

Úloha centrálnych bánk z pohľadu finančnej krízy a ich menovej politiky v tomto období

Dávid Sklenár¹

¹ Fakulta ekonómie a podnikania, Paneurópska vysoká škola v Bratislave, Tematínska 10, 851 05
Bratislava Slovenská republika

* davids@itcom.sk

Abstract: The aim of the paper is to define the monetary policy of the selected central banks in the financial crisis period - the European central bank, the federal reserve bank of the United States, the central bank of the United Kingdom and the Central bank of Japan. This is preceded by the definition of monetary policy as such, its instruments and objectives in the flow of its institutional overlap. We are also dealing with a detailed description of the origin and the progress of the financial crisis that has grown into global crisis. In the paper we point out the application of conventional instruments by central banks as well as unconventional during the time of the financial crisis.

Abstrakt: Cieľom príspevku je vymedziť vymedziť menovú politiku vybraných centrálnych bánk v období finančnej krízy – Európskej centrálnej banky, FED-u centrálnej banky USA, Centrálnej banky Spojeného kráľovstva a centrálnej banky Japonska. Tomuto predchádza vymedzenie menovej politiky ako takej, jej nástrojov a cieľov v nadväznosti na jej inštitucionálne zastrešenie. Venujeme sa tiež podrobnému popisu vzniku priebehu finančnej krízy, ktorá prerástla v globálnu krízu. V príspevku poukazujeme na aplikáciu konvenčných nástrojov centrálnych bánk ako aj nekonvenčných v čase finančnej krízy.

Keywords: central bank, monetary policy, financial crisis, financial market, money market, interest rate, property

1. Úvod

Podľa svetových ekonómov finančné trhy približne od roku 1980 fungovali ako barometer reálnej ekonomiky. Jej skutočný stav sa reálne odrážal na finančných trhoch. Za posledné dve desaťročia sa však vytvorilo niekoľko veľkých bublín. Tá najčastejšie pertraktovaná je realitná – ceny nehnuteľností rástli nekontrolovateľne, pretože každý chcel na nich zarobiť. V posledných rokoch však neúmerne rástli ceny potravín, kovov a energií. Extrémne sa zvyšovali ceny akcií na burzách. Finančné trhy vytvárali neustále nové finančné produkty, ktoré boli neprehľadné. Posledná kríza nebola primárne spôsobená makroekonomickou politikou, ale objavili sa chyby v predkrízovej štruktúre celej hospodárskej politiky.

2. Vymedzenie menovej politiky a jej inštitucionálne zastrešenie

Podľa Európskej centrálnej banky „centrálna banka je verejná inštitúcia, ktorá spravuje menu krajiny alebo menu skupiny krajín a kontroluje peňažnú ponuku – doslovne, počet peňazí v obehu. Hlavným cieľom viacerých centrálnych bánk je cenová stabilita. V niektorých krajinách centrálna

banky zo zákona povinné, aby svojimi činmi podporovali plnú zamestnanosť“. Spočiatku centrálna banka plnila funkciu banky štátu. Zabezpečovala úverovanie domácich inštitúcií a dopĺňala chýbajúce peniaze v štátnej pokladni. Bola bankou panovníka, ktorý rozhodoval o emisii peňazí do obehu. Neskôr centrálna banka začala disponovať emisnou funkciou t. j. právomocou vydávať bankovky a mince. Okamihom, kedy bankovky začali prevládať ako druh peňazí došlo k spojeniu úverovej a emisnej politiky pod súhrnný pojem menová politika. Predtým boli spomínané politiky oddelené. Úverovú politiku zabezpečovali rôzni úžerníci. Emisiumal v kompetencii panovník. Dnes menová politika spočíva najmä v schopnosti centrálnej banky regulovať krátkodobé úrokové miery so zámerom ovplyvnenia inflácie. Spoločne s fiškálnou politikou a ďalšími čiastkovými politikami hospodárskej politiky vytvára predpoklady pre stabilné ekonomické prostredie krajiny.

Menová autorita ako najvyšší orgán menovej politiky je nezávislou inštitúciou. Je nezávislá od rozhodnutí vlády, ústredných štátnych orgánov ako aj ďalších orgánov verejnej správy. Má k dispozícii vlastný rozpočet. Práve nezávislosť centrálnej banky je uvedená ako jeden zo základných predpokladov fungovania menových autorít v rámci Európskej únie. Nezávislá centrálna banka jednoduchšie dosahuje stanovené ciele menovej politiky [1]. Okrem primárnej úlohy centrálnej banky, ktorou je výkon menovej politiky má aj ďalšie významné funkcie napríklad postavenie centrálnej banky ako banky štátu. V zmysle spomínanej funkcie centrálna banka vedie účty a uskutočňuje finančné operácie pre vládu a orgány štátnej správy. Synonymom funkcie banky štátu je termín fiškálny agent vlády kedy centrálna banka vedie účty, vykonáva inkasa a úhrady súvisiace s bežným hospodárením štátneho rozpočtu v príslušnom roku. Centrálna banka môže byť poverená aj správou štátneho dlhu. K ďalším funkciám menovej autority patrí postavenie banky bánk (v rámci dvojstupňovej bankovej sústavy je bankou komerčných bánk), výkon emisnej funkcie, správa devízových rezerv štátu - za účelom zabezpečenia devízovej likvidity, udržania devízových rezerv, získavania výnosov, ovplyvňovania menového kurzu domácej meny k zahraničným menám - a reprezentácia štátu v rôznych medzinárodných menových a finančných inštitúciách [2]. V ďalšom stručne predstavíme (podľa XTB) štyri centrálny banky, ktorých rozhodnutia majú najväčší dopad na finančné trhy.

Európska centrálna banka (ECB) je centrálna banka Európskej menovej únie. Európska centrálna banka (ECB) bola založená 1. júna 1998 a prebrala funkcie Európskeho menového inštitútu. ECB je centrálna banka 19 krajín, ktoré sú v Európskej únii a prijali euro. Právnym podkladom jednotnej menovej politiky je Zmluva o založení Európskeho spoločenstva a Štatút Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky. ECB je centrálnou bankou pre jedinú európsku menu euro, jej hlavnou úlohou je zachovávať kúpnu silu eura a zároveň cenovú stabilitu v eurozóne t. j. miery inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % [3]. Orgánmi ECB sú Rada guvernérov, Výkonná rada, Generálna rada. Výkonná rada je hlavným rozhodujúcim orgánom ECB. Je zložená zo šiestich členov a guvernérov národných centrálnych bánk z 19 euro krajín. Výkonná rada sa stretáva každých šesť týždňov, aby prediskutovala menovú politiku. Po každom stretnutí nasleduje tlačová konferencia predsedu.

Federal Reserve (FED) je centrálna banka Spojených štátov amerických. Reakciou na krízy, ktoré postihli USA koncom 19. a v 20. storočí bolo prijatie zákona Federal Reserve Act, na základe ktorého bol v roku 2014 založený Federálny rezervný systém. Federálny rezervný systém nemá jednu centrálnu banku. Je systémom, ktorý pozostáva z rezervných bánk pôsobiach v rôznych častiach USA. Organizačná štruktúra FED-u pozostáva z Rady guvernérov a dvanástich federálnych rezervných bánk. Federálny výbor pre voľný trh (FOMC) je zodpovedný za transakcie na voľnom trhu, ktoré sú nevyhnutné pre finančné trhy. FOMC má v priebehu roka pravidelne naplánovaných osem zasadnutí dvakrát za štvrtrok. Na nich FOMC hodnotí ekonomickú a finančnú situáciu, určí vhodný postoj k monetárnej politike a vyhodnotí riziká pre ich dlhodobý cieľ - cenovú stabilitu a udržateľný ekonomický rast. Na záver štyroch zasadnutí sa uskutočňuje tlačová konferencia. FED publikuje zápisnicu až tri týždne po zasadnutí.

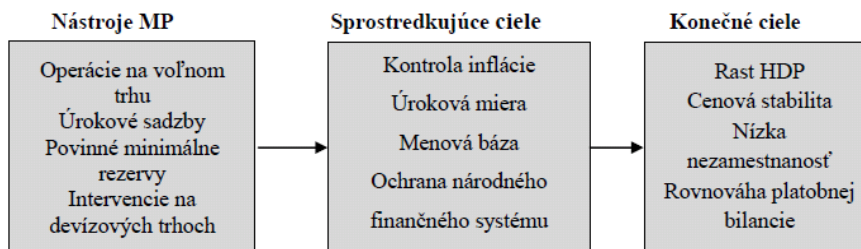
Bank of England (BoE) – je centrálnou bankou celého Spojeného kráľovstva. Hlavnou úlohou BoE je udržať cenovú stabilitu a po rozhodnutí o Brexitu aj podporiť ekonomický rast. Rozhodnutia o menovej politike má na starosti Výbor pre menovú politiku, ktorý sa stretáva osemkrát ročne.

