

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY

MONETÁRNE POLITIKY CENTRÁLNYCH BÁNK V ČASE
KRÍZY.

BAKALÁRSKA PRÁCA

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY

**MONETÁRNE POLITIKY CENTRÁLNYCH BÁNK V ČASE
KRÍZY.**

BAKALÁRSKA PRÁCA

Študijný program: Ekonomická a finančná matematika
Študijný odbor: 1114 Aplikovaná matematika
Školiace pracovisko: Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky
Vedúci práce: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc.

Bratislava 2013

Martin KUPEC



Univerzita Komenského v Bratislave
Fakulta matematiky, fyziky a informatiky

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Martin Kupec
Študijný program: ekonomická a finančná matematika (Jednoodborové štúdium, bakalársky I. st., denná forma)
Študijný odbor: 9.1.9. aplikovaná matematika
Typ záverečnej práce: bakalárska
Jazyk záverečnej práce: slovenský

Názov: Monetárne politiky centrálnych bánk v čase krízy.

Cieľ: Cieľom práce bude vysvetliť a navzájom porovnať monetárne politiky centrálnych bánk (FED, ECB, prípadne Bank of England a ČNB) v období súčasnej finančnej a ekonomickej krízy (od r. 2008 dodnes).

Vedúci: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc.

Katedra: FMFI.KAMŠ - Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky

Vedúci katedry: prof. RNDr. Daniel Ševčovič, CSc.

Dátum zadania: 11.10.2012

Dátum schválenia: 03.11.2012

doc. RNDr. Margaréta Halická, CSc.
garant študijného programu

.....
študent

.....
vedúci práce

Pod'akovanie:

Touto cestou by som sa chcel poďakovať svojmu vedúcemu bakalárskej práce, doc. RNDr. Jánovi Boďovi, CSc., za pomoc, odborné rady a konzultácie, ktoré mi pomohli pri písaní tejto práce. Ďakujem aj svojim rodičom za pomoc pri kontrole práce, ale aj ostatnej rodine a priateľom za ich podporu a trpezlivosť.

Abstrakt v štátnom jazyku

KUPEC, Martin: *Monetárne politiky centrálnych bánk v čase krízy*. [Bakalárska práca], Univerzita Komenského v Bratislave, Fakulta matematiky, fyziky a informatiky, Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky; školiteľ: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc., Bratislava, 2013, 64s.

Práca zhŕňa informácie o spôsobe fungovania monetárnej politiky, časom vybudované názory a používané nástroje na udržiavanie menovej stability, pevnej cenovej úrovne a následného ekonomického rastu podľa [14]. Teoretické aspekty fungovania monetárnej politiky následne dáva do kontrastu s reálnymi opatreniami zavádzanými v Európskej centrálnej banke a Federálnom rezervnom systéme v USA v krízových rokoch 2008-2012. Čerpali sme najmä z [6] a [10]. Postupy monetárnych politík najprv opisuje a hodnotí jednotlivo. Následne ich porovnáva medzi sebou a vyberá hlavné rozdiely v možnostiach reálneho vedenia monetárnej politiky. Medzi najvýznamnejšie zistenia patrí omnoho expanzívnejší prístup FEDu a rozsah kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré aj samotný guvernér otvorene viac krát priznal, ale aj význam prepojenosti fiškálnej a monetárnej politiky v Európe a problém nejednotnosti krajín na úrovni vládnych výdavkov.

Kľúčové slová: monetárna politika, Európska centrálna banka, Federálny rezervný systém, finančná kríza

Abstract in English

KUPEC, Martin: *Monetary policies of central banks during financial crisis*. [Bachelor Thesis], Comenius University in Bratislava, Faculty of Mathematics, Physics and Informatics, Department of Applied Mathematics and Statistics; Supervisor: doc. RNDr. Ján Bod'a, CSc., Bratislava, 2013, 64p.

This work summarizes information about an operation of monetary policy, views and tools built over time used to maintain monetary stability, fixed price level and subsequent economic growth according to [14]. Then describes contrast between theoretical aspects of running monetary policy and real measures introduced by the European Central Bank and the Federal Reserve in the U.S. during the crisis years 2008-2012. We mostly quote from [6] a [10]. Procedures of monetary policies are firstly described and assessed individually. Then the work compares them with each other and describes main differences in monetary policy steering. The most important conclusions are much more accommodative stance of the Fed and size of quantitative easing, which the governor himself openly admitted several times, but also the importance of connection between fiscal and monetary policy in Europe and the problem with differences at the level of government spending.

Keywords: monetary policy, the European Central Bank, the Federal Reserve, financial crisis

Obsah

Obsah	6
Úvod	8
1 Úloha a fungovanie centrálnej banky.....	10
1.1 Úloha centrálnej banky.....	10
1.2 Nástroje monetárnej politiky	13
1.2.1 Nástroje ECB	14
1.2.2 Nástroje FEDu	15
1.3 Operačný, sprostredkujúci a konečný cieľ	17
1.4 Transmisný mechanizmus monetárnej politiky.....	19
2 Európska centrálna banka	22
2.1 Historický prehľad ECB a vplyv na súčasnú monetárnu politiku	22
2.2 Štruktúra Európskej centrálnej banky	24
2.3 Vývoj situácie v rokoch 2008-2012	25
2.3.1 Hlásenie prezidenta ECB, 26. marec 2008 [6].....	25
2.3.2 Hlásenie prezidenta ECB, 25. jún 2008 [6]	26
2.3.3 Hlásenie prezidenta ECB, 10. september 2008 [6]	27
2.3.4 Hlásenie prezidenta ECB, 8. december 2008 [6].....	27
2.3.5 Hlásenie prezidenta ECB, 21. január 2009 [6]	28
2.3.6 Hlásenie prezidenta ECB, 30. marec 2009 [6].....	29
2.3.7 Hlásenie prezidenta ECB, 28. september 2009 [6]	30
2.3.8 Hlásenie prezidenta ECB, 7. December 2009 [6]	31
2.3.9 Hlásenie prezidenta ECB, 22. marec 2010 [6].....	31
2.3.10 Hlásenie prezidenta ECB, 21. jún 2010 [6]	32
2.3.11 Hlásenie prezidenta ECB, 27. september 2010 [6]	33
2.3.12 Hlásenie prezidenta ECB, 30. november 2010 [6]	33
2.3.13 Hlásenie prezidenta ECB, 21. marec 2011 [6].....	34
2.3.14 Hlásenie prezidenta ECB, 30. jún 2011 [6]	35
2.3.15 Hlásenie prezidenta ECB, 29. august 2011 [6]	35
2.3.16 Hlásenie prezidenta ECB, 4. október 2011 [6]	35
2.3.17 Hlásenie prezidenta ECB, 17. október 2011 [6]	36
2.3.18 Hlásenie prezidenta ECB, 19. december 2011 [6].....	36
2.3.19 Hlásenie prezidenta ECB, 25. apríl 2012 [6]	37

2.3.20	Hlásenie prezidenta ECB, 9. júl 2012 [6]	38
2.3.21	Hlásenie prezidenta ECB, 9. október 2012 [6]	38
2.3.22	Hlásenie prezidenta ECB, 17. december 2012 [6]	39
2.3.23	Hlásenie prezidenta ECB, 18. február 2013 [6]	40
3	Federálny rezervný systém.....	41
3.1	Historický prehľad FEDu a vplyv na súčasnú monetárnu politiku	41
3.2	Štruktúra Federálneho rezervného systému.....	42
3.3	Vývoj situácie v rokoch 2008-2012	43
V tejto kapitole si popíšeme si dianie na trhoch od roku 2008 až po najaktuálnejšie dostupné informácie. Nasledujúce časti sú podobne ako v 2.3 zosumarizované oficiálne vyjadrenia guvernéra FEDu o monetárnej politike. [10]		
		43
3.3.1	Hlásenie guvernéra FEDu, 27. február 2008 [10].....	43
3.3.2	Hlásenie guvernéra FEDu, 15. júl 2008 [10]	45
3.3.3	Hlásenie guvernéra FEDu, 24. február 2009 [10].....	46
3.3.4	Hlásenie guvernéra FEDu, 21. júl 2009 [10]	47
3.3.5	Hlásenie guvernéra FEDu, 24. február 2010 [10].....	48
3.3.6	Hlásenie guvernéra FEDu, 21. júl 2010 [10]	50
3.3.7	Hlásenie guvernéra FEDu, 1. marec 2011 [10].....	51
3.3.8	Hlásenie guvernéra FEDu, 13. júl 2011 [10]	52
3.3.9	Hlásenie guvernéra FEDu, 29. február 2012 [10].....	53
3.3.10	Hlásenie guvernéra FEDu, 17. júl 2012 [10]	54
3.3.11	Hlásenie guvernéra FEDu, 26. február 2013 [10].....	54
4	Porovnanie postupov a zhodnotenie rozdielov centrálnych bánk	56
	Záver	60
	Zoznam použitej literatúry	63

Úvod

Dlhé roky prosperity iba s malými krátkodobými výkyvmi vytvorili verejnú mienku, že ekonomika jednotlivých krajín by mala neustále rásť. Pozitívne vyhliadky a vysoko nastavené očakávania následne vytvorili veľkú chuť krajín ale aj súkromných subjektov riskovať. Vytváranie rizika sa dlhodobo prejavovalo zadlžením či už u štátov, vyjadreným pomerom dlhu k HDP, ale aj u investorov a súkromných spoločností, ktoré zväčšovali páku a zmenšovali tak podiel vlastného imania v celkovej hodnote aktív. Pri bližšom pohľade sa ochota riskovať prejavovala aj na investovaní do papierovo výnosnejších ale o to neistejších obchodov. Príkladom je americký trh s hypotékami druhej kvalitatívnej úrovne (trh sekundárnych hypoték, subprime mortgage market), ktorý do roku 2008 nekontrolovateľne rástol, záujem sledovať bonitu klientov klesal a tým mal tendenciu rásť počet nesplácaných hypoték v portfóliách finančných inštitúcií. Spomínané fakty negatívne ovplyvnili finančné trhy a ich stabilitu v USA a z dôvodu prepojenosti finančného systému následne aj v iných krajinách. Neúspešné hazardovanie veľkých spoločností spôsobilo recesiu v celosvetovom meradle a vyžiadalo si rozsiahle fiškálne stimuly. Financovanie týchto stimulov väčšími deficitmi verejných financií ale spätne ovplyvnilo dlhopisové trhy a reálne výnosové krivky. To dostalo viaceré krajiny zmietané recesiou do problémov, pretože sa im zvýšili náklady na udržiavanie verejného dlhu. V priebehu celého procesu zohrávali centrálné banky jednotlivých krajín úlohu regulátora finančných trhov a inštitúcie zodpovednej za cenovú stabilitu. Nakoľko celá situácia má pôvod práve na finančných trhoch, úloha centrálnych bánk je v tomto kontexte esenciálna. Spomínaná ekonomická situácia, dianie na trhoch a zásahy centrálnych bánk sa stali v posledných rokoch predmetom záujmu čím ďalej tým širšej verejnosti, čo ale mohlo spôsobiť zlé interpretácie niektorých krokov a intervencií.

Cieľom tejto práce teda bude v prvom rade opísať čitateľovi úlohu centrálnej banky z makroekonomického hľadiska podľa [14] ale aj z informácií uverejnených na oficiálnych stránkach centrálnych bánk ako napr. [6] a [10]. Spomenúť aký je vo všeobecnosti mandát centrálnej banky a čím sa môže líšiť. Vysvetliť zásahy, ktoré musí robiť a zásahy, ktoré môže robiť. Na druhej strane spomenúť oblasti v rámci ktorých centrálna banka kompetencie nemá. Nakoľko pôvod hospodárskej recesie je v USA a následné problémy dlhopisových trhov boli reakciou na stav verejných financií

európskych krajín, tak najviac priestoru v práci chceme venovať práve Federálnemu rezervnému systému (FED) a Európskej centrálnej banke (ECB), resp. Európskemu systému centrálnych bánk (systém na čele s ECB obsahujúci centrálné banky krajín Európskej únie ktoré nie sú v Eurozóne). Ak by sa ale ukázalo významné postavenie niektorej ďalšej centrálnej banky v globálnej ekonomike, radi by sme jej prepojenie s finančnými trhmi spomenuli tiež. Ako najrozsiahlejšiu časť práce spracujeme a zhodnotíme postupy týchto bánk chronologicky v rokoch 2008-2012 so snahou aplikovania teórie makroekonómie a okrajovo aj finančnej matematiky. Budeme hľadať súvislosti s modelovými situáciami a hodnotiť získané výsledky. V závere práce by sme radi porovnali postupy bánk a ich účinnosť v kontexte udržiavania cenovej hladiny a stability hospodárstva, teda ich úspešnosť v plnení cieľov v závislosti od udeleného mandátu v danej ekonomike.

1 Úloha a fungovanie centrálnej banky

1.1 Úloha centrálnej banky

Základné úlohy centrálnej banky v rozvinutých ekonomikách ako ich dnes poznáme, spravidla sú: udržiavanie cenovej stability so všetkým, čo k tomu patrí a dohľad nad finančnými trhmi.

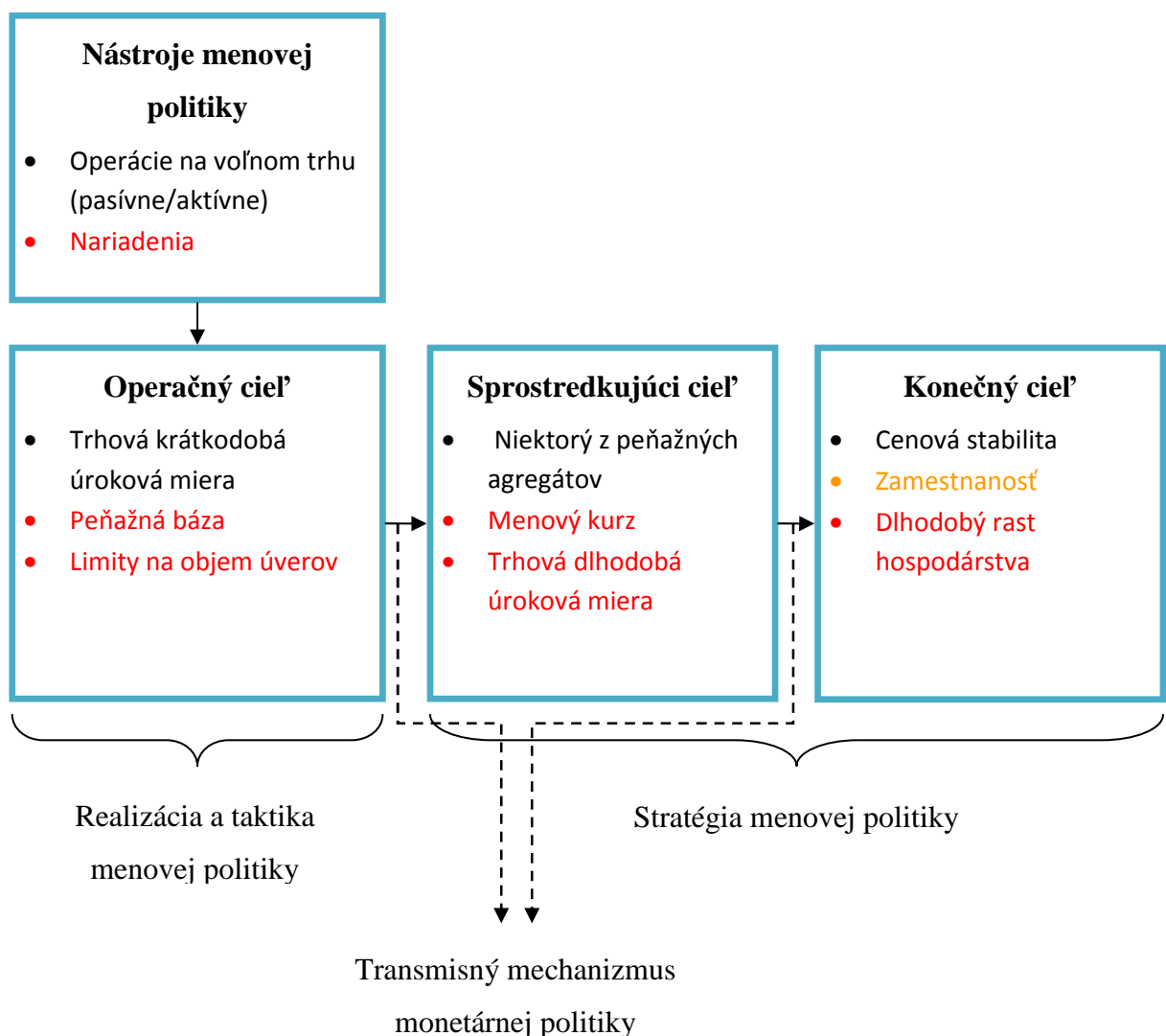
Povinnosti z [14], ktoré teda centrálna banka ako regulátor má, vyzerajú nasledovne :

- definovať a uskutočňovať menovú politiku
- riadiť devízové operácie
- spravovať oficiálne devízové rezervy štátu
- podporovať plynulé fungovanie platobných systémov
- kontrolný dohľad nad úverovými inštitúciami za účelom stability finančného systému

Potvrďuje to napríklad aj Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) na čele s Európskou centrálnou bankou, kde podľa [9] je hlavným cieľom v prvom rade udržať **cenovú stabilitu**. Bez toho, aby bola dotknutá cenová stabilita, ESCB podporuje všeobecné hospodárske politiky v Únii so zámerom prispieť k dosiahnutiu cieľov Únie, ku ktorým patrí vyvážený hospodársky rast a cenová stabilita, sociálne trhové hospodárstvo s vysokou konkurencieschopnosťou zamerané na dosiahnutie plnej zamestnanosti.

Pre ďalšiu veľkú ekonomiku, ktorej sa v práci budeme venovať, konkrétne pre USA a miestny Federálny rezervný systém (FED) sú úlohy definované podľa [11] podobne. Veľkým rozdielom vo vedení monetárnej politiky FEDu, ktorý si neskôr ukážeme, je explicitné definovanie hlavného cieľa udržiavanie **cenovej stability a plnej zamestnanosti** (v súvislosti s ekonomickým rastom). Tieto dva ciele spolu súvisia, vo veľa prípadoch je medzi nimi ukázaná kauzalita a teda majú vo väčšine prípadov za následok podobnú monetárnu politiku. Napriek tomu sa ukázali situácie pri ktorých vie byť tento rozdiel znateľný. Zaujímavý rozdielom FEDu oproti ECB ďalej ešte je naformulovanie súčasných cieľov tak, že medzi hlavné body patrí sledovanie systémového rizika, pričom práve tento druh rizika sa ukázal ako kľúčový problém pri nástupe krízy v roku 2008. Ostatné kompetencie sú definované porovnateľne.

V predchádzajúcom odseku sme ako úlohu centrálnej banky spomenuli monetárnu alebo inak menovú politiku (tieto dva pojmy sú ekvivalentné, takisto sa môžeme stretnúť aj s označením peňažná politika). Bolo by na mieste tento často spomínaný pojem definovať presnejšie. **Monetárna politika**, ako je vysvetlené v [14], vo svojej súčasnej podstate znamená regulovanie úrokovej miery za účelom udržovania cenovej stability. Konkrétne ide o reguláciu operačného cieľa (obvykle trhovú krátkodobú úrokovú mieru) za účelom dosiahnutia sprostredkujúceho a následne aj konečného cieľa (cenová stabilita). Konkrétne nástroje menovej politiky (napr. operácie na voľnom trhu) predstavujú akúsi realizáciu menovej politiky a operačný cieľ je označovaný ako taktika. Následne je sprostredkujúci a konečný cieľ označovaný ako stratégia menovej politiky. Spôsob pôsobenia operačného cieľa na sprostredkujúci je nazývaný transmisný mechanizmus. Nástroje menovej politiky sa týkajú každodenných zásahov. Tie sa ale vykonávajú s ohľadom na operačný cieľ, ktorý môže mať plánovací



Obrázok 1 Ilustrácia konceptu fungovania monetárnej politiky, Zdroj: [14]

horizont viac ako mesiac. Centrálna banka má taktiež kompetenciu hýbať výmenným kurzom, a to pomocou úrokových mier a menovými intervenciami. Robí tak ale najmä z dôvodu stability menového kurzu. Tento kurz nie je nikdy konečným cieľom, sú ale modely menovej politiky kde je výmenný kurz sprostredkujúcim cieľom. Celkovo je ale potrebné menovú politiku odlišovať od kurzovej politiky, resp. na kurzovú politiku nahliadať ako na jednu zo súčastí menovej politiky.

Základné delenie monetárnej politiky závisí od smeru nastavenia operačného cieľa a poznáme teda:

Expanzívnu monetárna politika (accommodative monetary policy) znamená uvoľňovanie a teda znižovanie trhovej krátkodobej úrokovej miery, čo znamená znižovanie úroku za ktorý sa robia operácie sťahovania alebo dodávania likvidity¹. Táto úroková miera následne ovplyvňuje ostatné aj dlhodobejšie úrokové miery a má za následok väčšiu ochotu poskytovania úverov. Zároveň sa väčšou spotrebou zvyšuje rýchlosť obehu peňazí. Takáto politika má svoje miesto pri stimulovaní ekonomiky, pri nízkom raste, vysokej nezamestnanosti a malých inflačných tlakoch. Táto politika ale má akúsi dolnú hranicu nakoľko je intuitívne jasné, že úrokové miery nemôžu byť záporné. Pri nulových úrokoch teda vzniká problém s tzv. pascou likvidity. K tomuto pojmu sa neskôr viac krát vrátíme a ukážeme si ho na reálnych príkladoch.

