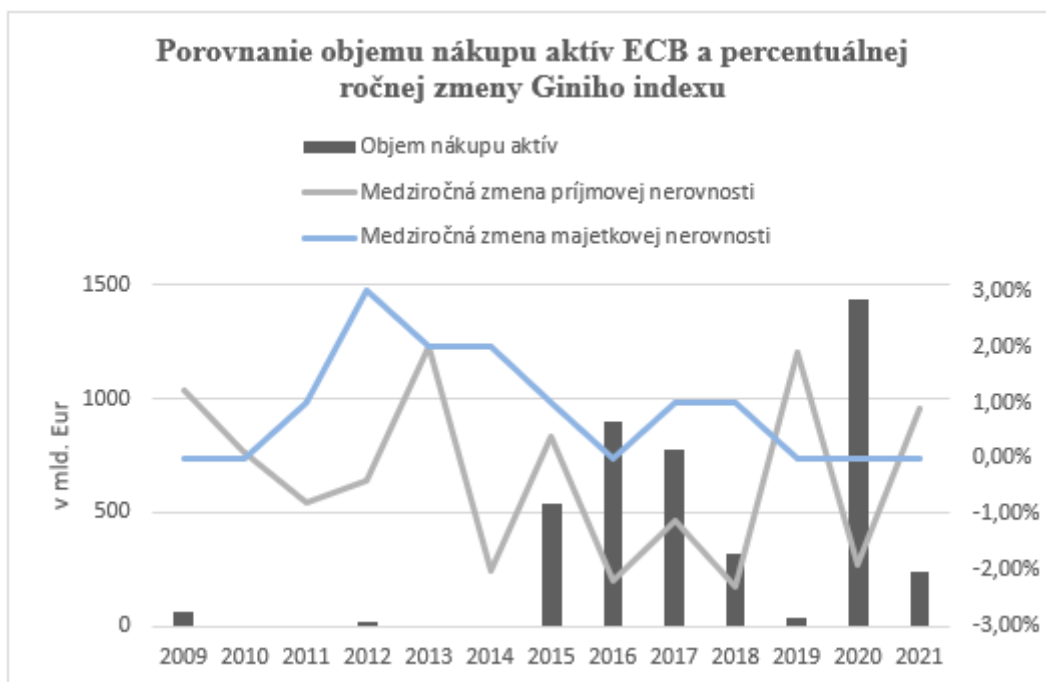


Zdroj: vlastné spracovanie podľa ECB (2023)

V prípade Slovenska možno povedať, že príjmová nerovnosť má prevažne klesajúci charakter, ak berieme do úvahy celkový trend vývoja príjmovej nerovnosti od roku 2009. V roku 2009, kedy ECB nakúpila aktíva v hodnote 60 miliárd eur bola hodnota koeficientu príjmovej nerovnosti na Slovensku 27,2. Objem nakúpených aktív do roku 2012 klesal a taktiež aj príjmová nerovnosť. Avšak v roku 2013 príjmová nerovnosť vzrástla o 2 %, čo bolo pravdepodobne spôsobené kvantitatívnym uvoľňovaním od roku 2009. Nárast príjmovej nerovnosti sa tak mohol prejaviť o niečo neskôr, nakoľko nekonvenčné nástroje expanzívnej menovej politiky nepriaznivo ovplyvňujú príjmovú nerovnosť v dlhodobom horizonte. Ďalší rok 2014 príjmová nerovnosť o 2 % klesla, nakoľko kvantitatívne uvoľňovanie bolo v predošlom roku úplne prerušené. V roku 2015 ECB spustila program APP, pričom objem nakúpených aktív do roku 2019 vrátane činil takmer 2660 miliárd Eur. Kvantitatívne uvoľňovanie v týchto rokoch pravdepodobne spôsobilo ďalší výrazný nárast príjmovej nerovnosti a to znovu o takmer 2 %. Avšak od roku 2016 objem nákupu aktív rokmi klesal až do roku 2019 a taktiež príjmová nerovnosť sa znovu vrátila na hodnotu, aká bola v roku 2018. V začiatkoch pandémie ECB zvýšila nákup aktív z 5 miliárd mesačne v roku 2019 na 30 miliárd mesačne v roku 2020, pričom vrátane dodatočného mesačného nákupu aktív v hodnote 120 miliárd mesačne od marca 2020 tieto nákupy spolu činili za dva roky takmer 1500 miliárd eur. Následne sa zvýšila aj príjmová nerovnosť v roku 2021 a to o takmer 1 %. Z uvedeného porovnania vývojov percentuálnych zmien Giniho koeficientu a objemu nákupu aktív vyplýva, že expanzívna menová politika mala v priebehu rokov

2009 – 2021 negatívny vplyv na príjmovú nerovnosť, pričom zmeny v príjmovej nerovnosti sa dostavili o čosi neskôr. Menová politika tak mala nepriaznivý dopad na príjmovú nerovnosť v dlhodobom horizonte. Majetková nerovnosť na Slovensku sa v priebehu rokov sledovaného obdobia má rastúcu tendenciu, nakoľko ani raz počas nepoklesla a za sledované obdobie vzrástla celkom o 11%. Výraznejšie nárasty možno vidieť po roku 2010, čo mohlo byť spôsobené nákupom aktív po roku 2009. Rast majetkovej nerovnosti sa pozastavil prvýkrát v roku 2016. Od roku 2016 miera majetkovej nerovnosti na Slovensku mierne vzrástla, čo mohlo byť spôsobené spustením programu APP, no po roku 2018 sa majetková nerovnosť nemenila. Vývoj percentuálnych medziročných zmien Giniho koeficientu a vývoj objemu nákupov aktív možno vidieť na nasledujúcom grafe 3:

Graf 3 Objem nákupu aktív a percentuálne ročné zmeny Giniho indexu

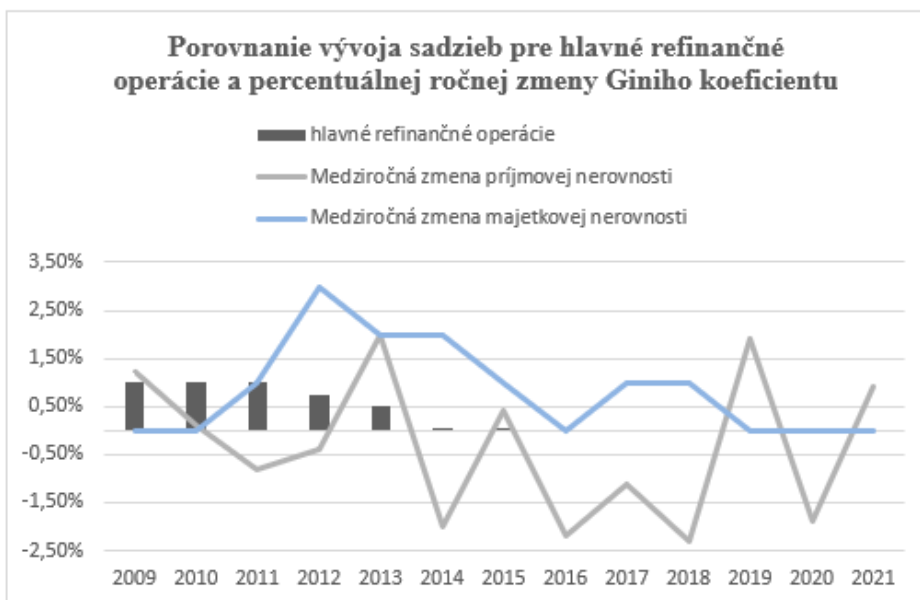


Zdroj: vlastné spracovanie podľa ECB (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