Guvernér sa zúčastňuje tlačovej konferencie iba po štyroch rozhodnutiach. BoE publikuje zápisnicu z posledného zasadnutia, ktorá obsahuje diskusiu počas zasadnutia a rozhodnutia.

Bank of Japan (BoJ) – je centrálna banka Japonska. BoJ vznikla v roku 1882 na základe zákona o japonskej centrálnej banke - Bank of Japan Act. Spočiatku bola súkromnou inštitúciou. Dlhé obdobie bola menová politika BoJ podriadená rozhodovaniu vlády. Počas povojnovej okupácie boli jej funkcie. V roku 1997 došlo k reorganizácii BoJ. Posilnili sa jej právomoci v oblasti nezávislosti a transparentnosti. Hlavnou úlohou BoJ je udržať cenovú stabilitu. Inflácia je udržiavaná a v niektorých obdobiach je v Japonsku deflácia. BoJ zaviedla najnezvyčajnejšie opatrenia tohto problému spomedzi centrálnych bánk vrátane záporných úrokových sadzieb. Členovia BoJ zasadajú osemkrát do roka, aby rozhodli o ďalšom smerovaní menovej politiky.

Pojem menová politika vo všeobecnosti predstavuje systém procesov a opatrení prostredníctvom, ktorých sa centrálna banka, tzv. menová autorita, snaží o splnenie stanovených cieľov pomocou uplatňovania dostupných nástrojov. Používanie menovopolitických nástrojov v rámci určitého menového režimu centrálnou bankou s úmyslom ovplyvnenia úrokovej sadzby, menového kurzu, množstva peňazí v obehu, objemu úverov poskytnutých komerčným bankám. Tieto sféry vplyvu výkonu menovej politiky sú súhrne pomenované ako menové podmienky [4] Menová politika predstavuje reguláciu operačného cieľa centrálnou bankou za pomoci nástrojov menovej politiky s úmyslom naplnenia sprostredkujúceho cieľa a nakoniec konečného cieľa [5] Menová politika reprezentuje proces regulácie krátkodobej úrokovej miery domácej meny, aby sa v konečnom dôsledku ovplyvňoval hrubý domáci produkt, inflácia a zamestnanosť [6]. V súvislosti s problematikou definovania pojmu menovej politiky môžeme spomenúť aj kvantitatívne uvoľňovanie, ktoré je viacerými autormi považované za menovú politiku. Kvantitatívnym uvoľňovaním rozumieme zvyšovanie peňažnej zásoby bankových rezerv prostredníctvom nákupov aktív. Predstavuje teda nákup domácich finančných aktív centrálnou bankou od obchodných bánk a iných nebankových subjektov. Nákupy výrazne navýšia bilančnú sumu centrálnej banky.

Hlavným cieľom spomínanej menovej politiky je zníženie strmosti výnosových kriviek [6] základe sprostredkujúcich a konečných cieľov je možné odvodiť stratégiu menovej politiky.



Obrázok 1. Vzťah medzi nástrojmi a cieľmi menovej politiky

Zdroj: [7]

Nástroje menovej politiky, z hľadiska kritéria dopadu na bankový systém, členíme na priame, t.j. administratívne nástroje a nepriame - trhové nástroje.

Tabuľka 1. Nástroje menovej politiky

Zdroj: [5]

Priame nástroje	Nepriame nástroje
Úverové limity	Devízové intervencie
Povinné vklady	Operácie na voľnom trhu
Pravidlá likvidity	Povinné minimálne rezervy
Úrokové stropy	Diskontná politika
Odporúčania, výzvy a dohody	

Úverové limity predstavujú priamy nástroj, ktorým menová autorita dokáže centrálna banka regulovať emisiu peňazí. V prípade uplatnenia úverových limitov centrálna banka presne stanoví najvyššiu prípustnú výšku bankového úveru, ktorý môže komerčná banka poskytnúť svojej klientele. Povinné vklady - určuje sa nimi povinnosť pre finančné aj nefinančné subjekty ukladať vklady, alebo otvárať bežné účty a vykonávať ďalšie určené operácie s peniazmi len výhradne prostredníctvom centrálnej banky. Pravidlá likvidity predstavujú centrálnou bankou predpísané záväzné ustanovenia upravujúce vzťahy medzi národnou bankou a komerčnými bankami. Príkladom je kapitálová primeranosť (stanovenie výšky podielu medzi vlastným kapitálom a celkovými aktívami banky) a úverová angažovanosť (pomer úverov poskytnutých jednému alebo viacerým klientom) [8]. Úrokové stropy určujú sa horné hranice úrokových limitov vzťahujúce sa na výšku úveru, ktorý banka poskytuje klientovi a dolné hranice (minimálne úrokové stropy) pre prijaté vklady klientov. Ovpływujú výšku úspor, investícií a dopyt po úveroch, čo v konečnom dôsledku má vplyv na objem peňažnej zásoby. Odporúčania, výzvy a dohody tvoria vysoko účinné nástroje centrálnej banky vo vzťahu ku komerčným bankám. Majú charakter i spätných väzieb.

Devízové intervencie využíva menová autorita na ovplyvňovanie devízového kurzu. Ďalším nepriamym nástrojom sú operácie na voľnom trhu. Centrálna banka v rámci operácií na voľnom trhu uskutočňuje nákupy alebo predaje štátnych cenných papierov, najmä štátnych pokladničných poukázok a krátkodobých pokladničných poukázok. Repooperácie sú operácie o spätnom odkúpení cenných papierov. To znamená, že ten, kto peniaze potrebuje, tak cenné papiere predá protistrane pri dohode, že v stanovenom termíne sa vykoná opak tejto transakcie. Takže tí, ktorí cenné papiere nakúpili, ich v dohodnutom termíne predávajú späť za vopred dohodnutú cenu. Preto hovoríme o spätnom odkúpení. Vykonávajú sa tak dve transakcie – predaj a spätné odkúpenie cenných papierov. Kvantitatívne uvoľňovanie je základom priamych operácií centrálnej banky. Tá nakupuje z trhu cenné papiere, pričom trh uvoľňuje novú dodatočnú likviditu [9]. Povinné minimálne rezervy predstavujú nástroj centrálnej banky, ktorý jej umožňuje regulovať množstvo peňazí požičianých obchodným bankám. Základom diskontných nástrojov v menovej politike je diskontná sadzba. Je to úroková sadzba, ktorú centrálna banka poskytuje úvery komerčným bankám.

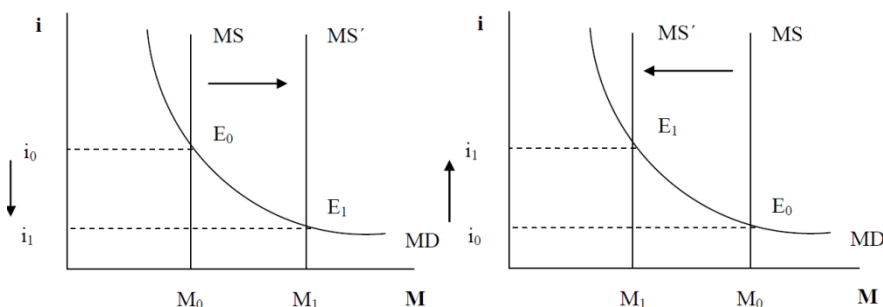
3. Typy menovej politiky

Menová politika centrálnych bánk predstavuje systém procesov v rámci, ktorých sa centrálna banka snažia dosiahnuť vytýčené ciele pomocou adekvátnych nástrojov. Podľa [10] a [11] rozlišujeme dva typy menovej politiky. V prípade, že výkon menovej politiky spôsobí expanziu peňažnej zásoby, ide o expanzívnu menovú politiku. V opačnom prípade, keď dochádza k reštrikcii peňažnej zásoby, menová autorita uskutočňuje reštriktívnu politiku.

Peňažný trh je trhom s krátkodobými peňažnými prostriedkami a ako taký funguje na základe interakcie ponuky a dopytu. Dopyt po peniazoch reprezentujú ekonomické subjekty ochotné držať určitý objem peňazí z akéhokoľvek motívu – či už transakčného, opatnostného alebo špekulatívneho. Dopyt po peniazoch závisí od výšky dôchodku, úrokovej miery a cien statkov a služieb. Krivka dopytu po peniazoch (MD) vyjadruje jeho nepriamu závislosť od úrokovej miery. [12] konštatuje, že s rastom úrokovej miery, klesá dopytované množstvo peňazí, pretože ekonomické subjekty presúvajú bezúročné úspory na zúročiteľné účty. Ponuka peňazí (MS) predstavuje množstvo peňazí v obehú. Podľa monetaristického prístupu, s ktorým sa stotožňuje väčšina súčasných ekonómov [13] je závislá výlučne od politiky centrálnej banky. Podľa keynesovského prístupu objem peňazí je ovplyvňovaný menovou autoritou, ale zároveň závisí aj od dopytu ekonomických subjektov po úveroch a pôžičkách.