Reštriktívna monetárna politika (tight monetary policy) je v podstate opak expanzívnej monetárnej politiky a spočíva vo zvyšovaní krátkodobých úrokových mier, ktoré následne rovnako ovplyvňujú dlhodobejšie úrokové miery, znižuje sa ochota poskytovať úvery a spomaľuje sa rýchlosť obehu peňazí. Túto menovú politiku centrálna banka uplatňuje v prípade obáv z inflácie a prehrievania ekonomiky. Podobný typ politiky nie je zhora limitovaný spôsobom ako expanzívny, napriek tomu sa v histórii vyskytli zlyhania centrálnej banky a rozvraty ekonomík z dôvodov vysokej inflácie. Tieto prípady boli ale spôsobené okrem iného aj transmisným mechanizmom monetárnej politiky, ktorý má veľmi dôležitú úlohu.

Monetárna politika sa v závislosti od otvorenosti ekonomiky stretáva s problémom, že na infláciu a celkovú cenovú úroveň vplývajú nepredvídateľné faktory ako sú ceny komodít, palív, energií a v neposlednej rade aj počasie, ktoré značne pôsobí na poľnohospodárstvo a ponukovú stranu tohto sektora národného hospodárstva.

¹ V práci budeme často používať pojem likvidity v 2 rôznych kontextoch. **Prvým** je likvidita ako peňažné prostriedky poskytnuté centrálnou bankou komerčným bankám. **Druhým** je likvidnosť nejakého aktíva, teda schopnosť ho predať na finančných trhoch.

Odhliadnuc od spomenutých faktorov, zmena úrokových mier pôsobí na ceny veľmi pomaly. Pôsobenie si môžeme zjednodušene ilustrovať nasledovne. Pri poklese krátkodobých a následne aj dlhodobějších úrokových mier sú banky ochotnejšie požičiavať lacnejšie a zároveň zhodnocovanie na účtoch je nižšie. Na ponukovej strane ekonomiky výrobcovia/firmy spotrebovávajú viac vstupov a pracovnej sily, náklady sa teda zvyšujú a tým sa zvyšuje aj cena produktov. Na dopytovej strane zase spotrebitelia viac mňajú a agregovaný dopyt teda rastie. Pri otvorenej ekonomike je treba ešte zohľadniť pohyb kapitálu pri zmenách úrokových mier. Tento jav vplyva na cenovú úroveň rovnako, klesajúci úrok infláciu podporuje. V danom momente by sme ešte radi zdôraznili, že v spomínanom procese nevystupovalo sledovanie peňažnej bázy ani povinných minimálnych rezerv (PMR) finančných inštitúcií.

1.2 Nástroje monetárnej politiky

Nástrojom monetárnej politiky rozumieme súbor opatrení, akúsi techniku, ktorú používa centrálna banka na dosahovanie svojho operačného cieľa. Ako sme už spomínali, v bankách, ktoré budeme neskôr sledovať (ECB, FED), je operačným cieľom výhradne úroková miera. Akcie centrálnych bánk majú dopad hlavne na krátkodobé trhové úrokové miery (1 deň – 2 týždne), ktoré následne ovplyvnia aj tie dlhodobější, aj keď v menšej miere. V neskorších kapitolách si ale ukážeme viac-menej experimentálne akcie Federálneho Rezervného systému USA a iný spôsob ovplyvňovania dlhodobějších úrokových mier. Tieto javy súvisia s časovou štruktúrou úrokových mier a s výnosovou krivkou. Podrobnosti je možné nájsť napr. na [13].

Na dosahovanie operačného cieľa sú teda najúčinnějšími nástrojmi **operácie na voľnom trhu** (open market operations, OMO). Môžu byť rôzneho typu a konkrétna implementácia závisí od jednotlivých centrálnych bánk. Ich účelom je dodávanie alebo sťahovanie likvidity z medzibankového trhu pri dobre definovanej úrokovej miere. Pojem dobre definovanej úrokovej miery súvisí s faktom, že úrok pri akcii sťahovania alebo dodávania likvidity musí byť o niekoľko bazických bodov menej výhodný ako cieleň úrok na medzibankovom trhu. Pri akcii sťahovania likvidity je teda úrok o niečo nižší, pri dodávaní naopak. Úvery centrálnou bankou sú vždy menej rizikové ako trhové a sú preto o niečo drahšie. Týmto sa vytvára spread (rozpätie) v ktorom chce mať centrálna banka trhové úrokové miery. Trhové ich nazývame z dôvodu, že sú obchodované na medzibankovom trhu. Nie sú ale tvorené dopytom a ponukou, ako je tomu pri trhu tovarov a služieb, sú deterministicky určené akciami centrálnej banky.

Zároveň platí, že úrokovú mieru na medzibankovom trhu nesmie určovať prebytočná alebo nedostatočná likvidita, výhradne iba zásahy centrálnej banky. Centrálna banka sa teda snaží držať trh vždy s veľmi miernym prebytkom likvidity. V prípade akéhokoľvek, aj mierneho nedostatku likvidity by už komerčné banky neboli schopné plniť rezervné požiadavky. Konkrétnymi zásahmi pre uskutočnenie tohto cieľa zväčša bývajú:

- Prijímanie alebo poskytovanie krátkych úverov za opísaným spôsobom stanovenú úrokovú mieru (napr. repo alebo reverzné repo obchody – dočasný prevod finančných aktív- kolaterálu výmenou za likviditu, po dohodnutom čase prebehne opačný prevod aj s úrokom)
- Kupovanie alebo predávanie cenných papierov (prípadná emisia vlastných cenných papierov) s výnosom do splatnosti [16] odpovedajúcim stanovenej úrokovej miere

Trh s likviditou a rezervami bánk je špeciálnym trhom. Centrálna banka pôsobí na ponukovej aj dopytovej strane v závislosti od okolností. Dopyt po likvidite ovplyvňuje stanovovaním povinných minimálnych rezerv. Na ponukovej strane zase pôsobí pomocou operácií na voľnom trhu.

Spomínané operácie na voľnom trhu patria do kategórie iniciovanej centrálnou bankou. Dáva ale dobrý zmysel aby istú časť nástrojov mohli komerčné banky používať z vlastnej iniciatívy. Jedná sa o tzv. **automatické nástroje** (automatic facilities). Sú definované ako operácie z iniciatívy obchodných bánk na trhu s domácou menou s cieľom zvýšenia resp. zníženia likvidity danej komerčnej banky. Konkrétne to je vkladový nástroj (deposit facility) a úverový nástroj (lending facility). Úverový nástroj býva štandardne využívaný len veľmi zriedkavo a to z dôvodu, že ak má niektorá banka nedostatok likvidity na splnenie rezervných požiadaviek (PMR) tak na trhu určite je banka, ktorá vie poskytnúť úver lebo má likvidity prebytok. Zároveň použitie tohto nástroja môže evokovať problémy banky a jej neschopnosť požičať sa na medzibankovom trhu. Tento nástroj bol nadmieru používaný počas krízových rokov 2008-2009 keď bol celosvetovo medzibankový trh veľmi oslabený.

1.2.1 Nástroje ECB

Reálne používaných nástrojov je viacero. Patrí sem:

- **Hlavné refinančné operácie** – pravidelné reverzné repá dodávajúce likviditu s týždennou periodicitou a maturitou dva týždne

-
- **Dlhodobé refinančné operácie** – poskytujú likviditu, majú mesačnú periodicitu a maturitu tri mesiace, ide o nástroj dlhodobého riadenia likvidity, ECB pri nich zväčša nechce vysielat' signály, robí ich pri trhových úrokových mierach, v krízových rokoch sa v tejto kategórii vyskytli aj neštandardne nástroje s dlhšími maturitami alebo inak stanovenými úrokovými mierami
 - **Dolad'ovacie operácie** – ad hoc prevádzané operácie pri neočakávaných zmenách trhovej likvidity, majú podobu repo obchodov, priamych kúp, predajov alebo menových swapov prípadne iných operácií; prevádzané sú pomocou rýchlych tendrov alebo bilaterálnych postupov
 - **Štrukturálne operácie** – prevádzané pomocou reverzných repo obchodov, emisiou dlhopisov alebo priamymi kúpami či predajmi cenných papierov, prevádzajú sa pri potrebe pravidelne alebo nepravidelne korigovať štrukturálne súvahové pozície ECB a trhových inštitúcií
 - **Automatické nástroje** – úverový a vkladový nástroj na korigovanie jednodňovej likvidity

Spomínané operácie môžu byť realizované na základe:

- štandardných tendrov – zúčastnené sú všetky inštitúcie spĺňajúce kritériá, rýchlosť zvykne byť do 24 hodín
- rýchlych tendrov – realizované do 1 hodiny, výber účastníkov môže byť selektívny
- bilaterálnych postupov – zväčša s jedným účastníkom, realizované na akciových burzách alebo prostredníctvom agentov na trhu

Akceptovaný kolaterál pri spomínaných operáciách je členený do viacerých kategórií podľa rizikovosti a je pri ňom určovaný haircut, zníženie s akým ho ECB akceptuje (rádovo 0,1 až 10%). Akceptovateľné typy kolaterálu je ťažko presne definovať nakoľko menová politika ECB je v tejto oblasti za posledné roky veľmi aktívna a podmienky na akceptovaný kolaterál sa často menia. Mali by to byť ale nízko rizikové aktíva ako napr. štátne dlhopisy.

1.2.2 Nástroje FEDu

Používané nástroje Federálneho rezervného systému sa delia do 2 hlavných kategórií:

- Operácie na voľnom trhu:** Ústredný orgán zodpovedný za tieto operácie je federálny výbor voľného trhu (federal open market committee - FOMC)

prostredníctvom národného obchodného dealigu vo federálnej rezervnej banke v New Yorku. Keď sa rozhodne spraviť niektorú z operácií, kontaktuje dealerov obchodujúcich s americkými dlhopismi, s dlhopismi federálnych agentúr a s cennými papiermi krytými hypotékami (mortgage-backed securities, MBS). Jedná sa o niekoľko desiatok dealerov, zväčša veľké banky a obchodníkov s cennými papiermi. Medzi konkrétne operácie patria:

- **Priame kúpy alebo predaje** amerických štátnych dlhopisov, T-bills, T-bonds; dlhopisy emitované federálnymi agentúrami, MBS. Proces funguje podobne ako klasická aukcia, v závislosti od záujmu nakupovať či predávať sú dealeri vyzvaní aby predložili ponuky na nákup(bids) alebo na predaj(offers, ask) a FED si následne vyberá tie najvýhodnejšie. Toto sú takzvané trvalé operácie FED-u na voľnom trhu
- Poskytovanie úverov **formou reverzných repo obchodov** alebo prijímanie úverov pomocou **štandardných repo obchodov**. Prvá kategória tzv. systémových repo obchodov sú buď jednodňové (over-night) alebo termínové (term repos). Splatnosť zvykne byť 7 dní, niekedy s možnosťou predčasného ukončenia. Rozdelenie medzi dealerov sa robí podobne ako pri priamych kúpach za pomoci aukcií, pričom akceptuje vždy taký počet ponúk aby bol splnený celkový cieľ na likviditu. Okrem nich FED realizuje ešte zákaznícke repo obchody s klientmi ako iné národné banky alebo nadnárodné inštitúcie taktiež s účelom riadiť likviditu. Jedná sa o dočasné operácie na voľnom trhu.

Za pomoci týchto operácií je FED schopný dosahovať vyhlásenú úrokovú mieru federálnych prostriedkov (intended federal funds rate), čo je úrok za ktorý si medzi sebou členské banky požičiavajú na obdobie jedného dňa (over-night)

ii. Automatické nástroje, diskontné okno: Diskontné okno (discount window) je výraz pre možnosť vkladovej inštitúcie získať od FED-u krátkodobý úver. Existujú tri druhy diskontného okna:

- **Primárny úver** – Krátkodobý, väčšinou jednodňový úver poskytovaný za úrokovú mieru o niečo vyššiu ako federálne prostriedky. Je poskytovaný všetkým inštitúciám bez nutnosti aby pred tým hľadali možnosti financovania na medzibankovom trhu.

-
- **Sekundárny úver** – Úver určený inštitúciám, ktoré nemôžu získať primárny úver a majú problém s krátkodobým financovaním. Je drahší ako primárny úver a podlieha vyššej administratíve.
 - **Sezónny úver** – určený malým vkladovým inštitúciám na prekonanie sezónnych potrieb likvidity

Úrokom týchto nástrojov sa hovorí diskontné miery (sadzby), sú stanovované ako prirážka k aktuálne cieleným hodnotám federálnych prostriedkov.

K automatickým nástrojom FED-u pribudla v kritickom období jesene 2008 možnosť **poskytovať úrok na povinné minimálne rezervy** bánk. Ide o relatívne zastaraný nástroj kontrolovania úrokovej miery, ktorý sa ale osvedčil hlavne v situácii kritického medzibankového trhu. Bolo to spôsobené aj tým, že nefungujúce medzibankové požičiavanie donútilo FED dodávať na trh nadmerné množstvo likvidity a túto prebytočnú likviditu bolo potrebné nejakým spôsobom ustriechnúť, aby nekontrolovateľne neovplyvňovala úrokové miery a aby sa v budúcnosti nedostala do reálnej ekonomiky čo by mohlo spôsobiť obávanú infláciu.

1.3 Operačný, sprostredkujúci a konečný cieľ

Operačným cieľom (operational objective) je dnes výhradne nominálna krátkodobá úroková miera. V minulosti sa dajú nájsť prípady riadenia peňažnej bázy ako operačného cieľa (napr. experiment FED-u v 1979-82), čo sa ale z dôvodu vysokej volatility krátkodobých úrokových mier neosvedčilo.

Zo štatútu transparentnosti monetárnej politiky býva operačný cieľ a teda konkrétne hodnoty úrokových mier pravidelne zverejňované k jednotlivým používaným nástrojom. U ECB sú to úrokové miery na hlavné refinančné operácie a na dva automatické nástroje. FED vyhlasuje len jednu úrokovú mieru federálnych prostriedkov a následne iba jednotlivé prirážky na diskontných sadzbách.

Zvolený operačný cieľ je prostriedkom napĺňania **spostredkujúceho cieľa** (intermediate objective). Tým býva určitý peňažný agregát (čo ovplyvní celkovú peňažnú zásobu), menový kurz alebo trhovú dlhodobú úrokovú mieru. Musí pri tom existovať stabilná alebo aspoň dobre predpovedateľná väzba medzi týmto cieľom a následným konečným cieľom. Pre peňažnú zásobu platí pravidlo, že v dlhodobom horizonte je stabilný rast peňažnej zásoby spojený s vyššou infláciou. Voľba určitého peňažného agregátu má pôvod v teórii, že každá tvorba peňazí nesie so sebou hrozbu

budúcej inflácie a vice versa pre hrozbu deflácie. Samotný proces funguje spôsobom, že podľa aktuálnej úrovne sprostredkujúceho cieľa sa nastaví operačný cieľ na základe snahy o dosiahnutie konečného cieľa. Postup sledovania agregátov sa empiricky osvedčil ako veľmi účinný. Otázkou ale zostáva voľba vhodného peňažného agregátu. Jednotlivé peňažné agregáty (označované napr. M1, M2, M3..) sú definované od najužšieho chápania peňazí ako obeživa a vkladov na osobných účtoch až po započítavanie menej a menej likvidných strednodobých a dlhodobých vkladov, dlhopisov, MBS atď. Pravidlom je, že čím širšie je vymedzenie peňazí, tým zreteľnejší je ich vzťah k inflačnému cieľu ale zároveň tým klesá schopnosť jeho kontroly centrálnou bankou. Tiež treba zohľadniť, že sa táto kauzalita môže v rozdielnych krajinách pri rôznych podmienkach líšiť. Predpokladom efektívneho riadenia peňažných agregátov teda je existencia funkčného transmisného mechanizmu, konkrétne úverového kanálu. To znamená, že tvorba úverov dostatočne predpovedateľne reaguje na zmeny úrokových mier. Z empirických poznatkov a analýz ďalej vyplýva, že neprímeraný rast sledovaného peňažného agregátu sa na inflácii prejaví s veľkým oneskorením.

Konečný cieľ (final objective) alebo inak úloha centrálnej banky v ekonomike bola často predmetom makroekonomických diskusií. Finálnym cieľom menovej politiky by mal byť dlhodobý ekonomický rast a prosperita s vysokou zamestnanosťou, čo sú ale ciele, ktoré až tak dobre centrálna banka ovplyvniť nevie, najmä nie v dlhodobom horizonte. Ukázalo sa ale, že tieto ciele sú dlhodobo dosahované iba a len pri stabilných cenách v ekonomike, čo sa zhoduje s definovanou úlohou centrálnej banky ako sme si ju popísali v prvej časti. Vysoká a nestabilná inflácia má negatívne dôsledky na dynamiku hospodárskeho rastu. Potvrdzujú to dlhodobé empirické skúsenosti. Napríklad podľa [14] v rokoch 1952-1965 bola veľmi mierna inflácia USA spojená s priemerným rastom reálneho HDP 3,3%. V období 1967-80 keď sa inflácia zvyšovala bol priemerný rast iba 2,7%. Prístup udržiavania cenovej stability sa teda vo veľa situáciách osvedčil. V niektorých prípadoch sú dokonca v mandáte centrálnej banky uvedené konkrétne hodnoty žiadanej inflácie. Pre ECB je to napr. o niečo málo menej ako 2 % v strednodobom horizonte. Za posledné kritickejšie roky sa však ukazuje, že cenová stabilita a s ňou spojená stabilita finančných trhov je náročnejšia podmienka na splnenie ako udržiavanie nominálnej hodnoty inflácie. Celkovo je teda možné, že sa bude mandát centrálnych bánk ako sú FED a ECB v najbližších rokoch ešte diskutovať, nakoľko sa ukazuje, že v niektorých situáciách nie je úplne dostatočný.

1.4 Transmisný mechanizmus monetárnej politiky

Transmisný mechanizmus monetárnej politiky podľa [14] je reťazec ekonomických väzieb, ktorý umožňuje aby zmeny v nastaveniach operačného cieľa (používanie dostupných nástrojov, ovplyvňovanie krátkodobých úrokových mier) viedli k žiaducim zmenám inflácie (prípadne následne zmeny v nezamestnanosti a HDP). Na začiatku transmisného mechanizmu je teda nastavenie operačného cieľa. Vykonaná zmena sa prejaví na zmene chovania akýchsi sprostredkujúcich trhov. Dôležité je spomenúť prenos krátkodobých úrokových mier na ostatné trhové úroky. Krátkodobé miery predstavujú začiatok výnosovej krivky. Nakoľko je táto krivka v istom zmysle spojitá, nanovo ukotvený jeden bod automaticky spôsobí zmenu celej krivky. Zmena úroku o istú hodnotu ale neznamená rovnakú zmenu celej krivky. Pri dlhodobějších mierach sú zmeny zväčša menšie, môže dokonca nastať situácia keď sú zmeny opačným smerom. Dôvody sú nasledujúce:

- Ak trh očakáva zníženie krátkodobých mier, ešte pred samotnou akciou centrálnej banky klesnú aj dlhodobé úrokové miery. Následná akcia teda spôsobí už len minimálny posun.
- Dlhodobé miery sú ovplyvnené očakávanými krátkodobými. Silne rastúca výnosová krivka môže teda znamenať príliš expanzívnu monetárnu politiku. Znamená to, že dopad na dlhodobé úrokové miery závisí aj od zmeny inflačného očakávania.

Dané skutočnosti poukazujú aj na dôležitosť práce centrálnej banky s očakávaniami úrokov, nie len ich samotné nastavovanie. Pri vyhlasovaní úrokov sa dnes, v dobe silne expanzívnej politiky, často stretáme aj s vyhlásením, ako dlho chce centrálna banka dané úroky udržať. Vyhlásením úrokov na dlhšie obdobia aspoň 2 rokov sa snaží zabrániť príliš strmej výnosovej krivke.

Prvým kanálom cez ktorý monetárna politika pôsobí je **úverový kanál**. Opisuje pôsobenie prostredníctvom ponuky úverov zo strany bánk a dopytu po úveroch zo strany domácností a firiem. Zníženie trhovej krátkodobej úrokovej miery spôsobuje zvýšený záujem o úvery zo strany spomenutých subjektov, resp. tiež podniky emitujú viac dlhových cenných papierov. Daný jav zvyšuje peňažnú zásobu a následne domáci dopyt po domácom tovare a službách. V súvislosti s tým stúpa inflácia, HDP aj zamestnanosť.

Transmisný mechanizmus po zmene úrokov pôsobí paralelne viacerými cestami, tzv. **kanálmi**. Schéma týchto kanálov a celého mechanizmu je načrtnutá na Obr. 2. Vidíme tu štyri základné kanály, konkrétne úverový, podnikateľský, výdajový a kanál menového kurzu. Znamienkami plus resp. mínus je označený smer posunu v prípade zníženia krátkodobých úrokových mier.

