

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI
FILOZOFICKÁ FAKULTA

KOMPARÁCIA MENOVEJ POLITIKY ECB A FED V OBDOBÍ
SVETOVEJ HOSPODÁRSKEJ KRÍZY OD ROKU 2008.

Bakalárska práca

Olomouc 2014

Ján Franko

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI
FILOZOFICKÁ FAKULTA

KOMPARÁCIA MENOVEJ POLITIKY ECB A FED V OBDOBÍ
SVETOVEJ HOSPODÁRSKEJ KRÍZY OD ROKU 2008.

Bakalárska práca

Autor: Ján Franko

Vedúci práce: Doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D.

Olomouc 2014

Univerzita Palackého v Olomouci
Filozofická fakulta
Akademický rok: 2012/2013

Studijní program: Filologie
Forma: Prezenční
Obor/komb.: Angličtina se zaměřením na aplikovanou ekonomii
(APLEKA)

Podklad pro zadání BAKALÁŘSKÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
FRANKO Ján	Za Kaštieľom 4/11, Smižany	F11557

TÉMA ČESKY:

Komparácia menovej politiky ECB a FED v období svetovej hospodárskej krízy od roku 2008.

NÁZEV ANGLICKY:

Comparison of the ECB and FED in terms of their monetary policy during the world economic crisis since 2008.

VEDOUĆÍ PRÁCE:

Doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D. - KAE

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

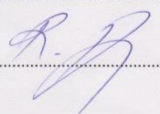
Cieľom tejto práce je predstaviť ECB a FED ako inštitúcie, popísať dôvody a dôsledky svetovej hospodárskej krízy od roku 2008 a porovnať reakcie týchto inštitúcií na obdobie krízy vo forme ich menových politik.

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press, 1999.
REVENDA, Zbyněk a kol. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 2. vydání. Praha: Management Press, 1998.
Board of governors of the Federal Reserve System. The Federal Reserve System : purposes and functions. Washington, 1954.
MEEK, PAUL. U.S. monetary policy and financial markets. New York : Federal Reserve Bank, 1982.
ECB: The European Central Bank[online]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.cs.html>

Podpis studenta: 

Datum: 16/5/2013

Podpis vedoucího práce: 

Datum: 16/5/2013

Prehlásenie

Miestoprísazne prehlasujem, že som bakalársku prácu na tému: „Komparácia menovej politiky ECB a Fed v období svetovej hospodárskej krízy od roku 2008.“ vypracoval samostatne pod odborným dohľadom vedúceho diplomovej práce a uviedol som všetky použité podklady a literatúru.

V Olomouci dňa

Podpis

Pod'akovanie

Na tomto mieste chcem pod'akovať Doc. Ing. Richardovi Pospíšilovi, Ph.D. za odborné a cenné rady, ktorými prispel k mojej bakalárskej práci a za pomoc pri jej vypracovaní.

Obsah

ÚVOD	8
KAPITOLA 1 – KRÍZA	11
1.1 Krizová ekonómia	11
1.2 Jedna bublina strieda druhú	13
1.3 Cesta ku kríze – inovácie finančného systému.....	15
1.4 Nástup, dopady a rozšírenie krízy	19
KAPITOLA 2 – CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO	25
2.1 Vznik centrálnych bánk	25
2.2 Funkcie centrálnej banky	26
2.2.1 Emisná funkcia	26
2.2.2 Funkcia regulácie a dohľadu bankového systému	26
2.2.3 Banka bánk.....	26
2.2.4 Banka štátu.....	27
2.2.5 Správa devízových rezerv	27
2.2.6 Menová (monetárna) politika	28
2.3 Federálny rezervný systém (Fed)	31
2.3.1 Vznik Fedu	31
2.3.2 Štruktúra a funkcie Fedu	32
2.4 Európska centrálna banka (ECB)	35
2.4.1 Hospodárska a menová únia (HMÚ)	35
2.4.2 Štruktúra a funkcie ECB.....	36
2.5 Zhrnutie.....	39
KAPITOLA 3 – REAKCIA NA KRÍZU	41
3.1 Reakcia Fedu	41
3.1.1 QE1.....	43
3.1.2 QE2.....	43
3.1.3 Operácia Twist.....	44
3.1.4 QE3.....	44
3.1.5 QE4.....	44
3.2 Reakcia ECB	45

3.2.1	Znižovanie sadzieb	45
3.2.2	Enhanced Credit Support	46
3.2.3	Securities Market Program (SMP)	47
3.2.4	Outright Monetary Transactions (OMT)	47
KAPITOLA 4 – KOMPARÁCIA REAKCIÍ ECB A FEDU		49
4.1	Spoločné znaky	49
4.2	Rozdielne znaky	50
4.3	Vyhodnotenie oboch reakcií	51
4.3.1	Fed	51
4.3.2	ECB	52
ZÁVER		54
SUMMARY		55
ZOZNAM PRAMEŇOV A LITERATÚRY		56
	Literatúra	56
	Internetové zdroje	57
ZOZNAM SKRATIEK		61
ZOZNAM GRAFOV		62
ZOZNAM TABULIEK		63

ÚVOD

Vo svojej bakalárskej práci som sa rozhodol spracovať jednak problematiku svetovej hospodárskej krízy a taktiež tematiku centrálného bankovníctva a menovej politiky centrálnych bánk, konkrétne v podobe Európskej centrálnej banky (ďalej len ECB) a centrálnej banky Spojených štátov amerických (ďalej len USA), ktorú tvorí sústava niekoľkých bánk a tie sa súhrne označujú termínom Federálny rezervný systém (ďalej len Fed).

Moje rozhodnutie venovať sa vo svojej práci práve týmto otázkam pramenilo z viacerých faktorov. Prvým a najdôležitejším dôvodom bolo to, že som chcel lepšie porozumieť samotnej podstate krízy, dôvodom, ktoré stáli za jej vznikom a v neposlednom rade jej dôsledkom, ktoré sa vďaka vzájomnej previazanosti národných ekonomík v dnešnom globalizovanom svete prejavili či už v Českej republike, kde tretím rokom študujem a teda trávim väčšinu svojho času, alebo na Slovensku, odkiaľ pochádzam a je možné, že v budúcnosti sa tam vrátim. Dopady krízy teda zasahujú aj mňa samotného. Ďalším dôvodom bol fakt, že ma zaujímalo, aké kroky a opatrenia boli prijaté zo strany zodpovedných inštitúcií, akými bezpochyby ECB a Fed sú, aby sa následky krízy zmiernili.

Tieto dôvody sa premietli aj do štruktúry mojej bakalárskej práce a tiež zohrali kľúčovú rolu pokiaľ sa jednalo o stanovenie jej cieľov a naopak toho, čím sa zaoberať nebude. Napriek tomu, že dnes vo svete panuje dojem, že kríza už nie je problémom a globálna ekonomika tento úder zvládla a úspešne sa zotavuje, stále existujú tí, ktorí varujú pred ďalším vývojom a ešte väčším prepadom. Budúce prognózy ale nepatria medzi ciele tejto práce. Rovnako sa nechcem zaoberať tým, či existovali možnosti ako kríze predísť, keďže už v období pred rokom 2008 dvíhali viacerí poprední ekonómovia a iní odborníci varovný prst, ako napr. Raghuram Rajan¹, Nouriel Roubini² alebo Allan Sloan³.

¹ V rokoch 2003 až 2007 jeden z hlavných ekonómov Medzinárodného menového fondu a v súčasnosti guvernér centrálnej banky Indie.

² Americký ekonóm a učiteľ na New York University's Stern School of Business, ktorý predpovedal príchod krízy a kolaps amerického hypotekárneho trhu.

³ Americký žurnalista, ktorý v roku 2008 získal ocenenie za svoj článok o rizikových, tzv. subprime hypotékach.

Hlavnými cieľmi práce je analyzovať okolnosti, ktoré viedli k vypuknutiu krízy, a skúmať to, ako na ňu zareagovali centrálné banky dvoch svetových ekonomík – americký Fed a ECB – a teda popísať a porovnať menovú politiku týchto dvoch bánk, a ukázať následné výsledky týchto postupov. Tieto ciele sú postupne naplnené v štyroch kapitolách tejto bakalárskej práce.

V prvej kapitole sa budem venovať sumarizovaniu príčin vzniku krízy a stručnému vysvetleniu jej dopadov. Táto kapitola zároveň slúži ako úvod do problematiky. Bude v nej vysvetlený a objasnený pojem „kríza“, ktorý má v ekonomickej teórii svoje jednoznačné vymedzenie, a taktiež v nej bude venovaný krátky priestor pre pohľad na fenomén krízy z historického hľadiska.

Druhá kapitola je zameraná na naplnenie jedného z hlavných cieľov, a síce predstavenie centrálnych bánk ECB a Fed, a rovnako vysvetlenie roly centrálnej banky v ekonomike všeobecne. Táto kapitola ďalej vysvetlí pojem „menová politika“, ktorý úzko súvisí s centrálnym bankovníctvom a jeho úlohami.

Prvé dve kapitoly sú kľúčové pre plné pochopenie kapitoly tretej, ktorá sa zaoberá tým, ako ECB a Fed reagovali na vznik svetovej hospodárskej krízy, aké kroky a opatrenia postupom času učinili.

Štvrtá a zároveň záverečná kapitola mojej bakalárskej práce bude pojednávať o porovnaní týchto dvoch prístupov, ako ECB, tak Fedu. Týmto bude naplnený hlavný cieľ tejto práce. Pri tejto komparácii sa budem opierať o dôveryhodné zdroje a údaje a štatistiky základných makroekonomických ukazovateľov.

Celá práca bude vedená v duchu filozofie ekonómie pozitívnej, ktorú Blažek definuje takto :

„Pozitívna ekonómia usiluje o analýzu hospodárstva v podobe, v akej ho nachádza. Odhaľuje zákonitosti presadzujúce sa v ekonomických procesoch a chovanie subjektov.“ (Blažek, 2002, 38)

V práci teda nebudem navrhovať iné alebo vlastné možnosti riešenia, či už v rámci prognóz do budúcnosti alebo možných odlišných pohľadov na minulé udalosti.

KAPITOLA 1 – KRÍZA

1.1 Krízová ekonómia

Ešte predtým, než sa pustím do rozoberania krízy samotnej, ktorá je v ekonomickom svete a literatúre tiež známa pod názvom „*Velká recesia*“ (angl. Great Recession) a ktorej oficiálny začiatok sa datuje k septembru roku 2008, vysvetlím, tak ako som to uviedol v úvode svojej práce, aký význam má pojem „*kríza*“ v ekonómii a aké ukazovatele a ich hodnoty tento ekonomický jav definujú.

Kríza, odborne označovaná ako „*recesia*“ , je jednou z fáz hospodárskeho cyklu, ktorý je tvorený celkovo štyrmi etapami, ktoré sa cyklicky opakujú. Tieto etapy sú vrchol, kontrakcia, dno a expanzia. Ak trvá kontrakcia, teda pokles, dlhšiu dobu, vtedy v ekonómii hovoríme o recesii. V publikácii *Ekonomie a ekonomika* je táto fáza hospodárskeho cyklu vymedzená nasledovne:

„Recesia znamená hospodársky pokles; pre jej identifikáciu sa v súčasnosti požaduje pokles HDP⁴ v dvoch po sebe nasledujúcich štvrťrokoch. O depresii (kríze) hovoríme vtedy, keď sa ekonomika ako celok nachádza dlhšiu dobu v zostupnej fáze cyklu (...). (Vlček, 2003, 333)

Pre ucelenosť a lepšie pochopenie jednak fenoménu krízy vo všeobecnosti, tak aj celosvetovej hospodárskej krízy, ktorá vznikla v roku 2008 v USA, je vhodné krátko nahliadnuť do histórie. Táto kríza rozhodne nebola prvou ekonomickou krízou v dejinách ľudstva. V okamihu, keď už bolo ekonómom jasné, že kríza vypukla a ekonomika USA sa nachádza vo fáze recesie, mnoho odborníkov a predstaviteľov rôznych finančných inštitúcií reagovalo tým, že krízu nebolo možné predvídať a nikto nemohol tušiť, že udrie. Tieto vyjadrenia sú prinajmenšom diskutabilné, ale hodnotiť ich nie je predmetom tejto práce. Ak sa budeme držať faktov a informácií, ktoré nám poskytuje história o tom, akým spôsobom prebiehali predchádzajúce krízy, nájdeme niekoľko zhodných faktorov, ktoré sa nezmenili ani za desiatky rokov ekonomického vývoja a zmien, ktorými si finančný sektor prešiel.

⁴ Hrubý domáci produkt. Je to súhrn celkovej finálnej produkcie tovarov a služieb vyrobených v určitej krajine behom jedného roku. (Blažek, 2002, 159)

Nouriel Roubini vo svojej knihe *Krizová ekonomie* s podtitulkom *Budoucnost finančníctví v kostce* tvrdí, že krízy sa v ekonomii vyskytovali pomerne často a vôbec nie sú ojedinelým javom. Roubini ďalej svoj názor podporuje argumentom, že prvý „krízový ekonóm“, a teda človek, ktorý ako prvý začal písať o kríze a pravidelných výkyvoch v hospodárskom cykle, bol politický teoretik John Stuart Mill, ktorého dielo *Zásady politickej ekonomie* bolo napísané už v roku 1848. Popisuje v ňom vzorec, podľa ktorého sa riadi vznik krízy, a je pozoruhodné, ako presne sa tento vzorec zhoduje aj s udalosťami, ktoré sa stali o stošesťdesiat rokov neskôr. Na začiatku podľa Milla vždy stojí tzv. „bublina“, ktorú server *The Economist* vo svojom online ekonomickom slovníku definuje ako situáciu, kedy sa cena určitého aktíva postupne neúmerne zvyšuje oproti očakávanému či pravdepodobnému vývoju.⁵ Podľa Milla bubliny začínú rásť pod vplyvom nejakej ďalšej udalosti alebo šoku, čo vyvolá rozsiahle špekulácie, alebo dokonca mániu. V tomto ohľade do hry významne vstupuje aj psychologický faktor. Pohľad ostatných na ľudí, ktorí vďaka investovaniu do tejto bubliny prišli k vysokým a rýchlym ziskom, v nich vyvolá potrebu zapojiť sa, či už s vidinou rovnako rýchleho zisku, vierou, že cena daného aktíva bude naďalej rásť alebo obavou, že by mohli túto príležitosť premeškať. Mill ale tvrdí, že bublina samotná nie je tvorcom krízy a kritickú rolu prisudzuje úverom a dlhom. Podľa neho sa miera úverov zväčšuje zároveň s rastom bubliny. Ľudia začnú úver využívať častejšie ako obvykle. Môžu takisto dostať úver vyšší ako zvyčajne, pretože sa skutočne zdá, že dosahujú výnimočne vysoké zisky. Všade začne prevládať nadšenie a nabádanie ako na branie, tak aj poskytovanie úverov, viac než za bežných okolností, čo znamená, že k úveru sa môžu dostať aj jedinci, ktorí by na neho inak nemali nárok. Nič ale nerastie donekonečna a každá bublina musí raz zákonite prasknúť, čo sa reálne prejaví zlyhaním určitého počtu firiem. Proces sa potom otočí, nadšenie vystrieda pocit nedôvery, ceny začnú klesať, a to až pod bežnú úroveň, rovnako ako predtým rástli a šanca získať úver sa rovná takmer nule. Tento prepád sa následne prelieva z finančného sektoru aj do ostatných oblastí ekonomiky a vyústí do podoby zvýšenia nezamestnanosti a spôsobenia toho, že sa ľudia dostávajú pod hranicu chudoby. (Roubini, Mihm, 2011, 43-44)

⁵ *The Economist. Economics A-Z terms beginning with B* [online]. cit. 2014-3-25. Dostupné z: www.economist.com/economics-a-to-z/b#node-21529426

Tento vzorec, ktorý Mill navrhol v roku 1848, sa osvedčil aj v dnešnej dobe a môžeme si do neho dosadiť „premenné“ z roku 2008. Ako prvá sa objavuje bublina. Tá sa začala v tomto prípade nafukovať na americkom realitnom trhu, kedy sa mánia začala točiť okolo nehnuteľností a ich ceny začali prudko stúpať. Udalosti z roku 2008 ale už boli len vyvrcholením toho, čo sa v USA začalo diať niekedy v roku 2003. Priebeh tejto krízy a taktiež to, čo jej predchádzalo, popisuje v svojej knihe *Návrat ekonomické krize* autor Paul Krugman.