Základné úrokové sadzby, ktoré centrálna banka stanovuje sú: úroková sadzba pre jednodňové refinančné operácie, úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie, úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie na dodávanie likvidity (základná úroková sadzba) [14]. Expanzívnu menovou politikou centrálna banka znižuje trhovú krátkodobú úrokovú mieru, čo vedie k postupnému znižovaniu ďalších úrokových mier. Na zníženie krátkodobých úrokových mier reagujú komerčné banky zvýšením počtu poskytovaných úverov. Ekonomické subjekty prejavia

vyššiu aktivitu v prijímaní nových úverov a následne začnú viac spotrebúvať, čo zrýchli obeh peňazí. Hlavnou úlohou expanzie je stimulácia ekonomiky. Reštriktívnu menovú politiku vykonáva centrálna banka v obdobiach, keď sú vysoké úrokové miery, vysoká nezamestnanosť, slabá ekonomika, nízke inflačné očakávania. Keď dôjde k stimulácii ekonomiky centrálna banka upriami pozornosť smerom k inflácii a prechádza k reštriktívnej menovej politike [5]. Podľa [1] vysvetľuje, že menová politika má len jeden dlhodobý konečný cieľ, ktorým je inflácia. Expanzívna menová politika má v dlhom období jediný účinok a to zvýšenie inflácie, pričom reštriktívna menová politika má opačný účinok - zníženie inflácie.



Obrázok 2. Expanzívna a reštriktívna menová politika

Zdroj: podľa [12]

4. Finančná kríza a jej prerastanie do globálnej krízy

Pojem kríza v literatúre nie je jednoznačne a presne definovaný. Z makroekonomického pohľadu sa najčastejšie stretávame s definíciou, že za krízu sa považuje klesajúca fáza hospodárskeho cyklu. Podľa medzinárodného menového fondu je kríza skutočný alebo potencionálny run na banky vyvolaný obavou z neschopnosti bánk splácať svoje záväzky [15]. Finančná kríza je výrazné zhoršenie veľkej väčšiny finančných indikátorov, prejavujúcich sa nedostatočnou likviditou finančného systému, rozsiahlou insolventnosťou finančných inštitúcií, nárastom volatility, výnosových mier finančných inštrumentov, výrazným poklesom hodnoty finančných a nefinančných aktív a podstatným znížením rozsahu alokácie úspor vo finančnom systéme [16].

Podľa [17] finančné krízy sa členia na : menovú krízu, bankovú krízu, dlhovú, resp. úverovú krízu, krízu zahraničného dlhu, systémovú finančnú krízu, ktorá obsahuje prejavy všetkých alebo väčšiny vyššie vedených typov kríz. Podľa [18] menová kríza je dôsledkom špekulatívnych útokov na domácu menu prostredníctvom devízového kurzu, čo môže viesť k jej depreciácii. Centrálna banka v záujme ochrany vlastnej meny musí intervenovať na úkor devízových rezerv, alebo výrazne zvýšiť úrokovú sadzbu. Podľa [19] banková kríza vzniká v dôsledku zlyhania bánk. Medzinárodný menový fond označuje za bankovú krízu také problémy bankového systému, kde platí aspoň jedna z nasledujúcich podmienok: pomer nevhodných[aktív k celkovým aktívam bankového systému prevýšil 10%, náklady na záchranu bán prevýšil 2% HDP, vláda reagovala na problémy bankového systému zmrazením vkladov, v dôsledku čoho došlo k bankovej panike, alebo reagovala zavedením bankových prázdnin, alebo poskytla záruky na vklady v bankách. [20]. Kríza zahraničného dlhu vzniká, ak štát stráca schopnosť obsluhy svojho zahraničného dlhu, či už vládneho alebo súkromného. V praxi to znamená, že štát nie je schopný splácať úroky a istinu svojho zahraničného dlhu, ktorý okrem zahraničných úverov tvoria aj štátne dlhopisy emitované na zahraničných trhoch, resp. v zahraničnej mene. Kríza dlhu môže vzniknúť ako výsledok konfliktu medzi veriteľským a dlžníckymi krajinami, ale môže ju tiež spôsobiť prenos ekonomických strát na rozvíjajúce sa

ekonomiky [19]. Podľa [18] systémová kríza predstavuje potenciálne zlyhanie finančných trhov. Môže zahŕňať menovú krízu, ale menová kríza nemusí vyústiť do systémovej krízy. Do určitej miery ju môže spôsobovať neefektívnosť nástrojov riadenia a kontroly určitého segmentu hospodárskej politiky. Je to najhorší druh krízy, lebo sa prepájajú problémy na trhu aktív (akcií a nehnuteľností) so spomalením rastu reálnej ekonomiky. Prejavuje sa rastom nezamestnanosti, poklesom ekonomickej aktivity a rastom verejného dlhu [19].

Prvé náznaky finančnej krízy sa objavili už v roku 2007. Naplno však prepukla v roku 2008 v USA. Najskôr sa prejavila ako finančná kríza, potom ako ekonomická recesia a napokon ako dlhová kríza vlád [21]. Ekonomická kríza, ktorá začínala ako lokálna kríza amerického trhu a postupne sa rozšírila do finančnej krízy, a napokon sa stala krízou globálnou. V ďalšom popíšeme tento proces podrobnejšie.

V rokoch 1998 až 2006 došlo v USA k výraznému rastu cien nehnuteľností, čo podnietilo výstavbu nových nehnuteľností. Na rast cien pozitívne vplývala ľahká dostupnosť pôžičiek a optimistický výhľad ekonomiky USA. Dlhodobé nízke úrokové sadzby FED-u ako výraz monetárnej expanzie, snažiacej sa eliminovať pesimistickú atmosféru, ktorá zavládla na trhoch po prasknutí bubliny „dot-comboom-u“ a septembrových udalostiach v roku 2001 umožnili tak prístup k hypotékam širokej verejnosti. Vďaka rastúcemu trendu cien nehnuteľností sa banky nebáli, že by o požičané peniaze prišli. Hypotéky boli zabezpečené konkrétnymi nehnuteľnosťami, ktoré by v prípade problémov s nesplácaním pripadli banke. Banky ochotne požičiavali aj klientom s nízkymi príjmami, no nechali si za to riadne zaplatiť. Úroky pri rizikových hypotékach sa pohybovali v rozpätí 10-15%. Predmetné úroky predstavovali pre banku jednu z najziskovejších investícií na trhu. Pre porovnanie štátne dlhopisy mali úroky okolo 2,5% [22]. Prebytok nehnuteľností však začal tlačiť ceny nehnuteľností smerom dolu. Ceny nehnuteľností začali pozvoľna klesať na začiatku tretieho kvartálu roku 2006. Do tej doby ľudia, ktorí nedokázali splácať hypotéku, svoju nehnuteľnosť ľahko refinancovali, alebo predali. Politika lacných peňazí v tomto období však spôsobovala aj nárast peňažnej zásoby, a tým aj rast inflačných tlakov. V tomto období dochádza aj k výraznému rastu cien ropy. V roku 2004 rástla nežiaduca inflácia a FED začal postupne zvyšovať úrokové sadzby. Následkom tohto začali rásť aj splátky hypotekárnych úverov. Reštriktívna menová politika viedla k núteným predajom nehnuteľností, čo opäť výrazne zvýšilo ponuku nad dopytom a ďalší pokles cien nehnuteľností.

Napriek vysokej výnosnosti hypotekárnych úverov stále pretrvával problém potenciálneho nesplácania a straty celej investície. Tento problém vyriešili dve inštitúcie a to Federálna národná hypotekárna asociácia a Federálna spoločnosť pre hypotekárne úvery, alias Fannie Mae a Freddie Mac. Kedysi to na hypotekárnom trhu fungovalo tak, že klient si vzal hypotéku od miestnej banky a tej posielal mesačné splátky. Vďaka existencii týchto inštitúcií banky mohli hypotéky predať na sekundárnom trhu inštitúciám. Predané úvery sa roztriedili podľa úverovej kvality. Veľký počet relatívne malých dlhov s rovnakou rizikovosťou splácania sa transformoval do verejne obchodovateľných dlhopisov, tzv. špecializovaných dlhopisov nazývaných MBS (mortgage-based securities) sa dostali kapitálový trh. Ratingové agentúry týmto cenným papierom dávali vysoké hodnotenie a de facto ich prehlásili za bezpečné. Banka, ktorá úver pôvodne poskytla, mala tak znovu dostatok prostriedkov na to, aby opätovne mohla vstúpiť na trh a poskytla nový úver novému záujemcovi. S MBS sa obchodovalo po celom svete.