Keď situáciu domácností analyzujeme podrobnejšie, nemusí byť úplne jasný smer pôsobenia zmeny úroku. Vo väčšine zemí u domácností dokonca prevažujú finančné aktíva, čiže znížený úrok znamená nižšie príjmy. V praxi sa ale ukazuje, že zníženie úroku má pozitívny vplyv na výdaje a to z dôvodu, že domácnosti s dlhom (ktorých príjmy so zníženým úrokom stúpnu) sú zväčša v horšej finančnej situácii, majú väčší sklon k spotrebe a na celkovej zmene spotreby majú teda väčší podiel.

Pri podnikoch je pôsobenie úverového kanálu zjavnejšie. Aj keď sú v praxi investície ovplyvnené viacerými faktormi, medzi ktoré patrí aj ekonomický cyklus, vplyv výšky úroku je zrejмый. Úrokové náklady obvykle predstavujú u firiem 20-30% výnosov. Znižovanie úroku teda dáva pozitívny signál a zároveň podnecuje k vydávaniu dlhových cenných papierov.

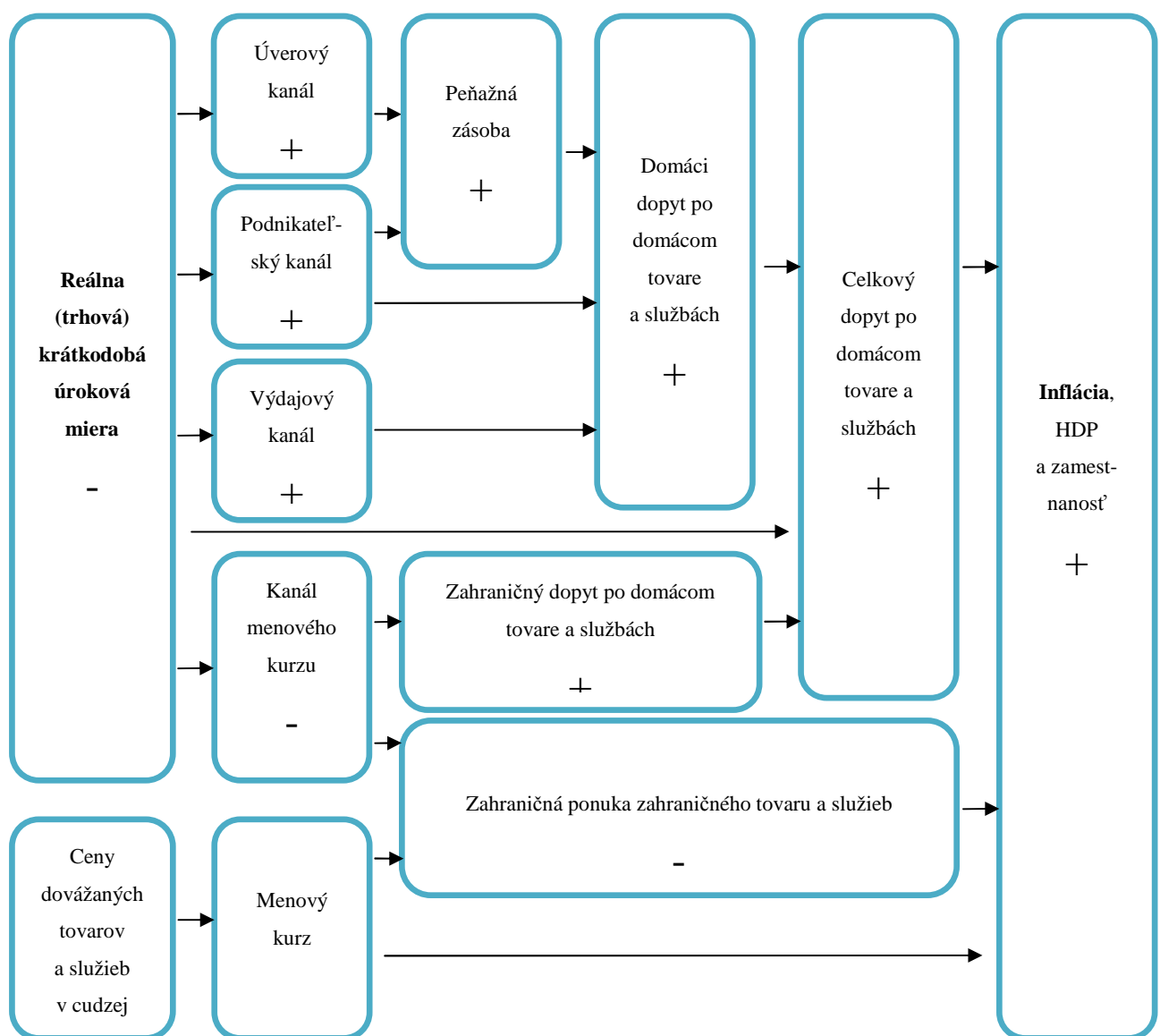
Podnikateľský kanál pôsobí priamejšie ako úverový kanál, efekt je ale podobný. Zníženie krátkodobej úrokovej miery spôsobuje zvýšenú podnikateľskú aktivitu, ktorá priamo či nepriamo (prostredníctvom zvýšenia peňažnej zásoby) zvyšuje domáci dopyt po domácim tovare a službách.

Výdajový kanál je kanálom preferencie výdajov alebo sporenia domácností a firiem. Ako hovoria známe a aj overené makroekonomické teórie, miera sporenia neovplyvňuje veľkosť peňažných agregátov ale iba rýchlosť obehu peňazí. Tento kanál je založený na kvantitatívnej teórii peňazí monetaristov a na základnej rovnici výmeny (1), kde M značí centrálnou bankou sledovanú peňažnú zásobu, v je rýchlosť obehu peňazí, p je cenová úroveň a Q je množstvo produkcie.

$$M \cdot v = p \cdot Q \quad (1)$$

Je vidieť, že zvýšená spotreba a rýchlosť obehu peňazí spojená s poklesom úroku musí ovplyvniť produkciu a cenovú úroveň. Ak produkcia rastie pomalšie ako rýchlosť obehu peňazí, pozorujeme na trhu rast cenovej hladiny, teda infláciu spojenú s rastom HDP a zamestnanosti.

Posledným pôsobiacim kanálom je **kanál menového kurzu**. Zmena krátkodobých úrokových mier takmer okamžite pôsobí na menový kurz hlavne prostredníctvom zmien toku kapitálu. Zníženie trhových úrokových mier spôsobí odliv kapitálu do zahraničia a tlak na oslabenie meny. Z dôvodu globalizácie ekonomiky a zmeňovaniu zábran na presun kapitálu vie byť tento kanál veľmi účinný. Tiež ako jediný kanál ovplyvňuje priamo aj zahraničný dopyt. Pri snahe stabilného menového kurzu ale nie je príliš žiaduci, centrálné banky sa ho teda snažia kontrolovať čím ďalej tým viac koordinovanou monetárnou politikou. Často spomínané sú dohody medzi ECB a FEDom, za zmienku ale stojí aj koordinácia s ďalšími významnými bankami ako sú Bank of England, Bank of Japan a Švajčiarska národná banka.



Obrázok 2 Transmisný mechanizmus. Zdroj: [14]

2 Európska centrálna banka

2.1 Historický prehľad ECB a vplyv na súčasnú monetárnu politiku

Spoločná mena je jedným z najdôležitejších krokov pri spoločnej integrácii. Pri snahe vytvárať politickú a hospodársku úniu by sa Európske krajiny nevedeli bez eura (€) zaobiť. Spoločnú menu potrebujú zároveň aj politici, aby mohli vytvoriť európsku vládu, ktorá sa zaoberá spoločnou európskou ekonomikou, t.j. regulovaním a prerozdeľovaním.

Parafrázované z [14], prvým dokumentom smerujúcim k vytvoreniu jednotného trhu a integrácie bola **zmluva o založení Európskeho hospodárskeho spoločenstva** (tiež označovaná Rímska zmluva) v roku 1957 medzi 6 zakladajúcimi krajinami (**Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Belgicko, Holandsko, Luxembursko**). V ďalších rokoch sa ukázala veľká potreba koordinácie menových politík a výmenných kurzov. V roku 1972 sa členovia Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS, vtedy 10 krajín) dohodli na úzkom pásme výmenných kurzov (pásmo nazývané „had“). Fluktuácie kurzov medzi krajinami sa znížili, problémom ale zostala nestabilita kurzu navonok, napr. voči doláru. Ďalej tiež meny ohrozené devalváciou mohli systém kedykoľvek opustiť. Niektoré krajiny sa pokúsili o udržiavanie tesnejších parít (tzv. „had v tuneli“). V roku 1979 bol tento systém premenený na **európsky menový systém** (european monetary system, EMS). Motivácia bola zaistenie menovej stability v Európe prostredníctvom stabilizácie menových kurzov a kontrola inflácie. Štruktúra dohodnutých menových parít je známa ako **mechanizmus menových kurzov** (exchange rate mechanism, ERM). Cieľom bolo prijatie jednotnej meny dočasne označovanej ako európska menová jednotka (european currency unit, ECU). Zo zemí Európskeho spoločenstva (EHS) sa k ERM pripojilo len 8 (Írsko, Dánsko a pôvodných 6). Ďalšie krajiny z dnešnej Európskej únie sa postupne pridávali. V závislosti od krajín bolo nastavené relatívne nízke fluktučné pásmo kurzov $\pm 2,25\%$ až $\pm 6\%$ od centrálnych parít. Menové krízy začiatkom 90-tych rokov prinútili krajiny ako Taliansko alebo Veľká Británia vystúpiť z ERM. Neskôr spôsobili ďalšie problémy a prinútili zvýšiť fluktuáciu v systéme na $\pm 15\%$, šírka pásma už znamenala prakticky voľný kurz. Bol to krok proti predstavám o upevňovaní kurzovej stability, napriek tomu to nezatienilo predchádzajúci úspech EMS.

Európsky menový systém fungoval najlepšie ak sa členské krajiny približovali v ekonomickom raste a najmä ak konvergovali ich inflácie. ERM systém pomáhal krajinám plniacim požiadavky na infláciu k nižšej volatilitate menových kurzov. Tieto podmienky pomohli k zaisteniu stabilného prostredia pre reálny sektor a zvýšenie konkurencieschopnosti podnikov. Medzi prvotné účely patrilo napr. zníženie obchodných nákladov podnikom, voľný pohyb kapitálu, zvýšenie konkurencie vo všetkých oblastiach a otvorenejšie trhy. Za týchto podmienok bola nevýhoda spočívajúca v obetovaní časti nezávislosti menovej politiky prevážaná výhodami spojenými so začlenením sa do ekonomiky s nízkou infláciou.

Zásadný kvalitatívny posun v ekonomickej integrácii nastal prijatím zmluvy o Európskej únii v roku 1992, ktorá sa podľa miesta podpisu bežne nazýva Maastrichtská. Dopĺňala zmluvu o EHS a kládla si za cieľ vytvoriť hospodársku a menovú úniu s jednotnou menou pre členské štáty spĺňajúce podmienky konvergenencie. Na podporu vytvorenia menovej politiky a jej inštitucionálneho rámca bol v roku 1994 založený Európsky menový inštitút, ktorý pripravoval podmienky na zavedenie jednotnej meny do stanovenia ECB.

Snaha vytvoriť hospodársku a menovú úniu **harmonizáciou hospodársky a menových politík štátov celkovo prebiehala v 3 etapách [5]:**

- i. **Prvá etapa** (1990-93) mala za cieľ dokončiť liberalizáciu voľného pohybu kapitálu a zaviazat' členské štáty k posilňovaniu nezávislosti centrálnych bánk, tlak na ich vzájomnú väčšiu spoluprácu a úpravy národných legislatív aby dovoľovali postavenie ECB a jej menovej politiky (napriek tomu, že ECB ešte oficiálne založená nebola).
- ii. **Druhá etapa** (1994-98) mala v prvom rade za úlohu dosiahnuť výrazný pokrok vo fiškálnej oblasti na základe plnenia konvergenčných kritérií. Tými podľa [4] sú:
 - a. Cenová stabilita, inflácia nesmie byť vyššia o viac ako 1,5% od 3 členských štátov s najnižšou infláciou
 - b. Ročný vládny deficit musí byť menší ako 3%
 - c. Pomer vládneho dlhu k HDP musí byť nižší ako 60%
 - d. Krajina musí byť členom ERM II aspoň 2 roky bez devalvácie centrálnej parity
 - e. Dlhodobý výnos dlhopisov krajiny nesmie byť vyšší o viac ako 2% oproti 3 členským štátom s najnižším výnosom

Zvolené kritéria sú dosť exaktné a dobre sledovateľné. Neboli pre ne ale navrhnuté sankcie v prípade ich nesplňovania. Z tohto dôvodu bol na podnet Nemecka iniciovaný a v roku 1997 prijatý **Pakt stability a rastu**, ktorý je dodnes jedným zo základných dokumentov Európskej únie. Členské krajiny sa v ňom zaviazali o dosiahnutie vyrovnaných rozpočtov a napĺňania podmienok do rokov 2006-07. Schválené boli aj kontrolné mechanizmy. Pakt dovoľuje Európskej rade sankcionovať krajiny s nadmerným schodkom verejných financií. V súčasnej situácii ale sú podmienky len veľmi ťažko dosiahnuteľné, pretože napr. len priemerný dlh všetkých členských krajín sa v roku 2012 pohyboval na úrovni necelých 90% HDP čo vysoko prekračuje želanú úroveň. Je teda vidieť, že tento prakticky jediný nástroj spoločnej fiškálnej politiky krajín sa ukázal ako absolútne nedostatočný.

- iii. **Tretia etapa** (začiatok v r. 1999) je posledná a znamenala pre členské krajiny spĺňajúce konvergenčné kritéria stanovenie fixného kurzu vzhľadom k euru. Vznikla európska menová únia (european monetary union, EMU) so zavedením eura v 11 členských krajinách zatiaľ v bezhotovostnej forme. Bol prijatý mechanizmus menových kurzov II (ERM II). Účasť v danom mechanizme je síce dobrovoľná ale predpokladá sa postupné vstúpenie všetkých krajín do tohto mechanizmu. Zároveň je jedným z konvergenčných kritérií a podmienkou vstupu do EMU. Rok 1999 znamenal aj začiatok ECB ako najvyššej inštitúcie riadiacej spoločnú menovú politiku. Do poslednej etapy sa počíta tiež vydanie euro-obeživa, bankoviek a mincí v roku 2002. Ku kompetencii ECB patrilo vytvorenie spoločného platobného systému TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) s poslednou úpravou na TARGET2 v roku 2007.

2.2 Štruktúra Európskej centrálnej banky

ECB bola založená 30. júna 1998 a svoju funkciu ako centrálna banka EMU plní od 1. januára 1999. Jej vrcholnými orgánmi je

- **Výkonná rada** (executive board), ktorá je zložená z prezidenta, viceprezidenta a 4 ďalších členov. Je zmocnená k implementácii zvolenej monetárnej politiky.
- **Riadiaca rada** (governing council), ktorá je zložená z výkonnej rady a guvernérov všetkých národných centrálnych bánk. Je zodpovedná za formuláciu menovej politiky.

Riadiaca rada je pomerne početná, v súčasnej dobe hlasuje o úrokových mierach 23 ľudí [8]. Štandardne býva v podobnom orgáne 5-9 členov s hlasovacím právom

(podobným vývojom si prechádzal aj FED), nakoľko veľký počet účastníkov nie je dobrý model pre rozhodovanie.

Centrálne banky krajín na čele s ECB, ktoré prijali euro spolu tvoria eurosystém. ECB spolu so všetkými centrálnymi bankami krajín Európskej únie spolu tvoria Európsky systém centrálnych bánk (ESCB). Vrcholným orgánom celého systému je generálna rada (general council) združujúca výkonnú radu ECB a guvernérov všetkých členských centrálnych bánk. Má ale obmedzené rozhodovacie právomoci.

Menová politika ECB stojí na 2 pomyselných pilieroch. **Prvým pilierom** je úloha peňazí, sledovanie väzby medzi infláciou a peňažnými agregátmi. Tento monetaristický prístup bol prevzatý od nemeckej Bundesbanky, ktorej sa podarilo spojiť nízku infláciu s hospodárskym rastom. ECB sleduje konkrétne peňažný agregát M3, pravidelne vyhlasuje referenčnú hodnotu pre rast. Konkrétna hodnota vyplýva zo vzťahu:

$$\text{rast } M_3 = \text{rast reálneho HDP} + \text{inflácia} - \text{zmena rýchlosti obehu peňazí}$$

Ako je vidieť, do rovnice vstupujú aj faktory na ktoré nemá ECB priamy dosah a súvisia skôr s vývojom ekonomiky ako celku. Vo výsledku sa teda môže hodnota rastu M3 líšiť od referenčnej hodnoty a napriek tomu je požadovaný konečný cieľ dosiahnutý.

Druhým pilierom stratégie menovej politiky je široký rozsah ďalších premenných. Patrí sem analýza faktorov ako sú: HDP, trh práce, cenové a nákladové indikátory, fiškálna politika, ceny aktív atď. Analýzy sú pravidelne publikované a hodnotené vzhľadom na dosahovanie cieľov monetárnej politiky. [14]

2.3 Vývoj situácie v rokoch 2008-2012

V tejto kapitole si popíšeme si reálne dianie na trhoch od roku 2008 až po najaktuálnejšie dostupné informácie. Nasledujúce časti sú zosumarizované oficiálne vyjadrenia prezidenta ECB ku daniu v európskom hospodárstve. [6]

2.3.1 Hlásenie prezidenta ECB, 26. marec 2008 [6]

Miera inflácie zostáva relatívne vysoká na úrovni 3%. Je záujem udržiavať infláciu na úrovni okolo 2%, napriek tomu že vyhliadky sú vyššie. Očakávanie sa pohybuje na úrovni 2,6-3,2% pre 2008 a 1,5-2,7% pre 2009. Hodnoty znamenajú na jednej strane rast cien palív a potravín, čo sú faktory ťažko ovplyvniteľné centrálnou bankou. Na druhej strane naznačujú dostatočný domáci dopyt a pozitívny vývoj HDP.

Posledný štvrtrok 2007 sa vyznačoval medzi kvartálnym rastom reálneho HDP 0,4%. Očakávaný rast podľa trendu sa pohybuje na úrovni 1.3% až 2.1% pre rok 2008 a 1.3% až 2.3% pre 2009. Taktiež miera nezamestnanosti, ktorá je najnižšie za posledných 25 rokov značí dobrý stav ekonomík. Jedinou známkou nepokoja sú mierne finančné turbulencie od augusta 2007 a relatívne plochá výnosová krivka, vyhodnotená ako dočasný jav. ECB kladie dôraz na pevné ukotvenie očakávaní o strednodobej až dlhodobej inflácii. Krátkodobá kľúčová úroková miera je teda ponechaná na rovnakej úrovni 3,75%. ECB udržiava požadovanú mieru operáciami na voľnom trhu, krátkodobými repo tendrami. Najdôležitejšiu úlohu hrá riadenie likvidity (zabezpečenie rovnosti ponuky a dopytu) . V záujme je aj snaha udržať stabilné finančné trhy ako nástroj udržania cenovej stability, snaha udržať malý spread. Veľkú úlohu zohráva aj spolupráca s ostatnými centrálnymi bankami, udržiavanie likvidity Euro systému s FED-om a Švajčiarskou národnou bankou. Problémom zostáva riziko plynúce z padajúceho Amerického trhu s nehnuteľnosťami a následne aj trhu s hypotekárnymi úvermi, čo začína postupne ovplyvňovať aj investorov v Európe a zvyšuje volatilitu trhov a mieru neistoty. ECB svoje hlavné kroky ktorými na situáciu reaguje zhrnula do 3 bodov:

- Zlepšiť oceňovanie finančných produktov, sledovať a odstraňovať riziká v súvahách finančných inštitúcií a tým vytvoriť robustnejší finančný systém
- Odstrániť konflikt záujmov ratingových agentúr, zlepšiť metodológiu hodnotenia, rozšíriť a skvalitniť rozsah informácií poskytovaný investorom
- Orgány dohľadu by mali zabezpečiť primeranú mieru likvidity a kapitálu v bankách, zhodnotiť aj mimosúvahové riziká a sekuritizáciu, zlepšenie riadenia rizika likvidity a vykonanie stres testov

2.3.2 Hlásenie prezidenta ECB, 25. jún 2008 [6]

Inflácia ako primárne sledovaný faktor zostáva stále nad 3%. Predpovedané hodnoty pre ďalšie obdobie sú 3,2-3,6% v roku 2008 a 1,8-3,0% následne v roku 2009. Stav ekonomiky vyhodnocovaný dobre, rizikom zostávajú finančné trhy a riziká v strednodobej až dlhodobej inflácii. Úrok stále zostáva bez zmeny. Na druhej strane ECB zasahuje na poli riadenia likvidity finančného sektora. Patrí sem zvyšovanie ponuky začiatkom udržiavacej periódy (Reserve Maintenance Period) a následné zníženie k jej koncu; priame ciele zásahy voči vybraným inštitúciám; novo zavedené dlhodobejšie refinančné operácie až do dĺžky 6 mesiacov a taktiež na poli zahraničného

obchodu je dôležité zabezpečenie dostatočnej likvidity najmä v spolupráci s FED-om výmenou za európsky kolaterál. Pri príležitosti 10 rokov EMU si ECB stanovuje aj dlhodobejšie ciele a odporúčania a to najmä pre pracovný trh a jeho zladenie. Pre zvyšovanie zamestnanosti je spomínaná potreba zosúladiť školstvo s pracovným trhom a tiež imigračnú politiku cieľť týmto smerom.