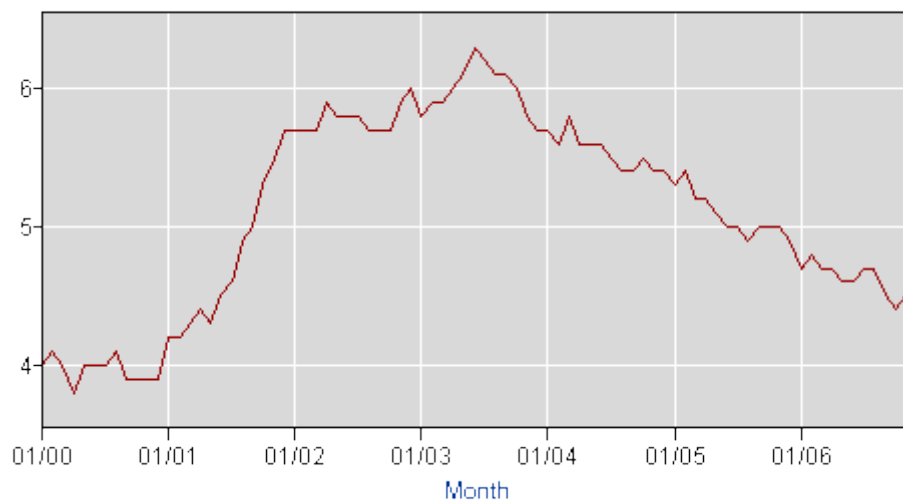
1.2 Jedna bublina strieda druhú

Je pozoruhodné, že táto realitná bublina nasledovala v tesnom závese po akciovej bubline, ktorá sa vytvorila v oblasti informačných technológií v období ich nástupu na trh, kedy opäť mnoho investorov prejavilo extrémny optimizmus v ich ziskový potenciál. Druhou a médiami mierne prehliadanou príčinou bubliny známej aj ako bublina „dot-com“ bolo to, že nastával všeobecný pocit istoty a dôvery v to, že obdobie recesií už je definitívne za nami. Na druhej strane je nutné uznať, že toto presvedčenie bolo podložené skutočnosťou, že v tej dobe makroekonomické ukazovatele naozaj naznačovali menej výrazný prejav hospodárskeho cyklu. Ďalším ospravedlňujúcim faktorom bolo aj to, že pred investormi sa otvárala úplne nová oblasť. Ľudia teda vo veľkom investovali do akcií týchto spoločností, s vedomím toho, že medzi ekonómami a finančnými odborníkmi bolo známe, že akcie sú z historického hľadiska veľmi dobrou investíciou. Každý kto tieto akcie nakúpil dosahoval závratné zisky, zatiaľ čo ostatným ľuďom, ktorí sa nezapojili, takpovediac ušiel vlak. Ceny ďalej rástli a zdalo sa, že bublina bude rásť donekonečna. To ale samozrejme nebolo možné, a pre všetky budúce Microsofty nebol v ekonomike dostatočný priestor. Vrchol bol dosiahnutý v roku 2000, počas nasledujúcich dvoch rokov tieto akcie stratili priemerne 40% zo svojej hodnoty. (Krugman, 2009, 130-131)

Napriek tomu, že sa môže zdať, že bublina na akciovom trhu, tiež nazývaná tzv. bublina „dot-com“ nijak nesúvisí s tou realitnou, ktorá prišla po nej, Krugman ju vo svojej knihe popisuje a ja som sa rozhodol ju vo svojej práci objasniť tiež, pretože sa neskôr ukázalo, že jej následky boli oveľa horšie, ako sa mohlo zdať, a jednou z príčin vďaka ktorej sa ich podarilo zmierniť, bol práve trh s realitami.

Krugman ďalej vysvetľuje, že po prasknutí akciovej bubliny nastala v americkej ekonomike recesia. Tá ale bola relatívne krátka, odvolaná už po ôsmich mesiacoch komisiou, ktorá pozostáva v USA z nezávislých ekonómov, ktorí sú spojení s Národným úradom pre ekonomický výskum⁶. Táto komisia sleduje rôzne údaje, od HDP po zamestnanosť, a na základe toho, či ich hodnoty stúpajú alebo klesajú, vyhlasuje začiatok a koniec recesie. Na konci roku 2002 začala rásť priemyslová výroba a HDP, preto komisia oficiálne oznámila, že recesia skončila. Problémom bolo, že situácia sa nezlepšovala na trhu práce, nezamestnanosť rástla aj po tom, čo sa USA dostali z recesie. Tento trend celkovo trval dva a pol roka, a nie iba osem mesiacov. Ukončiť sa ho podarilo až realitnému trhu, preto sa často hovorí, že akciová bublina bola nahradená tou realitnou. (Krugman, 2009, 134-135)

Graf 1: Miera nezamestnanosti v USA v rokoch 2000 až 2006 (v %)



Zdroj : Bureau of Labor Statistics.

Skutočnosť, že nezamestnanosť v USA skutočne rástla až do polovice roku 2003 od začiatku roku 2001 dokladá Graf 1.

V tomto procese zohral kľúčovú úlohu aj vtedajší predseda Fedu Alan Greenspan a jeho politika znižovania úrokových sadzieb. O základných úrokových sadzbách Fedu podrobnejšie píšem v kapitolách číslo 2 a 3.

⁶ National Bureau of Economic Research. Táto organizácia sa venuje zvýšeniu povedomia o tom, ako fungujú ekonomické procesy. Dostupné z: www.nber.org

1.3 Cesta ku kríze – inovácie finančného systému

V predchádzajúcej časti bol zmienený prechod od bubliny akciovej k realitej. Čo presne zapríčinilo, že taký prudký nárast nastal práve na trhu s nehnuteľnosťami? Ako Krugman, tak Roubini sa zhodujú v názore, že bublina akcií bola do istej miery ospravedlniteľná, pretože sa jednalo o revolučnú oblasť informačných technológií, a tak sa dá pochopiť, že veľa investorov sa pre túto vec nadchlo. Ale ani jeden z nich nevidel dôvod, prečo by zrazu mali prestať platiť pravidlá, ktoré v prípade domov vždy platili. Krugman sa k tomuto problému vyjadruje takto :

„Domy sú domy. Američania mali už dávno vo zvyku kupovať ich na hypotéku, ale je ťažké pochopiť, prečo by si niekedy v roku 2003 mali zrazu všetci myslieť, že základné pravidlá týkajúce sa týchto pôžičiek boli zrušené. Z dlhej skúsenosti predsa vieme, že tí, ktorí si kupujú domy, by si nemali brať hypotéky, na ktorých splácanie nemajú prostriedky (...).“ (Krugman, 2009, 132)

Roubini pridáva svoje postrehy, kde tiež popisuje ďalší z rozdielov medzi týmito bublinami, a vyzdvihuje to, že technologická kríza mala aspoň nejaké pozitíva:

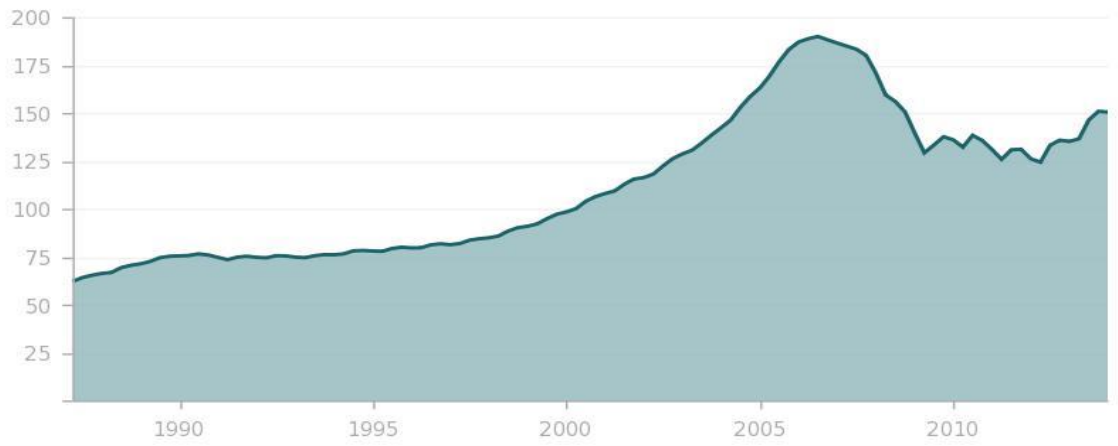
„I po prasknutí bubliny mnoho týchto nových spoločností prežilo, rovnako ako nová komunikačná infraštruktúra v podobe koaxiálneho káblového vedenia (...) a iných hmatateľných technologických vylepšení. Nedávna kríza za sebou naopak zanechala iba nepatrný hmatateľný prínos (...). A ešte horšie je, že rozmach bývania nevznikol na základe nejakej technologickej revolúcie. Domy postavené v roku 2006 sa v ničom nelíšia, ani nie sú výkonnejšie než domy, ktoré vznikli o desať či dvadsať rokov skôr.“ (Roubini, Mihm, 2011, 60)

Napriek týmto skutočnostiam bol rozmach v oblasti bývania skutočne mimoriadny. Na grafe 2, ktorý znázorňuje S&P Case-Shillerov index⁷, môžeme vidieť,

⁷ S&P/Case-Shiller Home Price Index je poprednou metódou merania a sledovania cien obytných nehnuteľností v USA. S&P/CASE SHILLER [online]. cit. 2014-4-1. Dostupné z: us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-case-shiller

že sa medzi rokmi 2000 a 2007 ceny domov takmer zdvojnásobili, keď v marci roku 2000 bola hodnota indexu na čísle 100, v júni roku 2006 dosahovala hodnotu 190.

Graf 2: Vývoj cien obytných nehnuteľností v USA



Zdroj: Standard and Poor's

Ak teda oblasť nehnuteľností samotná nebola nijakým spôsobom sama o sebe inovatívna, čo bolo tým hnacím motorom? Aj na túto otázku v príslušnej literatúre nachádzame odpoveď. Realitný boom bol poháňaný inováciami, ktoré vznikali vo vnútri iba jedného priemyslu: finančného systému a služieb.

Prvou z dôležitých inovácií, ktoré je nutné poznať a chápať, je proces tzv. sekuritizácie. Tento proces však nie je novinkou, ktorá by sa objavila v priebehu tejto krízy, vznikol už v sedemdesiatych rokoch, kedy boli vytvorené prvé cenné papiere zaistené hypotékami. Ešte predtým, ako vysvetlím náležitosti tohto systému, je dobré si vysvetliť dôvody, ktoré viedli k snahám o takéto inovácie v oblasti poskytovania úverov.

Pred príchodom týchto inovácií bolo poskytovanie úverov na bývanie výhradne vzťahom medzi žiadateľom, a teda budúcim majiteľom domu, a banky, ktorá mu takúto pôžičku sprostredkovala. Banka požičala peniaze a nepodnikala žiadne ďalšie kroky, iba inkasovala splátky.

Tento spôsob zmenili vyššie zmienené inovácie. Revolučný systém sekuritizácie umožnil zlúčenie viacerých hypoték do jedného spoločného balíčku alebo fondu, na základe ktorého následne boli vydané dlhopisy, ktoré sa predávali investorom.

Výsledkom tohto procesu bolo zlúčenie nelikvidných⁸ hypoték do podoby likvidných, obchodovateľných aktív. Uspokojené boli banky, ktoré už nemuseli čakať roky na splátky dlžníkov, a taktiež investori, ktorí takto získali podiely na výnosoch od veľkého množstva majiteľov domov splácajúcich svoje hypotéky. (Roubini, Mihm, 2011, 61)

Takáto inovácia sama o sebe nie je nebezpečná a prináša výhody všetkým zúčastneným stranám, ale iba za predpokladu, že si poskytovateľ hypotéky dôkladne preverí svojho klienta, a teda jeho možnosti hypotéku splácať. V tomto bode ale nastal v kontexte svetovej hospodárskej krízy zlom, pretože ďalšia vlna inovácií z dielne finančných inžinierov z Wall Street spôsobila, že už sa viac nikto nestaral o to, či budú dlžníci schopní splácať svoje úvery.

Sekuritizácia neskončila iba pri hypotekárnych úveroch na bývanie. Finančný sektor začal so sekuritizáciou aj ďalších typov spotrebiteľských úverov, ako napr. úverové kreditné karty, študentské pôžičky alebo pôžičky na kúpu automobilov. Významnú rolu zohrali aj investičné banky⁹, ktoré mali svoj podiel na vzniku týchto cenných papierov a asistovali pôvodnému vydavateľovi cenných papierov, ich prioritou ale bolo čo najrýchlejšie ich predať investorom z celého sveta. Ďalším, kto sa vyskytoval v tomto reťazci medzi dlžníkom a konečným investorom boli ratingové (hodnotiace) agentúry. V tom čase túto oblasť na trhu v USA ovládali tri ratingové agentúry: Moody's, Standard and Poor's a Fitch. Tie ale mali motiváciu pridelovať cenným papierom vysoké investičné hodnotenia, pretože si tým od ich emitentov zaistili odmenu. (Roubini, Mihm, 2011, 63)

Z popisu toho, ako tento systém fungoval, vyplýva, že nikto sa už viac nezaujímal o kvalitu hypotéky a miery rizika jej nesplatenia. Poskytovatelia pôžičiek ich predávali investičným bankám, ktoré z nich vytvorili pomocou procesu sekuritizácie cenné papiere, ktoré ďalej predávali investorom z celého sveta. Rola ratingových

⁸ Likvidné prostriedky sú také, ktoré buď už sú v peňažnej forme, ale je možné ich rýchlo a bez rizika za peniaze zmeniť. (Hinds a kol., 2003, 207)

⁹ Oblasť investičného bankovníctva zahŕňa operácie na kapitálovom trhu, predovšetkým emisie cenných papierov a obchodovanie s nimi na sekundárnom trhu a poradenstvo pri fúziách a akvizíciách. *Slovenská sporiteľňa* [online]. cit. 2014-4-3. Dostupné z: www.slsp.sk/6617/investicne-bankovnictvo.html

agentúr, ktorých primárnou povinnosťou je monitorovať a odhaliť rizikové investície, už bola objasnená.