Pre porovnanie vplyvu zmeny úrokových sadzieb ECB sme vybrali sadzbu pre hlavné refinančné operácie. Sadzba pre hlavné refinančné operácie sa prvé tri roky sledovaného obdobia nemenila, zatiaľ čo príjmová nerovnosť klesala a majetková nerovnosť rástla. Ďalšie roky možno vidieť, že sadzba pre refinančné operácie sa znižovala k nule, zatiaľ čo vývoj majetkovej a príjmovej nerovnosti bol rôzny. Príjmová nerovnosť v priebehu sledovaného obdobia klesala, zatiaľ čo majetková nerovnosť narastala do roku 2019. Po tomto roku sa majetková nerovnosť ustálila a nemenila sa vôbec. Porovnanie vývoja sadzieb

pre hlavné refinančné operácie a percentuálnych zmien Giniho koeficientu možno vidieť na grafe 4:

Graf 4 Porovnanie vývoja sadzieb pre hlavné refinančné operácie a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu



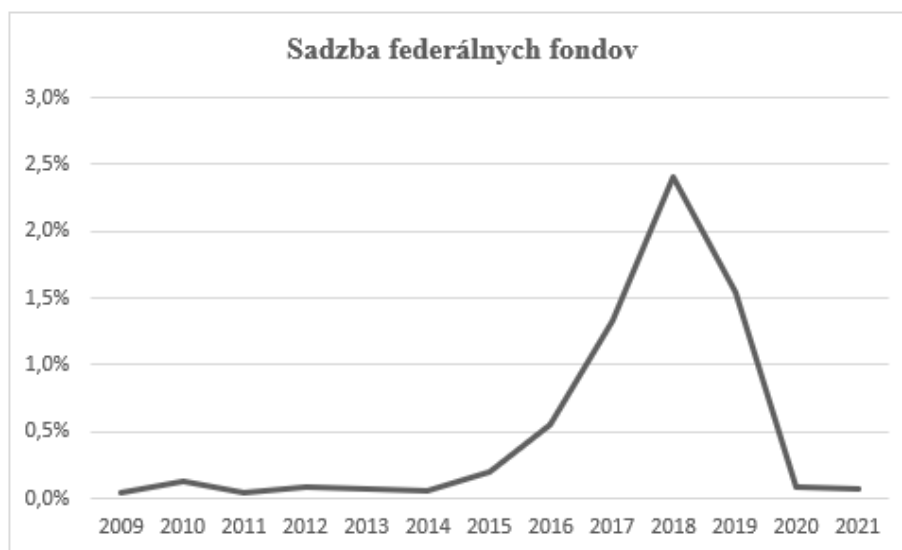
Zdroj: vlastné spracovanie podľa ECB (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

3.2 FED a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť v Spojených štátoch

V Spojených štátoch centrálnou bankou zodpovednou Federal Reserve System (FED), ktorá bola založená Kongresom v roku 1913. Medzi jej hlavné ciele patrí stanovovanie úrokových sadzieb, riadenie peňažnej zásoby a regulácia finančných trhov. Prostredníctvom riadenia menovej politiky sa snaží o dosiahnutie svojich cieľov a to o maximalizáciu zamestnanosti, cenovú stabilitu a udržateľné hodnoty dlhodobých úrokových sadzieb. Tradične FED realizuje menovú politiku prostredníctvom operácii na voľnom trhu, povinných minimálnych rezerv a diskontnej úrokovej sadzby (tzv. *federal funds rate*), za ktorú si komerčné banky požičiavajú finančné prostriedky od centrálnej banky. Ide o kľúčovú úrokovú sadzbu, ktorá je určovaná na dennej báze. Koncom roka 2008 FED znížila úrokové sadzby blízko k nule, aby uvoľnila finančné prostriedky do obehu. Prvý nárast po finančnej kríze možno vidieť až v roku 2015, kedy úroveň úrokovej sadzby vzrástla na 0,2%. Až do roku 2018 úroková sadzba rástla, pričom najvyššiu hodnotu dosiahla v roku 2018 a to na úrovni 2,40%. Rozhodnutia o zvýšení sadzby federálnych fondov odzrkadľovali pokračujúci pokrok ekonomiky smerom k dvom cieľom FED, ktorými sú maximálna

zamestnanosť a cenová stabilita. Celkový vývoj sadzieb federálnych fondov možno vidieť na grafe 5 (FED, 2023):

Graf 5 Sadzba federálnych fondov FED

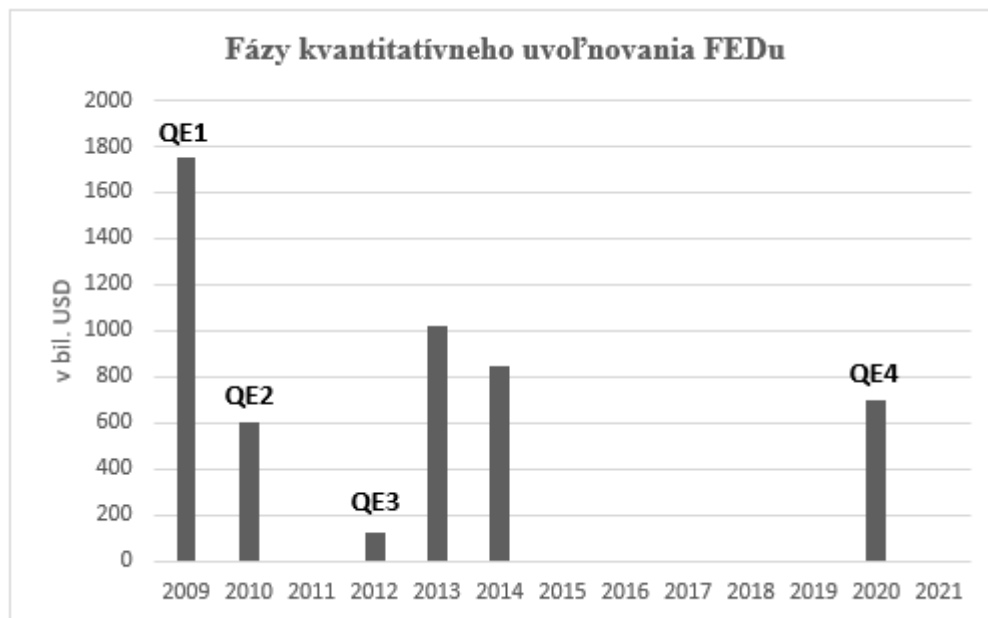


Zdroj: vlastné spracovanie podľa FED (2023)