Na prelome júla a augusta 2007 si prvé problémy všimli niektoré americké kapitálové trhy rizikovými dlhopismi, ktoré boli odvodené od rizikových hypotekárnych úverov. Bublina praskla 9. augusta 2007 oznámením BNP Paribas, že zastavuje vyplácanie prostriedkov z investičných fondov. Na globálnom trhu sa vytvoril nedostatok likvidity v amerických dolároch, ktorý sa rozšíril aj na britskú libru a švajčiarsky frank. Ceny nehnuteľností sa znížili a ľudia odmietali splácať drahé pôžičky za lacné domy. Nehnuteľnosti, ktoré pripadli bankám bolo ťažké predať. Ukázalo sa, že vysoko ziskové deriváty boli zrazu takmer bezcenné. Finančné inštitúcie, ktoré investovali do predmetných cenných papierov sa ocitli na pokraji bankrotu. Nedostatok likvidity a fakt, že americká vláda nebude zachraňovať finančné inštitúcie verejnými peniazmi bol sprevádzaný krachom niektorých významných bánk ako napríklad BearStearns a LehmanBrothers. Obe vládne hypotekárne agentúry FannieMae a Freddie Mac boli štátom znárodnené. Na základe uvedeného došlo k naštreniu dôvery jednotlivých subjektov vo finančný sektor. Na odvrátenie finančného kolapsu začali aj dlhoroční odporcovia štátnych zásahov do ekonomiky podporovať pomoc zo strany štátu. Tým, že americký štát poskytol bankám nové výhodné pôžičky zo štátneho rozpočtu došlo k preneseniu problémov do sféry verejných financií [23]. Čoskoro kríza zasiahla automobilový priemysel v USA. Výrobu skončili aj firmy takého zvučného mena ako GeneralMotors a Chrysler.

V prvej polovici roka 2008 sa kríza preniesla do Európy. Mnoho európskych bánk investovalo v USA. Neistota na americkom trhu sa ich dotýkala rovnako ako amerických bánk. Európa najprv kríze nevenovala pozornosť možno aj preto, že ekonomika dokázala prvú vlnu krízy obstáť bez väčších strát. Na rozdiel od FED-u, ktorý úrokové sadzby znižoval, ECB aj napriek vedomiu chýbajúcej likvidity v júni 2007 zvyšovala hlavnú úrokovú sadzbu za účelom potlačenia rastúcej inflácie (Kotlebovát et al. 2010, s. 333). Kríza v eurozóne sa naplno prejavila v prvom štvrtroku 2008, kedy globálna ekonomika začala spomaľovať a inflácia prudko rástla. Zhoršujúce sa ekonomická situácia bola vyvolaná globálnou úverovou krízou, ktorá výrazne obmedzila prístup k finančným prostriedkom a zvýšila nedôveru investorov.

V Európe kríza nadobúda formu „krízy malých štátov“, ktoré sú súčasťou eurozóny pod označením PIIGS (Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko a Španielsko) [9]. Recesia v Európe začala prehlbovať do dlhovej krízy - krízy verejných financií hlavne krajín PIIGS. Dlhová kríza vznikne v prípade, ak krajina nie je schopná splácať verejný, resp. súkromný zahraničný dlh. Podľa [22] je možné ju spojiť s fiškálnou krízou, ktorá nastane ak problémy súkromného sektora (bánk a firiem) z dôvodu insolventnosti prenášajú na štát. Táto transmisia má negatívny vplyv na štátny rozpočet, pretože sa navýšia vládne výdavky, čo síce vyvolá rast produktu, no v konečnom dôsledku dôjde k rastu dlhu. Potom, čo falšované štatistiky koncom roka 2009 odhalili pravdu o stave gréckej ekonomiky, nasledujúce mesiace priviedli krajinu na pokraj bankrotu. Dlhová kríza sa z Grécka začala šíriť do ostatných krajín eurozóny. Rok 2009 bol zlomový aj pre pobaltské krajiny Litvu, Lotyšsko a Estónsko, ktoré sa zmietali v hlboknej recesii, najhoršej v rámci celej EÚ. Pobaltie dovtedy zažívalo veľký hospodársky rozmach. Ich motorom boli hlavne úvery, ktoré okrem rastu spotrebiteľských výdavkov viedli aj k zvýšeniu plátov o viac ako 85%. Prehriate pobaltské ekonomiky tak po vypuknutí globálnej finančnej krízy zvlášť ťažko zasiahlo následné úverové vákuum. Cyperská republika, ktorá sa dostala do ťažkostí v dôsledku svojej závislosti od Grécka. Cyperské banky investovali veľké sumy do nákupu gréckych štátnych dlhopisov. Cyperská vláda bola nútená požiadať o pomoc EÚ a Európsku centrálnu banku.

V roku 2010 jedným z veľkých problémov Eurozóny bolo nerešpektovanie kritérií. Každý štát eurozóny by mal držať verejný dlh na úrovni 60% HDP, pričom v danom období sa krajinám PIIGS podarilo prekročiť 100% hranicu HDP. Na vzniknutú situáciu Európska únia reagovala vytvorením všeobecného záchranného mechanizmu na pomoc štátom v problémoch, tzv. Európsky nástroj finančnej stability (ďalej ako EFSF). EFSF vznikol mimo rámec európskeho práva. Až v roku 2011 došlo k zmene primárneho práva, na ktorú bol naviazaný Európsky stabilizačný mechanizmus (ďalej ako ESM). ESM má 700 mld. eur kapitálu, pričom 80 mld. eur predstavuje čiastka, ktorú zaplatia priamo členské štáty. Zvyšok reprezentuje tzv. kapitál na zavolanie, ktorý zaplatia vlády vtedy, keď niektorá z krajín požiada o finančnú pomoc [24].

5. Menová politika centrálnych bánk v čase finančnej krízy

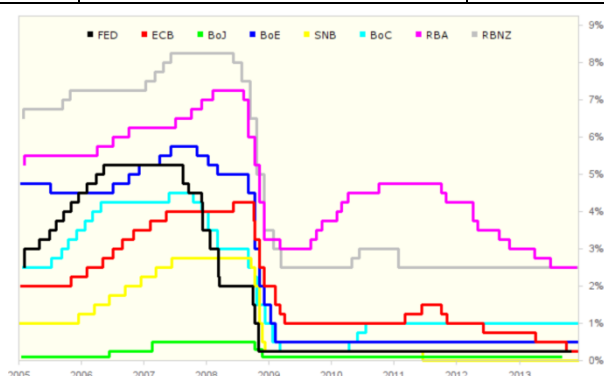
Podľa [25] centrálné banky na krízu v prvom momente po zhoršení situácie na finančných trhoch zareagovali tak, že zvýšili likviditu cez konvenčné, resp. štandardné menovopolitické nástroje, teda najmä cez refinančné operácie. Zároveň s tým sa snažili dodať na trh väčší objem likvidity na upokojenie paniky, ktorá sa šírila. Nasledujúca tabuľka sumarizuje vyššie popísané postupy a kroky vybraných centrálnych bánk. V ďalšom sa budeme postupom jednotlivých centrálnych bánk venovať podrobne. Na obrázku 3 je znázornený vývoj úrokových sadzieb centrálnych bánk za obdobie 2005 – 2013.

Tabuľka 2. Menová politika centrálnych bánk v čase finančnej krízy

Zdroj: [26] - upravené

Centrálna banka	Zníženie úrokových sadzieb	Dodávanie likvidity na medzibankový trh	Priame nákupy aktív na finančnom trhu
ECB	Zo 4,25% na 0,25 %	Plné uspokojenie dopytu za fixnú sadzbu v refinančných operáciách, rozšírenie objemu a splatnosti LTRO, repo operácie v USD a CHF, expanzia akceptovateľného kolaterálu	Nákup krytých dlhopisov CBPP, CBPP2, OMT
FED	Z 5,25 % na 0,00 %	Swapová linka Term Auction Facility (TAF), expanzia akceptovateľného kolaterálu	Priame nákupy vládnych cenných papierov Treasury purchase program (TTP), priamy nákup agentúrnych cenných papierov zabezpečených hypotékami (MBS), poskytnutie likvidity priamo dlžníkom a investorom na kľúčových trhoch (CPFF, AMLF, MMAFF, TALF), Twist
BoE	Z 5,75 % na 0,50 %	Rozšírenie poskytnutého objemu LTRO, absorbovanie zdrojov prostredníctvom pokladničných	APF, DWF, FLS, nákup štátnych dlhopisov,

		poukážok BoE,SLS, expanzia akceptovateľného kolaterálu	
BoJ	1991 - 8 %, 1995 - 0,4 % , 1999 - 2000 0,0 %, august 2000 - 0,25 %, február 2001 - 0,0%, jún 2006 - 0,25 %, február 2007 na 0,5 %	Poskytnutie dostatočnej likvidity na prelome kalendárneho a fiškálneho roka, repo operácie v USD, expanzia akceptovateľného kolaterálu	Repo obchody s komerčnými papiermi, priame nákupy komerčných papierov a korporátnych dlhopisov



Obrázok 3. Vývoj úrokových sadzieb centrálnych bánk za obdobie 2005 – 2013

Zdroj: [27]

Poznámka: SNB – SwissNational Bank, BoC- Bank ofCanada,

RBA – Reserve Bank ofAustralia, RBNZ – Reserve Bank of New Zealand

5.1. Európska centrálna banka

V prvej polovici roka 2008 sa kríza preniesla do Európy. EÚ začiatkom roku 2008 zažívala najvyššiu rast cien za posledných 14 rokov. Začalo hroziť, že ceny ropy sa premietnu do vyšších miezd a únia sa dostane do inflačnej špirály. Globálna ekonomika začala spomaľovať a inflácia prudko rástla. Neistota na americkom trhu sa ich dotýkala rovnako ako amerických bánk. Mnoho európskych bánk investovalo v USA. Európska centrálna banka však stále váhala znížiť úrokovú mieru. Zlé hospodárske vyhliadky sa v druhom štvrťroku začali ešte viac prehlbovať. Vplyv na to mala najmä oficiálna recesia v USA a rast cien ropy a energií. Keď v lete 2007 začal na finančných trhoch rozruch, centrálné banky po celom svete zakročili a poskytli dodatočnú likviditu, zdalo sa, že konvenčné nástroje by mohli byť postačujúce [28].