Krugman ďalej vysvetľuje, že vďaka tomu, ako bol tento systém nastavený, otvorila sa cesta k nárastu množstva poskytnutých hypoték, ktoré sú označované ako druhoradé či rizikové (angl. subprime). Ďalej objasňuje, že až do doby realitnej bubliny sa sekuritizovali výhradne prvoradé hypotéky (angl. prime), ktoré boli poskytované iba tým, ktorí dokázali zložiť vysokú zálohu a preukázali, že ich príjem je dostatočne vysoký na to, aby boli schopní hypotéku splácať. Ďalšou z vlny finančných inovácií, ktoré vydláždili cestu sekuritizácii aj subprime hypoték boli tzv. zaistené dlhové obligácie (angl. Collateral Debt Obligations, ďalej iba CDO). Všetko sa dialo na pozadí bubliny, a ako už vysvetlil Mill vo svojom vzorci, počas bubliny vládne viera, že ceny budú iba rásť, čo aj v tomto prípade viedlo k tomu, že veritelia nakoniec znížili svoje nároky na dlžníkov. Tí podobne, keď videli ako ceny domov rastú, radšej vstúpili na trh hneď, a nezaujímal ich o to, ako budú hypotéku splácať. Veritelia predpokladali, že pri stálom raste cien domov si dlžníci v prípade, že by mali problém so splácaním, vzali ďalšiu pôžičku, pri ktorej by ručili už splatenou časťou svojej nehnuteľnosti (tzv. home equity loan), alebo v horšom prípade získajú potrebné prostriedky predajom domu. (Krugman, 2009, 132-133)

U vyššie zmienených finančných nástrojoch zvaných CDO je dôležité poznamenať ešte jeden fakt. Nech už sa jedná o akýkoľvek cenný papier zaistený hypotékou, jeho držiteľ na seba vždy berie určitú mieru rizika. Riešenie prišlo v podobe rozdelenia CDO na diely alebo tzv. tranže, ktoré existovali v troch prevedeniach. Za najbezpečnejšiu investíciu je považovaná tzv. senior tranža, a potom zostupne nasledujú tranže mezzanine a equity, teda stredne rizikové, resp. najviac rizikové. Senior tranže dostávali hodnotenie AAA¹⁰, i keď boli podložené hypotékou s nižším úverovým ratingom, čím sa tieto toxické a rizikové pôžičky transformovali v pozlátený cenný papier a zdanlivo bezpečnú investíciu. (Roubini, Mihm, 2011, 63-64)

V predošlej časti som uviedol, že do reťazca, ktorý vznikol pri obchodovaní s rizikovými hypotékami, boli zapojené investičné banky. Tieto banky však nikdy

¹⁰ Najvyššie možné úverové hodnotenie.

neboli súčasťou tradičného bankového systému. Dôležitosť ich roly na pozadí krízy vysvetľuje Roubini, a pre označenie tejto oblasti finančného sektoru užíva názov tzv. „tieňový bankový systém“:

„Tieňový bankový systém sa skladá z inštitúcií, ktoré vyzerajú ako banky, požičiavajú si peniaze ako banky, ale – čo je najdôležitejšie – nepodliehajú regulácii ako banky.“ (Roubini, Mihm, 2011, 72)

Pokiaľ ide o reguláciu, konvenčné banky podliehajú dohľadu čo sa týka kontroly likvidity, miery zadlženia a objemu kapitálu. Tieto kritéria a ich regulovanie značne limitovali banky čo do množstva peňazí, ktoré zarábali. Na druhej strane banky získali ochranu v podobe podpory veriteľa poslednej inštancie¹¹ a poistenia vkladov¹². Bankovníctvo týmto bolo trochu monotónne, ale bezpečné podnikanie. Ale nie všetci, ktorí boli súčasťou bankového sektora, túžili po stabilite a bezpečnosti. Uvedomovali si, že môžu zarábať oveľa viac peňazí, ak budú podnikat' v bankovníctve bez záchranej siete. Tieto pohnútky nakoniec viedli ku vzniku tieňového bankovníctva, ktoré sa stalo konkurentom toho konvenčného. (Roubini, Mihm, 2011, 74-75)

1.4 Nástup, dopady a rozšírenie krízy

V predošlej časti som popísal, aké praktiky a inštitúcie existovali vo finančnom sektore USA. Tie nakoniec vyústili v zrod globálnej hospodárskej krízy, ktorej oficiálny začiatok je médiami datovaný k 15. septembru 2008, kedy padla investičná banka Lehman Brothers¹³. V tejto fáze krízy sa vo vzorci od Milla dostávame do bodu, kedy bublina dosahuje vrchol a po jeho dosiahnutí zákonite praská, čo vyústí v krach určitého počtu firiem, ktoré boli do bubliny zapojené.

Krugman vysvetľuje, že konjunktúra v oblasti bývania začala koncom roka 2005 poľavovať, čo bolo spôsobené tým, že ceny domov rástli až do výšky, kedy si ich už

¹¹ Stála pripravenosť centrálnej banky poskytnúť obchodnej banke úver, pokiaľ by sa dostala do likvidných problémov. (Hinds a kol., 2003, 452)

¹² Cieľom povinného poistenia vkladov v bankách je ochrana vkladateľov. Poistenie súčasne zvyšuje dôveryhodnosť bankového systému, pretože pri úpadku banky sú straty vkladateľov výrazne nižšie alebo žiadne.

¹³ *The Independent. Crash of a Titan: The inside story of the fall of Lehman Brothers* [online]. cit. 2014-4-6. Dostupné z: www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/crash-of-a-titan-the-inside-story-of-the-fall-of-lehman-brothers-1782714.html

nemohla dovoliť väčšina obyvateľstva, ani v prípade, že by nemali povinnosť zložiť zálohu a platiť nízke úroky. Dôsledkom toho bolo, že predaje začali postupne klesať. Napriek tomu ceny ešte nejaký čas stúpali, ale koncom jari 2006 už bol trh natoľko presýtený, až sa stal neudržateľným. Ceny domov začali klesať čoraz rýchlejšie, v druhom štvrtroku 2007 bol podľa Case-Shillerovho indexu pokles mierny, ale v priebehu nasledujúceho roka sa ceny domov prepadli o viac než 15%.¹⁴ V tomto období sa začalo prejavovať zlyhávanie kľúčovej úvahy, a síce že ceny domov budú stále stúpať. Potom čo sa prepadli, počet nesplatených hypoték začal narastať, pretože už bolo pre dlžníkov veľmi náročné ich dom prediť. Vďaka inováciám, o ktorých som už písal, nebola možná ani dohoda medzi dlžníkom a poskytovateľom hypotéky a prípadné zníženie dlhu vo forme nižších splátok. Tým, že hypotekárne spoločnosti svoje pôžičky predali finančným firmám, ktoré z nich vytvorili CDO a tie rozpredali investorom, sa vytvorili zložité právne vzťahy a prekážky k odpusteniu dlhu. To viedlo k masívnemu nárastu exekúcií. (Krugman, 2009, 147-148)

V úvode tejto podkapitoly som zmienil o zrušenie investičnej banky Lehman Brothers. Táto banka však nebola konvenčnou obchodnou bankou a súčasťou tradičného bankového systému. Naopak, spadala pod tieňový bankový systém, o ktorom som písal v predchádzajúcej podkapitole. Potom, čo bublina došla k vrcholu, ceny domov začali padať a počet nesplatených hypoték stúpala, inštitúcie tieňového bankovníctva sa ocitli v problémoch.

Veľký počet neregulovaných poskytovateľov nebankových úverov, ktorí vytvorili cestu pre zrod rizikových hypoték, nemohli v prípade problémov čerpať pomoc od veriteľa poslednej inštalácie. Vtedy ale ešte stále panoval názor, že tieto problémy sa týkajú iba jednej časti finančného systému, čo vo svojom prejave v roku 2007 predniesol aj vtedajší predseda Fedu Ben Bernanke¹⁵ a vylíčil trh s rizikovými hypotékami ako izolovaný. (Roubini, Mihm, 2011, 83)

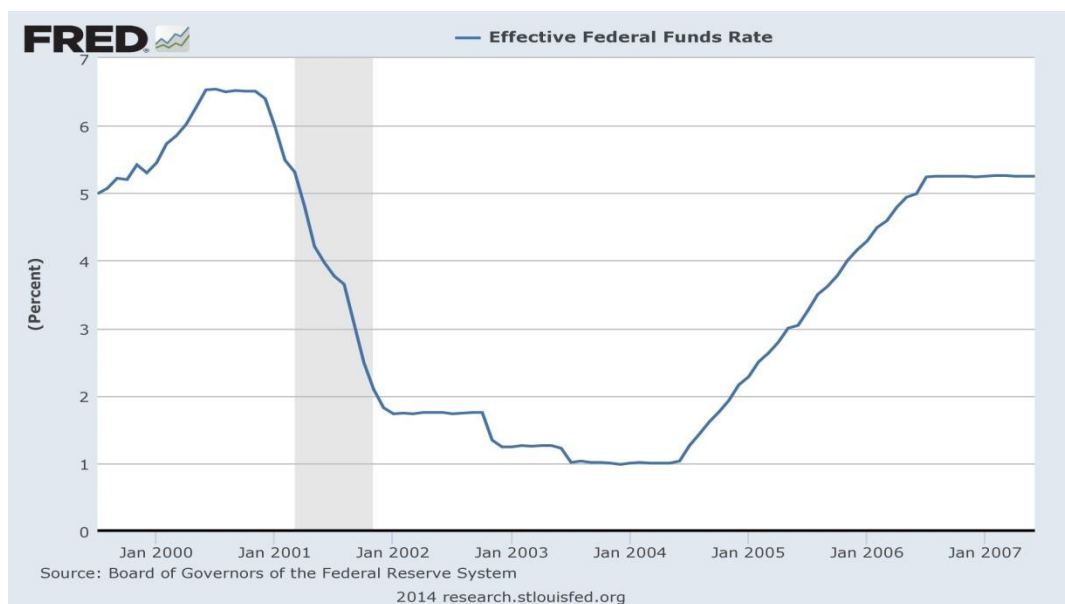
¹⁴ Tento fakt dokazuje aj Graf 2.

¹⁵ Pozíciu predsedu Fedu Ben Bernanke zastával od roku 2006 do roku 2014. Nahradil tak Alana Greenspana. Od 3.2.2014 je predsedníčkou Fedu Janet L. Yellen. *Federal Reserve* [online]. cit. 2014-3-24. dostupné z: www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/yellen.htm

Z tohto presvedčenia následne vyplýval aj vlašný prístup Fedu. O dôvodoch tejto viery a aj ďalšom priebehu krízy píše vo svojom článku Josef Zemánek.¹⁶

Napriek faktu, že problémy na trhu s nehnuteľnosťami pozvoľna naberali na intenzite, banková rada Fedu nepredpokladala, že počet rodín neschopných splácať by mohol byť príliš vysoký. Znepokojivá situácia v oblasti subprime hypoték bola v tom čase detailne známa iba hypotekárnym bankám. Ak by počet neplatičov bol aj v skutočnosti iba minimálny, nebol by to pre ekonomiku veľký problém. Ale v dôsledku bubliny na trhu malo podľa agentúry Mortgage Bankers Association (MBA) na jar roku 2008 problém so splácaním približne 20 % domácností, ktoré dostali rizikovú hypotéku. Tento stav ovplyvnili aj základné úrokové sadzby Fedu, ktoré v roku 2004 začali stúpať z predošlej hodnoty 1 %. Do roku 2006 už dosahovali výšky 5,25 %. (viz. Graf č. 3).

Graf 3: Vývoj základnej úrokovej sadzby Fedu v rokoch 2000 až 2007 (v %)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Tento fakt sa postupom času premietal aj do zvyšovania hypotekárných úrokových sadzieb, a tak splátky za hypotéky postupne ukrajovali viac z rozpočtov domácností. Tým najmenej bonitným boli domy následne zabavované. Exekučná činnosť v USA stúpala (viz. Graf 4). Zdrojom dát je realitná informačná spoločnosť

¹⁶ Český ekonóm a autor publikácií z odboru ekonomie, šéfredaktor portálu Euroekonom.cz.

RealtyTrac, ktorá do svojich štatistík zahŕňa upomienky o neplatení, aukcie a odobranie vlastníctva neplatičom hypoték.

Graf 4: Medziročný vývoj exekučnej činnosti v USA



zdroj: RealtyTrac¹⁷

Exekúcie zároveň pre banku alebo poskytovateľa hypotéky vo všeobecnosti znamenali, že banka musí zabavený dom opäť predať, čo v kontexte bubliny a klesajúcich cien nehnuteľností rezultovalo v stratu v hodnote 15 – 25 % z pôvodnej ceny domu. Banky sú schopné znášať stratu do určitej miery, ak ale počet neplatičov túto hranicu prekročí, banka sa nevyhne bankrotu.¹⁸

¹⁷ *Foreclosure Rates Have Gone Down Nationally*. Albuquerque Business Law, P.C. [online]. cit. 2014-3-22. Dostupné z: www.albuquerquebusinesslaw.com/foreclosure/foreclosure-rates-have-gone-down-nationally

¹⁸ ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky*. [online]. cit. 2014-4-9. Dostupné z: www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky

Toto postihlo aj investičnú banku Lehman Brothers, o ktorej som sa zmienil na začiatku tejto podkapitoly. Tá však nebola prvou veľkou bankou, ktorá padla, a taktiež nebola jediná, ktorá sa venovala obchodovaniu s rizikovými hypotékami.

Spolu s Lehman Brothers pôsobili na trhu ďalšie štyri veľké investičné banky: Bear Sterns, Merrill Lynch, Morgan Stanley a Goldman Sachs. Tie museli kríze čeliť sami. Keďže boli súčasťou tieňového bankového systému, nemohli čerpať pomoc od centrálnej banky ako veriteľa poslednej inštalácie. Navyše to boli nezávislé firmy, takže sa nemohli spoľahnúť ani na pomoc od materských spoločností, na rozdiel od bánk napojených na komerčné skupiny ako Citigroup alebo Bank of America. Ako prvá skolabovala Bear Sterns, keď 13. marca 2008 oznámila stratu väčšiny svojich likvidných aktív a bola kúpená bankou JPMorgan Chase za pomoci Fedu. Lehman Brothers oznámili bankrot 15. septembra, Merrill Lynch bola prevzatá Bank of America. Zvyšné dve investičné banky, Goldman Sachs a Morgan Stanley sa v dôsledku pádov ostatných investičných bánk rozhodli prihlásiť o status bankových holdingových spoločností, čo im umožnilo prístup k podpore od centrálnej banky, ale zároveň sa na nich začala vzťahovať oveľa prísnejšia regulácia. Táto transformácia Wall Street a zánik alebo prevzatie piatich najväčších investičných bánk bol dôležitým okamihom v dejinách amerického aj svetového finančnictva. (Roubini, Mihm, 2011, 96-106)

Na prvý pohľad by sa mohlo zdať, že tento typ krízy nedosiahne globálnej úrovne a v USA si ho budú musieť vyriešiť sami. Nie je veľa trhov, ktoré sú tak národné a ohraničené ako je trh s realitami. Ako sa však ukázalo neskôr, opak bol pravdou, a kríza sa dotkla nielen európskych krajín, ale aj ekonomík ako Čína, Rusko alebo Latinská Amerika.

Existuje staré príslovie, ktoré hovorí, že ak si USA kýchne, zvyšok sveta chytí nádchu. Je to tým, že USA má najsilnejšiu ekonomiku na svete, a keď sa dostane do nejakých problémov, krajiny závislé na americkom dopyte po komoditách a spotrebnom tovare sa tiež ocitnú v problémoch. Ďalším faktorom je, že investori v rozdielnych krajinách majú vo vlastníctve tie isté typy aktív. Presne toto bolo príčinou toho, že sa kríza preliala z USA do ostatných častí sveta: zahraniční investori nakúpili veľkú časť

cenných papierov vyprodukovaných na Wall Street, ako boli CDO. Behom bubliny po nich skočili takisto mnohé zahraničné banky, a vďaka vysokému hodnoteniu aj konzervatívnejší investori, ako sú napr. penzijné fondy¹⁹.

Ako zhrnutie celej tejto kapitoly, ktorá popisuje základné rysy krízy a niektoré významné okamihy jej vzniku, najlepšie poslúži úryvok z knihy *The Fruit of Hypocrisy* od Josepha Stiglitz, ktorý vo svojej knihe *Globalizace a krize* uvádza Ivona Švihlíková:

„Finančná kríza je plodom nepoctivosti na strane finančných inštitúcií a nekompetentnosti na strane politikov.(...) Je smutné, že mnohé z najhorších prvkov finančného systému USA – toxické hypotéky a praktiky, ktoré k nim viedli – boli exportované do zvyšku sveta. To všetko sa dialo v mene inovácie a akákoľvek regulačná iniciatíva bola zavrhaná (...). Najlepšie mozgy v USA venovali svoj talent na obchádzanie štandardov (...) zaisťujúcich efektívny chod a bezpečnosť bankového systému (...).“ (Švihlíková, 2010, 46)

¹⁹ Penzijné fondy mohli nakupovať jedine cenné papiere hodnotené ako AAA.