V čase finančnej krízy v roku 2008 tradičné opatrenia nestačili pre splnenie cieľov (diskontná sadzba dosiahla nulovú hodnotu) a tak FED začal používať aj nekonvenčné opatrenia. Jedným z týchto nástrojov bolo kvantitatívne uvoľňovanie a teda nákup veľkého množstva aktív, ako sú cenné papiere štátnej pokladnice, dlh federálnych agentúr a cenné papiere kryté hypotékami federálnych agentúr. Kvantitatívne uvoľňovanie FED prebiehalo v štyroch fázach. V roku 2009 začala prvá vlna kvantitatívneho uvoľňovania (QE1), kedy FED nakupoval cenné papiere kryté hypotékami v celkovej hodnote 1750 miliárd USD od komerčných bánk. Tento nákup zapríčinil prebytočnú likviditu na účtoch komerčných bánk a to malo vplyv na zníženie sadzby federálnych fondov. Na konci roka 2010 začala druhá vlna kvantitatívneho uvoľňovania (QE2), kedy FED nakúpila ďalších 600 miliárd USD v štátnych dlhopisoch do konca roku 2011. Na konci roku 2011 začala Fed predávať krátkodobé štátne dlhopisy a nakupovať dlhodobé štátne dlhopisy s cieľom znížiť dlhodobé úrokové sadzby. Táto akcia dostala názov Operácia Twist (ang. *Operation Twist*). O rok neskôr sa realizovala tretia vlna kvantitatívneho uvoľňovania (QE3) s otvoreným koncom, čo znamenalo, že k jeho zastaveniu malo prísť až po dosiahnutí cenovej stability. FED tak nakupovala do konca roka 2012 aktíva v hodnote 40 miliárd USD na mesačnej báze. Avšak objem nákupov aktív sa zmenil od decembra roku 2012, kedy FED začala nakupovať aktíva v hodnote 85 miliárd USD mesačne až do októbra roku 2014. V reakcii na pandémie COVID-19 sa v roku 2020 začala štvrtá fáza kvantitatívneho uvoľňovania (QE4)

prostredníctvom nákupu aktív v hodnote 700 miliárd USD. To spôsobilo výrazné zvýšenie súvahy FED. Celkový vývoj kvantitatívneho uvoľňovania možno vidieť na grafe 6 (FED, 2023):

Graf 6 Fázy kvantitatívneho uvoľňovania FEDu

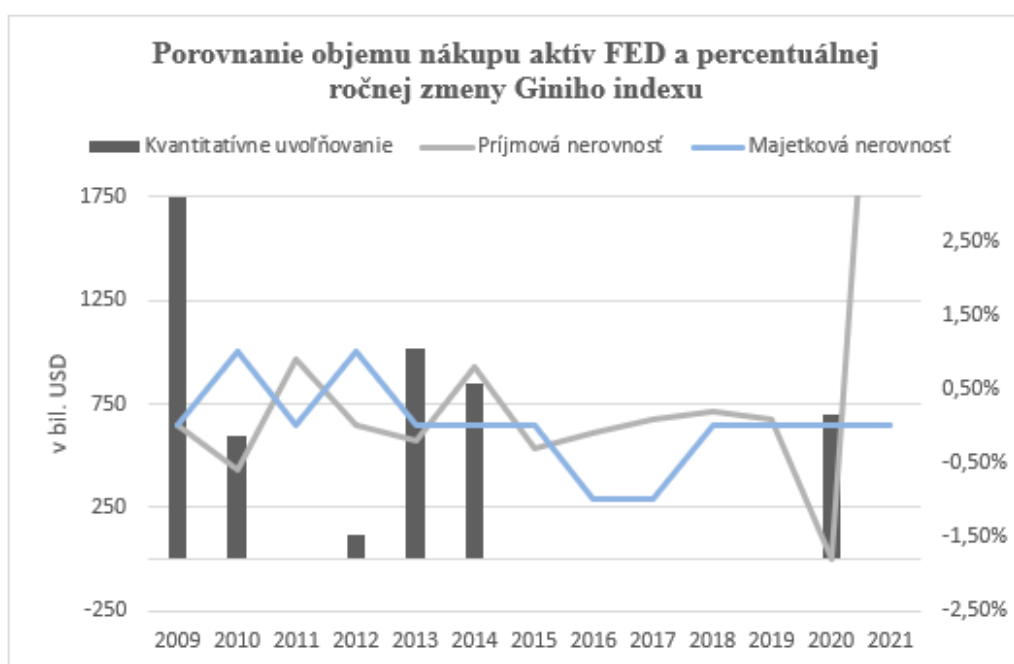


Zdroj: vlastné spracovanie podľa FED (2023)

Kvantitatívne uvoľňovanie navyšuje aktíva centrálnej banky a uvoľňuje finančné prostriedky komerčným bankám, čím sa zaisťuje dostatočná likvidita na trhu. Prvá vlna kvantitatívneho uvoľňovania bola spustená v roku 2009, pričom FED nakúpil aktíva v hodnote 1750 biliónov USD. V tomto roku sa zvýšila príjmová nerovnosť v Spojených štátoch o takmer 1 %, čo mohlo spôsobiť celkové spustenie kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2009. Druhá vlna kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2011 spôsobila navýšenie aktív FED o 27 %, čo pravdepodobne spôsobilo menší nárast príjmovej nerovnosti o 0,8 % neskôr v roku 2014. Tretia vlna kvantitatívneho uvoľňovania príliš nezmenila objem aktív v súvahe FED a príjmová nerovnosť sa ustálila v priemere na hodnote 41,2. V roku 2020 sa začala doposiaľ posledná vlna nákupu aktív FED, ktorá spôsobila zatiaľ najvýraznejší nárast v aktívach FED vrátane roku 2021 a to o takmer 60%. V roku 2021 je zatiaľ evidovaný najvyšší nárast aj v príjmovej nerovnosti v Spojených štátoch a to z hodnoty 39,7 na hodnotu 49, čo predstavuje takmer 10 percentný nárast. Z porovnania vývoja aktív FED a percentuálnej medziročnej zmeny Giniho indexu možno povedať, že s výnimkou roka 2021 sa príjmové nerovnosti veľmi nemenili. Vplyv nákupu aktív na príjmovú nerovnosť možno najlepšie vidieť v posledných rokoch sledovaného obdobia, kedy výrazné uvoľnenie peňažných prostriedkov do obehu zvýšilo nerovnosť v príjmoch obyvateľov Spojených