Medzi hlavné úrokové sadzby, ktoré ECB sleduje, koordinuje a mení v súvislosti so zámermi menovej politiky patria úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie - základná úroková sadzba; jednoduchá sterilizačná úroková sadzba; jednoduchá refinančná úroková sadzba. Kľúčovú úlohu v eurozóne má úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie, ktorá ovplyvňuje krátkodobé sadzby na trhu a následne rozhodnutia ekonomických subjektov. Refinančné a sterilizačné jednoduché úrokové sadzby (tzv. over night - O/N) sú sadzbami automatických operácií [29]. Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 6. marca 2008 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni [30]. Na rozdiel

od FED-u, ktorý úrokové sadzby znižoval, ECB aj napriek vedomiu chýbajúcej likvidity v júni 2007 zvyšovala hlavnú úrokovú sadzbu za účelom potlačenia rastúcej inflácie [19]. Až 8. októbra 2008 Rada guvernérov rozhodla o znížení kľúčových úrokových sadzieb ECB. Rada guvernérov ECB prijala prostredníctvom telekonferencie tieto rozhodnutia o menovej politike:

- minimálna akceptovateľná úroková sadzba pre hlavné refinančné obchody Eurosystemu sa s účinnosťou od obchodu splatného 15. októbra 2008 zníži o 50 bázických bodov na 3,75 %,
- úroková sadzba pre jednoduchové refinančné obchody sa s okamžitou účinnosťou znižuje o 50 bázických bodov na 4,75 %,
- úroková sadzba pre jednoduchové sterilizačné obchody sa s okamžitou účinnosťou znižuje o 50 bázických bodov na 2,75 %.

Rada guvernérov ECB ďalej konštatovala, že Eurozóna v súčasnosti zaznamenáva ďalší pokles inflačných rizík. Je naďalej nevyhnutné predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd [31]. Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy sa Rada guvernérov ECB na ďalších zasadnutiach rozhodla ďalej znižovať úrokové sadzby. Vývoj je prehľadne znázornený v tabuľke Tabuľka 3.

Tabuľka 3. Úrokové sadzby ECB v rokoch 2007-2009 (v %)

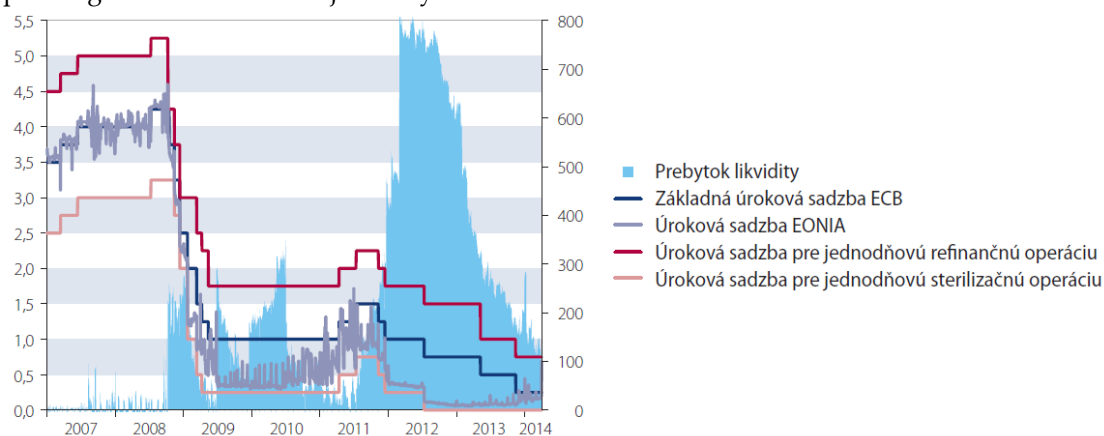
Platné od	Jednoduchové sterilizačné operácie	Fixná sadzba - hlavné refinančné operácie	Jednoduchové refinančné operácie
pred krízou (2007)	3,25	4,25	5,25
8. októbra 2008	2,75	4,25	4,75
15. októbra 2008	2,75	3,75	4,75
12. novembra 2008	2,75	3,25	3,75
10. decembra 2008	2,00	2,50	3,00
1. januára 2009	2,00	2,50	3,00
21. januára 2009	1,00	2,00	3,00
11. marca 2009	0,50	1,50	2,50
8. apríla 2009	0,25	1,25	2,25
13. mája 2009	0,25	1,00	1,75

Znižovanie základnej úrokovej sadzby sa zastavilo v máji 2009, kedy základná úroková sadzba pre hlavné refinančné obchody dosahovala výšku 1% (Tabuľka 3). Kvôli inflačným tlakom ECB neskôr nútená sadzbu zvyšovať o 50 bázických bodov (t.j. 1,5 % júl 2009). V roku 2011 ECB pristúpila k štyrom zmenám základnej úrokovej sadzby. Kumulatívne ju zvýšila o 50 bázických bodov (z 1,0 % na 1,5 %). Nefunkčnosť medzibankového trhu prinútila ECB úrokovú sadzbu opäť znížiť na 1 %. V roku 2012 sadzbu pre hlavné refinančné operácie ECB kumulatívne znížila na 0,75 %, vzhľadom na zníženie inflačných tlakov súvisiacich so spomalením hospodárskej aktivity. Postupnosť zmien je znázornená v nasledujúcej tabuľke 4.

Tabuľka 4. Úrokové sadzby ECB v roku 2011 (v %)

Platné od	Jednodňové sterilizačné operácie	Fixná sadzba - hlavné refinančné operácie	Jednodňové refinančné operácie
13. apríl 2011	0,50	1,25	2,00
13. júl 2011	0,75	1,50	2,25
9. november 2011	0,50	1,25	2,00
14. december 2011	0,25	1,00	1,75

ECB pokračovala aj v kvalitatívnom uvoľňovaní menovej politiky, pričom v júli 2012 znížením úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie na 0 % sa objavili špekulácie trhu, či ECB pri ďalšom potenciálnom znížení úrokových sadzieb bude akceptovať aj záporné pásmo. Tým by voľné prostriedky podliehali penalizácii. Viackrát spomínaným argumentom v prospech implementácie tohto kontroverzného opatrenia bol neuspokojivý ekonomický rast väčšiny krajín eurozóny, prípadne až riziko deflácie. Objem voľných zdrojov uložených v ECB na celkovom objeme refinančných zdrojov likvidity tým v roku 2011 a na začiatku roku 2012 stúpol nad úroveň 70 %. Úroveň prebytku likvidity významne vplýva na úrokovú krivku peňažného trhu, pričom ich vzájomná reakčná previazanosť nezávisí len od absolútnej výšky prebytku likvidity, ale najmä od stupňa fragmentácie obchodnej aktivity.



Obrázok 4. Vývoj úrokových sadzieb ECB a vývoj prebytku likvidity

Zdroj: [32]

ECB monitoruje popri hlavných úrokových sadziach aj významné medzibankové úrokové sadzby ako napríklad EURIBOR, Euro-LIBOR a EONIA. Zatiaľ, čo základná úroková sadzba ECB predstavuje cenu finančných zdrojov plynúcich od centrálnej banky ku obchodným bankám, medzibankové úrokové sadzby kreuje peňažný trh pri procese vzájomného obchodovania významných komerčných bánk. EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) reprezentuje úrokovú sadzbu uplatňovanú na európskom medzibankovom trhu. EURIBOR je referenčná úroková sadzba, za ktorú je sú euro termínované vklady na medzibankovom trhu ponúkané jednou bankou inej banke. Je určovaná denne pre medzibankové depozitá s odlišnými splatnosťami (1, 2, 3 týždne a 1 až 12 mesiacov). Táto referenčná sadzba je považovaná za jednu z najdôležitejších sadzieb

peňažného trhu, pretože dáva základ ceny a úroku rôznym druhom finančných inštrumentov. Počet bánk kótujúcich na EURIBOR je obmedzený. Na každý členský štát EÚ pripadá určité číslo, potom tu vystupuje 6 - 10 najlepších bánk za nečlenské štáty EÚ (jedná sa o banky, ktoré sú aktívne v eurozóne) a 4 banky štátov EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny [5]. EONIA (Euro Over Night Index Average) je referenčnou sadzbou pre skutočne realizované jednoduchové repo obchody v eurách. Je stanovovaná ako vážený aritmetický priemer všetkých jednoduchových nezabezpečených úverových transakcií, ktorá prebehli na medzi bankovom trhu krajín eurozóny, medzi dvoma prispievajúcimi bankami [33].