KAPITOLA 2 – CENTRÁLNE BANKOVNÍCTVO

2.1 Vznik centrálnych bánk

V predošlej kapitole, ktorá sa zameriavala na celosvetovú hospodársku krízu 21. storočia, som niekoľkokrát zmienil pojem „centrálna banka“ alebo „veriteľ poslednej inštancie“. V tejto kapitole sa budem problematike centrálného bankovníctva venovať podrobnejšie. Prvá podkapitola stručne zhrnie historické dôvody a okolnosti, ktoré vyústili do vzniku prvých centrálnych bánk na svete.

V súčasnosti centrálné banky v prostredí tržnej ekonomiky a dvojstupňového bankového systému²⁰ zohrávajú dôležitú rolu hlavne v oblasti menovej a pri regulácii bankového systému. Prvé centrálné banky²¹ vznikli v 17. storočí, takže sú v porovnaní s tými obchodnými relatívne mladými inštitúciami. Za jeden z najstarších dôvodov, ktoré stoja za ich vznikom, môžeme nepriamo označiť vojnové konflikty, ktoré mali ničivé dopady na ekonomiku a teda aj na zdroje vlád či panovníkov, z čoho následne pramenil ich záujem na tom, aby mali vlastnú banku, z ktorej by si mohli doplniť chýbajúce prostriedky. Postupom času sa dôvody k založeniu centrálnej banky stávali ekonomicky racionálnejšími. Ďalším dôvodom bola snaha o unifikáciu do tej doby nejednotného emisného systému, a teda o centralizáciu emisie peňazí. Do podoby v akej ich poznáme dnes sa centrálné banky pretransformovali asi v polovici 19. storočia. (Revenda, 2011, 26-28)

Je to práve emisia peňazí, ktorá vyčnieva nad ostatnými faktormi a je hlavným znakom, ktorý slúži k oddeleniu centrálnej banky od ostatných a vymedzeniu jej jednoznačného a unikátneho postavenia. Revenda ďalej popisuje základné funkcie centrálnej banky vo svojej publikácii *Peněžní ekonomie a bankovnictví*.

²⁰ Dvojstupňový bankový systém spočíva na inštitucionálnom oddelení makroekonomickej funkcie, ktorú zabezpečuje centrálna banka, a mikroekonomickej funkcie, ktorá je doménou siete komerčných bánk. (Revenda, 2012, 88)

²¹ Švédsko *Sveriges Riksbank* pôsobiaca od roku 1668 a anglická *Bank of England* založená v roku 1694.

2.2 Funkcie centrálnej banky

Medzi základné funkcie centrálnej banky patrí už spomínaná emisná funkcia, ďalej je to úloha vrcholného subjektu menovej politiky a rola regulátora bankového systému. Medzi ďalšie funkcie, ktoré centrálna banka plní je, že vystupuje ako banka bánk, banka štátu a správca devízových rezerv. (Revenda, 2012, 214)

Tieto funkcie si v krátkosti vysvetlíme, viac priestoru venujem oblasti menovej politiky a možnosti centrálnych bánk pri jej realizácii, keďže sa táto funkcia priamo dotýka témy mojej práce a jej objasnenie patrí medzi jeden z jej hlavných cieľov.

2.2.1 Emisná funkcia

Emisnou funkciou centrálnych bánk sa rozumie vydávanie hotovostného²² obeživa do obehu na danom území. Za prioritný definičný znak centrálnej banky sa považuje to, ak má emisný monopol a je teda jedinou inštitúciou na danom území s oprávnením emitovať hotovostné peniaze. (Revenda, 2012, 215)

2.2.2 Funkcia regulácie a dohľadu bankového systému

Pri tejto funkcii je nutné rozlíšiť dva rozdielne pojmy: regulácia a dohľad. V prvom prípade hovoríme o vytváraní pravidiel činností bankových inštitúcií v danej krajine centrálnou bankou, v druhom o následnej kontrole toho, či sú tieto pravidlá dodržiavané. Ak tomu tak nie je, centrálna banka má právo voči príslušnému subjektu uplatniť sankcie, vrátane právomoci odobrania bankovej licencie a následne ukončenia činnosti danej banky. (Revenda, 2012, 215)

2.2.3 Banka bánk

Funkcia banky bánk spočíva v tom, že centrálna banka vedie účty ostatným obchodným bankám, taktiež vykonáva vo vzťahu k nim základné bankové operácie: prijímanie vkladov a poskytovanie úverov. Centrálna banka je tiež sprostredkovateľom

²² Bankovky a popřípade i mince.

vzájomných operácií týchto bánk a realizuje tak medzi nimi platobné, zúčtovacie a ďalšie operácie. Vklady bánk v centrálnej banke môžu mať podobu napr. povinných minimálnych rezerv, a naopak úvery môže centrálna banka poskytovať napr. v situácii, kedy majú banky problém so zaistením likvidity a úver od centrálnej banky je ich poslednou možnosťou. V takejto situácii má centrálna banka rolu tzv. veriteľa poslednej inštancie. (Revenda, 2012, 216)

2.2.4 Banka štátu

Táto funkcia zahŕňa operácie, ktoré centrálna banka vykonáva pre štát (vládu), prípadne iné orgány miestnej moci alebo niektoré podniky verejného sektoru²³. Jedná sa hlavne o vedenie účtov, úhrady a ďalšie činnosti, ktoré majú súvis s hospodárením štátneho rozpočtu. Ak štátny rozpočet vykazuje schodok, musí byť krytý emisiou krátkodobých štátnych cenných papierov, čo zabezpečuje väčšinou centrálna banka²⁴. Vo väčšine krajín je priamy úver štátu zakázaný. (Revenda, 2012, 216-218)

2.2.5 Správa devízových rezerv

Centrálna banka je držiteľom devízových²⁵ rezerv štátu a operuje s nimi na devízovom trhu, za účelom ako je napr. zabezpečenie devízovej likvidity danej krajiny, s ohľadom na platby do zahraničia, alebo s cieľom dosiahnuť zisk vo forme výnosov z devízových rezerv tým spôsobom, že centrálna banka devízové prostriedky, ktoré nie sú bezprostredne potrebné, môže investovať do zahraničných cenných papierov alebo ich uložiť na účty u zahraničných bánk. (Revenda, 2012, 218)

²³ Verejný sektor predstavuje časť spoločenskej reality založenej na štátnom, komunálnom vlastníctve. *Economic World* [online]. cit. 2014-4-11. Dostupné z: economicworld.eu/financie/definovanie-verejneho-sektora

²⁴ Okrem centrálnej banky môžu túto úlohu plniť aj iné špecializované inštitúcie, napr. štátna pokladňa. (Revenda, 2012, 217)

²⁵ Devíza je cudzia mena v bezhotovostnej podobe. Je to tiež pohľadávka znejúca na cudziu menu v bezhotovostnej podobe. *EuroEkonom.sk* [online]. cit. 2014-4-11. Dostupné z: www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovník/?q=deviza

2.2.6 Menová (monetárna) politika

Ako som uviedol v úvode tejto podkapitoly, oblasť menovej politiky a rolu centrálnej banky ako vrcholného subjektu v nej rozoberiem trochu podrobnejšie ako ostatné funkcie centrálnej banky, ktoré už boli popísané.

Menová politika centrálnej banky je vždy napojená na hospodársku politiku²⁶ daného štátu. Ako jednu z hlavných funkcií centrálnej banky je možné menovú politiku jednoducho definovať ako proces, v ktorom sa centrálna banka snaží o dosiahnutie stanovených cieľov. Menová politika sa môže na základe potrieb centrálnej banky ukazovať ako:

- **Reštriktívna** - znižuje množstvo peňazí v obehu, často je spojená so zvýšením úrokových sadzieb
- **Expanzívna** - zvyšuje množstvo peňazí v obehu, sprevádzaná znižovaním úrokových sadzieb

Základným cieľom je takmer vždy snaha o cenovú stabilitu, kde centrálna banka využíva možnosť regulácie množstva peňazí v obehu prostredníctvom svojich nástrojov. Je dôležité zmieniť, že okrem základného cieľu môže byť centrálna banka v situácii, kedy bude musieť rozhodnúť aj o ďalších cieľoch, zvlášť z toho dôvodu, že je súčasťou politiky hospodárskej, ktorá sleduje aspekty ako je zamestnanosť, hospodársky rast alebo stabilita úrokových sadzieb. Rozhodujúcim faktorom je vzájomná kompatibilita stanovených cieľov. (Pospíšil, Hobza, Puchinger, 2006, 23)

Nástroje, ktoré centrálna banka využíva pri realizácii menovej politiky, je možné členiť z niekoľkých hľadísk. Podľa intenzity užívania ich môžeme rozčleniť na operatívne používané (bežné) a občasné. Ak berieme do úvahy rýchlosť zavedenia, nástroje klasifikujeme ako použiteľné okamžite a použiteľné s tým, že banky majú čas na adaptáciu. Najrozšírenejšie a najčastejšie členenie nástrojov menovej politiky ich

²⁶ Táto politika sa zaoberá skúmaním a sledovaním ekonomických cieľov a nástrojov potrebných pre dosiahnutie týchto cieľov. Sledovanie je úlohou štátnych inštitúcií, ako je parlament, vláda, centrálna banka. *Ekonomický slovník* [online]. cit. 2014-4-12. Dostupné z: www.ekonomickyslovník.cz/hospodarska-politika

rozlišuje na nepriame (tržné) a priame (administratívne). Oveľa viac sú používané nástroje nepriame, ktoré majú dopad na bankový systém ako celok, a nie je teda možné ich využiť k selektívnej podpore resp. reštrikcii bánk. (Revenda, 2012, 226)

Medzi priame nástroje sa radí napr. právomoc centrálnych bánk stanovovať úverové limity ostatným obchodným bankám. V tomto prípade sa jedná o tzv. absolútne úverové limity, ktoré sa vzťahujú na výšku úverov, ktoré komerčné banky poskytujú nebankovým subjektom. Tieto limity môžu byť dané v celkovom objeme nových poskytnutých úverov za určité obdobie, prírastkom oproti obdobiu minulému či ako pomer k výške kapitálu banky. Centrálna banka môže úverové limity určiť selektívne každej banke alebo všetkým jednotne. Je to priamy zásah do samostatnosti bánk, ale zároveň najúčinnjší nástroj, čo sa týka regulácie množstva peňazí v obehu. (Revenda, 2012, 237)

Ďalším zo sady priamych nástrojov je určovanie limitov pre úrokové sadzby bánk. Centrálna banka stanovuje maximálne výšky sadzieb z úverov, ktoré banka poskytuje a minimálne alebo maximálne sadzby z vkladov do banky. Zatiaľ čo limity úverových úrokových sadzieb ovplyvňujú rast resp. pokles dopytu po úveroch, stanovením limitov depozitných sadzieb sa centrálna banka snaží o dosiahnutie iných cieľov. Maximalizovaním limitov ide centrálnej banke o stabilitu týchto sadzieb. Naopak, dolná hranica je používaná za účelom podpory ukladania peňažných úspor do bánk. (Revenda, 2012, 237-238)

Ako už bolo spomenuté, nepriame nástroje centrálny banky používajú častejšie ako priame. Najdôležitejším nástrojom priameho typu sú operácie na voľnom trhu. Pomocou tohto nástroja centrálny banky kontrolujú časť menovej bázy²⁷, ktorá sa nazýva tzv. nevypožičaná²⁸. Operácie na voľnom trhu sú vždy realizované bezhotovostnou formou a spočívajú v nákupe a predaji krátkodobých cenných papierov

²⁷ Menovú bázu tvorí obeživo, ktoré držia nebankové subjekty a pokladne bánk spojené s povinnými minimálnymi rezervami a dobrovoľnými rezervami bánk na účtoch centrálnej banky. Prostredníctvom menovej bázy centrálny banky ovplyvňujú menové agregáty. Menové agregáty predstavujú súhrn peňažných prostriedkov s určitým stupňom likvidity, označujú sa veľkým písmenom M a číslicou. Každý menový agregát v sebe obsahuje agregát predchádzajúci a časť ďalších, menej likvidných prostriedkov v porovnaní s týmto predchádzajúcim menovým agregátom. (Revenda, 2012, 18-19)

²⁸ Druhá časť menovej bázy tvorí vypožičaná časť, ktorá je regulovaná úvermi a úrokovými sadzbami centrálnej banky. (Revenda, 2012, 226)

medzi centrálnou bankou a ostatnými bankami. Môže sa jednať o vlastné cenné papiere centrálnej banky alebo štátne cenné papiere, väčšinou vo forme krátkodobých pokladničných poukázok²⁹. Bezhotovostný charakter týchto operácií znamená zmenu v rezervách bánk, keďže obeživo sa nemení. Nákupy cenných papierov rezervy bánk zvyšujú, predaje naopak znižujú. (Revenda, 2012, 226-227)

Medzi klasické nástroje menovej politiky sa radia aj diskontné nástroje. Patria k nim predovšetkým úvery centrálnej banky. Rozdiel medzi operáciami na voľnom trhu a diskontnými nástrojmi spočíva v regulácii menovej bázy. Zatiaľ čo operácie na voľnom trhu ju dokážu jednak znižovať ale tiež aj zvyšovať, úvermi od centrálnej banky je možné iba navýšenie menovej bázy. Podmienkou je to, že úver musí byť poskytnutý domácej banke v domácej mene. Existujú dva hlavné druhy úverov, ktoré klasifikujeme ako diskontné nástroje – diskontný úver a lombardný úver. Diskontný úver funguje na princípe „diskontného okienka“, ktoré rozhoduje o maximálnej výške úveru. Diskontné úvery spravidla bankám slúžia k pokrytiu krátkodobých problémov s likviditou, doba splatnosti zvyčajne neprekročí lehotu jedného mesiaca. Lombardné úvery naopak využívajú tie banky, ktoré majú výraznejšie ťažkosti s likviditou a nemôžu využiť diskontný úver. (Revenda, 2012, 232)

K nepriamym nástrojom sa radia aj povinné minimálne rezervy. Sú to povinne vytvárané vklady obchodných bánk u centrálnej banky. Ich výška je stanovená ako percentuálny podiel z vkladov domácich nebankových subjektov, a teda z primárnych depozít. Môže nastať aj situácia, kedy je stav rezerv vyšší než povinný minimálny. Vtedy hovoríme o dobrovoľných rezervách. Naopak, za dlhodobejšie neplnenie tohto kritéria sú banky rôznymi spôsobmi sankcionované. (Revenda, 2012, 235)

Je dôležité uviesť, že centrálna banka je samostatnou a nezávislou inštitúciou. Je ale potrebné rozlíšiť inštrumentálnu a cieľovú samostatnosť centrálnych bánk. V prípade inštrumentálnej samostatnosti centrálna banka sama rozhoduje o tom, aké nástroje alebo postupy si zvolí k dosiahnutiu vytýčených cieľov. Pri cieľovej

²⁹ Krátkodobé cenné papiere, väčšinou na niekoľko mesiacov. Vydávajú sa na pokrytie krátkodobého deficitu štátneho rozpočtu. *Ekonomický slovník* [online]. cit. 2014-4-13. Dostupné z: www.ekonomickyslovník.cz/statni-pokladnicni-poukazky

samostatnosti hovoríme o tom, či si ciele menovej politiky stanoví centrálna banka, alebo ich jej zadáva vláda³⁰. Samostatnosť centrálnej banky je veľmi dôležitá pre úspešnosť menovej politiky. V prípade, že by bola centrálna banka pod kontrolou vlády, tá by mohla v rámci zvolenej inflačnej politiky donútiť centrálnu banku ku zvýšenej emisii peňazí, alebo znižovaniu úrokových sadzieb, čím by menová politika strácala účinnosť vo vzťahu k cenovej stabilite. (Revenda, 2012, 239)

V predošlých dvoch častiach druhej kapitoly sme sa zoznámili s okolnosťami vzniku centrálneho bankovníctva ako takého. Boli taktiež predstavené a stručne popísané základné a najdôležitejšie funkcie, ktoré centrálna banka v dvojstupňovom bankovom systéme plní. Hlbšie bola rozobraná oblasť menovej politiky, a opísané vybrané nástroje, ktoré centrálna banka používa pri jej realizácii.