štátov. Majetková nerovnosť v Spojených štátoch sa v priebehu sledovaného obdobia príliš nemenila. V roku 2010 možno vidieť nárast v majetkovej nerovnosti, ktorý by mohol súvisieť s prvou vlnou kvantitatívneho uvoľňovania. Následne však majetková nerovnosť nemenila a to aj napriek druhému kvantitatívnemu uvoľňovaniu v roku 2010. Ďalší rok 2012 majetková nerovnosť opäť vzrástla o 1%. Tretie kvantitatívne uvoľňovanie pravdepodobne nemalo vplyv na majetkovú nerovnosť, nakoľko majetková nerovnosť sa od tretieho QE do roku 2015 nemenila vôbec a dokonca v nasledujúcich 2 rokoch poklesla. Taktiež posledné kvantitatívne uvoľňovanie neovplyvnilo majetkovú nerovnosť. Celkový vývoj premenných možno vidieť na nasledujúcom grafe 7:

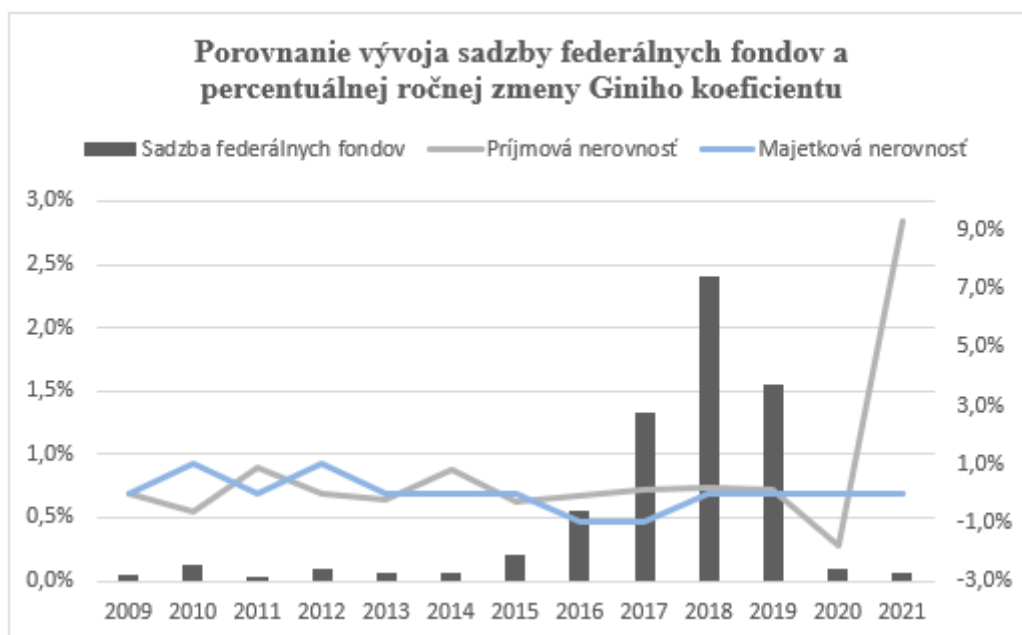
Graf 7 Porovnanie objemu nákupu aktív FED a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu



Zdroj: vlastné spracovanie podľa FED (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

Sadzba federálnych fondov sa v prvých rokoch sledovaného obdobia výrazne nemenila, avšak od roku 2015 možno evidovať medziročné nárasty až do roku 2018. Výraznejšie zvýšenie sadzby neovplyvnilo majetkovú nerovnosť, avšak mohlo ovplyvniť zníženie príjmovej nerovnosti v roku 2020. Po výraznom poklese sadzby federálnych fondov miera príjmovej nerovnosti v roku 2021 vzrástla na najvyššiu hodnotu počas sledovaného obdobia. Celkový vývoj sadzby federálnych fondov a percentuálnych ročných zmien Giniho koeficientu možno vidieť na grafe 8:

Graf 8 Porovnanie vývoja sadzby federálnych fondov a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu



Zdroj: vlastné spracovanie podľa FED (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

3.3 Bank of England a jej vplyv na príjmovú a majetkovú nerovnosť v Spojenom kráľovstve

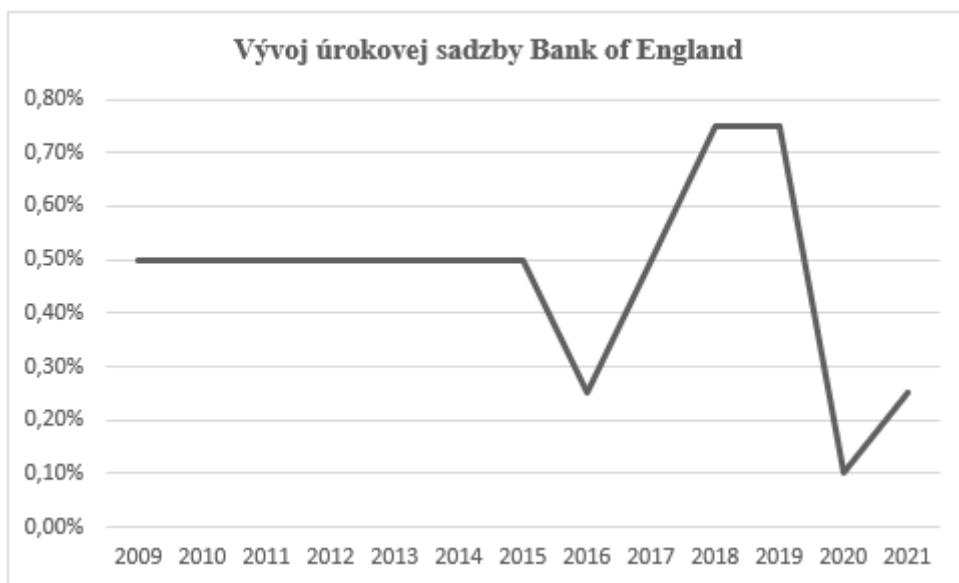
Bank of England je centrálnou bankou v Spojenom kráľovstve, ktorá vznikla v roku 1694 s cieľom urýchlene získať finančné prostriedky na vojnu s Francúzskom. V súčasnosti je jej hlavným cieľom dosahovanie inflácie na úrovni 2 %. K dosiahnutiu hlavného cieľa Bank of England realizuje menovú politiku najmä prostredníctvom dvoch nástrojov:

- Úroková sadzba – tzv. *Bank Rate* ovplyvňuje úrokovú sadzbu, za ktorú komerčné banky požičiavajú finančné prostriedky dlžníkom,
- Kvantitatívne uvoľňovanie – tzv. *Asset Purchase Facility* (APF) zahŕňa nákup vládnych dlhopisov.