Rada guvernérov v decembri 2009 rozhodla, že 12-mesačná dlhodobější refinančná operácia (longer-term refinancing operation – LTRO) bude v decembri 2009 poslednou operáciou s touto splatnosťou a že sa uskutoční len jedna šesťmesačná LTRO v marci 2010, pričom dodatočné LTRO s trojmesačnou splatnosťou budú ukončené. Rada guvernérov v júni 2012 rozhodla tiež podrobnostiach, pokiaľ ide o jej refinančné operácie, ktoré sa uskutočnia v období do 15. januára 2013, najmä o pokračovaní tendrov s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Taktiež sa rozhodlo o vykonaní trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií s termínom uskutočnenia do konca roku 2012 formou tendrov s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov [34].

roka 2013 dochádzalo k splateniu 3-ročných dlhodobějších refinančných operácií, ktoré boli uskutočnené koncom roka 2011 a začiatkom roka 2012. Splatenie zredukovalo nadbytočnú likviditu, ktorá podľa ECB vzhľadom na pretrvávajúce napätie na finančných trhoch vytvárala tlak na zvyšovanie sadzieb peňažného trhu. Zároveň v novembri Rada guvernérov oznámila, že ECB bude i naďalej poskytovať likviditu bankám pomocou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom prostriedkov vo všetkých operáciách minimálne do leta 2015 [35].

Rada guvernérov v rámci svojej nepretržitej snahy o podporu likvidity bánk rozhodla o prijatí ďalších neštandardných opatrení. Tieto opatrenia by mali bankovému sektoru zabezpečiť lepší prístup k likvidite a podporiť fungovanie peňažného trhu eurozóny. Ich účelom je podporiť poskytovanie úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam. V tejto súvislosti prijala nasledujúce rozhodnutia [36].

- uskutočniť dve dlhodobější refinančné operácie so splatnosťou 36 mesiacov a možnosťou predčasného splatenia po uplynutí jedného roka.
- zvýšiť dostupnosť kolaterálu znížením ratingového limitu pre určité cenné papiere kryté aktívami (asset-backed securities – ABS). Okruh kolaterálu akceptovaného v operáciách Eurosystemu sa rozšíri o ABS s druhým najlepším ratingom minimálne na úrovni „jedného A“ podľa harmonizovanej úverovej stupnice Eurosystemu.
- znížiť mieru povinných minimálnych rezerv z terajších 2 % na 1 %, čím sa uvoľní kolaterál a povzbudí sa aktivita na peňažnom trhu.
- dočasne pozastaviť dolaďovacie operácie uskutočňované v posledný deň každého udržiavacieho obdobia. Ide o technické opatrenie určené na podporu aktivity na peňažnom trhu.

ECB pristúpila k nekonvenčným nástrojom ešte pred tým, ako by úroveň kľúčových úrokových sadzieb dosiahla svoju spodnú hranicu, teda nulu. V roku 2008 začala ECB uplatňovať menové swapy ako neštandardný nástroj na zmiernenie tlakov na trhu amerických dolárov. ECB spolu s FED-om spolupracovala cez swapovú linku Term Auction Facility (TAF), v rámci ktorej európska

menová autorita poskytovala dolárovú likviditu európskym bankám, pričom zárukou bol kolaterál využívaný v úverových operáciách s Eurosystemom. V roku 2008 sa dodalo pomocou tejto linky najviac likvidity a to vo výške 100 mld. eur. ECB uzatvorila swapovú dohodu aj so Švajčiarskou národnou bankou o poskytovaní likvidity vo švajčiarskych frankoch. Objem operácií v roku 2008 bol 25 mld. eur [18].

V roku 2010 sa Európska únia pomalým tempom prekonávala finančnú krízu a dostávala sa z hospodárskej recesie, ale riziká a problémy pretrvávali. Nástrojom na zmiernenie týchto problémov bola v máji 2010 implementácia programu pre trhy s cennými papiermi (Securities Markets Programme – SMP), prostredníctvom ktorého Eurosystem odkupoval vybrané štátne dlhopisy krajín eurozóny na sekundárnom dlhopisovom trhu. Nákupy sa po prvýkrát začali v máji 2010, keď ECB nakupovala štátne dlhopisy Grécka, Írska a Portugalska (Kostelný 2014). Do marca 2011 investovala ECB do dlhopisov krajín takmer 80 miliárd eur. [37]. ECB v novembri 2011 oznámila druhé kolo programu nákupu krytých dlhopisov (Covered Bond Purchase Programme 2 – CBPP2). ECB pre druhé kolo nákupov stanovila 40 mld. €. Program sa ukončil podľa plánu v októbri 2012. ECB v rámci tohto programu nakúpila kryté dlhopisy za 16,4 mld. €, čiže plánovaný objem sa nenaplnil [32]. V čase končenia programu SMP, v septembri 2012 ECB rozhodla o zavedení priamych menových transakcií (Outright Monetary Transactions – OMT), nového programu na podporu ekonomík eurozóny. Jeho podstatou je rovnako ako v prípade programu SMP nelimitovaný nákup štátnych dlhopisov vybraných krajín.

5.2 FED

FED zabezpečuje výkon menovej politiky USA prostredníctvom menovopolitických nástrojov a nepriamo určuje kľúčovú úrokovú sadzbu tzv. federal funds rate, za ktorú sú úkromné finančné inštitúcie vzájomne požičiavajú finančné prostriedky na vyrovnanie svojich bilancií. Pôvodne túto sadzbu FED formálne neoznamoval a bývala odvodzovaná od operácií na voľnom trhu. Avšak od 16. decembra 2008 je hlavná úroková sadzba nastavená na hodnotu okolo nuly [6]. FED vyhlasuje okrem hlavnej úrokovej federálnych aj tri diskontné sadzby – sadzbu primárnych úverov, sadzbu sekundárnych úverov a sadzbu sezónnych úverov. Finančná a hospodárska kríza spôsobila, že FED na vzniknutú situáciu bolo rýchle znižovanie úrokových sadzieb. Pred finančnou krízou sa základná úroková sadzba pohybovala na úrovni 5,25 %. FED začal uvoľňovať menovú politiku a desiatimi úpravami znížil kľúčovú úrokovú sadzbu na historické minimum. Od decembra 2008 má federal funds rate hodnotu 0,00 až 0,25 %. FED oznámil v septembri 2012, že bude držať základné úrokové sadzby blízko nuly minimálne do konca roka 2014. Tento prísľub nekôr predĺžila do polovice roka 2015. Hranicu, kedy pristúpi k zvýšeniu úrokovej sadzby viazala FED na mieru nezamestnanosti [38]. V súčasnosti kvantitatívne uvoľňovanie vystrieda tapering, ktorý predstavuje postupné sprísňovanie menovej politiky. Nie však formou zvyšovania úrokových sadzieb, ale postupným znižovaním objemov nákupov cenných papierov.

Okrem znižovania úrokových sadzieb, FED v období krízy pristúpil aj ku kvantitatívnemu uvoľňovaniu menovej politiky, t.j. zvyšovaniu peňažnej zásoby bankových rezerv prostredníctvom nákupov aktív [39]. FED spustil 3 vlny kvantitatívneho uvoľňovania. Prvá mala trvať od marca 2009 do marca 2010, ale bola predĺžená. FED nakúpil dlhopisy kryté hypotékami (Mortgage Backed Securities – MBS), ktoré boli vydávané agentúrami Freddie Mac a Fannie Mae. Dosiahla hodnotu 1,2 bil. USD v júni 2010 [40]. V rámci prvej vlny začal FED aj podporu úverového

trhu nákupom dlhodobých vládnych cenných papierov prostredníctvom Treasury purchase program (TTP) ktorý bol zameraný na sektor 2- až 10-ročných cenných papierov. Jednalo sa o repo operácie, ktoré prebiehali formou akcií kde protistranami boli primárny, t.j. vybrané banky a brokeri (Kochanová, 2010, s. 9). V septembri 2010 FED spustil druhú vlnu kvantitatívneho uvoľňovania, ktorá bola ukončená v polovici roka 2011. Následne FED v septembri 2011 spustil operáciu a názvom „Twist“ [24]. Očakával sa rast cien dlhopisov (ktorých väčšinu vlastnil FED), ďalej oslabenie dolára, čo malo zvýšiť export. Primárnym cieľom operácie Twist bolo zníženie úrokových sadzieb pre hypotekárne úvery, čím sa dosiahla podpora trhu nehnuteľností. Tretiu vlnu kvantitatívneho uvoľňovania FED spustil v septembri 2012. V rámci FED nakupoval agentúrne cenné papiere zabezpečené hypotékami MBS v objeme 40 mld. USD mesačne. Uvoľnená menová politika mala znižovať nezamestnanosť, podporovať banky v poskytovaní úverov a devalvovať dolár.