2.3.3 Hlásenie prezidenta ECB, 10. september 2008 [6]

Inflácia zostáva stále vysoká nad úrovňou. Mierne zvýšenie odhadov pre rok 2008 na 3,4-3,6%, spresnenie pre rok 2009 na 2,3-2,9%. Rast HDP poklesol o 0,2% v druhom štvrtroku. Tento jav je ohodnotený iba ako dočasný výkyv, celkový rast HDP pre rok 2008 sa očakáva na úrovni 1,1-1,7%. Finančné trhy sa vyznačujú pretrvávajúcim napätím, čo spôsobuje ďalšiu zraniteľnosť a iné problémy. Veľké riziká zostávajú hlavne na strane poklesu. Miera poskytovania úverov bola zatiaľ zasiahnutá len mierne. Finančné tlaky zatiaľ spravili systém zraniteľnejším, priame následky ale zatiaľ nie sú vysoké. ECB sa sústreďí na dostatočné poskytovanie likvidity do systému. Zostáva pri opatreniach a refinančných nástrojoch spomenutých v predchádzajúcej správe. Kolaterál používaný pri daných operáciách sa ukazuje ako dostatočne kvalitný aj v súčasnej dobe. ECB takisto zverejnila 4.9.2008 technické vylepšenia pre ohodnocovanie kreditných operácií. Konkrétne je to napr. spôsob haircutu pre aktívami kryté cenné papiere (asset-backed securities), nekryté dlhopisy a ďalšie cenné papiere bez trhovej hodnoty. Ďalej sa stále viac dôležitou ukazuje spolupráca s FED-om s cieľom udržiavať monetárne politiky neustále koordinované aj napriek ich miestami rozdielnym záujmom. Na snahu celkovej spolupráce poukazujú aj pravidelné stretnutia v Bazileji pod záštitou Banky pre medzinárodné platby (Bank for International Settlements).

2.3.4 Hlásenie prezidenta ECB, 8. december 2008 [6]

Ekonomické dianie a prepád dopytu spôsobili rýchlejší pokles inflácie až na úroveň 2,1%. Hodnota ale stále zostáva v súlade s definovanou cenovou stabilitou. Očakávania na ekonomický rast sa zhoršili, pre rok 2009 je predpoklad stagnácie až poklesu HDP. Objavujú sa tiež riziká poklesu ekonomického rastu a veľká neistota

trhov². ECB ma snahu o čo najrýchlejšiu implementáciu zvolených opatrení pre posilnenie dôvery trhov a investorov a preukázanie schopnosti efektívne reagovať. Kľúčová úroková miera bola niekoľko krát znížená za posledné 2 mesiace, pričom celkový pokles bol o 175 bázických bodov z úrovne 3,75% na 2%. Pre monetárnu politiku je najväčším problémom plne obnoviť nefunkčný medzibankový trh a uistiť veriteľov, že všetky solventné banky majú prístup k dostatočnému množstvu likvidity. ECB z tohto dôvodu schválila neobmedzenú ponuku likvidity pri fixovanej úrokovej miere. Operačný rámec sa ukázal byť zatiaľ relatívne kvalitný a pomáha potlačiť nepokoje trhov, pomáha tomu najmä dobrý záber operácií na dostatočne spôsobilé protistrany, vhodná voľba typov refinančných operácií a široký záber akceptovaného kolaterálu. Ako reakcia na súčasnú situáciu ECB prichystala zatiaľ iba mierne zmeny v akceptovanom kolaterále a drobné úpravy v operačnom rámci kontroly rizika. Napriek tomu si situácia postupne vyžaduje väčšie zásahy do súčasného systému a kooperáciu v rámci Eurozóny a Európy ale aj mimo nej. To si vyžiadalo vybudovanie tzv. European Action Plan zodpovednými európskymi aj národnými autoritami a má za cieľ koordinovať postup a ochrániť teda ekonomiku ako celok. V tomto kontexte bolo zvolených 5 hlavných bodov krízového manažmentu:

- zvýšiť riadenie rizík - sekuritizácia a riziko likvidity
- vyvarovať sa krátkodobému správaniu, úlohou ECB je lepšie zadefinovať úlohy príslušných inštitúcií dohľadu
- zvýšiť transparentnosť subjektov finančného sektora
- všetky procyklické opatrenia by mali byť zmiernené
- dohľad nad cezhraničnými inštitúciami musí byť zvýšený, väčšia kooperácia centrálnych bánk

2.3.5 Hlásenie prezidenta ECB, 21. január 2009 [6]

Ekonomický vývoj zostáva nepriaznivý. Inflácia pokračovala v poklese až na súčasnú úroveň 1,6% v decembri. Jav dezinflácie je spôsobený narastajúcim prepadom dopytu a rastúcou neistotou trhov, ktorá sa začína prejavovať v rôznych sektoroch reálnej ekonomiky. ECB kladie dôraz na riešenie problémov s ohľadom na strednodobý až dlhodobý horizont a podnecuje k voľbe udržateľných opatrení. Zdôrazňuje svoj

² 15. Septembra požiadala Americká banka Lehman Brothers o ochranu pred veriteľmi. „Banka Lehman Brothers patrila ešte v roku 2007 medzi štyri najväčšie banky v USA a bola jednotkou v objeme obchodovania na londýnskej burze.“ Udalosť spôsobila globálne odštartovanie finančnej krízy [12], [15]

primárny cieľ udržiavania inflácie na úrovni blízkej 2% čo je dôvodom ďalšieho zníženia kľúčových úrokových sadzieb o 50 bázických bodov. ECB sa zároveň snaží udržať inflačné očakávania na požadovanej úrovni, odvolaním sa na interné analýzy je popretý fakt, že by v Európe hrozila deflácia. Za najväčšie výzvy sú momentálne považované: kvalita riadenia rizík a likvidity, celková pružnosť súkromného sektora, transparentnosť finančných trhov a prehľadnosť používaných finančných nástrojov na trhu. Ďalej netreba zabúdať na transparentnosť všetkých zásahov ECB a vyvarovať sa pri nich procyklickému správaniu a zásahom s krátkodobým účinkom. Spomínané problémy sú predmetom záujmu Fóra finančnej stability (Financial Stability Forum/Board – FSF/FSB, združuje svetové finančné authority, ECB aj Medzinárodný menový fond), čo značí záujem ECB riešiť súčasné problémy z globálneho hľadiska. Vo výsledku ako najdôležitejšie odporúčania ECB vychádzajú:

- Odstránenie rozdielov v platoch a konkurencieschopnosti krajín, potreba štrukturálnych zmien v jednotlivých krajinách. Krajiny by mali využiť všetky možnosti fiškálnych stimulov, ktoré im dovoľuje Pakt stability a rastu, ale nemali by to prehnať s dlhom nad úroveň udržateľnosti verejných financií, čo by zatienilo fiškálne stimuly.
- Posilňovanie orgánov dohľadu na Európskej ale aj globálnej úrovni

2.3.6 Hlásenie prezidenta ECB, 30. marec 2009 [6]

Inflačné tlaky v ďalšom období zostávajú nízke, súčasná inflácia sa pohybuje na úrovni 1,2% a odhady pre rok 2009-2010 sú pod úrovňou 2%. Vyhladky pre rast HDP zostávajú negatívne. Napriek účinným stimulom v bankovom sektore budú dopady finančnej krízy na reálnu ekonomiku väčšie ako sa predpokladalo. Situácia si vyžiadala ďalšie zníženie úrokových mier o 50 bázických bodov. ECB popri tom prevádzkuje neštandardné tendre dodávajúce likviditu s širokou mierou akceptovaného kolaterálu a so splatnosťou až do 6 mesiacov pri fixovaných úrokových mierach. Tieto opatrenia boli predĺžené až do konca roku 2009 pričom je možné, že zostanú v platnosti aj dlhšie ak by bolo potrebné. ECB venovala za posledné obdobie pozornosť aj trhu s nehnuteľnosťami a následne hypotekárnemu trhu. Podľa posledného reportu sa ukazuje európsky trh stabilnejší. Vyššie nároky európskych bánk znamenali menší rozsah sekundárneho hypotekárneho trhu, ktorý spôsobil ťažkosti v USA. Taktiež spôsoby financovania európskych bánk sú stabilnejšie, hypotéky sú na strane pasív kryté stabilnými vkladmi a banky teda nie sú tak veľmi náchylné pri finančných šokoch.

Spomenutý sektor ekonomiky má veľmi dôležitú úlohu v transmisnom mechanizme monetárnej politiky a v súčasnej situácii sú teda jeho vplyvy na monetárnu politiku pozitívne. Na poli hodnotenia fiškálnej politiky ECB vypichla problémy s niektorými krajinami Strednej a Východnej Európy a s ich fiškálnou politikou. Kríza prinútila krajiny k väčším výdavkom, ale netreba zabúdať aj na udržateľnosť verejných financií, čo je dôležitým cieľom najmä pre krajiny so záujmom vstúpiť do eurozóny. Na druhej strane iné krajiny situáciu zvládli veľmi dobre, čo poukazuje aj na makroekonomické rozdiely a nerovnováhy. Čo sa týka úlohy ECB na poli kontroly finančných trhov, aktuálny report vedený J. Larosièrom upozorňuje na potrebu riadenia systémového rizika, ktoré spôsobilo súčasné problémy. Na túto úlohu ECB poveruje Radu pre systémové riziká (European Systemic Risk Council), ktorá bude súčasťou centrálnej banky a bude mať za úlohu dohľad nad ekonomikou ako celkom, nie len nad stabilitou konkrétnych inštitúcií.

2.3.7 Hlásenie prezidenta ECB, 28. september 2009 [6]

Prepad inflačných tlakov znamenal v mesiacoch júl a august miernu defláciu na úrovni okolo -0,5%. Snaha CB smeruje k dorovnaníu inflácie na pozitívnu úroveň a jej udržiavanie na referenčnej hodnote blízko 2% v strednodobom horizonte. Situácia si vyžiadala zníženie úrokových mier na hodnotu 1% ešte v máji. Výhľad ekonomickej aktivity zostava stále negatívny. Pozitívne sú hodnotené ekonomické stimuly, ktoré môžu spôsobiť mierny obrat. Peňažná a úverová expanzia začína spomaľovať, sledovaný peňažný agregát M3 narástol len o 2,5%, čo je najnižšia hodnota od zavedenia eura. V súčasnej situácii riadiaca rada ECB ponecháva úroky nezmenené. Na druhej strane boli implementované opatrenia na podporu úverovania a to konkrétne: **dostatok likvidity pri fixovaných úrokových mierach najmä v domácej ale aj cudzej mene** (napr. USD), **rozšírenie akceptovaného kolaterálu, predĺženie splatnosti refinančných operácií a program priameho nákupu krytých dlhopisov** (program platí pre dlhopisy s ratingom aspoň AA a do celkovej výšky 60 mld.). Spomínané opatrenia ale sú len dočasné na upokojenie trhov a v prípade potreby má ECB pripravenú stratégiu pre ich stiahnutie a odvrátenie hrozieb väčšej inflácie v budúcnosti. Na poli riadenia systémového rizika má ECB v pláne zaviesť Európsku radu pre systémové riziká (European Systemic Risk Board) a definovať jej presný mandát na poli dohľadu nad systémovým rizikom (pozn. ide o obmenu European Systemic Risk Council spomínaný v marci 2009).

2.3.8 Hlásenie prezidenta ECB, 7. December 2009 [6]

Situácia javí známky mierneho zlepšenia. Koncom roku sa ukazuje nárast ekonomickej aktivity o 0,4% v 3. Kvartáli v porovnaní s predchádzajúcim. Taktiež inflácia sa dostala do pozitívnych čísel na odhadovanú úroveň 0,6%. Na druhej strane sa peňažná a úverová expanzia stále spomaľuje, je preto záujem stimulovať hlavne túto časť ekonomiky a podporiť úvery podnikom a prepojenie finančných trhov s reálnou ekonomikou. Zásahy spomínané v predchádzajúcej správe sa v tomto kontexte ukazujú ako úspešné, ale stále treba brať ohľad aj na súčasnú reštrukturalizáciu a rekapitalizáciu bankového sektora. Začínajú ale vyvstávať obavy z prílišnej závislosti bánk od zásahov ECB, čo si vyžaduje postupné sťahovanie niektorých nástrojov, napr. plánované zrušenie 6 mesačných repo- tendrov od marca 2010. ECB ďalej má v pláne sústreďovať sa na systémové riziko. Kríza poukázala na spúšťače tohto rizika, kam patrí najmä kolektívne jednanie inštitúcií a procyklické správanie. Situácia si teda vyžaduje zlepšovať expertízu tejto oblasti a vyvarovať sa tak budúcim problémom. Centrálné banky a kontrolné inštitúcie majú záujem posilňovať a rozvíjať nástroje v oblasti riadenia systémového rizika. ECB sa v tomto ohľade spolieha najmä na Európsku radu pre systémové riziká (ESRB).

2.3.9 Hlásenie prezidenta ECB, 22. marec 2010 [6]

Situácia sa začína zlepšovať, predpoveď rastu HDP na úrovni 1% pre rok 2010. Inflácia pre február bola na úrovni 0,9% a približuje sa k stanovenému cieľu. Zlepšeniu situácie pomohli aj refinančné operácie a dodávanie likvidity. Dostatok likvidity je vidieť na miernom náraste pôžičiek, úrokové miery sú dostatočne nízko a začínajú sa prejavovať aj na reálnych bankových produktoch. V sektore sa ale nesmie vybudovať odkázanosť bánk na refinančné operácie, ECB začína tieto nástroje obmedzovať. 12-mesačné operácie boli už prerušené, o týždeň prebehnú posledné 6-mesačné operácie a boli opätovne predstavené klasické 3 mesačné tendre s variabilným úrokom. Z hľadiska dlhodobých zásahov sa začína otvárať otázka súvisu monetárnej politiky s cenami aktív, konkrétne sledovania bublín v cenách aktív, ktoré sa môžu v súčasnej situácii objaviť. ECB hodnotí situáciu z pozície dlhodobej cenovej stability a preto má záujem sa problematike venovať a pri sledovaní peňažného a úverového trhu berie ohľad aj na neprimeraný rast cien úverov a aktív. Ďalej ECB dáva odporúčania na poli fiškálnej politiky, kde väčšina krajín prekročila požadovaný 3% deficit. Zadlženie s cieľom udržania budúceho rastu je hodnotené pozitívne, centrálna banka však nabáda

tiež k fiškálnej konsolidácii a udržateľnosti verejných financií. V tejto oblasti má viacero krajín problém, pozitívne hodnotené však sú kroky Írskej a neskôr aj Gréckej vlády. Štáty ale stále javia známky malej prispôsobivosti a flexibility.

2.3.10 Hlásenie prezidenta ECB, 21. jún 2010 [6]

Ekonomika pokračovala v miernom tempe zotavovania. Rast HDP bol na úrovni 0,2% oproti poslednému kvartálu 2009. Vyhladky ale zostávajú stále neisté. Inflácia sa mierne zvýšila, dáta z posledných mesiacov naznačujú úroveň okolo 1,6%. Rast požadovaného peňažného agregátu zostáva slabý, pôžičky domácnostiam mierne rastú, korporátne úvery však pokračujú v zostupe. Kľúčové úrokové miery zostávajú v danej situácii nezmenené ale boli obnovené 3 a 6 mesačné tendre. Subjekty trhu ale majú obavy z fungovania úverového kanálu ECB, čo by znamenalo zníženie schopnosť centrálnej banky ovplyvňovať mieru úverov v reálnej ekonomike. Nestabilita dlhopisových a následne akciových trhov vyústila do opätovnej nedôvery na medzibankovom trhu a problémom financovania bánk týmto spôsobom. Súčasnú narušenie trhov má epicentrum v Európskych dlhopisových trhoch. ECB hodnotí dlhopisový trh ako nesmierne dôležitý pre úverový kanál z 3 dôvodov:

- výnosy z dlhopisov stanovujú dolnú hranicu na úroky pre ostatné subjekty trhu (price channel)
- pokles dopytu po dlhopisoch znamená prepad ich ceny a teda neželaný nárast ich výnosov čo znamená značné straty v portfóliách finančných subjektov (balance sheet channel)
- nízka likvidita vládnych dlhopisov znižuje ich úlohu ako kolaterálu v refinančných operáciách (liquidity channel)

Napriek odlišným dôvodom sa situácia náhleho prepadu dá prirovnať ku koncu roku 2008 pri krachu spoločnosti Lehman Brothers. ECB sa rozhodla okrem už predstavených nástrojov použiť aj väčšie intervencie na trhoch. Spustený bol **Securities Markets Program** (SMP) s úlohou nákupu obchodovaných dlhopisov na sekundárnom trhu. Akcia by mala zvýšiť mieru obchodovania dlhopisov držaných bankami a zároveň neohrozí mieru inflácie, pretože program nedodáva na trh novú likviditu. Celý nástroj je v súlade s mandátom centrálnej banky, dôraz kladie na operovanie iba na sekundárnych trhoch a z nezávislej pozície. Ďalej sa v súčasnej situácii stále viac ukazuje problém nejednotnej fiškálnej politiky, ECB podnecuje k vyššiemu fiškálnemu dohľadu a k automatizácii možných opatrení na pozícii všetkých členských štátov únie.

2.3.11 Hlásenie prezidenta ECB, 27. september 2010 [6]

Ekonomické ukazovatele zostávajú pozitívne. Rast HDP bol na úrovni 1% medzi kvartálne čo značí hodnotu 4% medziročne. Predikcia je podobne pozitívna ale stále poznačená veľkou mierou neistoty. Inflácia sa drží na požadovanej úrovni 1,6-1,7%. ECB pokračuje v refinančných operáciách 6 a 12 mesačnej dĺžky. Do praxe bol zavedený aj program SMP pre posilnenie úverového kanálu monetárnej politiky. Úrokové miery sa v súčasnej situácii zdajú byť vhodné a sú teda ponechané bez zmien. Ako najväčšou výzvou stále zostáva posilnenie fiškálneho a makroekonomického dohľadu a úpravy Paktu stability a rastu. Patrí sem zavedenie preventívnych ale aj opravných opatrení na kvázi- automatickej úrovni, čo si vyžaduje legislatívne zmeny. V tomto kontexte je dôležité pridanie kompetencií Európskemu štatistickému systému (European Statistical System) a zabezpečenie jeho nezávislosti potrebnými opatreniami zo strany Európskej komisie. Na poli stabilizácie finančných trhov pribudol systém opatrení a finančnej regulácie pod označením Basel III³. Jedná sa o pravidlá hodnotenia kapitálovej primeranosti, riadenia rizík a stresového testovania. Ich úlohou je posilniť pružnosť a stabilitu finančného sektora a zároveň podporiť úverový kanál a zvýšiť mieru úverov do reálnej ekonomiky. Ďalšou významnou zmenou v riadení systémového rizika je definitívne zriadenie Európskej rady pre systémové riziká ESRB od začiatku roka 2011 so spomínanými úlohami

2.3.12 Hlásenie prezidenta ECB, 30. november 2010 [6]

Inflácia sa priblížila k požadovanej úrovni 2% a konečný cieľ sa teda plní požadovaným spôsobom. Cenová stabilita je zabezpečená. Celková ekonomická situácia sa zlepšuje a začína naberať pozitívny trend. Objavujú sa ale známky tzv. kurzovej vojny (currency war), keď začínajú krajiny medzi sebou súperiť v oblasti menovej politiky a jednotlivé krajiny sa snažia oslabiť svoju menu a pôsobiť tak kanálom menového kurzu na úkor iných krajín. ECB v tejto oblasti ale nabáda k zodpovednosti a vyjadruje potrebu kooperácie a nie konkurenčného prostredia. V súčasnom prostredí by rozsiahlejšia kurzová vojna mohla mať vážne následky na globálnu ekonomiku. ECB sa ďalej venuje problémom monetárnej únie a stále viac sa objavujúcemu problému nejednotnej fiškálnej politiky. Napriek tomu, že je centrálna banka zodpovedná za monetárnu časť únie, dáva aj odporúčania na plánované zmeny v Pakte stability a rastu. Patria sem zmeny v preventívnych nástrojoch ako je sledovanie

³ Nové štandardy pre podnikanie komerčných bánk.

nárastu vládnych výdavkov alebo limity na deviáciu, sledovanie dlhovej politiky alebo zavedenie kvázi automatických nástrojov. Na udržanie finančnej stability krajín sa plánuje vytvoriť Európsky stabilizačný mechanizmus (European Stability Mechanism - ESM), s úlohou poskytovania záruk alebo prípadných pôžičiek krajinám, ktoré majú problém s udržateľnosťou svojich verejných financií. Jeho konkrétne pravidlá ale musia byť prerokované na národných úrovniach jednotlivých krajín menovej únie. V oblasti finančných trhov došlo k viacerým zmenám medzi ktoré patrí postupné zavádzanie už minule spomínaných pravidiel Basel III, posilňovanie štatútu AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) ako inštitúcie dohľadu nad trhmi Európskej únie a zároveň aj Spojených štátov a svoju úlohu riadenia systémového rizika od januára začína plniť aj ESRB.