2.3 Federálny rezervný systém (Fed)

2.3.1 Vznik Fedu

Prvé pokusy o založenie centrálnej banky v USA siahajú až do roku 1791. Bolo to spôsobené tým, že v roku 1775 vypukla vojna za nezávislosť, v ktorej sa proti sebe postavili americké kolónie a Spojené kráľovstvo Veľkej Británie. Aby bolo možné vojnu financovať, Kongres USA schválil tlačenie nových bankoviek, tzv. kontinentáliek. Tie ale boli vydané v takom veľkom množstve, že ako vojna postupovala, inflácia sa priamo úmerne zvyšovala, až ľudia nakoniec stratili v tieto prvé americké bankovky vieru. Kongres následne reagoval na výzvy vtedajšieho ministra financií Alexandra Hamiltona a schválil založenie prvej centrálnej banky USA *Bank of the United States* so sídlom vo Philadelphii. Táto banka ale bola vytvorená na obmedzenú dobu, konkrétne 20 rokov, a po jej uplynutí v roku 1811 kongres predĺženie existencie zamietol, pričom rozhodol jediný hlas. Vhodné politické klíma pre druhý pokus o vznik centrálnej banky sa naskytlo už v roku 1816 a Kongres opäť posvätil vznik už druhej *Bank of United States*. V roku 1828 sa prezidentom stal Andrew Jackson, ktorý k centrálnej banke nemal priateľský postoj, a tak opäť po uplynutí lehoty 20 rokov nebola akreditácia centrálnej banky predĺžená a tá musela svoju činnosť

³⁰ Príklad tohto postupu je Veľká Británia. (Revenda, 2012, 239)

v roku 1836 ukončiť. Nasledovala éra tzv. voľného bankovníctva, kedy neexistovala žiadna ústredná banka. Banky vydávali svoje vlastné bankovky vymeniteľné za zlato. Až v roku 1863 bol schválený Zákon o národnom bankovníctve (National Banking Act), ktorý vznikol za účelom vytvorenia národného bankového systému, ktorého súčasťou boli banky vydávajúce bankovky kryté štátnymi cennými papiermi. Zákon mal pomôcť zmierniť následky krízy vyvolanej opäť vojnovým konfliktom, v tomto prípade Americkej občianskej vojny alebo vojny Severu proti Juhu.

Ďalším dôležitým míľnikom vo vývoji centrálného bankovníctva v USA bol rok 1907. Už v období pred týmto rokom ekonomiku USA opakovane sužovali krízy a panika v podobe tzv. „útokov na banku“³¹. V roku 1893 sa situáciu podarilo stabilizovať iba vďaka zásahu finančného veľikána J.P. Morgana. V roku 1907 sa to zopakovalo, kedy vlna špekulácií vyvolala obzvlášť hrozivú krízu. Na pomoc bol opäť zavolaný J.P. Morgan. V tom čase sa už väčšina Američanov dožadovala výraznej reformy finančného systému. Narastala zhoda v názore, že je potrebná centrálna banka, ktorá by zabezpečila zdravie finančného systému. V roku 1912 sa prezidentom USA stal Woodrow Wilson, ktorý bol nakoniec signatárom zákona, ktorý dal vznik Fedu, tzv. *Federal Reserve Act*. Woodrow Wilson ho podpísal 13. decembra 1913 a k tomuto dňu sa oficiálne datuje vznik Federálneho rezervného systému.³²

2.3.2 Štruktúra a funkcie Fedu

Zloženie a činnosť Fedu zostali s miernymi úpravami rovnaké aké boli v roku 1914 po podpísaní *Federal Reserve Act* a zahájení činnosti. Štruktúra Fedu pozostáva z Výboru guvernérov (Board of Governors), Federálneho výboru voľného trhu (Federal Open Market Committee - FOMC), dvanástich federálnych rezervných bánk a ich pobočiek (v súčasnosti 25) a troch poradných rád. (Revenda, 2011, 494)

Výbor guvernérov sa nachádza vo Washingtone, D.C. a je vedúcou zložkou celého systému. Tvorí ho sedem guvernérov menovaných prezidentom USA

³¹ Výsledok paniky, kedy sa klienti obávajú, že banka sa stane insolventnou a všetci si chcú naraz vybrať svoje peniaze, aby o ne neprišli. *About.com Economics* [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: economics.about.com/cs/economicsglossary/g/bank_run.htm

³² *Federal Reserve Education. History of the Federal Reserve*. [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history

a schválených Kongresom. Sú menovaní na 14 rokov³³. Okrem guvernérov sú súčasťou Výboru predseda a podpredseda, obaja so štvorročným funkčným obdobím³⁴. Hlavnou zodpovednosťou Výboru guvernérov je smerovať menovú politiku, analyzovať domáce a medzinárodné ekonomické prostredie a dohliadať na výbory, ktoré sa zaoberajú súčasnými témami ako je napr. elektronický obchod. Medzi ďalšie hlavné úlohy Výboru patrí dohľad a regulácia finančného „priemyslu“, dohľad jednotlivých rezervných bánk, schvaľuje menovanie ich prezidentov, stanovovanie sadzieb povinných minimálnych rezerv a diskontných sadzieb³⁵ atd.³⁶

Federálne rezervné banky sa nachádzajú po jednej v každom z dvanástich menových distriktov, na ktoré je USA rozdelené. Tieto banky ďalej prijímajú vklady ostatných bánk, poskytujú im úvery, emitujú bankovky. Najvyšším exekutívnym orgánom rezervnej banky je jej prezident. (Revenda, 2012, 495)

Tabuľka 1: Jednotlivé Federálne rezervné banky USA

1-Boston	5-Richmond	9-Minneapolis
2-New York	6-Atlanta	10-Kansas City
3-Philadelphia	7-Chicago	11-Dallas
4-Cleveland	8-St. Louis	12-San Francisco

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z Federal Reserve Education

Federálny výbor voľného trhu je tvorený všetkými siedmimi členmi Výboru guvernérov a tiež prezidentmi dvanástich rezervných bánk. Permanentné hlasovacie právo má prezident Federálnej rezervnej banky New York a štyria z prezidentov ostatných rezervných bánk, ktorí rotujú na ročnej báze. FOMC je realizátorom menovej politiky. Hlavným cieľom menovej politiky Fedu bola cenová stabilita, ku ktorej sa od roku 1978 pridala podpora plnej zamestnanosti a ekonomického rastu. (Revenda, 2012, 495)

³³ Guvernéri sú menovaní na základe rotačného princípu tak, aby sa každé dva roky jeden guvernér vymenil. (Revenda, 2011, 495)

³⁴ Predseda a podpredseda môžu byť znovu vymenovaní do funkcie najviac trikrát po sebe. (Revenda, 2011, 495)

³⁵ Za túto úrokovú sadzbu poskytuje centrálna banka diskontné úvery komerčným bankám.

³⁶ *Federal Reserve Education. The Structure of the Federal Reserve System.* [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions

Významnú úlohu v menovej politike Fedu zohrávajú hlavne tri nástroje: operácie na voľnom trhu, diskontné sadzby a povinné minimálne rezervy. Primárnym nástrojom sú operácie na voľnom trhu, ako fungujú je vysvetlené v predošlej časti o centrálnych bankách. Tým že Fed predáva a nakupuje štátne cenné papiere, zvyšuje resp. znižuje menovú bázu a teda aj rezervy bánk. Dôležité je, že Fed obchodovaním s cennými papiermi ovplyvňuje základné úrokové sadzby (*Federal Funds Rate*), za ktoré si banky navzájom požičiavajú finančné prostriedky na vyrovnanie konečného stavu povinných minimálnych rezerv. Tieto sadzby odrážajú stav dopytu a ponuky pokiaľ ide o rezervy bánk a tak podávajú dobré informácie o dostupnosti úveru v ekonomike.³⁷

V súčasnosti pracuje Fed pod taktovkou Janet L. Yellen³⁸, ktorá prevzala post predsedníčky Výboru guvernérov 3. februára 2014. Okrem nej má momentálne výbor troch členov. Janet L. Yellen je v poradí štrnasta v pozícii predsedu Fedu, ostatných trinástich predsedov a ich funkčné obdobia pre ilustráciu uvádzam v Tabuľke 2.

Tabuľka 2: Predsedovia Fedu (meno, funkčné obdobie)

Chairmen	Date of Term
Charles S. Hamlin	Aug. 10, 1914 - Aug. 9, 1916
W.P.G. Harding	Aug. 10, 1916 - Aug. 9, 1922
Daniel R. Crissinger	May 1, 1923 - Sept. 15, 1927
Roy A. Young	Oct. 4, 1927 - Aug. 31, 1930
Eugene Meyer	Sept. 16, 1930 - May 10, 1933
Eugene R. Black	May 19, 1933 - Aug. 15, 1934
Marriner S. Eccles	Nov. 15, 1934 - Jan. 31, 1948
Thomas B. McCabe	Apr. 15, 1948 - Mar. 31, 1951
Wm. McC. Martin, Jr	Apr. 2, 1951 - Jan. 31, 1970
Arthur F. Burns	Feb. 1, 1970 - Jan. 31, 1978
G. William Miller	Mar. 8, 1978 - Aug. 6, 1979
Paul A. Volcker	Aug. 6, 1979 - Aug. 11, 1987
Alan Greenspan	Aug. 11, 1987 - Jan. 31, 2006
Ben S. Bernanke	Feb. 1, 2006 - Jan. 31, 2014

Zdroj: Board of Governors of Federal Reserve System

³⁷ *Federal Reserve Education. Monetary Policy Basics.* [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy

³⁸ Zaujímavosťou je, že je to prvá žena v histórii Fedu na tejto pozícii.

2.4 Európska centrálna banka (ECB)

2.4.1 Hospodárska a menová únia (HMÚ)

Ešte predtým, ako sa dostanem k popisu ECB a vymedzeniu jej postavenia v rámci bankového systému v Európskej únii (ďalej len EÚ), stručne zhrniem najdôležitejšie udalosti v rámci európskej integrácie, ktoré vydláždili cestu vzniku tejto centrálnej banky. Hlavným zdrojom informácií je pre mňa brožúra vydaná samotnou ECB, ktorá popisuje základné míľniky histórie EÚ vo vzťahu k bankovému systému a taktiež úlohy a štruktúru ECB.

Túžba vytvoriť spoločenstvo európskych štátov sa objavila už v roku 1952, kedy vzniklo Európske spoločenstvo uhlia a ocele³⁹ (ďalej len ESUO), následne pretransformované v roku 1958 na Európske hospodárske spoločenstvo (ďalej len EHS) a Európske spoločenstvo pre atómovú energiu⁴⁰ (ďalej len EURATOM). Vzťahy krajín sa postupne upevňovali, pridávali sa ďalšie štáty a vývoj integrácie dospel až do roku 1993⁴¹, kedy vzniklo európske spoločenstvo pod dnešným názvom, a teda Európska únia. V súčasnosti má EÚ 28 členských štátov⁴².

Ďalším prelomovým rokom bol rok 1986, kedy bol podpísaný Jednotný európsky akt, ktorý po predchádzajúcich neúspešných pokusoch o vytvorenie spoločnej hospodárskej a menovej únie zaviedol myšlienku jednotného trhu. Už vtedy ale bolo zrejmé, že najväčšie výhody prinesie jednotný trh v prípade že členské štáty budú užívať spoločnú menu. Z tohto dôvodu bol Delorsov⁴³ výbor poverený preskúmaním možností vzniku hospodárskej a menovej únie (ďalej len HMÚ).

Prvá etapa vývoja HMÚ začala o rok na to, a trvala do roku 1993. V tomto procese bol dotvorený jednotný trh, čo znamenalo odstránenie vnútorných prekážok a voľný pohyb tzv. štyroch slobôd: osôb, tovaru, kapitálu a služieb.

Druhú etapu, ktorá trvala v rozmedzí rokov 1994 až 1998, spustilo vytvorenie Európskeho menového inštitútu (ďalej len EMI), predchodcu dnešnej ECB. Odštartoval spoluprácu medzi centrálnymi bankami jednotlivých štátov. Táto etapa sa niesla

³⁹ ESUO tvorilo 6 krajín – Belgicko, Nemecko, Francúzsko, Taliansko, Luxembursko a Holandsko.

⁴⁰ EHS a EURATOM založila šesť krajín, ktorá stála pri vzniku ESUO.

⁴¹ V tomto roku bola podpísaná tzv. Maastrichtská zmluva, známa tiež ako zmluva o Európskej únii.

⁴² Najmladším členským štátom EÚ je Chorvátsko, ktoré vstúpilo do únie 1. júla 2013.

⁴³ Jacques Delors bol predsedom Európskej komisie v rokoch 1985 až 1995. Delorova správa z roku 1989 následne viedla k rokovaniam o Maastrichtskej zmluve.

v duchu príprav na zavedenie jednotnej európskej meny. Snahou jednotlivých štátov bolo vyhnúť sa nadmerným deficitom, dosiahnuť cenovú stabilitu a dobrý stav verejných financií⁴⁴.

Tretia etapa sa spustila 1. januára 1999, boli stanovené výmenné kurzy príslušných mien zúčastnených štátov⁴⁵, zodpovednosť za menovú politiku už preberala ECB a bola zavedená jednotná mena pod názvom euro. V januári 2002 sa pre zapojené krajiny stali zákonným platidlom euromince a eurobankovky.⁴⁶

2.4.2 Štruktúra a funkcie ECB

ECB ako nástupca EMI bola založená roku 1998 vo Frankfurte nad Mohanom v Nemecku. Je to nadnárodná inštitúcia s vlastnou právnou subjektivitou. ECB je taktiež súčasťou Európskeho systému centrálnych bánk (ďalej len ESCB) a Eurosystému⁴⁷. Súčasťou ESCB sú okrem ECB všetky centrálné banky členských krajín EÚ. Eurosystém je tvorený ECB a centrálnymi bankami iba tých štátov, ktoré prijali euro ako svoju menu, teda eurozóny⁴⁸.

ECB spadá pod tri rozhodovacie orgány: Radu guvernérov ako najvyšší orgán, Generálnu radu a Výkonnú radu. Hlavný rozdiel spočíva v role, ktorú na seba berú, pokiaľ ide o menovú politiku ECB. Zatiaľ čo Rada guvernérov rozhodnutia o menovej politike prijíma, a teda v prvom rade rozhoduje o výškach kľúčových úrokových sadzieb, Výkonná rada, ako už napovedá aj jej pomenovanie, je následne realizátorom týchto rozhodnutí a teda realizátorom menovej politiky ECB a zadáva taktiež pokyny aj ostatným národným centrálnym bankám. Funkčné obdobie členov Výkonnej rady ECB je osem rokov a nie je možné ho predĺžiť. Okrem štyroch členov tejto rady, ktorí sú vyberaní z radov odborníkov na menovú a bankovú oblasť po vzájomnej dohode krajín eurozóny, je v nej aj prezident a viceprezident ECB. Generálna rada sa taktiež podieľa

⁴⁴ Verejné financie sa napíňajú prostredníctvom daní, poplatkov, ciel a ďalších príjmov a peniaze sú z nich vydávané formou verejných výdavkov na poskytovanie verejných služieb. *Management Mania, Verejné financie* [online]. cit. 2014-4-16. Dostupné z: managementmania.com/sk/verejne-financie

⁴⁵ Toho času mala EÚ pätnásť členských štátov. Do HMÚ bolo zapojených pri jej vzniku jedenásť štátov: Belgicko, Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko.