Od decembra 2007 FED zaviedla aj rôzne podporné finančné programy, ktoré mali zaktivizovať jednotlivé trhy. Väčšina programov bola ukončená v rokoch 2009 a 2010. Boli to napríklad Term auction facility (TaF – program na dodávanie prostriedkov komerčným bankám, Primary dealer credit facility (PDCF – program jednodňového refinancovania primárnych dilerov), Commercial paper funding facility (CPFC - program zabezpečenia likvidity na trhu komerčných papierov), Money market investor funding facility (MMIFF - program na zabezpečenie likvidity potrebnej na vyplácanie výberov a splátok investorom), Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF - program na podporu čerpania spotrebných úverov). FED posilňoval dolárovú likviditu mimo USA. V decembri 2007 uzatvoril swapovú dohodu s ECB a Švajčiarskou centrálnou bankou o poskytnutí dolárovej likvidity na zahraničné trhy. Neskôr FED uzatvorila dohody aj s ďalšími centrálnymi bankami (napríklad Brazília, Japonsko, Kanada, Mexiko, Nový Zéland, Švédsko)[41]

5.3 BoE

Hlavným cieľom centrálnej banky Spojeného kráľovstva BoE je udržiavať jednodňové úrokové sadzby peňažného trhu Spojeného kráľovstva prostredníctvom zaistenia ponuky bankových rezerv v súlade s ich dopytom.

V období pred krízou (júl 2007) bola úroková sadzba 5,75 percent. Posledné zníženie úrokovej sadzby bolo v marci 2009 BoE na úroveň 0,5 percent (viď. Obr. 3). Následne BoE rozhodla, že sa pristúpi k realizácii tzv. kvantitatívneho uvoľňovania. BoE nakupovala akceptovateľné aktíva kryté zvýšením jej rezerv a APF to tak začala využívať na menovopolitické účely.

Pri implementácii menovej politiky využíva štandardne operácie na voľnom trhu, kde patrí hlavná 1-týždňová refinančná operácia a dlhodobé operácie so splatnosťou 3, 6, 9 a 12 mesiacov, ktoré sa vykonávajú jedenkrát do mesiaca. V decembri 2007 BoE rozšírila škálu akceptovateľného kolaterálu v dlhodobej operácii s trojmesačnou splatnosťou. Pristúpila tiež k zvýšeniu frekvencie a rozšíreniu prideleného objemu.

Ďalším nástrojom BoE je nákup štátnych dlhopisov, tzv. giltov.

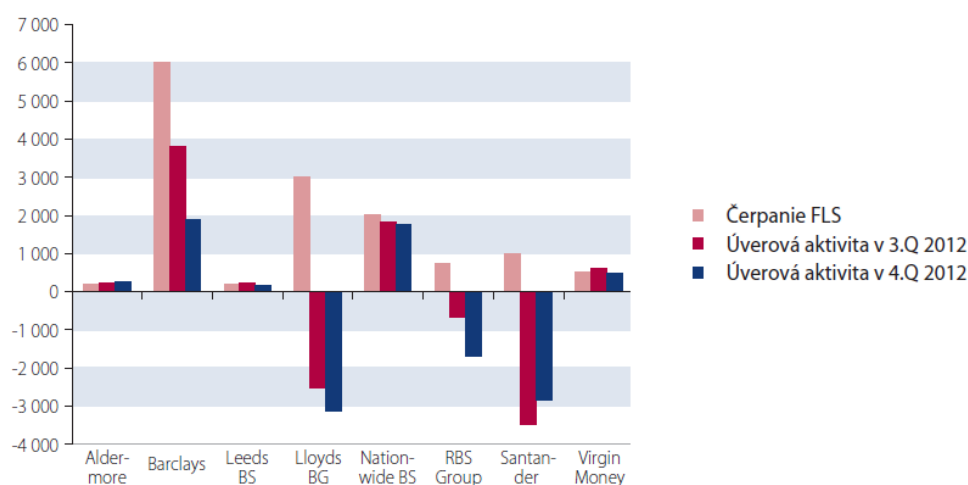
BoE v apríli 2008 predstavila možnosť výmeny nelikvidných aktív, napríklad hypotekárnych záložných listov (mortgage-backed) za likvidné štátne pokladničné poukážky, ktoré sa nazývali Special Liquidity Scheme (SLS).

V októbri 2008 BoE predstavila Discount Window Facility (DWF). Tento nástroj umožňoval výmenu štátnych dlhopisov akceptovateľným protistranám oproti širokej škále kolaterálu. Táto škála

je širšia ako v SLS jej akceptovateľný kolaterál. Banky môžu vymeniť prostredníctvom DWF štátne dlhopisy za akceptovateľný kolaterál buď na 30 dní, alebo na 365 dní od februára 2009 za určitý poplatok závislý od použitého žltého kolaterálu a sumy.

BoE spolu so Štátnou pokladnicou (UK Treasury) vyvinuli začiatkom roka 2009 nástroj AssetPurchaseFacility (APF). Slúžil na nákup vysokokvalitných súkromných aktív. Bol financovaný emisiou vládnych pokladničných poukázok. Účelom tohto nástroja bolo zlepšiť likviditu a dostupnosť na trhu korporátnych úverov. Vyčlenený objem bol 50 mld. GBP.

BoE používa tiež jedinečný nástroj FundingforLendingScheme (FLS). Primárnym cieľom je stimulovať bankové subjekty k poskytovaniu úverov koncovým subjektom ekonomiky. Mala oživiť tiež úverovú aktivitu nebankových subjektov – lízingových a faktoringových spoločností. Operácia bola po predĺžení v platnosti do konca januára 2015. Graf na obrázku 5 uvádza banky, ktoré čerpali zo schémy spolu 98 % zdrojov.



Obrázok 5. Využitie Funding for Lending (v mil. GBP)

Zdroj: [32]

5.4 BoJ

BoJ vyhlasuje ako základnú úrokovú sadzbu - nekolaterizovanú jednodňovú mieru (uncollateralized overnight call rate). Ide o úrokovú sadzbu, za ktorú si medzi sebou obchodné banky požičiavajú likviditu. Japonské banky v polovici 20. storočia, v čase hospodárskeho rozmachu, poskytovali úvery hlavne stavebným a dodávateľským podnikom. Úvery boli zabezpečené nadhodnotenými nehnuteľnosťami. V tomto období nízka inflácia a posilňujúci len nebol koordinovaný menovou politikou, lebo BoJ bol podriadená vláde a nerozhodovala o menovej politike. Zvýšenie sadieb z 2,5 % na 3,25 % v máji 1989 a o 15 mesiacov dosiahla úroveň 6 % prispelo k prasknutiu bubliny. Podniky pod tlakom deflácie a konkurencie boli donútené znížiť ceny svojich výrobkov, čo viedlo k zníženiu ziskov a zároveň aj prostriedkov na splácanie úverov. Banky poznali riziká úverovania, no naďalej poskytovali úvery lebo ich prípadné straty kryl štát (Jílek, 2013, s. 240). V roku 1997, kedy zbankrotovali dve veľké finančné inštitúcie, čo ešte viac prehĺbilo nedôveru verejnosti v bankový sektor. V roku 1999 zahájila BoJ politiku nulových sadzieb.

V roku 2001 BoJ prišla s politikou kvantitatívneho uvoľňovania. Na dosiahnutie tohto cieľa BoJ uskutočňovala nákupy japonských štátnych dlhopisov. Nákupom cenných papierov ich výnosová

krivka klesla na nízke hodnoty, čím BoJ prinútila komerčné banky držať veľké čiastky na rezervných účtoch úročených takmer nulovou percentuálnou sadzbou. Kvantitatívne uvoľňovanie BoJ ukončila v marci 2006. Ceny dlhopisov začali rásť, čo bol signál úspešnosti menovej politiky [42].

BoJ realizuje menovú politiku prostredníctvom operačných nástrojov, ktorými sú operácie na peňažnom trhu. Operácie na voľnom trhu v sebe zahŕňajú priame nákupy japonských vládnych dlhopisov (JGBs), priame nákupy pokladničných poukázok (Treasury Bills) a finančných poukázok, refinančné operácie oproti kolaterálu na poolingovom účte, nákupy japonských vládnych cenných papierov s dohodou spätnom odkúpení, operácie absorbujúce likviditu a doplnkovú facilitu [43].

Menová politika BoJ v súčasnosti je orientovaná na dosiahnutie cenovej stability, ktorá prispieva k zdravému vývoju národného hospodárstva. Začiatkom roku 2013 BoJ vyhlásila cieľ cenovej stability vo výške 2 % a zároveň sa zaviazala k neobmedzenému nákupu aktív [43].