2.3.13 Hlásenie prezidenta ECB, 21. marec 2011 [6]

Inflácia pokračovala v raste, momentálna úroveň je 2,4% s rizikom rastu. Dôvodom sú ceny komodít a energií ale aj zmeny v daňových systémoch a väčšia miera nepriamych daní. Refinančné operácie s pevnými úrokmi sú ponechané v nezmenenej miere minimálne do polovice júla. Dlhová kríza však stále zostáva problémom. ECB odporúča prekonať vyššie úrovne dlhu stabilnou a pevnou makroekonomickou politikou. Situácia si vyžiadala zriadenie mechanizmov krízového manažmentu na národnej úrovni, ktorý ale nesie so sebou niektoré riziká. Mohol by spomaliť pôsobenie fiškálnych stimulov a jeho plná funkčnosť v konkrétnych krajinách je otázna z dôvodu veľkej prepojenosti európskych ekonomík. Ďalej na úrovni jednotlivých krajín prebiehajú rokovania ohľadom implementácie ESM. Postoj ECB je pozitívny vzhľadom k ESM a vyjadruje jeho dôležitosť koordinovaného pôsobenia na úrovni celej Únie. V kontexte stability finančného sektora chýba v Európskej únii efektívny mechanizmus riešenia problémov súkromných bánk a obmedzovania ich dopadu na reálnu ekonomiku. ECB teda schvaľuje snahy Európskej komisie a nový predložený rámec pre riešenie problémov a obnovy bánk. V súčasnej dobe dlhovej krízy je diskutovanou aj téma spoločných európskych dlhopisov, tzv. Eurobondov. ECB je v tejto oblasti zásadne proti z viacerých dôvodov. Takéto dlhopisy by síce šetrili náklady, mali vyššiu likviditu a kvalitou by sa rovnali americkým ale rozvrátili by fiškálnu politiku krajín a narušili fiškálne stimuly, pretože by demotivovali krajiny od fiškálnej zodpovednosti na ktorú momentálne žiadna európska inštitúcia nemá plný dosah. Znamená to teda, že

kým nebude v Európskej alebo aspoň v menovej únii spoločná fiškálna politika, tak spoločné dlhopisy by boli problémové.

2.3.14 Hlásenie prezidenta ECB, 30. jún 2011 [6]

Nad'alej prebieha napĺňanie pozitívnych očakávaní, rast ekonomiky sa odhaduje na 1,5-2,3% pre rok 2011 a 0,6-2,8% pre nasledujúci. Inflácia je na úrovni 2,8% s relatívne rizikovým ale čo sa trendu týka tak stabilným výhľadom. Situácia si vyžiadala nárast kľúčových úrokových mier o 25 bázických bodov. Refinančné tendre sú ale ponechané aj nad'alej. Na pôde fiškálnej politiky ECB stále zastáva názor potreby konsolidačných opatrení napriek tomu, že dlhy európskych krajín vôbec nedosahujú úrovne ako napr. USA alebo Japonsko. Viaceré krajiny podnikli požadované kroky v rozpočtovej politike k obnoveniu dôveryhodnosti, ktoré sú zo strany ECB hodnotené pozitívne. Dobrým príkladom sa zatiaľ javí aj donedávna problémové Grécko.⁴

2.3.15 Hlásenie prezidenta ECB, 29. august 2011 [6]

Rast ekonomík spomalil z úrovne 0,8% v Q1 2011 na 0,25% v Q2 2011. Na trhoch sa začalo znova objavovať napätie. Napriek tomu bola ešte v júli zvýšená úroková miera o 0,25% kvôli obavám z inflácie. Turbulencie finančných trhov však stále rastú. Situácia sa začína podobať na máj 2010, v niektorých ohľadoch sú dokonca problémy rozsiahlejšie. Neštandardné refinančné operácie budú teda ponechané minimálne do januára roku 2012. Situácia si ďalej vyžiadala opätovné použitie Securities Markets programu na nákup dlhopisov na sekundárnom trhu. Daný program ale znova iba podporuje obchodovateľnosť problematickejších dlhopisov. ECB ma vo svojom štatúte zakázaný priamy nákup vládnych dlhopisov a spomenutý program funguje čisto iba na sekundárnych trhoch. Zásahy ECB však pomáhajú funkčnosti trhov, zásadná úloha v boji z dlhovou krízou nad'alej zostáva rozpočtová zodpovednosť jednotlivých krajín.

2.3.16 Hlásenie prezidenta ECB, 4. október 2011 [6]

Pretrvávajúca dlhová kríza v Európe spôsobuje viaceré problémy a komplikácie. Úlohou ECB v tomto kontexte však je iba udržiavanie cenovej stability a stability finančných trhov. Nemôže proti kríze bojovať mimo svojich kompetencií. Práve dlhová kríza je problémom vlád jednotlivých krajín, na ktoré ECB nemá dosah. Čo sa týka cenového vývoja, centrálna banka svoju úlohu plní a strednodobé očakávania sú pevne

⁴ Následná situácia však ukázala unáhlenie tohto tvrdenia.

ukotvené. Odhad súčasného ekonomického vývoja je však negatívny a veľkou mierou rizika. Rast HDP trpí najmä z poklesu biznis dôvery, poklesu hodnoty kapitálu a neistoty finančných trhov. Monetárne analýzy však poukazujú, že likvidita na trhoch je dostatočná.

2.3.17 Hlásenie prezidenta ECB, 17. október 2011 [6]

Prijaté boli úpravy Paktu stability a rastu ako snaha o lepší fiškálny dohľad nad krajinami a väčšiu disciplínu. Zmeny sa niesli v 2 hlavných líniách, ktorými sú preventívne opatrenia, kam patrí napr. verejné predkladanie plánovaných rozpočtov krajín a ich následné schvaľovanie. Druhou časťou sú nápravné opatrenia, ktoré budú vstupovať do platnosti v prípade, ak niektorá krajina bude prekračovať požadovanú mieru deficitu alebo celkovej miery dlhu k HDP. Dosahované budú kvázi automatickými nástrojmi. Celý koncept zároveň vykazuje snahu o väčšiu transparentnosť aj pre širšiu odbornú verejnosť. Prijaté zmeny sú teda dôležitým krokom ale zatiaľ stále nie sú optimálne a hrozba rizika ich efektívnej implementácie je vysoká. Pozitívne sú na tejto strane hodnotené snahy o fiškálnu zodpovednosť v jednotlivých krajinách, ako je napr. nemecká „dlhová brzda“. V pokračujúcej diskusii o spoločných európskych dlhopisoch ECB naďalej vyjadruje stanovisko proti tzv. Eurobondom. Mohli by spôsobiť problémy s financovaním pre niektoré krajiny a zároveň viesť k fiškálnej nezodpovednosti. Spoločná integrácia verejných financií teda stále nie je dostatočná pre ich zavedenie.

2.3.18 Hlásenie prezidenta ECB, 19. december 2011 [6]

Pozn. V tomto období bola výmena guvernéra ECB, na pozíciu dovtedajšieho Jean-Claude Tricheta nastúpil Mario Draghi

Pokračujúca, resp. zhoršujúca sa neistota trhov si vyžiadala opätovné znížovanie úrokových mier v novembri a decembri celkovo o 25 bázických bodov na úroveň 1% pre hlavné refinančné operácie. Inflačné riziká v danej situácii nie sú veľké. Inflácia sa drží pri úrovni 3%, ale očakávaný je jej pozvoľný pokles smerom k 2% v roku 2012. Z dôvodu obáv o fungovanie transmisného mechanizmu boli zavedené viaceré neštandardné nástroje:

- Nové refinančné operácie so splatnosťou 3 rokov a 2 nové nástroje refinancovania s maturitou okolo 12 mesiacov na pokrytie dlhodobějších potrieb likvidity

-
- Všetky operácie zostanú v platnosti minimálne do polovice roku 2012 a pri fixovaných úrokových mierach
 - Nový program nákupu krytých dlhopisov v celkovej hodnote 40 miliárd
 - Uľahčenie financovania v USD zavedením dolárových liquidity swapov

Hlavným cieľom opatrení s dlhšími maturitami je zväčšiť ochotu požičiavania do reálnej ekonomiky firmám aj domácnostiam a posilniť tak úverový kanál. Problémom refinančných operácií ale môže byť nedostatok kvalitného kolaterálu. Na preklenie situácie bol zoznam akceptovaného kolaterálu rozšírený. Na podporu ekonomickej aktivity prostredníctvom finančných trhov sa ECB rozhodla urobiť aj jeden riskantnejší krok a to dočasné zníženie povinných minimálnych rezerv súkromných bánk z úrovne 2% vkladov na 1%. Čo sa týka opatrení v boji s dlhovou krízou pozitívne je hodnotený najmä posun vo formovaní ESM a jeho rozšírenie. Európske autority sa rozhodli tento mechanizmus posilniť, dodať mu väčšiu flexibilitu, využiť pri jeho tvorení princípy fungovania Medzinárodného menového fondu ako dôveryhodnej inštitúcie s funkčným konceptom. Jeho definitívne formovanie a schválenie je na dobrej ceste. Posledná téma ktorej sa ECB venuje je spôsob fungovania ratingových agentúr, ktoré majú veľký dopad na finančné trhy a spôsobujú vážne riziká. Je záujem spraviť ratingový proces viac transparentným, aby si investori uvedomovali riziká z neho plynúce a nebol ich zásadným kritériom pri rozhodovaní, čím bude znížené prepojenie týchto agentúr s trhmi.

2.3.19 Hlásenie prezidenta ECB, 25. apríl 2012 [6]

V prvom kvartáli roku 2012 sú známky miernej stabilizácie. Makroekonomické dáta poukazujú na neistotu, ale rast ekonomiky by mal byť podporený zahraničným dopytom, nízkymi úrokovými mierami a neštandardnými opatreniami. Inflácia sa pohybuje na relatívne vyššej, ale stále stabilnej úrovni 2,7%. Monetárna analýza poukazuje na stále tlmené tempo rastu sledovaných peňažných agregátov a slabý úverový kanál. Viacero bánk prechádza reštrukturalizáciou, čo môže takisto spôsobovať krátkodobé problémy. Neštandardné dlhodobjšie refinančné operácie (long term refinancing operations – LTRO) sa preukázali ako účinné pri problémoch v druhej polovici roka 2011. Zmiernili podmienky sprístupnením likvidity pre banky a pomohli ich financovaniu pri poskytovaní úverov domácnostiam aj firmám. Opatrenia ale môžu byť hrozbou pre budúcu infláciu a teda je potrebné dôsledne sledovať ich dopad a v prípade potreby ich stiahnuť. Na pôde fiškálnej politiky bol schválený ESM čo môže

pomôcť dôveryhodnosti krajín a stabilizovať situáciu, ale stále pretrvávajú javy ako nedostatočná fiškálna disciplína, neúspechy v zavádzaní štrukturálnych zmien v pracovných trhoch a trhoch tovarov a služieb a problémy s konkurencieschopnosťou. Spomínané problémy síce nie sú priamo v mandáte ECB, vedenie spoločnej monetárnej politiky ale je problémom, ak sú jednotlivé krajiny príliš rozdielne na fiškálnej úrovni a z tohto titulu je centrálna banka povinná sa im venovať tiež. Súčasná situácia si ďalej začína vyžadovať posilnenie bankového dohľadu. Ukazuje sa problém správania sa bánk ako nadnárodných európskych inštitúcií v dobrých časoch pričom ich problémy v čase krízy padajú na domovské krajiny. Ich spoločná regulácia a dohľad by teda mohli byť riešením.

2.3.20 Hlásenie prezidenta ECB, 9. júl 2012 [6]

Situácia si vyžiadala ďalšie zníženie úrokových mier o 0,25% čím sa úrok hlavných refinančných operácií dostal na 0,75% a úrok vkladového nástroja na absolútne minimum 0%. Neštandardné opatrenia boli predĺžené až do polovice roku 2013 a zavedené boli zmeny v akceptovanom kolaterále. Inflácia sa drží na úrovni 2,4% s mierne klesajúcimi očakávaniami, stále však pevne ukotvená pre strednodobý horizont k úrovni 2%. Účinnosť monetárnej politiky v jednotlivých krajinách je rôzna, v závislosti od sily šokov a štruktúry jednotlivých ekonomík. Pri posudzovaní jej účinnosti treba brať do úvahy jednotlivé okolnosti. Taktiež je prezentovaná dlhodobejšia vízia Hospodárska a menovej únie (EMU). Jej stabilita závisí od jednotlivých krajín a ich snahe pri konsolidačných opatreniach. V súčasnosti je postupné budovanie európskej integrácie videné v 4 blokoch:

- Únia finančných trhov – spoločná banková únia, spoločná kontrolná inštitúcia
- Fiškálna únia – dohľad nad rozpočtami krajín s ohľadom na stabilnú menovú úniu
- Hospodárska únia – mechanizmy na udržiavanie dlhodobej spoločnej prosperity
- Politická únia – posilnenie EMU a prehĺbenie spoločnej politickej spolupráce

2.3.21 Hlásenie prezidenta ECB, 9. október 2012 [6]

ECB má záujem o rozsiahlejšie zásahy na dlhopisovom trhu. Bol spustený program nákupu dlhopisov na sekundárnych trhoch pod názvom outright monetary transactions (OMT). Zároveň je ukončený SMP, dlhopisy nakúpené týmto programom budú držané až do maturity a nadmerná likvidita bude z trhov sťahovaná rovnako ako doteraz. Aj podľa [7] sú rozdiely medzi týmito 2 programami iba veľmi malé a obidva

majú čisto dočasný charakter. Špecifikáciou programu OMT však je implementácia do trvalého mechanizmu ESM, sústredenie sa na dlhopisy s maturitou 1-3 rokov a žiadne kvantitatívne obmedzenia. Program má za úlohu pomôcť transmisnému mechanizmu. Zvýši likviditu dlhopisov v problémových časoch. Na trhu sme tiež svedkami slabého účinku zmien kľúčových úrokových mier na bankové produkty a udržiavanie veľkých spreadov v niektorých krajinách hlavne z dôvodov neistoty a rizika. Je práve úlohou ECB týmto vplyvom zabrániť. Čo sa týka ostatných ukazovateľov tak hospodársky vývoj je len s malými zmenami, ekonomická aktivita je slabá, inflácia je na úrovni 2,7%. Ďalšou diskutovanou témou v poslednom období je banková únia, resp. jednotný mechanizmus kontroly finančných trhov (Single Supervisory Mechanism SSM). Medzi jeho hlavné aspekty ktorým sa momentálne venuje ECB patria:

- Separácia finančnej regulácie od monetárnej politiky, vo veľa krajinách dodnes vykonáva tieto úlohy jedna inštitúcia (centrálna banka), čo môže spôsobovať konflikt záujmov. Pri stabilnej a jednotnej finančnej regulácii je snaha sa tomuto vyhnúť.
- Do mechanizmu bude možnosť aj záujem zapojiť krajiny ktoré ešte nepoužívajú euro. Podobné zmeny by pomohli spoločnej prosperite a lepšej integrácii ale vyžadujú si rozsiahle zmeny v mandáte ECB, ktorá zatiaľ na tieto krajiny nemá dosah.
- Nastavenie primeranej miery nezávislosti a zároveň zodpovednosti v SSM v jednotlivých oblastiach ako je ochrana vkladov alebo znášanie nákladov v prípade zachraňovania bánk.

Bude snaha mechanizmus zaviesť čo najrýchlejšie, ECB predbežne navrhuje dátum 1. 1. 2013.

2.3.22 Hlásenie prezidenta ECB, 17. december 2012 [6]

ECB stále ponecháva úrokové miery bez zmien a zaručuje, že neštandardné refinančné operácie ponechá minimálne do júla 2013. Hospodársky vývoj zatiaľ neutrálny, odhad rastu je veľmi mierny a trpí najmä z dôvodu slabého domáceho dopytu. Inflácia klesla na úroveň 2,2% a mierny trend poklesu je očakávaný aj naďalej. Monetárna expanzia a rast peňažných agregátov je stále utlmený, čo je posudzované ako krátkodobý jav hlavne z dôvodu korekcií v portfóliách bánk a prispôbovaniu súvah novým podmienkam trhu. V oblasti zavádzania SSM je stále vedená diskusia v 3 hlavných bodoch spomínaných aj v poslednej správe. ECB mierne zmenila pohľad na

oddelenie SSM od monetárnej politiky, argumentácia historickými skúsenosťami poukazuje na význam prepojenosti týchto dvoch úloh. Ďalšou vyvstávajúcou otázkou je obmedzenie dopadu regulačného mechanizmu na hlavný cieľ ECB – cenovú stabilitu. Ďalej ECB stále upozorňuje na potrebu štrukturálnych zmien a posilňovanie konkurencieschopnosti jednotlivých krajín a pozitívne hodnotí vývoj donedávna problémovnejších zemí, medzi optimistické ukazovatele patrí nárast exportu z krajín ako Španielsko, Írsko, Portugalsko a Taliansko.

2.3.23 Hlásenie prezidenta ECB, 18. február 2013 [6]

Hospodárska situácia javí známky zlepšenia a stabilizácie ale odhady rastu sú zatiaľ skeptické. Pozitívnym znakom je aj väčšia miera splácania refinančných operácií a hľadanie financovania z iných zdrojov. Problémom na druhej strane zostáva pomalá implementácia zavedených opatrení. Inflácia padla na 2% pričom sa ešte očakáva mierny pokles. Hodnoty úrokov naďalej zostávajú na historických minimách. Dané podmienky v súvislosti s refinančnými operáciami sú výrazne stimulujúcim faktorom a mali byť v strednodobom horizonte postupne zabezpečiť rast úverov do reálnej ekonomiky. ECB sa na druhej strane sústreďuje aj na riziká s tým spojené a to problém pre veriteľov zarábať na kapitáli, nezaujem sledovať kreditné riziko zo strany bánk a riziko vzniku bublín na trhu s nehnuteľnosťami alebo inými aktívami. Dané problémy centrálna banka odporúča sledovať hlavne na národnej úrovni a v prípade potreby ošetriť aj primeranou fiškálnou politikou (dane na nehnuteľnosti atď.). Vo veci aktuálne formujúcej sa bankovej únie a SSM bol predstavený jednotný mechanizmus záchrany bánk (Single Resolution Mechanism) s ústredným orgánom Single Resolution Authority (SRA). Jeho úlohou je včasné a nestranné rozhodovanie s ohľadom na náklady spojené so záchranou finančných inštitúcií. SRA by mal fungovať ako súčasť SSM, pričom mechanizmus dohľadu by hodnotil inštitúcie a posudzoval potrebu zásahu. Následné zásahy by už ale spadali do kompetencie záchranného mechanizmu SRA, ktorý by pri riešení problémov disponoval potrebnými financiami zo spoločného Európskeho záchranného fondu (European Resolution Fund). Tento systém by tiež zabránil prílišnému prepojeniu problémových bánk a vlády pri záchranných stimuloch.

3 Federálny rezervný systém

3.1 Historický prehľad FEDu a vplyv na súčasnú monetárnu politiku

Menová politika FEDu sa značne líši od pôvodných predstáv v zakladajúcom dokumente – zákon o federálnych rezervách (Federal reserve act of 1913). Formovaniu súčasnej podoby Federálneho rezervného systému USA pomohli viaceré historické udalosti a pôvodne decentralizovaný systém sa časom viac a viac centralizoval a zameriaval na používanie operácií na voľnom trhu.

Celému systému predchádzala Prvá banka Spojených štátov (1791-1811), Druhá banka Spojených štátov (1816-1832) a do vzniku FEDu následne zabezpečoval monetárnu politiku Národný bankový systém. Systém zložený z centrálnych rezervných mestských bánk riadený Americkým ministerstvom financií ale nebol dostatočne schopný reagovať na sezónne alebo cyklické výkyvy v potrebe obeživa alebo úverov. Situácia vyvrcholila založením FEDu s Federálnou rezervnou radou vo Washingtone DC a s 12 regionálnymi rezervnými bankami roku 1913 celé spojené do jednotného systému. Aj keď bol systém stále dostatočne decentralizovaný, regionálne banky mali veľkú mieru autonómie pri určovaní úverových podmienok v oblasti. Prvá skúška, ktorou si rezervný systém prešiel, bola počas Prvej svetovej vojny, keď do USA prúdilo veľké množstvo zlatých rezerv a FED tieto výkyvy korigoval používaním diskontného okna.