Vývoj úrokových sadzieb v Spojenom kráľovstve bol počas celého sledovaného obdobia blízko pri nule. Znižovanie úrokovej sadzby začalo v čase finančnej krízy v roku 2008, pričom úroková sadzba sa ustálila na úrovni 0,5 % až do roku 2016, kedy úroková miera poklesla až na 0,25 %. V priebehu rokov 2014 – 2016 bola inflácia nižšia, než bolo cieľom Bank of England a tak opatrenie smerujúce ešte k nižšej úrokovej sadzbe malo zabezpečiť dostatočnú likviditu na peňažnom trhu, podporiť spotrebu a tým zvýšiť ceny. V ďalších rokoch sa úroková sadzba zvýšila na maximálnu hodnotu v sledovanom období

a to na 0,75 % v rokoch 2018 a 2019, nakoľko inflácia začala rásť až nad hranicu 2 %. Ďalší rok v období pandémie COVID-19 však inflácia opäť výrazne poklesla, na čo Bank of England reagovala nastavením úrokovej sadzby na 0,1 %, čo predstavuje v sledovanom období doposiaľ najnižšiu úrokovú sadzbu. Celkový vývoj úrokových sadzieb možno vidieť na nasledujúcom grafe 9:

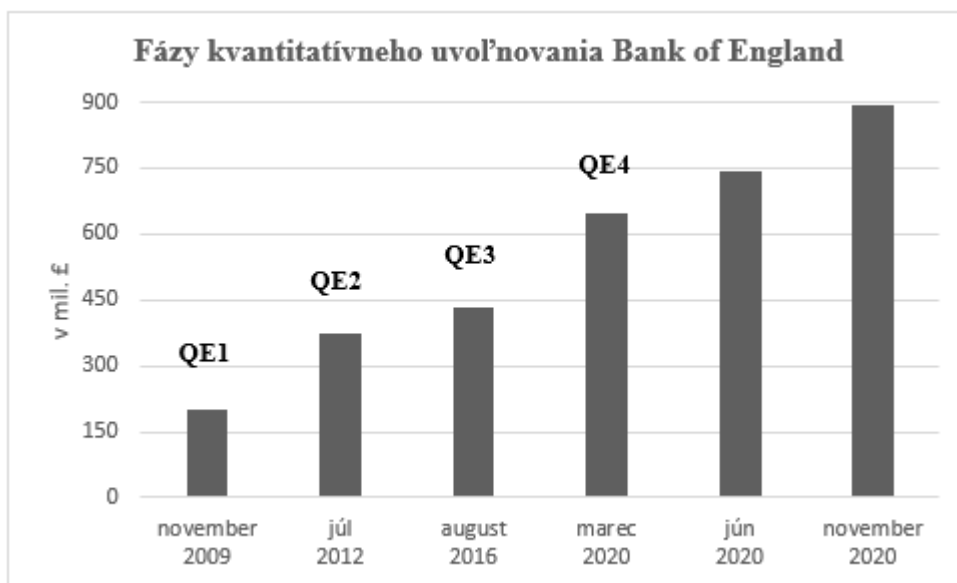
Graf 9 Vývoj úrokovej sadzby Bank of England od roku 2009



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Bank of England (2023)

V prípade nekonvenčných menových opatrení Bank of England najčastejšie využíva kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré spustila v roku 2009 ako ďalšie opatrenie v boji proti finančnej kríze. Úrokové sadzby boli v tomto období príliš nízke na to, aby boli znižované ešte viac a tak Bank of England začala nakupovať dlhopisy s cieľom zvýšiť ich ceny a znížiť dlhodobé úrokové sadzby. To sa prejavilo zvýšenou spotrebou obyvateľov a následne zvyšovaním cien tovarov a služieb. Prvé kvantitatívne uvoľňovanie v roku 2009 spočívalo v nákupe vládnych dlhopisov v objeme 200 miliárd anglických libier. Koncom roka 2011 bolo spustené druhé kvantitatívne uvoľňovanie v objeme 375 miliárd anglických libier. Tretie kvantitatívne uvoľňovanie navýšené o 50 miliárd anglických libier oproti druhému QE bolo až v roku 2016, kedy aj sadzba úrokových mier prvýkrát počas sledovaného obdobia poklesla. Od tohto roku sa finančná situácia ustálila až do obdobia pandémie COVID-19. Okrem zníženia úrokovej sadzby takmer na nulu, Bank of England spustila štvrté kvantitatívne uvoľňovanie v marci, júni a novembri v roku 2020. Nákupy dlhopisov v roku 2020 tak spolu činili 2 285 miliárd anglických libier. Celkový vývoj nákupov dlhopisov Bank of England od roku 2009 možno vidieť na nasledujúcom grafe 10:

Graf 10 Fázy kvantitatívneho uvoľňovania Bank of England

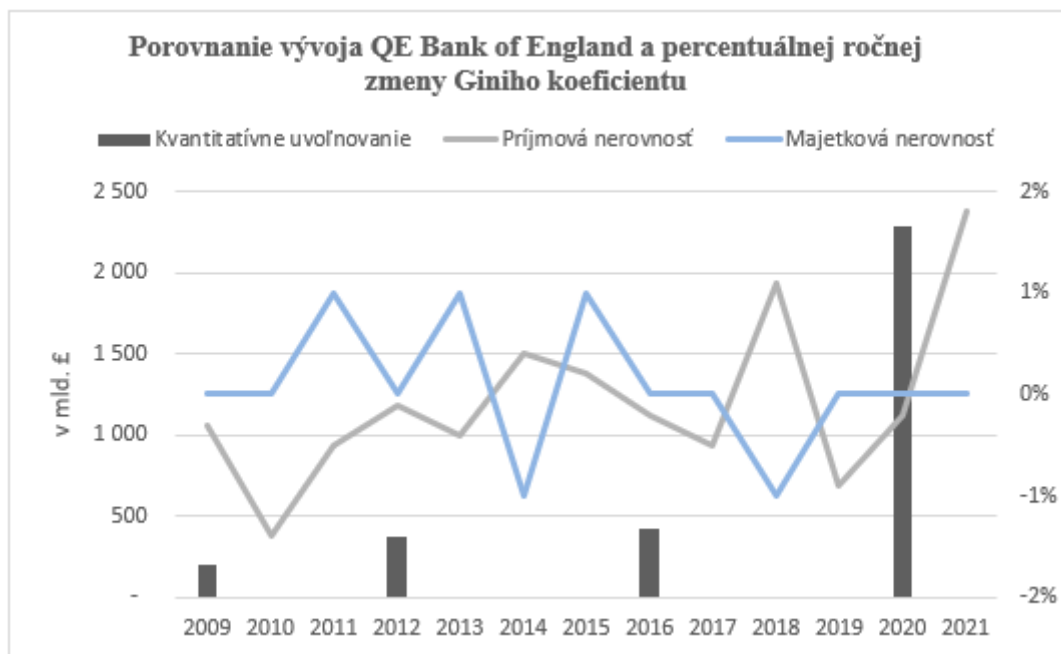


Zdroj: vlastné spracovanie podľa Bank of England (2023)