6. Kríza a rozvíjajúce sa ekonomiky

Podľa [44] kríza ukázala, že rozvíjajúce sa ekonomiky - krajiny BRIC (Brazília, Rusko, India a Čína) a NEXT 11 (Bangladéš, Egypt, Indonézia, Irán, Mexiko, Nigéria, Pakistan, Filipíny, Turecko, Južná Kórea a Vietnam) popri dlhodobo vykazovanej vysokej úrovni ekonomickej dynamiky demonštrujú schopnosť vyrovnáť sa s krízou vlastnými silami.

Vysvetlenie je jednoduché. V prípade režimov, používajúcich systémové nástroje štátneho kapitalizmu, sú priame dôsledky krízy kompenzované predovšetkým stimulmi z prostriedkov štátnych tzv. suverénnych investičných fondov. Štátny kapitalizmus pritom nenadobúda podobu centrálne riadených ekonomík, dnešné autoritárske režimy sa sústreďujú na kontrolu kľúčových odvetví, ako je ťažba nerastných surovín, finančný sektor, telekomunikácie, dopravné uzly, v ktorých pôsobia štátne alebo pološtátne firmy, spravidla úzko personálne previazané s režimom (Rusko, Čína, Saudská Arábia, Irán, Venezuela, Bolívia). Tieto firmy, predstavujúce jeden z pilierov súčasného štátneho kapitalizmu, sú závislé na štáte, od ktorého dostávajú väčšinu významných zákaziek a ktorý im píše na mieru legislatívu, poskytuje záruky pri získavaní úverov, alebo ich politicky a ekonomicky kryje pri boji o zákazky v zahraničí. V prípade potreby plnia politické úlohy spôsobom, ktorý by si bežné firmy zodpovedajúce sa svojim akcionárom nemohli dovoliť (zamestnávanie nadmerného počtu ľudí, získavanie strategických zákaziek za objektívne nevýhodných podmienok za účelom zabezpečenia prístupu k dôležitým surovinám, a pod.).

Ďalším špecifikom rozvíjajúcich sa ekonomík sú relatívne nízke pomery úverov k vkladom, zabezpečujúce kvalitatívne odlišnú ekonomickú situáciu v porovnaní s mnohými západnými ekonomikami.

Záver

V príspevku prechádzame prvotné príčiny vzniku krízy s dopadom na eurozónu, USA, Spojené kráľovstvo a Japonsko. Uvádzame v ňom opatrenia menovej politiky Európskej centrálnej banky, FED-u, BoE, BoJ a analyzujeme stratégie, úlohy a nástroje, ktoré využili centrálne banky na dosahovanie svojich menovopolitických cieľov. Počas krízy centrálne banky pristúpili k sérii nekonvenčných opatrení, ktoré zaviedli na podporu eliminácie krízy. V príspevku ich popisujeme a snažíme sa o ich stručné zhodnotenie.

Literatúra

1. Holman, R. *Makroekonomie*. Vydavateľstvo C.H. Beck: Praha, 2004
2. Revenda, Z. et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. ManagementPress: Praha, 2012
3. Trichet, J., C. *The crisis and its lessons*.
Dostupné online: <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091009.en.html> (cit. 07-12-2018).
4. Polouček, S. et al. *Bankovníctví*. Vydavateľstvo C.H. Beck: Praha, 2006
5. Medveď, J. et al. *Banky: teória a prax*. Spirit: Bratislava, 2012
6. Jílek, J. *Finance v globální ekonomice II*. GRADA Publishing: Praha, 2013.
7. Lisý, J. et al. *Ekonomía v novej ekonomike*. IuraEdition: Bratislava, 2005
8. Bartková, D. *Hospodárska politika*. Technická univerzita EF: Košice, 2007
9. Demjan, V., Itip, R., Moravčík, M. *Pravda a mýty o FOREX-e – Ako obchodovať na najväčšom finančnom trhu*. Vydavateľstvo TRIM S&P: Bratislava, 2011.
10. Kotlebová, J., Sobek, O. *Menová politika: stratégie, inštitúcie a nástroje*. IuraEdition: Bratislava, 2007.
11. Zimková, E. *Európsky systém centrálnych bánk – inštitúcie, ciele, nástroje*. Vydavateľstvo Univerzity Mateja Bela: Banská Bystrica, 2005
12. Holková, V. et al. *Makroekonómia*, Vydavateľstvo TU v Zvolene: Zvolen, 2006.
13. Uramová, M. et al. *Makroekonómia*. Vydavateľstvo Univerzity Mateja Bela: Banská Bystrica 2001
14. Úrokové sadzby ECB. Dostupné online:
<https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/urokove-sadzby/urokove-sadzby-ecb> (cit. 09-12-2018).
15. Helísek, M. *Měnové krize: (empirie a teorie)*. Professional: Praha, 2004
16. Musílek, P. *Trhy cenných papírů*. Ekopress: Praha, 2004
17. Dvořák, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. C. H. Beck: Praha, 2008
18. Kotlebová, J., Chovancová, B. *Medzinárodné finančné centrá*. IuraEdition: Bratislava, 2010
19. Kotlebová, J. *The international Monetary System After Global Financial Crisis* in Ivanička, K. et al. *Overcoming Crisis – Creation of the New Model for Socio-economic Development of Slovakia*. Ekonóm: Bratislava, 2010. s. 315-339.
20. Jílek, J. *Finanční rizika*. 1. GRADA Publishing: Praha, 2000
21. Janáčková, S. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělých světů*. CEP-centrum pro ekonomiku a politiku: Praha, 2010
22. Muchová, E., Lisý, J. *Fiskálna politika v hospodárskej a menovej únii*. WoltersKluwer (IuraEdition): Bratislava, 2009
23. Kozák, K. et al. *Dopady krize v euroatlantickém prostoru*. Dokořán: Praha, 2012
24. Jílek, J. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Grada: Praha, 2013
25. Jančík, L. *Ako zareagovala na krízu Európska centrálna banka*. Dostupné na:
<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=1753> (cit. 05-12-2018).
26. Kochanová, M. *Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk od začiatku finančnej krízy po súčasnosť*. *Biatic*, 2009, ročník 17, číslo 12, 19-25.
27. Central banks. Dostupné online: <http://www.actionforex.com/central-banks/> (cit. 20-11-2018).

28. Smaghi, B. L. Conventional and unconventional monetary policy. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva. Dostupné online: <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf> (cit. 20-11-2018).
29. Úrokové sadzby ECB Dostupné online: <https://www.finance.sk/bankovnictvo/urokove-sadzby-cb/> (cit. 10-10-2018).
30. Mesačný bulletin ECB 3/2008 Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200803en.pdf> (cit. 10-09-2018).
31. Mesačný bulletin ECB, 10/2008 Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200810en.pdf> (cit. 10-10-2018).
32. Kostelný, R. Výkon menovopolitických operácií ECB a aktivita európskych bánk na peňažnom trhu v roku 2013. *Biatec*, 2014, ročník 22, číslo 3, 4-11.
33. Euribor® / Eonia® Dostupné online: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/urokove-sadzby/euribor-eonia> (cit. 10-12-2018).
34. Výročná správa, ECB, 2012. Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf> (cit. 10-10-2018).
35. Rozhodnutia Rady guvernérov ECB (iné ako rozhodnutia o stanovení úrokových sadzieb) Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2014/html/gc140620.sk.html> (cit. 10-10-2018).
36. Mesačný bulletin ECB, 12/2011, Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201112en.pdf> (cit. 10-10-2018).
37. Výročná správa, ECB, 2010 Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf?2520dd1dfb107a558278d9e6b205dba2> (cit. 10-10-2018).
38. Prečo nemôže FED zvýšiť základnú úrokovú sadzbu. Dostupné online: <https://blog.etrend.sk/karol-hochschorner/preco-nemoze-fed-zvysit-zakladnu-urokovu-sadzbu-.html> (cit. 10-11-2018).
39. Fed ukončil experiment, ktorý zmenil tvár sveta Dostupné online: <https://finweb.hnonline.sk/komentare-patrie/589116-fed-ukoncil-experiment-ktory-zmenil-tvar-sveta> (cit. 15-11-2018).
40. Jonáš, J. Pozícia a potenciálny zbrojný arzenál. *Investor*, 2011, ročník 12, číslo 11, 24-25.
41. Bernanke, B. S. *Economic Challenges: Past, Present and Future*.
Dostupné na: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/20100407a.htm>
42. Čtvrtletník Monitoring centrálných bank. Dostupné online: www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/
43. Boj. Dostupné online: <http://www.boj.or.jp/> (cit. 10-11-2018).

44. Lačný, M. Hospodárska kríza v retrospektíve: od príčin k dôsledkom. In: *Kríza v politike – politika v kríze?*, Medzinárodná vedecká konferencia v rámci 11. ročníka Prešovských politologických dní, Prešov, Slovensko, 2012, s. 287-294.