Po vstupe USA do vojny zase vyvstal problém s financovaním štátneho dlhu čo spôsobilo ďalšie zmeny v úlohách FEDu, keď napr. priamo monetizoval štátny dlh (čo si vyslúžilo veľkú kritiku) alebo následne podporoval predaj dlhopisov ich akceptáciou pri diskontovaní tzn. akceptoval ich ako „kolaterál“ komerčným bankám pri získavaní likvidity. Tieto udalosti ale spôsobili po vojne v 20-tich rokoch problémy s odlivom zlata, následné prudké stúpnutie úrokových mier a ekonomickú recesiou koncom 20-tych a začiatkom 30-tych rokov. Tieto roky sa vyznačujú hľadaním menových nástrojov a rozsiahlou diskusiou o úlohe FEDu. Komerčné banky v týchto časoch značne využívali diskontné okno a pretrvával názor, že jednotlivé banky musia byť stále zadlžené FEDu. Medzi ďalšie vplyvy krízy 30-tych rokov patrilo rozdelenie obchodného bankovníctva a investičného bankovníctva, pretože práve špekulatívne investície bánk do akcií boli považované za príčinu krízy. Veľkou zmenou bolo ale aj zavedenie poistenia vkladov.

Úloha FEDu sa následne viac krát zmenila a upravovala. Zavedením zlatého štandardu sa zo začiatku očakávala stabilná cenová úroveň a FED len korigoval potreby likvidity a zabraňoval sezónnym panikám trhu. Veľká hospodárska kríza a Druhá svetová vojna tieto priority zmenili, primárnym cieľom aj pre FED sa stala ekonomická stabilita a plná zamestnanosť (Banking act of 1935, Employment act of 1946). 70-te roky a veľké inflačné tlaky spôsobili opätovné prehodnotenie týchto cieľov, prijatie viacerých nových zákonov o Federálnych rezervách a zameranie sa na cenovú stabilitu v dlhodobom horizonte. Koncom 70-tych rokov (Full employment and balanced growth act of 1978) boli ciele FEDu stanovené ako maximálne HDP pri plnej zamestnanosti a stabilné ceny, pričom priority boli rovnaké ako poradie v akom sú ciele napísané. 90-te roky spôsobili miernu zmenu a väčšie uprednostňovanie cenovej stability, ale tiež viaceré zmeny v zákonoch o regulácii bankového sektora. Aktuálna podoba cieľov [11] je:

- Vedenie monetárnej politiky s účelom dosiahnutia plnej zamestnanosti, stabilných cien a miernych dlhodobých úrokových mier
- Dohľad a regulácia bankového sektora pre dosiahnutie bezpečného a zdravého finančného systému s ohľadom na záujmy spotrebiteľov
- Udržiavanie stability finančného systému sledovaním a riadením systémového rizika
- Poskytovať finančné služby spravovaním národného platobného systému pre vládu, domáce aj zahraničné inštitúcie

S plynúcim časom sa menili aj nástroje, ktoré FED používal pri plnení svojich cieľov. V počiatočných rokoch boli hlavným nástrojom úvery cez diskontné okno, neskôr ale čím ďalej tým viac prechádzal na používanie operácií na voľnom trhu.

3.2 Štruktúra Federálneho rezervného systému

Federálny rezervný systém sa skladá zo sedemčlennej rady guvernérov vo Washingtone D.C., dvanástich federálnych rezervných bánk s ich 25 pobočkami. Napriek tomu, že sa jedná o národnú banku sa celý systém z istého pohľadu dá označiť ako súkromná spoločnosť. Akcionármi federálnej rezervnej banky v danej oblasti sú členské banky v jednotlivých štátoch zapojených do systému. Akcionárska štruktúra systému je však dodnes predmetom dohadov a rôznych teórií a nie je úplne transparentná. Tento fakt o FEDe však nebráni plneniu úloh ako centrálnej banky a systém je do veľkej miery s vládou prepojený.

Rada guvernérov je centrálnou agentúrou FEDu zloženou zo 7 členov menovaných prezidentom USA a schvaľovaných Senátom. Plné funkčné obdobie je 14 rokov, pričom menovanie je stupňovité a teda každý druhý rok vyprší funkčné obdobie jednému z členov. Rada je zodpovedná za národné a medzinárodné ekonomické analýzy a spolu s Ďalšími zložkami FEDu za menovú politiku. Reguluje a dohliada na operácie jednotlivých federálnych rezervných bánk v systéme, nastavuje rezervné požiadavky, je zodpovedná za dohľad a reguláciu niektorých bankových inštitúcií, za fungovanie národného platobného systému a za administráciu zákonov, ktoré chránia spotrebiteľov v úverových operáciách. Taktiež schvaľuje diskontné miery navrhnuté federálnymi rezervnými bankami.

Dvanásť federálnych rezervných bánk so svojimi pobočkami má za úlohu regulovať členské banky FEDu vo svojej oblasti, monitorovať plnenie požiadaviek FEDu, zaisťovať prevody v rámci národného platobného systému a distribuovať obeživo. Jednotlivé banky sú samostatnými, aj keď kontrolovanými, subjektmi s vlastným guvernérom a 9 člennou radou volenou čiastočne akcionármi bánk, čiastočne Radou guvernérov vo Washingone DC.

Federálny výbor voľného trhu (federal open-market committee, FOMC) je základným výkonným orgánom celého systému. Výbor má 12 členov pričom 7 z nich je z rady guvernérov, zvyšných 5 je prezidentmi lokálnych národných bánk, pričom 4 sú vyberaní za základe ročnej rotácie a jeden je stálym členom (prezident FED New York). Výbor rozhoduje o zvyšovaní resp. znižovaní úrokových mier. Diskusí o úrokových mierach sa zúčastňujú všetci guvernéri lokálnych bánk ale hlasovacie právo má len menovaných 12 členov. Výbor je pozorne sledovaný ekonómami a analytikmi trhov, ktorí sa snažia odhadovať budúce akcie (zmeny úrokových mier, nákup cenných papierov) FEDu. [14]

3.3 Vývoj situácie v rokoch 2008-2012

V tejto kapitole si popíšeme si dianie na trhoch od roku 2008 až po najaktuálnejšie dostupné informácie. Nasledujúce časti sú podobne ako v 2.3 zosumarizované oficiálne vyjadrenia guvernéra FEDu o monetárnej politike. [10]

3.3.1 Hlásenie guvernéra FEDu, 27. február 2008 [10]

Posledné obdobie javí známky začiatku recesie, je vidieť známky pribrzdzenia finančných trhov a rast HDP je síce ešte stabilný, ale javí známky začínajúceho poklesu.

Vyskytujú sa problémy na trhu s nehnuteľnosťami, nastáva čím ďalej väčší prepad po rokoch 2006-2007 keď boli laxné úverové podmienky. Tie zapríčinili krátkodobý rast dopytu po nehnuteľnostiach, ale tiež neprirodzené rozšírenie trhu so sekundárnymi hypotékami (rizikovejšia kategória dlžníkov). Momentálne ale nastal pokles záujmu a problémy spôsobuje aj zlá úverová kvalita dlžníkov. Tento pokles zapríčinil horšiu dostupnosť k hypotékam čím sa do problémov dostáva realitný trh. Momentálne sa vyznačuje veľkou mierou zásob, nepredaných domov ale aj poklesom zamestnanosti. Z tohto dôvodu bol schválený fiškálny stimul. Negatívne známky ale javia aj iné sektory, pokles investícií je vidieť najmä v rizikovejších projektoch. Celkovo sa ale nefinančný sektor vyznačuje dobrou kondíciou (pozitívne zisky, likvidné súvahy, malá miera zadlženia). Obchodná bilancia sa zlepšila, export rástol vďaka nízkemu výmennému kurzu a rastu zahraničného dopytu. Na druhej strane finančné trhy javia známky neistoty. Investori sa boja hypotekárneho trhu, hlavne trhu so sekundárnymi hypotékami. Je vidieť pokles záujmu investorov riskovať ale aj pokles dôvery.

FED sa snaží trhy stimulovať, pomôcť medzibankovému trhu napr. programom term auction facility (TAF), pri ktorom ide o zvýhodnenie diskontného okna a zlepšenie krátkodobého financovania. Čo sa týka celkových makroekonomických ukazovateľov tak odhad rastu HDP klesol na 1,3 – 2,0% z 2,5 - 2,75% pre rok 2008. Odhad nezamestnanosti sa tiež zhoršil na 5,2 – 5,3% čo je nárast z cca 4,75% a riziká pre ekonomiku sú najmä smerom k horšiemu. Inflácia rástla, najmä z dôvodu rastúcich cien ropy a poklesu doláru na úroveň 3,4% naopak jadrová inflácia mierne klesla na hodnotu 2,1%. Odhad inflácie do budúcnosti je ovplyvnený vývojom cien potravín a energií a celkovým vývojom na trhoch s futures. Na poli monetárnej politiky FED znížil hodnotu federálnych prostriedkov celkovo už o 225 bazických bodov od minulého leta z dôvodu snahy o udržanie ekonomickej aktivity a zmiernenie rizika. Ďalej FED zasiahol aj na hypotekárnom trhu z pozície regulátora bánk. Záujem je vybudovať jednotné štandardy pre poskytovanie hypoték ako napr. lepšie sledovanie schopnosti splácať úvery, potvrdenie o príjme od tretej strany, príp. pri vyšších sumách poistenie, stanovenie maximálnej marže pre brokera, zakázanie niektorých praktík atď. FED pred implementáciou spomenutých opatrení dá priestor na vyjadrenie sa verejnosti. Súčasná situácia si ale žiada aj opatrenia a využitie ponaučení súkromných subjektov trhu z vlastnej iniciatívy.

3.3.2 Hlásenie guvernéra FEDu, 15. júl 2008 [10]

Situácia na realitných trhoch sa prejavuje pokračujúcim zhoršovaním. Kúpna sila na trhu s nehnuteľnosťami je slabá a celková ekonomická aktivita javí známky zhoršovania. Napriek spomenutej situácii inflácia zostala na štandardných hodnotách. Výbor FOMC naďalej uvoľňuje politiku aby bojoval proti týmto javom a programy poskytovania likvidity sú zavádzané hlbšie. Napriek snahe, problémy finančných trhov pretrvávajú, ceny domov klesajú a situácia pracovného trhu sa zhoršuje. Hypotekárna kríza poznačila finančné trhy, inštitúcie museli odpisovať nesplácané pohľadávky čo znížilo trhovú likviditu. Dokonca aj inštitúcie závislé na krátkodobom financovaní začali mať problémy pri prísnejších podmienkach požičiavania. Príkladom je veľká investičná banka The Bear Stearns Companies, Inc. ktorá sa ocitla na pokraji krachu z dôvodu odrezania od krátkodobého financovania.

FED robí špeciálne opatrenia na záchranu a regulovanú akvizíciu problémových inštitúcií. Medzi ďalšie zásahy z mandátu vykonávania monetárnej politiky patrí poskytovanie likvidity, menové swapy pre ECB a Švajčiarsku národnú banku. Spomínané kroky dopĺňovania likvidity a kvantitatívneho uvoľňovania sa preukázali ako dostatočne nápomocné, úverové spready sa zmenšili, dopyt po likvidite klesol a viacerým finančným inštitúciám sa podarilo nabrať nový kapitál. Napriek tomu sú trhy stále pod značným nepokojom na čo poukazuje napr. vyššia volatilita, ale aj obavy z finančného stavu vládou riadených inštitúcií (government-sponsored enterprises GSEs) ako napr. Fannie Mae a Freddie Mac (spoločnosti pôsobiace na hypotekárnom trhu zriadené vládou). Ekonomika ako celok stále napreduje v raste aj keď tlmenejším tempom. Stabilné finančné trhy sú však pre jej dlhodobé napredovanie potrebné. Nezamestnanosť mierne vzrástla na 5,5%, čo bolo spôsobené zhoršením v sektore s nehnuteľnosťami. Situácia spôsobila stagnáciu reálnych plátov a pád indexu spotrebiteľskej dôvery. Pre príjmy domácností boli zavedené fiškálne stimuly z dôvodu udržania spotreby a zabránenia poklesu agregovaného dopytu. Neistotu, aj keď v menšej miere, je cítiť v biznis sektore. Predikcie FOMC na roky 2008-2010 sú pod hodnotou dlhodobého trendu. Spôsobené je to hlavne situáciou s nehnuteľnosťami, vysokými cenami energií a zlými úverovými podmienkami. Inflácia zostáva vysoká, až na úrovni 3,5% a odhaduje sa ďalší rast. Problémom sú vysoké ceny ropy ale tiež pokles kurzu doláru, pričom tieto 2 aspekty trhu sa podľa historických dát vyznačujú vzájomnou koreláciou. Celkovo je ale vidieť nárast cien komodít, ktorý je aj

v budúcnosti hlavným rizikom. V dlhodobom horizonte tieto udalosti efekt nemajú môžu však byť dôvodom zvýšenia dlhodobých očakávaní ľudí o inflácii, čo by mohlo spôsobiť problém. Úlohou monetárnej politiky teda momentálne bude podrobne sledovať dianie trhu, infláciu aj rast, a v prípade potreby zamedziť rastu dlhohodobej inflácie. Na pôde ochrany spotrebiteľov bola implementovaná väčšia regulácia hypotekárneho trhu. Zákony sa budú snažiť nastoliť štandardy a zabrániť rizikovým pôžičkám. Medzi konkrétne opatrenia patria: dane a poistky zahrnuté v mesačných splátkach alebo zákaz postihovania predčasného splácania. Nasledujúcou prioritou pre FED v oblasti ochrany spotrebiteľa je netransparentný trh s kreditnými kartami.

3.3.3 Hlásenie guvernéra FEDu, 24. február 2009 [10]

Nezamestnanosť stúpla na úroveň 7.6% ako následok zhoršenia podmienok pracovného trhu. Predikcia pre tento rok je až na úrovni 8,5 - 8,75% čo je ale považované iba za krátkodobý výkyv a predpokladá sa následné zlepšenie v roku 2010. Pretrvávajú problémy na realitnom aj úverovom trhu čo spôsobilo pokles spotrebiteľskej dôvery, spotreby aj celkové zníženie svetového dopytu. Niektoré globálne makroekonomické ukazovatele sa prepadli do záporných čísel po prvý krát po viac ako 25 rokoch. Pokles je vidieť aj na HDP USA, výhľad zostáva negatívny, konkrétne hodnoty sú -0,5 - -1,25% a inflácia je blízko k 0%, aj keď stále mierne kladná. Globálny ekonomický prepád bol spôsobený kolapsom globálnych kreditných podmienok, čo malo vplyv na ceny všetkých aktív a spôsobilo pokles spotrebiteľskej aj firemnej dôvery.

Situácia nastala z dôvodu kolapsu hypotekárneho trhu s dopadom na ostatné oblasti. Najväčší prepád nastal začiatkom septembra z dôvodu uvalenia nútenej správy na spoločnosti Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) a bankrotu Lehman Brothers, jednej z najväčších bánk domáceho trhu. Následné oslabenie viacerých menších aj väčších inštitúcií na trhu spôsobilo ďalšie akvizície, prepád podielových fondov, ktoré boli dovtedy považované za bezrizikové, narušenie stability trhu pre krátkodobé financovanie a teda prepád medzibankového trhu. Krízová situácia prinútila Kongres prijať neštandardné opatrenie - Emergency Economic Stabilization Act. Tento akt stanovil úlohu Amerického ministerstva financií v spolupráci s FEDom skupovať rizikové defaultujúce aktíva (hypotékami kryté cenné papiere - mortgage-backed securities, MBS) od bánk, kupovanie akcií vybraných spoločností a nalievanie likvidity

späť do finančného sektora. Cieľom bolo zabezpečiť stabilitu 2 najväčších bánk: Citigroup a Bank of America. Situácia si ďalej vyžiadala výrazné znižovanie úroku (federálne prostriedky sa dostali na 0 – 0,25%) a uvoľňovanie monetárnej politiky s úlohou pomôcť financovaniu inštitúcií na trhoch a zabrániť prepadu úverov do reálnej ekonomiky. Je záujem obnoviť sekuritizáciu zavedením programu Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), aby mali banky dostatočnú možnosť financovania úverov. Poslednou oblasťou zásahov FEDu na finančných trhoch budú preventívne kontrolné opatrenia – riadenie rizík a záťažové (stres) testy bánk. V súčasnej situácii pri danom množstve zásahov je tiež veľmi dôležitá transparentnosť prijímaných opatrení, čo je jednou z hlavných priorít FEDu.

Ako záverečné zhodnotenie si Federálny rezervný systém kladie hlavnú úlohu použiť všetky dostupné nástroje na stimulovanie ekonomickej aktivity a zdravia finančných trhov. Následkom tohto postoja sú znížené úrokové miery takmer na nulu a poskytovaná likvidita do kľúčových sektorov. Spomenuté zásahy monetárnej politiky spolu s koordinovanou fiškálnou politikou by mali dôjsť k dobrému výsledku, obnoveniu rastu, zlepšeniu pracovného trhu spolu s nízkou infláciou.

3.3.4 Hlásenie guvernéra FEDu, 21. júl 2009 [10]

Ekonomická recesia sa ukazuje byť najväčšia od 30 rokov. Americká ekonomika klesla v 2 kvartáloch po sebe (Q4 2008 a Q1 2009). Pokles sa ale začal zmierňovať, dopyt a výroba preukázali znaky miernej stabilizácie. Pracovný trh však stále oslabuje a inflácia teda spomaľuje k hodnotám blízko 0. Výbor FOMC rozhodol pre stimulovanie ekonomiky aj naďalej nechať úroky na historických minimách 0 - 0,25%. Finančné trhy sa však stále prezentujú veľkou neistotou, niektoré dokonca zostávajú zatvorené. Vzniká úverová kríza pre domácnosti aj podniky, ktorá ale vrcholila začiatkom roka. Momentálne obdobie na trhoch sa vyznačuje miernym zlepšením, napr. úrokové spready na krátkodobom trhu sa začali zužovať, mierne opadla averzia k riziku, ceny akcií padli na svoje minimá v marci a začínajú opäť rásť. Úverový kanál javí známky správneho fungovania, znížené úroky spôsobili aj pokles výnosov na komerčných cenných papieroch. Nákup MBS a iných cenných papierov krytých aktívami spolu s implementáciou mechanizmu TALF na opätovnú podporu sekuritizácie tiež pomohli finančnému sektoru. FED v spolupráci s ďalšími orgánmi spustili Supervisory Capital Assessment Program (SCAP)- záťažový test na určenie potrebného množstva kapitálu na refinancovanie problémovnejších bánk. Zverejnenie reportu v máji

pomohlo obnoviť dôveru vo finančné inštitúcie a bankový systém. Akcia zasiahla 10 najväčších bánk a 9 z nich už začalo požičané prostriedky splácať späť. FOMC zverejnilo makroekonomické odhady na roky 2009-11 pričom pokles ekonomickej aktivity sa očakáva iba do konca 2009 a je predpoklad následného zlepšovania.

Monetárna politika z dôvodu veľmi slabých inflačných tlakov ma stále za cieľ podporovať ekonomickú aktivitu a obnovu. Používané nástroje a ich dopad je však ostro sledovaný, aby mohli byť v prípade hrozby budúcej inflácie hladko stiahnuté. FED teda má pripravenú „únikovú stratégiu“ pre súčasné opatrenia, príkladom je po novom možnosť poskytovať úrok na rezervy súkromných bánk v centrálnej banke. Zabezpečí sa tak držanie likvidity v bezrizikových rezervách a lepšia kontrola financií poskytnutých do reálnej ekonomiky. Medzi ďalšie použiteľné nástroje patria reverzné repá, ktoré majú kapacitu zdvihnúť aj dlhodobější úrok. Dôraz je stále kladený aj na kooperáciu fiškálnej a monetárnej politiky a v tomto kontexte je prichystaný balík stimulov. Na druhej strane sa Kongres musí sústrediť aj na udržateľnosť verejných financií, čomu ale nízke úrokové miery momentálne prospievajú.

Najdôležitejšími bodmi, na ktoré sa momentálne bude FED sústrediť, sú:

- Stabilita celkového finančného systému, vyvarovať sa systémovému riziku
- Vyššie štandardy na kapitál a likviditu podnikov, najmä systémovo dôležitých
- Rozšírenie a posilnenie dohľadu a regulácie
- Zlepšiť režim bankrotu aby nemal taký veľký dopad na finančný trh a ekonomiku
- Ochrana spotrebiteľov a investorov, uistiť sa aby kritické platby a platobný systém celkovo neniesol riziko finančných trhov, lepšie oddeliť investičné a tradičné bankovníctvo
- Koordinácia medzi krajinami
- Transparentnosť, pomôcť má aj rozšírenie audítorských kompetencií Government Accountability Office (GAO)

3.3.5 Hlásenie guvernéra FEDu, 24. február 2010 [10]

Napriek aktívnej stimulujúca fiškálnej aj monetárnej politike sú dopady krízy stále citeľné aj po 2 rokoch. Bol zaznamenaný rast ekonomiky v druhej polovici minulého roka. Veľká časť rastu však môže byť spôsobená likvidáciou zásob z dôvodu horších očakávaní. Na druhej strane je vidieť prvé náznaky zlepšenia pracovného trhu aj rast firemných investícií. Napr. počet trvalých pracovných pozícií v priemysle v januári

mierne stúpol. Nezamestnanosť sa však blíži k 10% a vznikajú obavy z dlhodobej nezamestnanosti. 40% nezamestnaných je bez práce viac ako 6 mesiacov, čo je dvojnásobok oproti minulému roku. Inflačné očakávania zostávajú veľmi nízko. Ceny energii pôsobili na infláciu pozitívne ale prepad cien ropy a slabý pracovný trh udržiavajú krátkodobé očakávania nízko. Dlhodobejšie očakávania zatiaľ zostávajú stabilnejšie. Finančné trhy javia známky stabilizácie, je vidieť nárast vydávania korporátnych dlhopisov aj akcií. Jediným slabším sektorom zostávajú reality a banky, resp. úverové podmienky pri hypotékach. Výbor FOMC pripravil projekcie na roky 2010-12 pričom zostali podobné tým z júna. Očakáva sa rast ekonomiky nad 3%, pokles nezamestnanosti na 6,5 - 7,5% do konca 2012 a inflácia na úrovni 1 - 2%.