⁴⁶ *Európska centrálna banka. Eurosystém. Európsky systém centrálnych bánk.* [online]. cit. 2004-4-16. Dostupné z:

www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011sk.pdf?cb6c72c05ae67934b0368632ac1a54c8

⁴⁷ Eurosystém i ESCB budú existovať paralelne dovtedy, kým sa všetky členské štáty EÚ nestanú členmi eurozóny.

⁴⁸ Eurozónu v súčasnosti tvorí osemnásť krajín.

na rozhodovaní, existovať ale bude iba dotedy, kým všetky členské štáty EÚ nezavedú euro⁴⁹.

Eurosystém ako celok zodpovedá za štyri dôležité úlohy. Bola už zmienená menová politika daná Radou guvernérov a realizovaná Výkonnou radou. Medzi hlavné rozhodnutia v oblasti menovej politiky patrí určovanie kľúčových úrokových sadzieb ECB. Eurosystém je tiež vykonávateľom devízových operácií a správcom oficiálnych rezerv štátov eurozóny. Štvrtou zo základných úloh Eurosystému je zabezpečiť bezproblémový chod platobných systémov.

Vďaka Maastrichtskej zmluve ECB nadobudla typický rys každej centrálnej banky: získala výhradné právo vydávať eurobankovky. Ďalším z klasických znakov je nezávislosť. ECB pri vykonávaní svojich povinností neprijíma žiadne nariadenia od iných orgánov EÚ alebo vlád členských štátov.

Hlavným cieľom Eurosystému je v zhode s poväčšine tradičnými cieľmi v centrálnom bankovníctve cenová stabilita. V rámci stratégie menovej politiky ECB bola stanovená kvantitatívna definícia cenovej stability ako miera medziročného nárastu harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien⁵⁰ (Harmonized Indices of Consumer Prices, ďalej len HICP) o menej ako 2 %. Okrem toho v rámci zabezpečovania cenovej stability sa ECB snaží mieru inflácie⁵¹ zo strednodobého hľadiska udržať tesne pod 2 %. Dôvod je, aby existoval bezpečný odstup od rizika vzniku deflácie.⁵²⁵³

Na vznik ECB boli samozrejme potrebné veľké množstvá financií, ktoré poskytli centrálné banky všetkých členských štátov EÚ. Objem základného imania ECB sa rovná sume 10 825 007 069,61 € (január 2014). Podiely jednotlivých národných bánk sú

⁴⁹ Je to tým, že guvernéri centrálnych bánk krajín, ktoré euro prijali, sú zastúpení v Rade guvernérov. Naopak, krajiny, ktoré euro nepoužívajú, majú svojich guvernérov v Generálnej rade. Prijatím eura všetkými členskými štátmi budú všetci guvernéri centrálnych bánk v Rade guvernérov.

⁵⁰ Ukazovateľ cenovej hladiny, ktorý Rada guvernérov používa na hodnotenie cenovej stability v eurozóne. HICP počíta a zverejňuje Štatistický úrad Európskych spoločenstiev Eurostat.

⁵¹ Trvalý rast celkovej cenovej hladiny, ktorý vedie k trvalému poklesu kúpnej sily peňazí. Inflácia sa zvyčajne vyjadruje ako ročná percentuálna zmena indexu spotrebiteľských cien.

⁵² Opak inflácie, proces, pri ktorom počas dlhšieho časového obdobia dochádza k neustálemu poklesu celkovej cenovej úrovne.

⁵³ *Európska centrálna banka. Eurosystém. Európsky systém centrálnych bánk.* [online]. cit. 2004-4-16. Dostupné z:

www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011sk.pdf?cb6c72c05ae67934b0368632ac1a54c8

definované kľúčom, ktorý berie do úvahy dva údaje: HDP a počet obyvateľov príslušnej krajiny vo vzťahu k celej EÚ.⁵⁴ Konkrétne hodnoty uvádza Tabuľka 3:

Tabuľka č. 3: Plne splatené podiely národných centrálnych bánk krajín eurozóny na základnom imaní ECB

Národná centrálna banka	Kľúč na upisovanie základného imania (%)	Splatené základné imanie (€)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (Belgicko)	2,4778	268 222 025,17
Deutsche Bundesbank (Nemecko)	17,9973	1 948 208 997,34
Eesti Pank (Estónsko)	0,1928	20 870 613,63
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Írsko)	1,1607	125 645 857,06
Bank of Greece (Grécko)	2,0332	220 094 043,74
Banco de España (Španielsko)	8,8409	957 028 050,02
Banque de France (Francúzsko)	14,1792	1 534 899 402,41
Banca d'Italia (Taliansko)	12,3108	1 332 644 970,33
Central Bank of Cyprus (Cyprus)	0,1513	16 378 235,70
Latvijas Banka (Lotyšsko)	0,2821	30 537 344,94
Banque centrale du Luxembourg (Luxembursko)	0,2030	21 974 764,35
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (Malta)	0,0648	7 014 604,58
De Nederlandsche Bank (Holandsko)	4,0035	433 379 158,03
Oesterreichische Nationalbank (Rakúsko)	1,9631	212 505 713,78
Banco de Portugal (Portugalsko)	1,7434	188 723 173,25
Banka Slovenije (Slovsko)	0,3455	37 400 399,43
Národná banka Slovenska (Slovensko)	0,7725	83 623 179,61
Suomen Pankki – Finlands Bank (Fínsko)	1,2564	136 005 388,82
Spolu	69,9783	7575 155 922,19

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov Európskej centrálnej banky⁵⁵

⁵⁴ Európska centrálna banka. *Upisovanie základného imania* [online]. cit. 2004-4-18. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.sk.html>

⁵⁵ Tamtiež.

V súčasnej chvíli je prezidentom ECB taliansky rodák Mario Draghi. Je to tretí prezident v čele ECB od roku 1998, kedy táto inštitúcia vznikla. Jeho osemročné funkčné obdobie začalo 1. novembra 2011. Túto funkciu pred ním zastávali Willem F. Duisenberg a Jean-Claude Trichet.⁵⁶

2.5 Zhrnutie

Na základe údajov uvedených v podkapitolách o ECB a Fede v tejto časti stručne zhrniem základné podobnosti a rozdiely Fedu a ECB, čo sa týka historických okolností vzniku a jeho účelu, ciele ktoré si tieto inštitúcie kladú v rámci ich menovej politiky, a organizačnej štruktúry, ktorou sú tvorené a ovládané.

Jeden z rozdielov medzi ECB a Fedom je aj to, v akom prostredí tieto inštitúcie vznikali a dnes pôsobia. Napriek tomu, že USA ako federáciu tvorí viacero štátov, je možné pozorovať, že navonok pôsobia ako jednotný celok, čo je podložené napr. jazykovou stránkou alebo používaním dolára ako spoločnej meny na celom území. Na druhej strane, v Európe ani po vyše 60 rokoch integrácie nebola zatiaľ dosiahnutá jednotnosť na takejto úrovni, čo sa prejavuje v prvom rade tým, že členmi EÚ ešte nie sú všetky európske krajiny. Ďalším rozdielom je, že jednotná mena euro ešte nebola zavedená vo všetkých členských štátoch EÚ, či už z dôvodu neplnenia potrebných kritérií pre prijatie tejto meny alebo kvôli ekonomickej nevýhodnosti pre danú krajinu.

Odlíšnosti môžeme nájsť aj pri pohľade do histórie. Vznik Fedu bol vyvrcholením a reakciou na vtedajšiu nestabilitu finančného systému v USA, ktorý nebol unifikovaný a prejavovalo sa to vznikom kríz a paniky spojených s hromadnými výbermi úspor z bánk, čo následne vyúsťovalo v ich krach. Dôležité je zmieniť, že prvá centrálna banka USA ešte pred vznikom Fedu začala fungovať v roku 1791, pričom v Európe vznikali prvé centrálny banky už v 17. storočí, čiže o zhruba sto rokov skôr. Samotná ECB mala taktiež svojho predchodcu v podobe EMI, ale bola založená až v roku 1998, teda v čase, kedy už Európa má s centrálnym bankovníctvom bohaté skúsenosti. K jej vzniku taktiež viedli odlišné dôvody, pretože nebola inštitúciou, ktorá by mala v prvom rade predísť krízovým udalostiam. Zohráva dôležitú rolu predovšetkým pri budovaní jednotného trhu, ktorý bude efektívnejšie fungovať s využitím spoločnej meny. Je to teda ďalší krok na ceste k posilneniu snahy

⁵⁶ *The European Central Bank. History, role and functions.* [online]. cit. 2004-4-19. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf

európskeho spoločenstva o vytvorenie únie, ktorá bude konkurentom globálnych ekonomických veľmocí ako sú práve USA, alebo Čína a Rusko.

Pri zameraní sa na organizačnú štruktúru ECB a Fedu je možné pozorovať určité podobnosti. Ako najvyšší rozhodovací orgán Fedu pôsobí Výbor guvernérov, u ECB je to Rada guvernérov. Oba tieto útvary prijímajú rozhodnutia týkajúce sa menovej politiky, ale jej realizáciu prenechávajú iným. U Fedu je to FOMC, u ECB má túto úlohu na starosti Výkonná rada. Ďalším príbuzným znakom je územné pokrytie. Fed je tvorený sústavou dvanástich rezervných bánk rozmiestnených po USA, ECB podobne v rámci ESCB komunikuje prostredníctvom Výkonnej rady s národnými centrálnymi bankami členských krajín EÚ.

Ďalšie odlišnosti nachádzame vo vytýčených cieľoch týchto centrálnych bánk. Zatiaľ čo ECB si ako svoju hlavnú prioritu určila cenovú stabilitu merateľnú pomocou harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien, Fed v súčasnosti vyvíja snahu za účelom plnej zamestnanosti, ekonomického rastu a taktiež cenovej stability.

Týmto sa dostávam k záveru druhej kapitoly. V jej prvej časti boli popísané základné charakteristiky centrálnych bánk vo všeobecnosti, uvedené najdôležitejšie funkcie, ktoré v ekonomike plnia a ciele, ktoré sa zvyčajne snažia naplniť. Táto kapitola taktiež obsahuje stručný popis vybraných nástrojov, ktoré centrálna banka pri svojom pôsobení využíva. Druhá časť kapitoly je venovaná konkrétnym centrálnym bankám, americkému Fedu a centrálnej banke EÚ, ECB.

KAPITOLA 3 – REAKCIA NA KRÍZU

V tretej kapitole budú predstavené reakcie na krízu, ako Fedu, tak ECB. Bude v nej popísaný vývoj správania týchto centrálnych bánk v čase a stručne vysvetlené ich kľúčové kroky.

3.1 Reakcia Fedu

V prvej kapitole už bolo objasnené, ako sa za pomoci nízkych úrokových sadzieb Fedu uvoľnila cesta k získaniu hypotekárneho úveru širšej skupine amerického obyvateľstva, čím sa dopyt po tomto type úveru masívne zvýšil. Významnými katalyzátormi vypuknutia krízy boli finančné inovácie ako sekuritizácia rizikových hypoték, vytváranie a obchodovanie s exotickými finančnými nástrojmi ako napr. CDO alebo nezodpovednosť ratingových agentúr pri hodnotení takýchto cenných papierov. Tieto praktiky bežali na princípe Ponzioho schémy, to znamená, že podnikanie je výnosné dovtedy, kým sa nájdu ľudia ochotní do neho investovať. Vo chvíli kedy ale prúd záujemcov „vyschne“, celý proces naberie opačný smer.

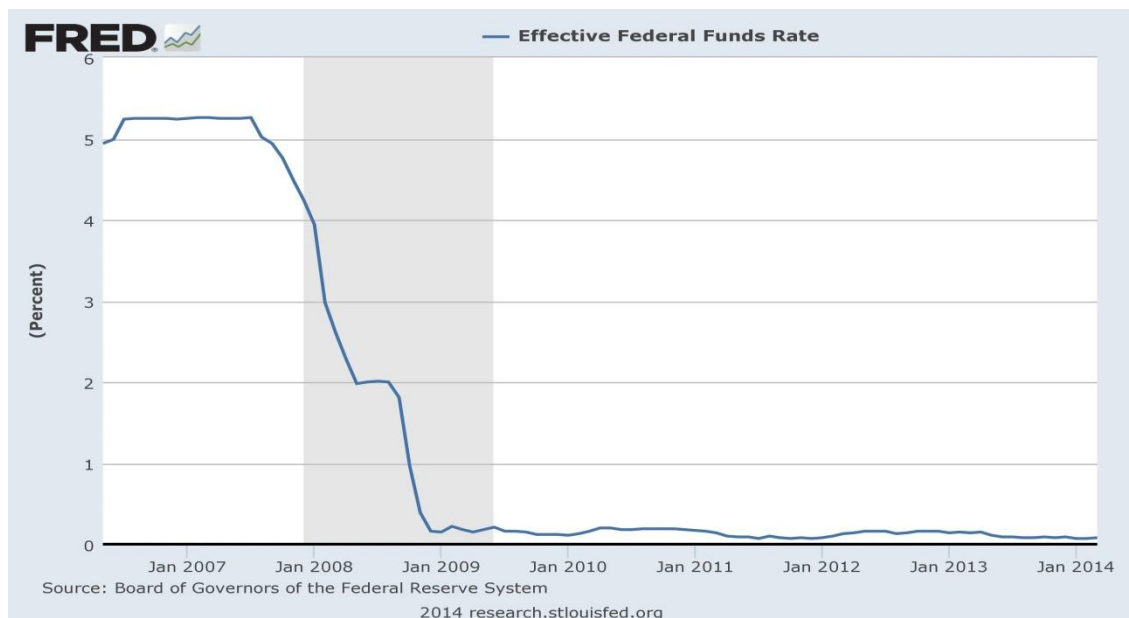
Po prasknutí bubliny a teda postupného znižovania hodnoty a cien nehnuteľností, nárastu počtu domácností neschopných svoju hypotéku splácať a tým pádom aj počtu exekúcií sa finančným systémom začala šíriť neistota. Ako príklady môžeme uviesť to, že Fed musel v roku 2008 prísť na pomoc investičnej banke Bear Sterns a podieľať sa na jej odkúpení bankou JPMorgan Chase, taktiež poskytol pôžičky veľkej poisťovacej spoločnosti American International Group (AIG).⁵⁷

Hlavný tradičný nástroj menovej politiky Fedu je určovanie sadzby *Federal Funds Rate*. V čase krízy je zvyčajne nižšia, čo by malo podporiť firmy v expanzii a tvorbe pracovných miest, a taktiež podnietiť zvýšenie spotreby u bežných spotrebiteľov. V prvom kroku Fed teda túto sadzbu v rámci svojej expanzívnej menovej politiky, ktorá mala za účel rozprúdiť ekonomiku a dostať ju z recesie, začal postupne znižovať. Tento trend nastal začiatkom roku 2007, až výška tejto sadzby poklesla v januári roku 2009 na 0,25 % z pôvodnej hodnoty 5,25 %. Táto hodnota, ktorá je

⁵⁷ *Federal Reserve Education. 2006 and Beyond: Financial Crisis and Response* [online]. cit. 2004-4-17. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history/2006andbeyond.cfm

takmer rovná nule, bola najnižšia za posledných viac než 50 rokov a je to zároveň najnižšia možná hodnota tejto sadzby. Túto skutočnosť dokumentuje Graf 5:

Graf 5: Vývoj základnej úrokovej sadzby Fedu v rokoch 2007 až 2014 (v %)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Okrem tohto opatrenia sa Fed uchýlil aj k nekonvenčným metódam menovej politiky. V rámci svojej reakcie na krízu podnikol rôzne opatrenia a vytvoril niekoľko programov za účelom dodávania chýbajúcej likvidity a podpory záujmu bánk o poskytovanie nových úverov⁵⁸. Väčšina z nich bola postupne ukončená.