Príjmová nerovnosť v Spojenom kráľovstve má prevažne klesajúci charakter. Na začiatku sledovaného obdobia v roku 2009 mala príjmová nerovnosť hodnotu Giniho indexu na úrovni 35,1. Nasledujúci rok príjmová nerovnosť klesla o 1,4 %, čo predstavuje v sledovanom období najvýraznejší pokles v príjmovej nerovnosti. Napriek tomu, že sa miera príjmovej nerovnosti znížila aj v nasledujúcich rokoch 2011 a 2012, medziročné zmeny miery neboli také výrazné, ako v roku 2010. Mohlo to byť zapríčinené aj prvým kvantitatívnym uvoľňovaním, ktoré Bank of England spustila v roku 2009. V roku 2011 však Bank of England neuskočila žiadne kvantitatívne uvoľňovanie, čo mohlo spôsobiť výraznejší pokles príjmovej nerovnosti v roku 2013. Druhé kvantitatívne uvoľňovanie v roku 2012 však mohlo spôsobiť nárast príjmovej nerovnosti v roku 2014 o 0,4 % a nasledujúci rok o 0,2 %. Od roku 2016 však miera príjmovej nerovnosti klesala, no v tom istom roku bolo realizované tretie kvantitatívne uvoľňovanie. Táto tretia fáza pravdepodobne spôsobila nárast príjmovej nerovnosti v roku 2018 o 1,1 %. Do roku 2020 bolo kvantitatívne uvoľňovanie pozastavené, avšak v marci 2020 začala Bank of England nakupovať dlhopisy v ešte väčšom objeme, než predošlé roky. V týchto rokoch možno vidieť prudký nárast rezerv Bank of England a zároveň výrazný nárast miery príjmovej nerovnosti a to o takmer 2 %. Kvantitatívne uvoľňovanie tak nepriaznivo ovplyvňovalo mieru príjmovej nerovnosti v Spojených štátoch, pričom zmena v príjmovej nerovnosti sa prejavila o niekoľko mesiacov neskôr. Majetková nerovnosť v Spojenom kráľovstve sa príliš nemenila. Nárast o 1% možno vidieť v roku 2011, čo mohlo byť spôsobené prvým

kvantitatívnym uvoľňovaním. Ďalší nárast o 1 % je evidovaný v roku 2013 a teda po druhom kvantitatívnom uvoľňovaní. Tretie kvantitatívne uvoľňovanie však pravdepodobne nemalo vplyv na majetkovú nerovnosť, nakoľko sa v roku 2017 nemenila a nasledujúci rok poklesla. Porovnanie vývoja nákupu finančných aktív a percentuálnej ročnej zmeny Giniho indexu možno vidieť na grafe 11:

Graf 11 Porovnanie vývoja rezerv Bank of England a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu

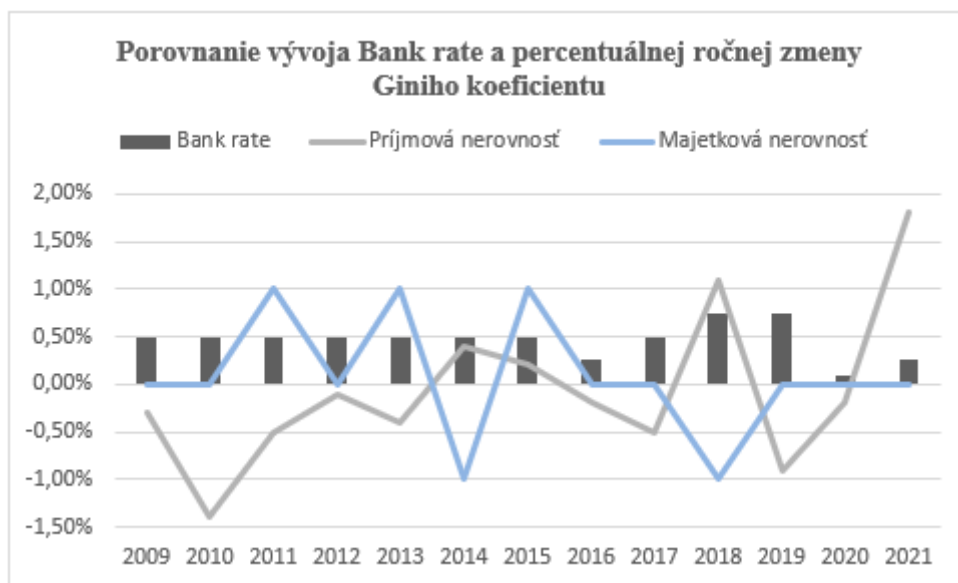


Zdroj: vlastné spracovanie podľa Bank of England (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

Keď sa pozrieme na vývoj sadzieb úrokových mier (Bank rate), ich výška nebola do roku 2015 pozmenená, zatiaľ čo príjmová nerovnosť klesala do roku 2013 vrátane a potom v rokoch 2014 a 2015 rástla. Nakoľko sa úroková sadzba nemenila, v priebehu rokov 2009 – 2015 nemala vplyv na zmenu príjmovej nerovnosti. V roku 2016 však úroková sadzba poklesla na 0,25%, čo mohlo spôsobiť nárast príjmovej nerovnosti v roku 2018. Avšak po roku 2016 sa výška úrokových sadzieb navýšila a príjmová nerovnosť naopak poklesla v roku 2019. V roku 2020 sa úroková miera znížila takmer na nulu a to na 0,1%, pričom príjmová nerovnosť výrazne vzrástla o takmer 2%. Na základe uvedeného vývoja možno povedať, že zmena úrokovej sadzby mohla mať vplyv na zmenu príjmovej nerovnosti v krajine, pričom zníženie úrokovej sadzby mohlo spôsobiť nárast príjmovej nerovnosti a zase naopak zvýšenie úrokovej sadzby mohlo spôsobiť pokles príjmovej nerovnosti. Majetková nerovnosť sa menila aj v období, kedy Bank rate ostávala nezmenená. Po poklese

sadzby Bank rate v roku 2016 sa majetková nerovnosť nezmenila a následne v roku 2018 sa majetková znížila, pričom napriek výraznejšiemu rastu sadzby Bank rate v roku 2018 sa majetková nerovnosť nemenila. Vplyv zmeny úrokovej sadzby na majetkovú nerovnosť tak nie je jednoznačný a skôr možno povedať, že v tomto sledovanom období zmeny úrokovej sadzby neovplyvnili majetkovú nerovnosť. Porovnanie vývoja Bank rate a percentuálnej ročnej zmeny Gini koeficientu možno vidieť na grafe 12:

Graf 12 Porovnanie vývoja Bank rate a percentuálnej ročnej zmeny Giniho koeficientu



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Bank of England (2023), Svetová banka (2023) a Our World in Data (2023)

Záver

Menová politika je politika zameraná na kontrolu ponuky peňazí v obehu s cieľom dosiahnuť špecifické makroekonomické ciele, ako je požadovaná miera inflácie, ekonomický rast a zamestnanosť. Jednou z najdôležitejších funkcií menovej politiky najmä počas krízy je udržiavanie likvidity vo finančnom systéme. Keď dôjde ku kríze, existuje riziko, že finančné inštitúcie sa dostanú do platobnej neschopnosti alebo im minie likvidná hotovosť. Centrálna banka môže týmto inštitúciám poskytnúť likviditu požičiavaním finančných prostriedkov alebo nákupom aktív, ako sú štátne dlhopisy, čo pomáha stabilizovať finančný systém a predchádzať ďalšiemu narušeniu ekonomiky. Práve pri nekonvenčnom opatrení, akým je nákup aktív v podobe kvantitatívneho uvoľňovania sa predpokladá, že ovplyvňuje príjmovú a majetkovú nerovnosť v krajinách.

Cieľom bakalárskej práce bolo skúmať vplyv menovej politiky na príjmovú a majetkovú nerovnosť vo vybraných krajinách. Prvá kapitola práce mala teoretický charakter, pričom definovala menovú politiku, jej formy, subjekty a nástroje, prostredníctvom ktorých ovplyvňuje množstvo peňazí v obehu. Kapitola sa venovala aj teoretickým vymedzeniam príjmovej a majetkovej nerovnosti, pričom poukazovala na teoretický vzťah medzi menovou politikou a týmito nerovnosťami. Druhá kapitola práce obsahovala ciele záverečnej práce a metodiku, ktorá umožnila ich naplnenie. Tretia kapitola práce priamo skúmala vzťah medzi opatreniami menovej politiky vybraných centrálnych bánk a príjmovou nerovnosťou v daných krajinách. Vybranými centrálnymi bankami bola Európska centrálna banka, Federálny rezervný systém a Bank of England, zatiaľ čo príjmové nerovnosti boli skúmané na Slovensku, v Spojených štátoch a v Spojenom kráľovstve. Na základe skúmaní sme zistili, že nekonvenčné opatrenia expanzívnej menovej politiky v podobe kvantitatívneho uvoľňovania majú vplyv na zvyšovanie príjmovej nerovnosti v dlhodobom horizonte.

Zoznam použitej literatúry

ALLIANZ. 2021. *Allianz Global Wealth Report*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete:

https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2021/october/2021_10_07_Global-Wealth-Report.pdf

BALAN A. 2021. *Income inequality: causes and consequences*. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete:

https://www.researchgate.net/publication/357810741_INCOME_INEQUALITY_CAUSES_AND_CONSEQUENCES_INEGALITATEA_VENITURILOR_CAUZE_SI_CONSECINTE

BANK OF ENGLAND. 2023. *Research datasets*. [online]. [cit. 08.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/research-datasets>

BERNARKE B. 2020. *The New Tools of Monetary Policy American Economic Association Presidential Address*. [online]. [cit. 05.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf

BONIFACIO V. et al. 2021. *Distributional Effects of Monetary Policy*. [online]. [cit. 03.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/07/30/Distributional-Effects-of-Monetary-Policy-461841>

DABLA-NORRIS E. et al. 2015. *Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective*. [online]. [cit. 18.04.2023]. Dostupné na internete: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1513.pdf>

DAFAERMOS Y. – PAPATHEODOROU CH. 2018. *How does monetary policy affect income and wealth inequality? An agent-based stock-flow consistent analysis*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.boeckler.de/pdf/v_2018_10_26_dafermos.pdf

DAOUI M. 2023. *Monetary Policy and Economic Growth in Developing Countries: A Literature Review*. [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete:

https://www.researchgate.net/publication/369143278_Monetary_Policy_and_Economic_Growth_in_Developing_Countries_A_Literature_Review

DAVIS E. 2013. *Information Guide: European Central Bank*. [online]. [cit. 17.04.2023]. Dostupné na internete: http://aei.pitt.edu/74892/1/European_Central_Bank.pdf

DECHSLER I. et al. 2016. *The Deposits Channel of Monetary Policy*. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22152/revisions/w22152.rev0.pdf

DIAS D. – DUARTO J. 2022. Monetary Policy and Homeownership: Empirical Evidence, Theory, and Policy Implications. In *SSRN Electronic Journal*, 2022. s. 1-61. ISSN 1556-5068

ECB. 2006. *Price stability – objective of the Eurosystem*. [online]. [cit. 03.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/shared/img/MP_0806_300dpi-textsheet.en.pdf

ECB. 2009. *Výročná správa 2009*. [online]. [cit. 07.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009sk.pdf>

ECB. 2010. *Výročná správa 2010*. [online]. [cit. 07.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010sk.pdf>

ECB. 2015. *What is a central bank?* [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.en.html>

ECB. 2016. *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: https://www-ecb-europa-eu.translate.google.com/press/accounts/2016/html/mg161006.sk.html?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=sk&_x_tr_hl=sk&_x_tr_pto=wapp

ECB. 2022. *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 26-27 October 2022*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: https://www-ecb-europa-eu.translate.google.com/press/accounts/2022/html/mg22102627.sk.html?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=sk&_x_tr_hl=sk&_x_tr_pto=wapp

eu.translate.google/press/accounts/2022/html/ecb.mg221124~3527764024.sk.html?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=sk&_x_tr_hl=sk&_x_tr_pto=wapp

ECB. 2023. *Asset purchase programmes*. [online]. [cit. 03.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

ECB. 2023. *Monetary policy decisions*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.sk.html>

FAGGIAN A. et al. 2023. *Income inequality in Europe: Reality, perceptions, and hopes*. In *Research in Globalization*, 2023. 15 s. ISSN 2590-051X

FED. 2023. *Data*. [online]. [cit. 08.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.federalreserve.gov/data.htm>

FÍŠERA B. 2020. Income Inequality and the Distributional Effects of Monetary Policy: The Role of Financial Heterogeneity. In *Czech Journal of Economics and Finance*, 70, 2020. s. 488-520. ISSN 0015-1920

FURCERI D. et al. 2016. *The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality*. [online]. [cit. 03.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Effects-of-Monetary-Policy-Shocks-on-Inequality-44490>

GEORGE A. 2021. *Expansionary vs Contractionary Monetary Policy*. [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: <https://www.clearias.com/expansionary-vs-contractionary-monetary-policy/>