Monetárna politika zostáva s nezmenenou úrokovou mierou 0 - 0,25% už od decembra 2008, pričom hlavne slabé inflačné tlaky a stabilné dlhodobé očakávania zaručujú jej zotrvanie na súčasnej hodnote. FED pokračuje v odkupovaní MBS v hodnote 1,25 bil. USD a 175 mld. dlhov problémových spoločností. Tempo odkupovania sa ukazuje dostatočné príp. môže začať klesať, aby bolo udržané hladké fungovanie trhov. Definitívne ukončenie nákupu týchto cenných papierov je plánované do marca tohto roku. Podmienky na trhu dovoľujú postupné sťahovanie programov poskytovania likvidity a normalizovanie používania diskontného okna. Maximálna splatnosť pôžičiek tohto nástroja, ktorá bola predĺžená až na 90 dní, sa plánuje vrátiť na klasickú hodnotu jedného dňa. Tiež by sa mal zväčšiť spread medzi diskontnou sadzbou a hodnotou federálnych prostriedkov (trhová úroková miera) z 25 na 50 bázických bodov. Cieľom týchto zásahov je opätovne podporiť samostatnosť finančných inštitúcií, nemali by však byť preložené ako zmena monetárnej politiky. Na upravenie podmienok trhov sa plánuje zaviesť termínovaný vkladový nástroj, ktorý by absorboval prebytočnú likviditu, bol by pod kontrolou FEDu ale nebol by považovaný za povinné rezervy. Pri všetkých zásahoch je kladený dôraz na ponechanie účinnej „únikovej stratégie“ v prípade potreby a hrozby inflácie.

Pri snahe o transparentnosť monetárnej politiky FED úzko spolupracuje s úradom GAO na pripravovanom reporte. Zmenami naďalej prechádza aj regulačný systém. Pri dohľade je snaha o zameranie sa na trhy ako celok. Dôležitá je kontrola veľkých inštitúcií, ktoré môžu svojim kolapsom ohroziť celý systém. Významnými krokmi prispieva aj Supervisory Capital Assessment Program – prebiehajú záťažové (stres) testy, identifikuje sa možné riziko a finančné inštitúcie sú vzájomne

porovnávané. Následná analýza poukázala na možné problémy súčasného nastavenia kooperácie FEDu s bankami a holdingovými spoločnosťami. Potrebne sú kroky ako lepšie nastavenie diskontného okna alebo systém posúvania informácií medzi subjektmi na trhu.

3.3.6 Hlásenie guvernéra FEDu, 21. júl 2010 [10]

Ekonomický rast napredoval miernym tempom podporovaný uvoľnenou fiškálnou aj monetárnou politikou. Spotreba tiež začala rásť a zlepšenie očakávaní je vidieť aj na náraste dlhodobějších investícií. Realitný trh ale stále zostáva slabý a situácia pracovného trhu stále nie je dobrá. Rastie aj dlhodobá nezamestnanosť a v budúcnosti sa môže prejavovať problém s hystereziou. Investície firiem začínajú mierne rásť, čo naznačuje vývoj v prvej polovici roku 2010. Obchodná bilancia javí známky zlepšenia v prospech USA. Inflačné tlaky stále zostávajú nízko, hlavne z dôvodu slabšieho pracovného trhu. V stále relatívne zlej situácii zostáva úverový trh, pretože miera pôžičiek naďalej stagnuje až klesá. FED by potreboval zapôsobiť hlavne na poli poskytovania pôžičiek malým a stredným firmám, z tohto dôvodu bude prebiehať prieskum trhu. Výbor FOMC očakáva do budúcnosti mierny rast, pokles nezamestnanosti a slabú infláciu, predpoveď na roky 2010-12 zostávajú rovnaké. Súčasné obavy vznikajú najmä z vývoja situácie v Európe. Do problémov s udržateľnosťou verejných financií sa dostáva Grécko, ale aj iné krajiny Eurozóny. S účelom uvoľnenia podmienok z globálneho hľadiska bol znova zavedený FED-ECB menový swap.

Na poli monetárnej politiky boli postupne zrušené všetky neštandardné úverové nástroje a zostal jedine dolárový swap s veľkými centrálnymi bankami. Board neočakáva aby FED vyčíslil zisk resp. stratu z týchto záchranných úverov. Monetárna politika v oblasti úrokových mier však naďalej zostáva expanzívna a ďalšie uvoľňovanie spôsobuje aj nákup vládnych dlhopisov, dlhov súkromných spoločností a MBS. Tieto nákupy pomohli zlepšiť situáciu tlakom na znižovanie dlhodobej úrokovej miery. Na druhej strane portfólio FEDu vzrástlo oproti predkrízovému obdobiu z 800 mld. na 2 bilióny USD, jeho zloženie sa zmenilo z vládnych dlhopisov na takmer 2/3 súkromných cenných papierov a priemerná maturita sa takmer zdvojnásobila na 7 rokov. FED má záujem cenné papiere v portfóliu držať až do maturity, pričom štátne dlhopisy bude priebežne nahrádzať krátkodobějšími a dlhových papierov federálnych spoločností sa bude týmto spôsobom zbavovať úplne. Objavujú sa aj názory, že cenné

papiere federálnych spoločností je potrebné odpredať. Rozsah týchto aktív v portfóliu Rezervného systému je ale veľký, čo by mohlo spôsobiť výkyvy na trhu, a preto k tomuto kroku je potrebné pristupovať opatrne. Ostatné aspekty monetárnej politiky zostávajú nezmenené, primárnym cieľom zostáva momentálne ekonomický rast a hrozba budúcej inflácie bude ostro sledovaná. Reforma finančného systému s cieľom vyhnúť sa budúcim krízam pokračuje. Hlavným cieľom je posilnenie dohľadu nad inštitúciami, aby sa vyhlo štrukturálnemu resp. systémovému riziku. Dôležité je posilňovanie dohľadu najmä nad nadnárodnými holdingovými spoločnosťami bánk, posilňovanie nástrojov na monitorovanie finančného trhu. Výbor FOMC pripravuje analýzu potenciálnych rizík. Tiež zostáva veľa práce najmä v implementácii ale aj dokončení legislatívnych zmien.

3.3.7 Hlásenie guvernéra FEDu, 1. marec 2011 [10]

Ekonomika zaznamenáva rast už 4 kvartály po sebe a dosiahla svoj vrchol z predkrízového obdobia. Značí to dobré výsledky expanzívnej fiškálnej aj monetárnej politiky, podpora produkcie aj zo strany obnovy vyčerpaných inventárov firemného sektora, známky vyššej spotreby ale aj zlepšujúce sa úverové podmienky. Očakávaný rast HDP je 3,5 - 4% v 2011. Pracovný trh zostáva ale stále poznačený, za rok 2010 sa vytvoril len 1 milión pracovných miest pričom v predchádzajúcom období zaniklo 8,75 milióna. Zamestnanosť však ďalej javí známky rastu, predpoveď je 7,5 - 8% do konca roku 2012. PCE index na meranie inflácie sa držal na úrovni 1,2% čo znamená mierny pokles ale stále dostatočnú stabilitu. Odhad inflácie zostáva blízko tejto hodnoty, na 1,25 - 1,75% pre tento rok.

Monetárna politika momentálne mieri výhradne na pracovný trh z dôvodu, že miera rastu pracovného trhu spomalila. Súčasnú pomalú tempo rastu by mohlo spôsobiť problémy a príliš nízka inflácia zároveň vyvoláva u investorov obavu z možnej deflácie. Podmienky by si žiadali znížiť úrokové miery, problémom je však likvidná pasca a krátkodobé úroky na najnižšej možnej miere (0 - 0,25%). Najvhodnejšou možnosťou zostáva reinvestovať splatenú istinu z portfólia centrálnej banky do kupovania dlhodobějších cenných papierov a tým zo strany dopytu zatlačiť na pokles dlhodobých úrokových mier. Konkrétny rozsah bude v hodnote \$600 miliárd USD investovaných do vládnych dlhopisov. V danej situácii vznikajú mierne obavy z fungovania transmisného mechanizmu monetárnej politiky pri spomenutých opatreniach. Výbor FOMC prirovnáva skupovanie aktív k znižovaniu úrokových mier. Skupovanie CP znižuje

očakávaní na budúce úrokové miery, následne zvyšuje ceny cenných papierov a teda znižuje súčasné dlhodobé úrokové miery. Indikátory poukazujú, že kroky by mali byť úspešné, napr. ceny akcií začali rásť, volatilita klesla, výnosy korporátnych dlhopisov sa znižujú atď. Pri implementácii všetkých opatrení si FED stále necháva „únikovú stratégiu“ v prípade hrozby rastu inflácie. Medzi najhlavnejšími prioritami Rezervného systému naďalej zostáva transparentnosť pri všetkých prijímaných opatreniach, ich pravidelné zverejňovanie a takisto možnosť nahliadať do súvah jednotlivých bánk alebo nástrojov.

3.3.8 Hlásenie guvernéra FEDu, 13. júl 2011 [10]

Rast HDP nenaplní očakávaní, medzikvartálne stúpol len o 2%. Situácia pracovného trhu sa znova zhoršila a nezamestnanosť stúpla na 9%. Problémy rastu môžu byť spôsobené aj nárastom cien ropy a energií spolu so slabšou spotrebiteľskou kúpnu silou. Zohľadniť treba aj zahraničný obchod postihnutý zemetrasením v Japonsku, čím zdražil celkový import. Problémy má najmä automobilový priemysel. Predikcie výboru FOMC sú však optimistické, aj keď nižšie ako v apríli. Očakáva sa rast HDP 2,7 - 2,9% pre rok 2011 a 3,3 - 3,7% pre 2012. Riziká sú najmä z dôvodov zlých realitných a úverových trhov, ale aj úsporných opatrení fiškálnej politiky. Na pracovných trhoch zostáva veľké riziko dlhohodobej nezamestnanosti, veľa zamestnaných pracuje takisto iba na čiastočný úväzok, čo spôsobuje obavy z erózie pracovných schopností a poklesu potenciálu ekonomiky ako celku. Index PCE stúpol počas prvých 5 mesiacov roku na úroveň 4% čo je považované za krátkodobý výkyv spôsobený vyššími cenami ropy, palív, energií a automobilov. Index by mal ale ešte v priebehu roku klesnúť na priemernú úroveň 2,3 - 2,5% a v nasledujúcich rokoch pokračovať v poklese.

Monetárna politika zostáva veľmi uvoľnená, napriek tomu je ekonomicky rast slabý. Úrokové mieru sú nezmenené, takmer na 0%. Druhým komponentom uvoľnenej politiky zostáva nakupovanie dlhohodobejších aktív, hlavne vládnych dlhopisov. Dopyt po týchto cenných papieroch pôsobí na zníženie dlhohodobejších výnosov a tiež ich malý objem na trhu donúti investorov investovať do aktív ako sú MBS alebo korporátne dlhopisy, čo ešte viac stimuluje ekonomiku. Odhady ukazujú, že tieto operácie znížili dlhodobý úrok o 10 - 30 bázických bodov. Rovnaký pokles dlhodobých úrokových mier by si podľa historických skúseností vyžiadal zníženie federálnych prostriedkov o 40 - 120 bázických bodov. V júni bol dokončený plán nákupu dlhodobých vládnych

dlhopisov v stanovenom objeme 600 mld. USD. Napriek zastaveniu nákupu týchto cenných papierov bude tlak na pokles úrokových mier pokračovať držaním tohto portfólia. Ak by si to makroekonomická situácia vyžiadala, FED bude schopný tieto dlhopisy vrátiť na trh a tým úroky opätovne zvýšiť. Dovtedy však bude portfólio v držaní centrálnej banky a kupóny budú reemitované ministerstvu (US Treasury). Cieľom opatrení je vyhnúť sa obavám z deflácie, podporiť rast a zvýšiť zamestnanosť. Z vymenovaných úloh zatiaľ zamestnanosť zostáva relatívne vysoko, postoj monetárnej politiky sa ale ukazuje ako vhodný. V prípade potreby väčšieho uvoľnenia monetárnej politiky má FED možnosť ďalej odkupovať dlhopisy z trhu, zvýšiť maturitu svojho portfólia a tiež znížiť úrok poskytovaný na rezervy o 25 bázických bodov. Tieto nástroje sú ale riskantné a využijú sa iba keď to bude nevyhnutné. V prípade potreby utiahnutia monetárnej politiky je prichystaná viac krát spomínaná „úniková stratégia“, ktorá by momentálne spočívala v zrušení reinvestovania istinových splátok do nových cenných papierov, zavedení operácií na zníženie bankových rezerv, zdvihnutí úroku a odpredaní časti portfólia.

3.3.9 Hlásenie guvernéra FEDu, 29. február 2012 [10]

Ekonomická aktivita zostáva stále mierna aj keď sa ku koncu roku 2011 zlepšila. Je vidieť tvorbu nových pracovných miest naprieč všetkými sektormi. Nezamestnanosť sa ale drží na relatívne vysokej úrovni 8,3% a problémy s dlhodobou nezamestnanosťou a pozíciami na polovičný úväzok zostávajú. Spotreba domácností rástla, čomu pomohlo aj uvoľnenie automobilového trhu. Reality sú s cenami na historických minimách a nízke úrokové miery pomáhajú financovaniu. Napriek tomu negatívne očakávania spôsobujú zdržanlivosť spotrebiteľov. Firemné investície na software a vybavenie rastú. Export zostáva slabý najmä z dôvodu recesie v Eurozóne. Projekcie výboru FOMC sú očakávané mierne vyššie ako v druhej polovici 2011, čo je pozitívny jav. Rizikom ale zostáva napätie v Európe.

Na poli monetárnej politiky teda boli obnovené menové swapy s inými centrálnymi bankami. Slabý rast, pretrvávajúce riziká a mierna inflácia sú dôvodom ďalšieho uvoľnenia monetárnej politiky plánovaným prispôbením štruktúry portfólia FEDu čo sa týka priemernej maturity (maturity extension program) ale aj typom nakupovaných cenných papierov (nákup MBS namiesto plánovaného nákupu vládnych dlhopisov). Federálne prostriedky sú ponechané na úrovni 0 - 0,25% a pre potvrdenie očakávaní je deklarované, že na tejto úrovni federálne prostriedky zostanú minimálne

do roku 2014. Výbor FOMC stále kladie dôraz na transparentnosť a prijíma spomenuté opatrenia s ohľadom na cenovú stabilitu a zamestnanosť. Tieto 2 primárne ciele sú väčšinou komplementárne, ale v súčasnej situácii sa vyskytujú náznaky ich protichodnosti. V kritickejšej situácii bude volená monetárna politika vybalansovane na čiastočné dosahovanie oboch cieľov.

3.3.10 Hlásenie guvernéra FEDu, 17. júl 2012 [10]

Ekonomický rast spomaľuje, rast HDP spadol z 2,5% v druhej polovici 2011 na 2% v prvej polovici 2012 a stále klesá. Pozitívnym javom na trhu práce je tvorba nových pracovných miest. Rast má ale tiež klesajúcu tendenciu. Súčasná nezamestnanosť je na úrovni 8% a spotreba domácnosti mierne rástla, spotrebiteľská dôvera však zostáva nízko. Kapitálové investície zaznamenali pokles a indikátory budúcich investícií sú tiež slabé. Trh s úvermi takisto nie je v dobrej kondícii. Zhoršenie mnohých ukazovateľov malo vplyv aj na predikcie FOMC. Napriek voľnej monetárnej politike sa ekonomický rast očakáva iba mierny. Medzi ďalšie prekážky rastu patrí aj utlm fiškálnej politiky a fiškálne neistoty. Najväčšie súčasné riziká výhľadu sú:

- európska fiškálna a banková kríza a stála neistota ohľadom situácie v Grécku, v Španielskom bankovom sektore a ostatných krajinách
- fiškálne problémy americkej vlády, nakoľko verejné financie sú na neudržateľnej ceste

Monetárna politika v danej situácii zostáva nezmenená. Realizuje sa maturity extension program (MEP) a kvantitatívne uvoľňovanie ďalšími nákupmi cenných papierov na voľnom trhu. Úrokové miery je plánované ponechať bez zmeny až do roku 2014.

3.3.11 Hlásenie guvernéra FEDu, 26. február 2013 [10]

Rast ekonomiky a HDP zostáva mierny a nerovnomerný. Relatívne stabilné hodnoty boli v Q3 oproti takmer nulovým v Q4. Jav môže byť spôsobený aj sezónnymi výkyvmi a počasím (hurikán). Znamky zlepšenia je vidieť pre začiatok roku 2013. Situácia pracovného trhu zostala bez zmeny s miernym rastom a nezamestnanosťou 7,9%. Inflácia zostáva stabilná, utlmená s pevne ukotvenými očakávaniami. Monetárna politika si kvôli vysokej nezamestnanosti so stabilnou infláciou stále žiada nízke úroky. K akciám FEDu ešte patrí tzv. „forward guidance“ - prezentovaním svojich dlhodobějších očakávaní o smerovaní monetárnej politiky sú regulované očakávania trhu a verejnosti. Takisto pokračujú operácie na voľnom trhu a kvantitatívne

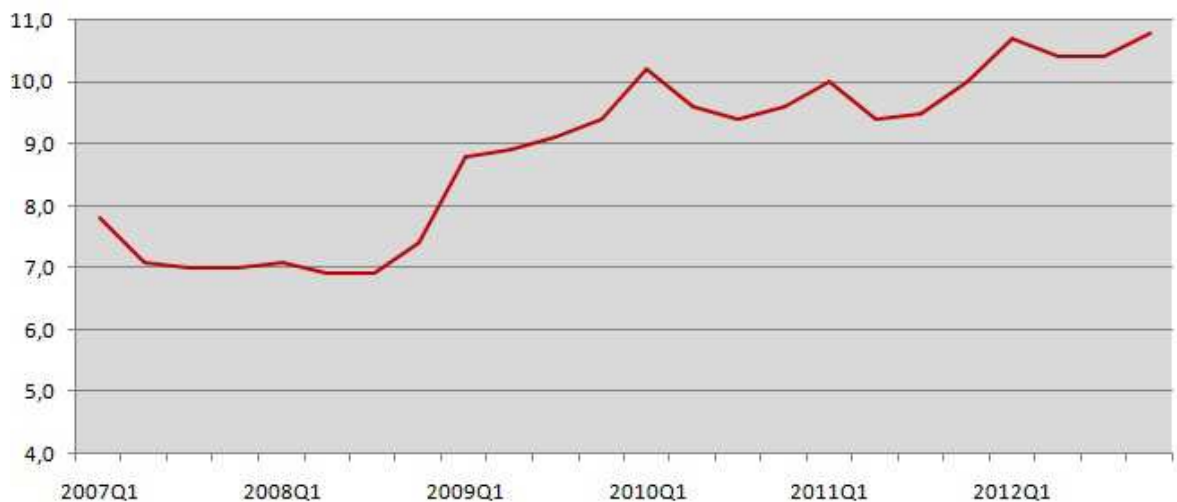
uvoľňovanie podobným spôsobom ako doteraz. Tieto operácie budú pokračovať až kým nebude pracovný trh javiť známky zlepšovania. Rizikom na trhu sa začína ukazovať nízky úrok, ktorý môže spôsobiť finančnú nestabilitu. Túžba po vysokých ziskoch by v súčasnej situácii mohla spôsobiť zbytočné riskovanie niektorých investorov. Na druhej strane môže byť chuť riskovať dobrým znakom pre trhy, môže byť stimulujúca a môže vyvolať záujem investovania do dlhodobejších aktív. V ekonomike je vidieť aj obavy z fiškálnej politiky, ktorú je potrebné dostať na dlhodobo udržateľnú cestu. Congressional Budget Office (CBO) indikuje záujem znížiť deficit verejných financií zo súčasných 7% na 2,5% do roku 2015. CBO odhaduje spomalenie rastu HDP o 1,5% pri v súčasnosti zavedených nových opatreniach a celkový dlh v horizonte 10 rokov na priemernej úrovni okolo 75% HDP. Prijaté zásahy by mali pomôcť obnoviť dôveru a udržateľnosť verejných financií v dlhodobom horizonte.