Rozhodne najvýznamnejšie a najsledovanejšie protikrizové menové opatrenie Fedu je tzv. kvantitatívne uvoľňovanie (Quantitative Easing – QE).⁵⁹ Tento nástroj je využívaný vtedy, keď sa konvenčná monetárna politika javí ako neúčinná a spočíva v nákupe aktív Fedom. V tejto časti svojej práce som sa rozhodol zameriavať práve na fenomén QE, ktorého už v poradí štvrtá vlna beží aj v súčasnosti. Spoločným efektom nízkych úrokových sadzieb a QE malo byť zvýšenie rezerv bánk, ktoré by mohli poskytnúť ďalšie úvery. Tento efekt je ale podmienený záujmom zo strany subjektov ako sú podniky, domácnosti a ďalší investori o ďalšie zadlžovanie.

⁵⁸ Medzi tieto programy patrili napr. Term Auction Facility (TAF) ukončený v marci roku 2010, Term Securities Lending Facility (TSLF) alebo Commercial Paper Funding Facility (CPFF), oba ukončené vo februári 2010.

⁵⁹ *Monetary and Fiscal Policy in Times of Crisis* [online]. cit. 2004-4-20. Dostupné z: research.stlouisfed.org/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201103_ClassroomEdition.pdf

3.1.1 QE1

Prvá vlna QE bola Fedom oznámená v novembri roku 2008, kedy vyhlásil, že bude nakupovať hypotekárne záložné listy (Mortgage-backed Securities – MBS) a ďalšie dlhopisy, všetky od federálnych, vládou podporovaných hypotekárnych agentúr ako Fannie Mae a Freddie Mac. V marci roku 2009 Fed oznámil dodatočné nakupovanie, okrem predošlých cenných papierov už aj vládne dlhopisy vydané pokladňou USA od ostatných bánk. V tomto bode vlastnil Fed portfólio cenných papierov v hodnote \$ 1,75 bilióna. Pre tieto dve fázy nákupov sa vo všeobecnosti začal používať názov QE1. QE1 skončilo v marci roku 2010 a vďaka charakteru skupovaných cenných papierov prispelo hlavne k revitalizácii realitne úverových trhov, ktoré krízou trpeli najviac. Napriek tomu sa už o pár mesiacov po ukončení QE1 začalo hovoriť o možnom opätovnom spustení tohto programu. Hoci sa dosiahol úspech, keď Fed od bánk vykúpil ich toxické aktíva a dodal im potrebnú likviditu, banky tieto zdroje nepožičiavali ďalej. Nedošlo tak k efektu preliatia týchto peňazí do ekonomiky. Banky to odôvodňovali tým, že sa nenašiel dostatok dôveryhodných záujemcov o úver. Keďže Fed nemá právomoc, ktorú by mohol uplatniť aby prinútil komerčné banky poskytovať úvery a ekonomika naďalej nerástla, rozhodol sa pre spustenie ďalšej vlny QE.⁶⁰

3.1.2 QE2

Druhé kolo nazývané QE2 odštartovalo v novembri 2010 a trvalo sedem mesiacov. Fed nakupoval strednodobé cenné papiere ako napr. štátne dlhopisy so splatnosťou desať rokov. Na rozdiel od QE1, kedy Fed pomohol bankám zbaviť sa toxických položiek držaných v aktívach, v tejto fáze sa zameral na rozprúdenie ekonomiky a oživenie dopytu a tým aj spotreby. Preto sa vlastne skupovaním dlhopisov snažil aj o podnietenie miernej inflácie. Inflačné očakávania a postupný rast cenovej hladiny spôsobujú, že ľudia radšej investujú a nakupujú hneď, kým ceny ešte viac porastú. V júni v roku 2011 Fed fázu QE2 ukončil.⁶¹

⁶⁰ *About.com US Economy. What Is QE1?* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/QE1.htm

⁶¹ *About.com US Economy. Federal Reserve's QE2* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/QE2.htm

3.1.3 Operácia Twist

Súčasťou programu QE bola aj tzv. operácia Twist, ktorú Fed oznámil v septembri roku 2011. Toto označenie je možné preložiť ako zvrät alebo obrat. Je odvodené z toho, že v rámci tejto operácie Fed realizuje nákup dlhodobých a strednodobých štátnych dlhopisov, k čomu využíva výnosy z krátkodobých štátnych pokladničných poukázok. Zmyslom operácie Twist bola snaha o zníženie objemu výnosov z dlhodobých a strednodobých štátnych dlhopisov. Tieto výnosy sa zvyšujú na základe princípu ponuky a dopytu, takže čím väčšie množstvo Fed zakúpil, tým väčší dopyt vytvoril a tak vytváral tlak na znižovanie výšky výnosov. Táto skutočnosť mala vplyv aj na znižovanie dlhodobých úrokových sadzieb. Tento efekt je spôsobený tým, že výška výnosov zo štátnych dlhopisov s desaťročnou splatnosťou sa využíva ako benchmark (meradlo, štandard) pri určovaní aj týchto sadzieb. Úmyslom Fedu bolo dosiahnuť ich zníženie a tým opäť povzbudiť obyvateľstvo k využívaniu úverov a spotrebe a firmy k expanzii.⁶²

3.1.4 QE3

Napriek všetkým predošlým snahám Fedu o zlepšenie ekonomiky, stále nedochádzalo k zlepšeniu na trhu práce. V septembri 2012 preto bolo ohlásené už tretie kolo QE, ktoré prebiehalo súbežne s operáciou Twist. Fed pokračoval v nakupovaní ako MBS, tak štátnych cenných papierov od obchodných bánk. Táto vlna QE bola ale špecifická tým, že si Fed nastavil cieľ, a síce, že neukončí túto svoju expanzívnu menovú politiku, kým nedôjde k značnému nárastu pracovných príležitostí. Ďalšou zvláštnosťou bolo, že to bolo prvýkrát, čo Fed presadzoval svoj cieľ maximálnej zamestnanosti pred svojím primárnym cieľom cenovej stability, teda bojom s infláciou. Fed taktiež oznámil, že svoje úrokové sadzby bude naďalej držať na nule až do roku 2015.⁶³

3.1.5 QE4

Na konci roku 2012 bola ukončená fáza QE3 a fakticky ihneď potom bola Fedom oznámená správa, že bude v nastolenom trende pokračovať a rok 2013 bude v

⁶² *About.com US Economy. Federal Reserve's Operation Twist* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/Operation-Twist.htm

⁶³ *About.com US Economy. What Is QE3?* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/What-Is-Qe3.htm

znamení ďalšieho kola QE. Dôležitou zmenou bol koniec operácie Twist. Fed tiež znovu potvrdil, že bude tak ako predtým pokračovať v nákupe MBS a štátnych dlhopisov. Došlo ale k jednoznačnému vymedzeniu cieľov, ktoré si Fed stanovil už behom QE3. Fed ohlásil, že politika kvantitatívneho uvoľňovania bude pokračovať dovtedy, kým sa miera nezamestnanosti nedostane pod 6,5 % alebo inflácia neprekročí 2,5 %. Takto špecificky nastavené ciele odstránili neistotu a výrazne podporili ekonomický rast, keďže firmám sa lepšie operuje v stabilnejšom prostredí, kde sú schopné efektívnejšie a dlhodobejšie plánovať svoje aktivity.⁶⁴

3.2 Reakcia ECB

V prvej kapitole bolo v krátkosti vysvetlené, že hoci mnohí predstavitelia finančného sektoru v Európe sa ku kríze postavili ako výlučne problému USA a ich hypotekárneho trhu, následky sa postupne začali prejavovať aj na starom kontinente. Hlavným dôvodom bolo to, že mnohí európski investori a banky sa taktiež zapojili do obchodovania s exotickým finančnými produktmi vytvorenými v USA. Podobne ako Fed, aj ECB musela na krízu reagovať v správnom čase a uchýliť sa k bezprecedentným praktikám, aby dokázala čeliť kríze a zabezpečiť naplnenie svojho hlavného cieľa v rámci menovej politiky a síce zachovania cenovej stability. V tejto časti práce sa pozrieme na kľúčové kroky ECB v snahe o zmiernenie následkov krízy.

3.2.1 Znižovanie sadzieb

V auguste 2007 došlo v nadväznosti na krízu v USA k výrazným turbulenciám na finančných trhoch po celom svete a eurozóna nebola výnimkou. Panovala neistota a nedôvera medzi bankami, ktoré mali navzájom pochybnosti o finančnom zdraví a úrovni likvidity u tých ostatných a poskytovanie medzibankových úverov začalo spomaľovať. ECB reagovala rýchlo a pomocou svojich nástrojov umožnila bankám eurozóny doplniť potrebnú likviditu⁶⁵. Po páde Lehman Brothers koncom roka 2008 sa táto neistota premenila na globálnu krízu. ECB zareagovala postupným znižovaním úrokovej sadzby u hlavných refinančných operácií⁶⁶. Celkovo došlo k poklesu o 325

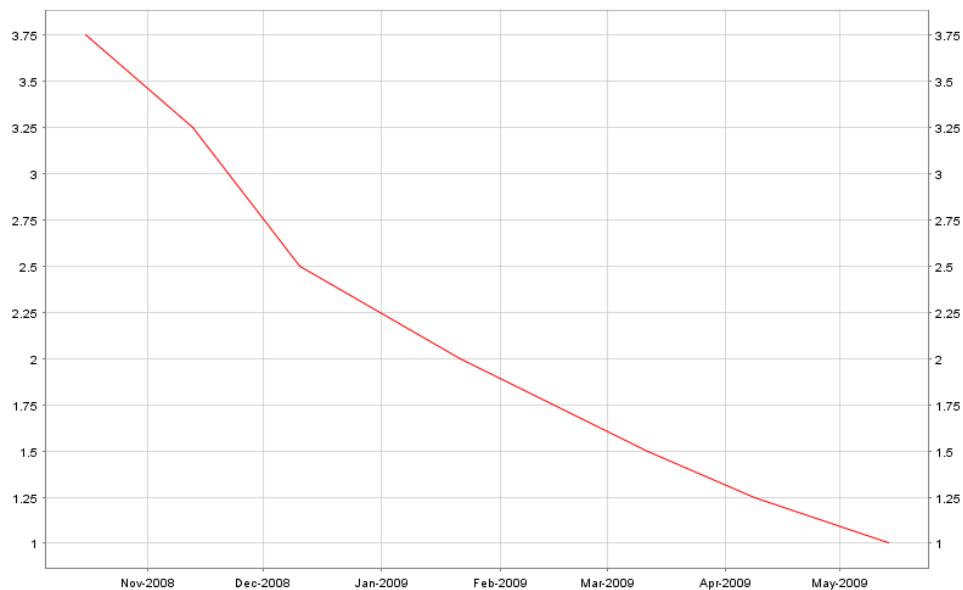
⁶⁴ *About.com US Economy. What Is QE3?* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/What-Is-Qe3.htm.

⁶⁵ *ECB. Press Release* [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070814_1.en.html

⁶⁶ Pravidelné reverzné obchody na dodanie likvidity s týždennou frekvenciou a týždňovou splatnosťou.

bázických bodov⁶⁷. Od októbra v roku 2008 do mája 2009 dosiahla táto sadzba až úroveň 1 %. Tento pokles ilustruje Graf č. 6:

Graf 6: Vývoj úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie ECB (v %)



Zdroj: ECB. Statistical Data Warehouse.

Znižovanie úrokových sadzieb je stále klasifikované ako nástroj konvenčnej menovej politiky. Zníženie, ktoré vidíme na Grafe 6, nastalo počas krátkeho obdobia siedmich mesiacov a je to niečo, čo sa v eurozóne za niekoľko posledných dekád nevyskytlo. ECB sa ale nakoniec predsa, podobne ako Fed, neobišla bez nasadenia neštandardných nástrojov.⁶⁸

3.2.2 Enhanced Credit Support

Nástroje súhrne označované ako „Enhanced Credit Support“, teda posilnená úverová podpora, boli ECB nasadené v októbri 2008. Obsahovali niekoľko zložiek. Prvou z nich bola možnosť finančných inštitúcií eurozóny získať prístup k neobmedzeným zdrojom likvidity od ECB za hlavnú refinančnú sadzbu, ak dokázali predložiť adekvátny kolaterál⁶⁹. Ďalším krokom bolo zníženie nárokov na kvalitu aktív

⁶⁷ Bázický bod je stotina z percentuálneho bodu.

⁶⁸ *The ECB's Response to the Financial Crisis* [online]. cit. 2004-4-20. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

⁶⁹ Hodnota zabezpečujúca bankový úver, ktorou sú napr. nehnuteľnosti, hnuťelný majetok, cenné papiere, drahé kamene atď. *Ekonomický slovník* [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z: www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovník/?q=kolateral

akceptovateľných ako kolaterál⁷⁰. Tretie v poradí prišlo vyhlásenie ECB, že má v úmysle implementovať dodatočné dlhodobé refinančné operácie, kde oproti štandardnej trojmesačnej splatnosti bude táto doba dosahovať až šesť mesiacov, následne v máji 2009 ECB túto lehotu predĺžila na jeden rok^{71,72}.

3.2.3 Securities Market Program (SMP)

Tretou vlnou v rámci reakcie ECB na krízu sa stal tzv. Securities Market Program. Ten bol spustený v máji 2010 a spočíval v priamej intervencii ECB na vybraných trhoch so štátnymi dlhopismi. V súlade s nariadením EÚ boli možnosti ECB nakupovať tieto dlhopisy v rámci SMP značne limitované iba pre sekundárne trhy. Tieto nákupy boli spätne sterilizované, čo znamená, že ECB pomocou svojich ďalších operácií likviditu, ktorú pomocou nákupov dlhopisov nefunkčným segmentom trhu dodala, spätne absorbuje a sťahuje z obehu⁷³. Okrem toho ECB opäť obnovila niektoré programy, ktoré už boli predtým ukončené, ako napríklad LTRO, pričom doba splatnosti dosahovala až 3 roky a hlavná refinančná sadzba bola v tom čase stále na úrovni 1%.⁷⁴

3.2.4 Outright Monetary Transactions (OMT)

V júli 2012 ECB pokračovala v znižovaní svojej základnej úrokovej sadzby na vtedajšie historické minimum, a to na 0,75 %. V septembri roku 2012 ďalej predstavila tzv. Outright Monetary Transactions program, ktorý predstavoval možnosť realizácie priamych menových transakcií. Podobne ako SMP, OMT znamenal priame zásahy na sekundárnych trhoch štátnych dlhopisov, pričom by ECB nakupovala neobmedzené množstvo vládnych dlhopisov. Cieľom ECB bolo v tomto prípade odstrániť problémy na týchto trhoch, ktoré boli spôsobené obavami a nedôverou investorov o budúcnosť spoločnej meny euro, hlavne kvôli nepriaznivej situácii periférnych krajín eurozóny.

⁷⁰ V tomto prípade sa jednalo napr. o zníženie požadovaného ratingu cenných papierov, ktoré boli predkladané ako kolaterál.

⁷¹ Takýto typ refinančných operácií sa nazýva aj LTRO (Long-Term Refinancing Operation).

⁷² *The ECB's Response to the Financial Crisis* [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

⁷³ Sterilizácia likvidity sa môže uskutočniť napríklad prostredníctvom ponuky termínovaných vkladov, ktoré si banky môžu uložiť v centrálnej banke.