GAMBACORTA L. et al. 2009. International banking and financial market developments. In *BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements*, 2009. s. 43-54. ISSN 1683-013X

HOLMES A. 2023. *Some economic effects of inequality*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.apf.gov.au/About_Parliament/Parliamentary_Departments/Parliamentary_Library/pubs/BriefingBook44p/EconEffects

IODACHIOAIA A. 2011. Monetary Policy and Economic Policy. In *Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology*, 2011. 19 s. ISSN 2069-5934

JÍLEK J. 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha : Grada Publishing, 2013. 560 s. ISBN 978-80-247-8822-7

KAPOUNEK S. – KUČEROVÁ Z. 2016. *Nekonvenční měnová politika a fiskální expanze: cesta k ekonomické prosperitě České republiky?* [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete:

https://www.researchgate.net/publication/299800914_Nekonvenční_měnová_politika_a_fiskální_expanze_cesta_k_ekonomické_prosperitě_České_republiky

KAWACHI I. – KENNEDY B. 1997. *Health and social cohesion: why care about income inequality?* [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC2126438/pdf/9112854.pdf>

KOSTELNÝ R. 2013. *Záporné úrokové sadzby*. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: https://www.nbs.sk/img/documents/publik_nbs_fsr/biatec/rok2013/03-2013/01_biatec13-3_kostelny.pdf

KRAMMER S. et al. 2022. Income inequality, social cohesion, and crime against businesses: Evidence from a global sample of firms. In *Journal of International Business Studies*, 2022. s. 385-400. ISSN 1478-6990

LAINE O. 2022. *Evidence about the transmission of monetary policy*. Helsinki : Bank of Finland, 2022. 121 s. ISBN 978-952-323-411-6

LAPINOVÁ E. 2022. *Ako vnímať príjmovú a majetkovú nerovnosť? Je potrebné zasahovať do rozdelenia príjmov a majetku v populácii a aké nástroje použiť?* [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: <https://relik.vse.cz/2022/download/pdf/541-Lapinova-Erika-paper.pdf>

LASKIENE D. et al. 2020. Assessment of the Impact of Income Inequality on Population's Migration. In *Engineering Economics*, 2020. s. 547-557. ISSN 1392-2785

LISÝ J. et al. 2016. *Ekonomía*. Praha : Wolters Kluwer, 2016. 621 s. ISBN 978-80-7552-275-7

MATHAI K. 2009. *What is Monetary Policy?* [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/basics.pdf>

MDINGI K. – HO S. 2021. Literature review on income inequality and economic growth. In *MethodsX*, 2021. s. 1-12. ISSN 2215-0161

MEHAR M. 2023. Role of monetary policy in economic growth and development: from theory to empirical evidence. In *Asian Journal of Economics and Banking*, 2023. s. 99-120. ISSN 2633-7991

MONNIN P. 2017. *Monetary Policy, Macprudential Regulation and Inequality*. [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2970459

OECD. 2011. Income inequality. In *Society at a glance 2011: OECD Social Indicators*, 2011. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.oecd.org/berlin/47570121.pdf>

OECD. 2013. *Household income*. [online]. [cit. 17.04.2023]. Dostupné na internete: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264194830-7-en.pdf?expires=1681821821&id=id&accname=guest&checksum=182C832704677ED0E7DE7B76B77275D4>

OMAR M. – INABA K. 2020. Inequality in developing countries? A panel data analysis. In *Journal of Economic Structures*, 2020. s. 1-25. ISSN 2193-2409

OUR WORLD IN DATA. 2023. *Wealth inequality: Gini coefficient*. [online]. [cit. 11.05.2023]. Dostupné na internete: <https://ourworldindata.org/grapher/gini-coefficient-wid-wealth?tab=chart&time=2008..latest&country=SVK~USA~GBR>

OZDAGLI A. et al. 2016. *How the use of floating-rate loans changes the impact of monetary policy*. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: <https://cepr.org/voxeu/columns/how-use-floating-rate-loans-changes-impact-monetary-policy>

PETROVA B. – RANALDI M. 2021. *Determinants of Income Composition Inequality*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete:

https://www.researchgate.net/publication/352041767_Determinants_of_Income_Composition_Inequality

POLACKO M. 2021. Causes and Consequences of Income Inequality – An Overview. s. 1-17. In *Statistics, Politics, and Policy*, 2021. ISSN 2151-7509

POTTER S. – SMETS F. 2019. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. In *CGFS Papers, Bank for International Settlements*, 2019. 79 s. ISBN 978-92-9259-296-7

RAGAN CH. 2005. *Why Monetary Policy Matters*. [online]. [cit. 17.04.2023]. Dostupné na internete: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/ragan_paper.pdf

RAKVIASHVILI A. 2020. Monetary Policy and Inequality. In *Journal of Institutional Studies*, 2020. s. 6-17. ISSN 2076-6297

RAWDANOWICZ L. et al. 2016. Monetary Policy and Inequality. In *OECD Economics Department Working Papers*, 2016. 37 s. ISSN 1815-1973

SALTER A. 2014. *An Introduction to Monetary Policy Rules*. [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3191382

SILVO A. et al. 2022. *The impact of monetary policy on income and wealth inequality*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: <https://cepr.org/voxeu/columns/impact-monetary-policy-income-and-wealth-inequality>

SMAGHI L. 2009. *Conventional and Unconventional Monetary Policy*. [online]. [cit. 01.05.2023]. Dostupné na internete: <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

SVETOVÁ BANKA. 2023. *Gini Index – Slovak republic*. [online]. [cit. 02.05.2023]. Dostupné na internete: <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?end=2019&locations=SK&start=2013>

TABAK B. et al. 2010. Financial Stability and Monetary Policy – The case of Brazil. In *Working Paper Series*, 2010. s. 1-61. ISSN 1518-3548

TOPUZ S. 2022. The Relationship Between Income Inequality and Economic Growth: Are Transmission Channels Effective? In *Social Indicators Research*, 2022. s. 1177-1231. ISSN 1573-0921

VISCO I. 2023. *Inflation, Monetary Policy and Inequalities. Some Thoughts*. [online]. [cit. 16.04.2023]. Dostupné na internete: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2023/Visco_IARIW_31032023.pdf

WORLDBANK. 2023. *Gini index*. [online]. [cit. 18.04.2023]. Dostupné na internete: https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?end=2021&most_recent_year_desc=false&start=2021&type=shaded&view=map&year=2018

XIANG L. et al. 2022. The impact of monetary policy shocks on income inequality: a tale of two countries. In *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2020. 23 s. ISSN 1848-9664

YU Z. – WANG F. 2017. Income Inequality and Happiness: An Inverted U-Shaped Curve. In *Frontiers in Psychology*, vol. 8, 2017. s. 2-6. ISSN 1664-1078

Zákon č. 566/1992 Zb.