4 Porovnanie postupov a zhodnotenie rozdielov centrálnych bánk

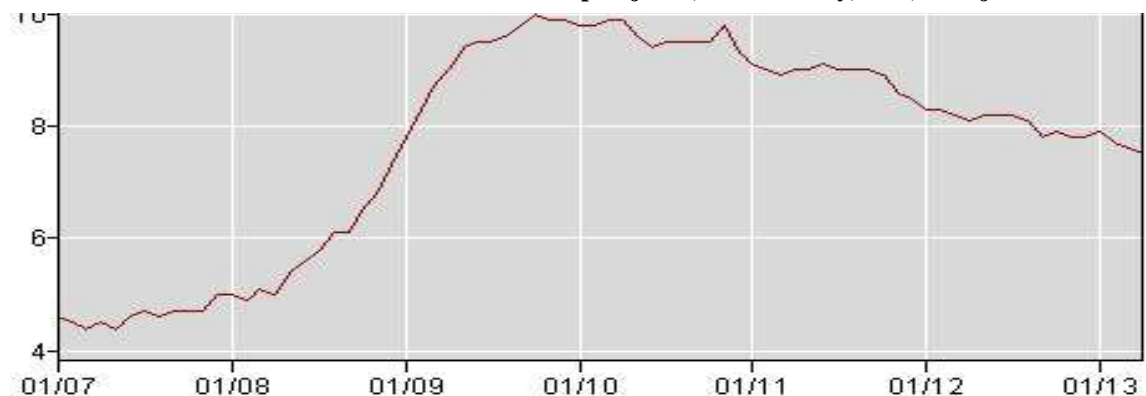
Monetárna politika oboch centrálnych bánk priamo závisí od ich mandátu udeleného vládou. Pre **Európsku centrálnu banku** je primárnym cieľom udržiavanie pevnej cenovej hladiny a miernej inflácie. Taktiež je s týmto cieľom spojená regulácia finančných trhov a bankového sektora. Hospodárska prosperita a rast je až druhoradou úlohou. Taktiež je v akciách a vyjadreniach ECB cítiť sústredenie sa na strednodobý až dlhodobý horizont. Podľa [14] toto je prvá z dvoch hlavných možností, ktorými sa monetárna politika môže uberať. Má relatívne pevné mantinely a pozerá sa dopredu 4-6 kvartálov. Ak vývoj trhu mierne vybočí, centrálna banka nemusí reagovať, lebo v dlhodobom horizonte mierny výkyv podobného typu nič neznamená. Táto politika je v základe transparentnejšia, lebo je ľahšie predpovedateľná. Najlepšie ju vystihuje staré príslovie „Je možné doviest' koňa k vode ale nedá sa prinútiť aby sa napil“, ktoré je v súvislosti s ECB často spomínané. Prístup cítiť aj pri intervenciách na voľnom trhu, ktoré sú o poznanie pasívnejšie a dávajú voľnejšiu ruku bankám.

Ako sme spomínali v kapitole 3.1, primárna úloha **Federálneho rezervného systému** je udržiavať ekonomický rast, plnú zamestnanosť a stabilnú cenovú úroveň, pričom sú priority úloh vzájomne porovnateľné. Tento fakt demonštroval aj sám guvernér Federálneho rezervného systému, Ben Bernanke, vo februári 2012 [10], keď vyhlásil snahu súčasného dosahovania ekonomického rastu a pevnej cenovej hladiny, napriek tomu, že sa tieto dva ciele javili ako čiastočne protichodné. Snaha sústrediť sa na udržateľný ekonomický rast je podľa [14] druhou z hlavných možností ktorými sa môže monetárna politika uberať. Ak sme si dostatočne istí, že prípadná zmena úrokových mier neohrozí cenovú stabilitu, tak si môžeme dovoliť úroky znížiť a tým znížiť finančné náklady pre ekonomické subjekty. K tomuto kroku centrálna banka pristupuje aj keď si je vedomá, že za pár mesiacov bude musieť úrokové miery opätovne zdvihnúť. Toto je dôvodom veľmi aktívnej monetárnej politiky FEDu. Konkrétnym príkladom je tiež fakt, že FED úrokové miery znížil d'aleko skôr ako ECB (a to napriek zohľadneniu, že hospodárske problémy v USA začali skôr). Príčinou takéhoto jednanja ale je aj transmisný mechanizmus. Finančné trhy v USA sú vo všeobecnosti flexibilnejšie a väčšiu úlohu zohrávajú akciové trhy.

Za príčinu rozdielnych postojov možno považovať aj rozdielny historický vývoj. V USA dlhodobo prevládajú väčšie obavy z recesie, preto je väčší záujem sa sústrediť na ekonomický rast. Naproti tomu v Európe, hlavne v Nemecku, prevládajú skôr obavy z nárastu inflácie. Veľkú mieru flexibility je vidieť aj v dátach o nezamestnanosti. Pri porovnaní obrázkov 3 a 4 sa ukazuje o niečo rýchlejšia reakcia amerického pracovného trhu v čase nástupu krízy koncom roku 2008 ale tiež aj mierny postupný pokles nezamestnanosti amerického oproti stagnácii európskeho pracovného trhu pri relatívne porovnateľných podmienkach nasledujúcich rokov.



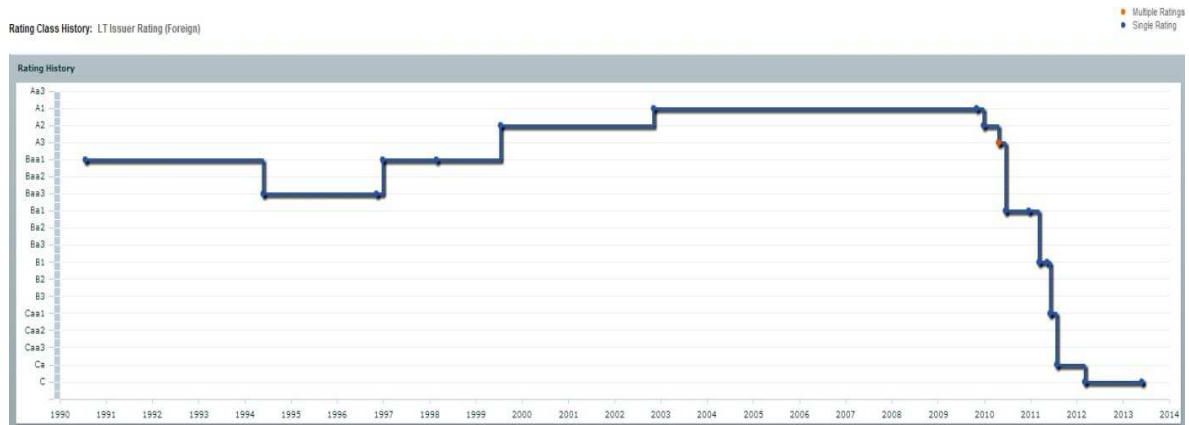
Obrázok 3 Nezamestnanosť v Európskej únii, krízové roky, v %, Zdroj: [18]



Obrázok 4 Nezamestnanosť v USA, krízové roky, v %, Zdroj: [2]

Rozdielnosť politík ale nie je vidieť iba na ich prístupe. Nevhodné nastavenie kompetencií v Európskej menovej únii ešte začiatkom roku 2008 sa ukázalo ako vážny problém nasledujúcich rokov. Nejednotnosť fiškálnej politiky Eurozóny sa ukazovala ako najväčší problém a dôvod celkovej nestability. Jediným prvkom spoločnej fiškálnej politiky bol Pakt stability a rastu a jeho základné body (úroveň deficitu, pomeru dlhu, atď.). V krízových rokoch 2008-2009 sa však pakt javil iba ako odporúčací nástroj a členské krajiny k ničomu nezaväzoval. Situácia si teda vyžiadala jeho reformovanie,

ktoré vstúpilo do platnosti až v roku 2011. ECB mala v tomto období pri koordinácii s fiškálnou politikou problémy a jej hlavným nástrojom dlho bolo iba vydávanie odporúčaní členským krajinám. Príkladom boli náznaky neudržateľnosti verejných financií Grécka už koncom roka 2009, na ktoré ECB reagovala iba formou oficiálnych návrhov a vyjadrením postoja. To, že tieto akcie efekt nemali, je vidieť aj na príklade úverového hodnotenia Grécka v predmetných rokoch (obrázok 5) a následných



Obrázok 5 Úverový rating Grécka pre dlhodobé cenné papiere, Agentúra Moody's, Zdroj: [17] komplikáciách pre celý trh. V prípade väčších kompetencií ECB alebo iného inštitútu Európskej únie by existovala možnosť vyhnúť sa situácii začiatkom roku 2010, keď nárast nedôvery vo verejné financie Grécka, Írska a ďalších problémových krajín spôsobil turbulencie na finančných trhoch ako celku.

Taktiež protichodné politické tlaky a názory na vedenie monetárnej politiky spôsobili viacero problémov. Zatiaľ čo FED zaviedol priame intervencie na finančných trhoch nákupom rôznych aktív už v roku 2008 (je otázne použitie slova „zaviedol“ pretože monetárna politika FEDu už v minulosti používala priame zásahy na voľnom trhu, aj keď v menšej miere), ECB sa k podobnému kroku odhodlala až v druhej polovici roku 2010 programom SMP a aj to v menšom rozsahu a pri obmedzenejších podmienkach. Nákup problémovnejších, menej likvidných dlhopisov tiež používala ako nástroj na vyžadovanie zodpovednejšej fiškálnej politiky od problémových krajín, čo FED pri týchto zásahoch riešiť nemusel. Federálny rezervný systém mal viac priestoru sústrediť sa na koordináciu s fiškálnou politikou. Stimuly boli zavádzané o poznanie rýchlejšie. FED si tiež svojou dlhodobou budovanou pozíciou na trhoch zachováva dôveru aj pri riskantnejších zásahoch. Spomenutý nákup vládných dlhopisov a MBS, a teda masívne kvantitatívne uvoľňovanie absolútne nezmenilo očakávania súkromného sektora o inflácii. Zaujímavým a zároveň veľmi transparentným je fakt, že FED monetizáciu dlhu otvorene priznal a dokonca spomenul, že zisky z držaného portfólia

vládných dlhopisov sú reemitované ministerstvu financií. Celková transparentnosť a zrozumiteľnosť monetárnej politiky širšej odbornej verejnosti sa javí ako jedna z hlavných priorít americkej centrálnej banky. Spôsob zverejňovania dát a používaný štýl komunikácie sa odvíja veľkou dôverou. Európska centrálna banka sa v tejto oblasti vyznačuje viacerými nedostatkami. Zverejňované správy sú menej prehľadné, zavedené programy podliehajú zložitým predpisom a nie sú zrozumiteľné. Prvým príkladom je zavedenie SMP (Securities Markets Programme) programu na nákup dlhopisov v roku 2010. Program bol rozšírený miernymi zmenami v septembri 2012, bol mu ale daný nový názov Outright Monetary Transactions čo hodnotíme veľmi netransparentne. Táto zmena dokonca bola širšou verejnosťou a médiami dokonca chápaná ako zásadný krok nákupu dlhopisov napriek tomu, že v tom čase ECB už vo svojom portfóliu mala dlhopisy problémových krajín nakúpené pri predchádzajúcich trhových nepokojoch v rokoch 2010-11. Druhým príkladom zase je fakt, že vo vyjadreniach prezidenta ECB sú len zriedkavo spomínané súvislosti a reálne udalosti na trhoch ako krach Lehman Brothers alebo zníženie úverového ratingu Grécka. Tento postoj sa tiež javí netransparentným dojmom, dokonca môže vyznieť až alibisticky.

Celkovo sa ale monetárne politiky nedajú rozdeliť na dobré a zlé. Viaceré aspekty politiky ECB nevyznievajú, najmä v krízových rokoch pozitívne. Dlhodobomôže európske hospodárstvo doplatiť na jav hysterézie, na druhej strane sa môže politika ukázať ako stabilnejšia. Pre porovnanie, postoj FEDu je viac stimulujúci pre aktuálne ekonomické dianie, čo môže pomôcť udržať rast aj v budúcnosti. Objavujú sa ale názory, že kvantitatívne uvoľňovanie zo sebou prinesie rast bublín na finančných trhoch a s tým spojené riziká. Ako najväčšie dopady krízy na obe centrálny banky, by sme zdôraznili väčšiu mieru sledovania systémového rizika a tiež konvergenciu k fiškálnej spolupráci v EÚ.

Záver

Jedným z hlavných cieľov práce bolo popísať úlohu centrálnej banky v trhovej ekonomike. Zhodnotiť jej kompetencie a úlohy, ktoré má plniť. Tejto problematike sme sa venovali teoreticky v prvej kapitole, kde sme si opísali základný koncept fungovania centrálnych bánk, ktorý bol vybudovaný časom a bola historicky potvrdená jeho funkčnosť. Vychádzali sme najmä z [14]. Išlo nám hlavne o podrobnejšie opísanie monetárnej politiky vo vzťahu so stabilitou národnej meny. V tejto súvislosti boli spomenuté aj možnosti a dopady jej uťahovania(reštrikcie) alebo uvoľňovania (expanzie). Opísané boli 3 na seba naväzujúce ciele; operačný, sprostredkujúci a konečný; ktoré definujú spôsob akým je monetárna politika vedená. Ich najväčší význam je v odôvodnení krokov a opatrení ktoré sú v rámci monetárnej politiky prijímané, ich presné definovanie a komunikovanie verejnosti má teda značný dopad na transparentnosť. Pri opisovaní operačného cieľa, ako každodenných úloh centrálnej banky na finančných trhoch, sme využili viaceré fakty a kauzálne súvislosti známe z finančnej matematiky a podrobnejšie opísane v [16]. Na druhej strane pri vysvetľovaní významu vyšších cieľov ako sprostredkujúci a konečný sme používali makroekonomické teoretické základy podľa [3] a [1]. Vzťah medzi jednotlivými cieľmi sme opísali transmisným mechanizmom, ktorý na jednej strane vyznieva ako teoretický koncept príčin a následkov, na druhej strane sa však v neskorších kapitolách a podľa reálnych dát ukázal ako veľmi dôležitý a funkčný koncept fungovania monetárnej politiky. Prvá kapitola práce teda celkovo prináša ozrejmienie fungovania monetárnej politiky v kontexte súčasnej situácie.

Na túto časť naväzujú kapitoly 2 a 3 ktoré sa venujú konkrétnym bankám (ECB a FED). Obe kapitoly majú približne rovnaké členenie a opisujú historický vývoj, udalosti, zákony, medzinárodné zmluvy a postoje odbornej verejnosti, ktoré ovplyvňovali formovanie konkrétnej centrálnej banky a jej úlohy v predmetnej krajine. Tiež opisujú štruktúru a orgány konkrétnej banky a jej model fungovania. Veľká časť poznatkov bola čerpaná z [14] ale dopĺňaná aktuálnymi informáciami zo stránok centrálnych bánk [6], [8], [10] a [11]

Doteraz spomenuté pasáže ale majú spoločnú črtu, že opisujú centrálnu bankovníctvo staticky, jeho štruktúru a teoretické fungovanie. Aby sme naplnili cieľ práce kompletne a čitateľ lepšie pochopil úlohu národnej banky v hospodárstve,

venovali sme veľa priestoru práve sledovaním vykonávania monetárnej politiky v rokoch 2008-2012.

Pri Európskej centrálnej banke sme prešli relatívne pokojným obdobím začiatkom roku 2008 a následnými finančnými nepokojmi ku koncu tohto roku a počas roku 2009. Tieto nepokoje boli spôsobené dianím na amerických trhoch, do Európy teda zasiahli o niečo pomalšie, ale o to vážnejšie. Recesia odštartovaná týmto obdobím si vyžiadala veľké vládne zásahy a zavádzanie rôznych fiškálnych stimulov. Nárast výdavkov a pokles príjmov bol záťažou pre verejný dlh všetkých krajín, najviac naňho ale doplatili krajiny, ktoré mali úroveň dlhu k HDP vysokú aj pred krízou ako Grécko s Talianskom alebo mali verejné financie inak náchylné na výkyvy v ekonomickej aktivite, ako sú Írsko či Španielsko. Problémy krajín znásobovalo aj nevhodné nastavenie menovej únie pred krízou. Jednotná monetárna politika pri rozdielnych fiškálnych sa ukázala ako veľmi nestabilný jav. V tejto oblasti sme venovali priestor popisu súvislostí fiškálnej a monetárnej politiky v ekonomike a ich ovplyvňovaniu.

Čo sa týka Federálneho rezervného systému situácia bola mierne odlišná. Problémy hypotekárnych trhov boli známe už pre rok 2008. Oficiálny začiatok krízy, za ktorý môžeme označiť september 2008 nepredstavoval až taký zásadný rozdiel vo vedení monetárnej politiky. Bola uvoľňovaná postupne už pred týmto dátumom. Rozdiel nastal, keď boli úrokové miery na 0% a situácia si vyžiadala iný spôsob expanzie. FED, začal zavádzať v čím ďalej väčšej miere kvantitatívne uvoľňovanie. Práve dôvody prechodu orientácie monetárnej politiky sú zachytené v 3. kapitole.

V daných častiach sme sa sústredili na dynamiku a prijímané zmeny v čase ako reakcie na dianie na svetových ale aj domácich trhoch. Postupovali sme teda chronologicky spracovávaním verejných vyjadrení guvernérov centrálnych bánk ako sú [6] a [10] vždy k aktuálnemu dátumu. Dostali sme sa relatívne hlboko do diania na finančných trhoch a problematiky vzniku finančnej krízy a recesie. Pri opisovaní vývoja z pohľadu ECB aj z pohľadu FEDu sme kládli dôraz najmä na objektívnosť, aby čitateľ čo najlepšie porozumel reálnemu ekonomickému daniu z pozície centrálnej banky.

V poslednej kapitole sme hodnotili ECB a FED navzájom, sústredili sme sa na rozdiely vo vedení monetárnej politiky. Spoločné prvky a hlavné nedostatky oboch nastavených systémov. Ide o analytickú časť práce s vyjadrením vlastného postoja autora k problematike. Zdôraznili sme subjektívne najvýznamnejšie fakty odpozorované v oficiálnych vyjadreniach ako napr. kvantitatívne uvoľňovanie zo strany FEDu,

zavedenie odkupovania dlhopisov špeciálnym programom ECB alebo pôsobenie ECB v oblasti zavádzania fiškálnej únie.

Zoznam použitej literatúry

- [1] Bod'a, J.: Makroekonómia, prednášky, FMFI UK, Bratislava, 2013
- [2] Bureau of Labor Statistics: Labor Force Statistics from the Current Population Survey, dostupné na internete (22.5.2013):
<http://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>
- [3] Carlin, W., Soskice, D.: Macroeconomics, Imperfections, Institutions & Policies. Oxford University Press, New York, 2006
- [4] Europa, Summaries of EU legislation: Introducing the Euro, convergence criteria, , dostupné na internete (22.5.2013):
http://europa.eu/legislation_summaries/other/125014_en.htm
- [5] European Central Bank, The (ECB), Hospodárska a menová únia (HMÚ): Etapy hospodárskej a menovej únie (HMÚ), dostupné na internete (22.5.2013):
<http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.sk.html>
- [6] European Central Bank, The (ECB), Speeches & Interviews: Quarterly Hearings before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, M. Draghi (J.-C. Trichet), President of the ECB, dostupné na internete (22.5.2013): <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/index.en.html>
- [7] European Central Bank, The (ECB), Speeches & Interviews: Technical features of Outright Monetary Transactions, 6 September 2012, dostupné na internete (22.5.2013): http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- [8] European Central Bank, The (ECB), Responsibilities of The Governing Council, dostupné na internete (22.5.2013):
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html>
- [9] European Central Bank, The (ECB), Úradný vestník: Oznam 2008/C 115/01, Konsolidované znenie Zmluvy o Európskej únii a Zmluvy o fungovaní Európskej únie, dostupné na internete (22.5.2013):
http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115skc_002.pdf)
- [10] Federal Reserve System, The (Fed): Semiannual Monetary Policy Reports to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Ben S. Bernanke, Chairman of the Fed, dostupné na internete (25.5.2013):
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm
- [11] Federal Reserve System, The (Fed): Mission of The Federal Reserve System, dostupné na internete (25.5.2013):
<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>
- [12] FinWeb, hnonline.sk: S&P môže pykať za pád Lehman Brothers, dostupné na internete (22.5.2013): <http://finweb.hnonline.sk/c1-59146750-s-p-moze-pykat-za-pad-lehman-brothers>
- [13] Investopedia: Definition of 'Yield Curve', dostupné na internete (25.5.2013):
<http://www.investopedia.com/terms/y/yieldcurve.asp>
- [14] Jílek, J.: Peníze a měnová politika. GRADA, Praha, 2004
- [15] Lehman Brothers Holdings Inc.: Press Release, September 15, 2008, dostupné na internete (22.5.2013):
http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_lbhi_chapter11_announce.pdf
- [16] Melicherčík, I., Olšarová, L., Úradníček, V.: Kapitoly z finančnej matematiky. EPOS, Bratislava, 2005

-
- [17] Moody's Investors Service, Inc.: Greece, Government of, LT Issuer Rating (Foreign) <http://www.moodys.com/credit-ratings/Greece-Government-of-credit-rating-348330>
- [18] Štatistická databáza Eurostatu: Employment and unemployment (Labour Force Survey) , dostupné na internete (22.5.2013): http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database