⁷⁴ *The ECB's Response to the Financial Crisis* [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

Likvidita dodaná programom OMT mala byť opäť v plnej miere sterilizovaná. ECB taktiež oznámila, že zavedenie OMT znamená koniec nástroja SMP.⁷⁵

Napriek tomu, že ECB dodnes tento program nepoužila, tak iba samotná správa o ňom mala na správu dlhu okrajových krajín eurozóny pozitívny vplyv. Tento program sa stretol s rozporuplnými reakciami. Najvýraznejšie zrejme reagoval Nemecký ústavný súd, ktorý dokonca podal sťažnosť k Európskemu súdnemu dvoru. Tento krok zdôvodňuje tým, že ECB zavedením tohto programu porušuje pravidlo zákazu financovania vlád a tým prekračuje svoj mandát.⁷⁶ ECB argumentuje tým, že krajiny, ktorých by sa program OMT týkal, by museli pristúpiť na plnenie programu reforiem. Rozhodnutie zo strany Európskeho súdneho dvora ešte nepadlo, a do doby kým tento súd vydá stanovisko sa nepredpokladá, že by bol program použitý. Aká je teda jeho budúcnosť zatiaľ ostáva otázkou.⁷⁷

⁷⁵ *Európska centrálna banka. Menová politika* [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_014.sk.html

⁷⁶ *Nemecko postúpilo sťažnosť voči ECB pre dlhopisy štátov na súd únie.* [online]. cit. 2014-04-20. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/nemecko-eurozona-sud-dlhopisy-ecb/73107-clanok.html

⁷⁷ *O dlhopisovom programe ECB rozhodne Súdny dvor EÚ.* [online]. cit. 2014-04-20. Dostupné z: www.euractiv.sk/hospodarske-riadenie-eu/clanok/o-dlhopisovom-programe-ecb-rozhodne-sudny-dvor-eu-022042

KAPITOLA 4 – KOMPARÁCIA REAKCIÍ ECB A FEDU

4.1 Spoločné znaky

Ako prvý a jednoznačný element, ktorý ECB a Fed spoločne zdieľajú v rámci reakcie na krízu a udalosti z roku 2008, je zavedenie expanzívnej menovej politiky, a teda prejavenie ochoty pomôcť zasiahnutým bankám a ostatným inštitúciám tým, že budú zvyšovať množstvo peňazí v obehú a dodávať potrebnú likviditu.

Na základe ich neskorších krokov môžeme tiež jednoznačne povedať, že obe banky nakoniec pristúpili k použitiu nekonvenčných nástrojov menovej politiky a učinili mnoho historických rozhodnutí, čo bolo podmienené výnimočnosťou okolností, ktoré so sebou prinieslo vypuknutie krízy.

Prvým nástrojom menovej politiky po ktorom Fed a ECB siahli, boli ich hlavné úrokové sadzby. Fed svoju najdôležitejšiu úrokovú sadzbu *Federal Funds Rate* začal postupne znižovať už v lete 2007, až kým sa začiatkom roku 2009 nepohybovala v pásme 0,25 až 0 %⁷⁸. Táto hodnota sa dodnes nezmenila. ECB k tomuto kroku pristúpila neskôr, konkrétne až po kolapse Lehman Brothers v septembri v roku 2008, ktorý pre ňu bol nepríjemným „prebudením do reality“. ECB totiž ešte v polovici roku 2008 svoju kľúčovú sadzbu zvýšila v obave pred inflačnými tlakmi a ohrozením cenovej stability. Na druhej strane, následné prudké zníženie jej kľúčovej sadzby pre hlavné refinančné operácie (MRO) zrealizovala relatívne rýchlo, za sedem mesiacov klesli z 3,75 % na 1 %.⁷⁹ ECB potom niekoľkokrát túto sadzbu opäť zvýšila ako reakciu na náznaky zlepšenia ekonomickej situácie v eurozóne. Nakoniec ale bola nútená ju opäť znížiť, jej aktuálna výška dosahuje 0,25 %⁸⁰. Tieto nástroje konvenčnej menovej politiky sa ale ukázali ako nedostatočné, preto obe centrálné banky podnikli ďalšie kroky smerom k rozprúdeniu ekonomiky.

Ďalšiu spoločnú charakteristiku môžeme pozorovať, keď sa pozrieme na nekonvenčné nástroje, ktoré si Fed a ECB zvolili na ceste za svojimi cieľmi. Hoci obe banky podnikli viac typov rôznych operácií, nachádzame u každej z nich jeden typ,

⁷⁸ Túto skutočnosť ukazuje Graf 5.

⁷⁹ Túto skutočnosť ukazuje Graf 6.

⁸⁰ *European Central Bank. Key Interest Rates* [online]. cit. 2014-4-24. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html

ktorý v porovnaní s ostatnými dominoval. U Fedu je to pochopiteľne séria zatiaľ štyroch kôl nákupu aktív, predovšetkým štátnych dlhopisov a MBS, pre ktoré sa všeobecne vžil názov kvantitatívne uvoľňovanie, vlny QE1 až QE4. Dôležitým nástrojom ECB v boji proti kríze sa stali dlhodobé refinančné operácie (LTRO), pričom vyššie spomenutá MRO sadzba bola postupne znižovaná, a doba splatnosti naopak rástla.

Obidve banky sa taktiež zapojili do nákupov štátnych dlhopisov, Fed už v rámci QE1 v marci roku 2009, ECB potom o rok neskôr po zavedení svojho programu SMP. Spôsoby, akými Fed a ECB realizovali tieto operácie sa líšili, k tomu sa ale dostanem v podkapitole o rozdielnych znakoch ich menových politík. Potom čo Fed rozbehol QE2 v novembri 2010, jeho európskym ekvivalentom sa mal stať nakoniec nepoužitý program a nástupca SMP: OMT.

4.2 Rozdielne znaky

Ako základný rozdiel medzi prístupmi ECB a Fedu vnímam hlavne kroky spojené s nakupovaním štátnych dlhopisov. Zatiaľ čo Fed ich nakupoval priamo už počas QE1 koncom roku 2008 a následne ešte vo väčších množstvách v ďalších vlnách QE, ECB spustila svoj prvý program týkajúci sa skupovania štátnych dlhopisov až v polovici roku 2010 a na rozdiel od Fedu boli jej operácie sterilizované.

Fed a ECB sa od seba odlišovali aj pokiaľ ide o ciele, ktoré od svojich opatrení očakávali. Vyplýva to už aj zo zodpovedností, ktoré na seba tieto banky berú vo všeobecnosti pri vykonávaní svojich menových politík. Zatiaľ čo ECB sa držala a drží svojho stáleho cieľa a teda cenovej stability vyjadrenej prostredníctvom indexu HICP a jeho miery medziročného nárastu o menej ako 2 %, Fed má úloh viac. Snaží sa rovnako ako ECB o cenovú stabilitu, ale pridáva k tomu ešte maximálnu zamestnanosť a ekonomický rast. Na pozadí krízy boli tieto ciele ešte viac špecifikované a teda stanovené konkrétne hodnoty, ktoré sa Fed bude pokúšať dosiahnuť a kým sa tak nestane, neukončí svoju nekonvenčnú menovú politiku, to znamená nezvýši základné úrokové sadzby a neprestane s nákupom dlhopisov. Už počas QE3 Fed vyhlásil, že najväčšiu starosť predstavuje problém na trhu práce, a preto bude cieľ plnej zamestnanosti presadzovať pred cieľom inflačným. V nadväznosti na toto vyhlásenie

prišli v rámci QE4 konkrétne čísla: menej ako 6,5 % u miery nezamestnanosti a viac ako 2,5 % v prípade inflácie.

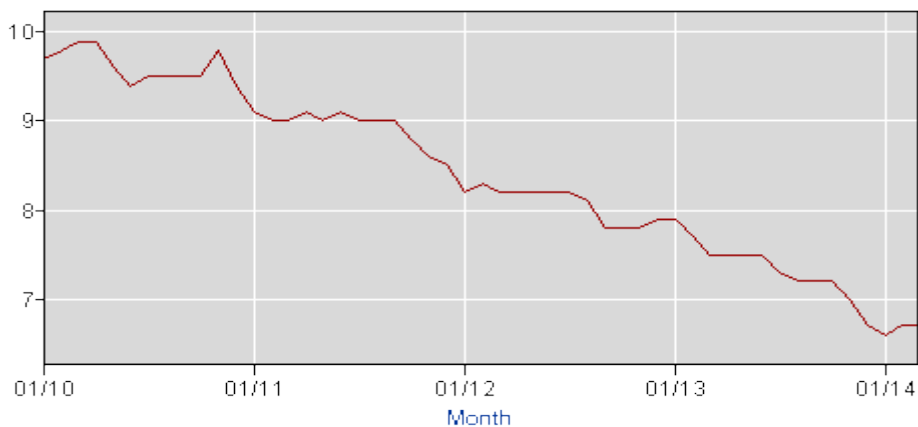
4.3 Vyhodnotenie oboch reakcií

V doterajšej časti poslednej štvrtej kapitoly svojej práce som popísal aké podobnosti a odlišnosti som v postupoch Fedu a ECB identifikoval. V tejto časti práce pristúpim k záverečnému vyhodnoteniu, a síce analyzujem, ktorá z týchto dvoch centrálnych bánk bola k dnešnému dňu v realizácii svojej menovej politiky úspešnejšia. Ako kritérium tejto analýzy som zvolil stupeň naplnenia cieľov, ktoré si stanovila každá z nich. Tieto ciele boli opísané a objasnené v predošlých častiach tejto práce.

4.3.1 Fed

Vzhľadom k tomu, že Fed svoju expanzívnu menovú politiku a užívanie nekonvenčných nástrojov do dnešného dňa ešte úplne nezastavil, je zrejmé, že svoje ciele stále nedosiahol. Miera nezamestnanosti však zaznamenala výrazné zlepšenie, keďže v marci 2014 bola na úrovni 6,7 %. Celkový vývoj zachytáva Graf 7:

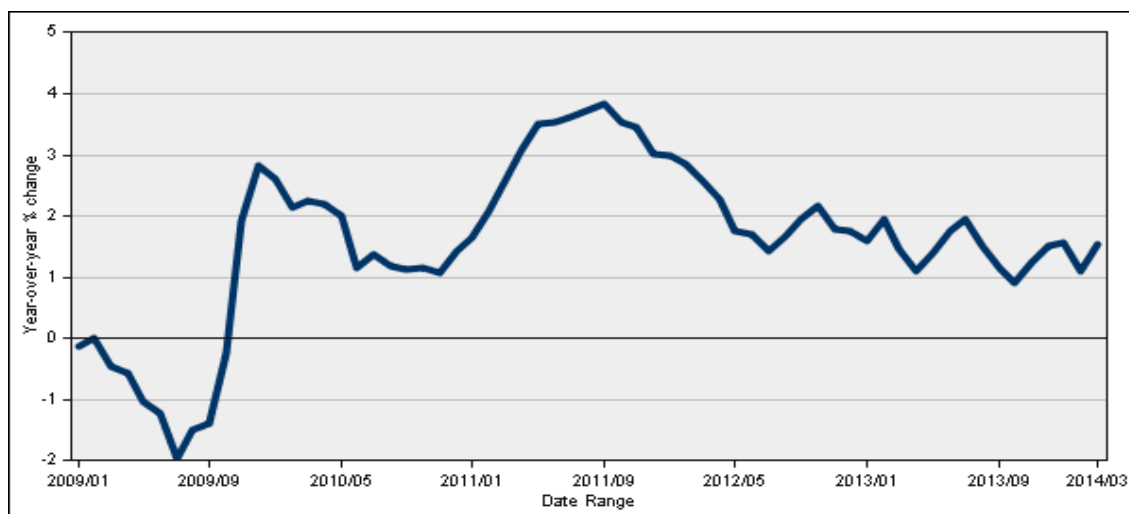
Graf 7: Miera nezamestnanosti v USA v rokoch 2010 až 2014 (v %)



Zdroj: Bureau of Labor Statistics.

Druhý cieľ Fedu, ktorým je miera inflácie, sa príliš neblíži vyžadovanej hodnote. V súčasnosti je na úrovni zhruba 1,5 %. Priebeh miery inflácie dokumentuje Graf 8:

Graf 8: Miera inflácie v USA v rokoch 2009 až 2014 (v %)



Zdroj: Federal Reserve Bank of Cleveland.

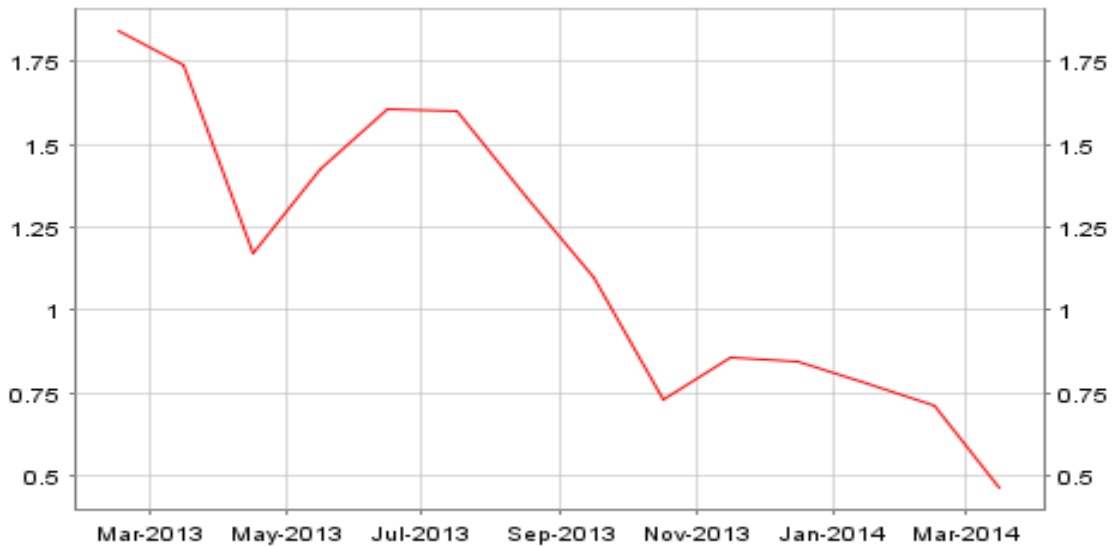
Šéfka Fedu, Janet Yellen, zhruba pred mesiacom na konferencii v Chicagu potvrdila, že ešte nejaký čas sa základná úroková sadzba Fedu nezačne zvyšovať, to aj v prípade ukončenia skupovania dlhopisov, keďže peňažný objem v ktorom ich mesačne Fed nakupuje už klesol. Vysvetlila, že je to kvôli trhu s prácou, ktorý aj napriek zlepšeniu, ktoré sa prejavilo zmiernením nezamestnanosti, stále nie je úplne ozdravený. Pre veľký počet Američanov je stále ťažké si nájsť prácu na plný úväzok. Z tohto dôvodu chce výšku úrokových sadzieb zachovať, hlavne za účelom podpory investícií a spotreby, pričom dodala, že má podporu svojich kolegov.⁸¹

4.3.2 ECB

Podobne ako Fed, ani ECB svoj hlavný a jediný cieľ v rámci svojej menovej politiky o ktorý sa snaží, a síce cenovú stabilitu, nedokázala dodnes naplniť. V rámci zabezpečovania cenovej stability sa ECB snaží mieru inflácie zo strednodobého hľadiska udržať tesne pod 2 %. Graf 9 jasne ukazuje pokles medziročnej miery inflácie na 0,5 %, čo má od žiadaných 2 % dosť ďaleko.

⁸¹ Fed: Americká ekonomika ešte stále potrebuje podporu. [online]. cit. 2014-04-23. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/usa-fed-ekonomika-podpora/79562-clanok.html

Graf 9: Miera inflácie v eurozóne (HICP) (v %)



Zdroj: ECB. Statistical Data Warehouse.

Súčasný prezident ECB Mario Draghi sa tento mesiac (3.4.2014) na tlačovej konferencii vyjadril, že Rada guvernérov ponechá základnú úrokovú sadzbu ECB na hodnote 0,25 %. ECB si myslí, že je možné oživiť ekonomiku eurozóny aj bez dodatočných monetárnych stimulov, napriek tomu, že Draghi očakáva periódu nízkej inflácie. Draghi sa tiež vyjadril, že ECB potrebuje zhromaždiť viac informácií, aby mohla upraviť svoj inflačný cieľ. ECB odhaduje, že tempo rastu spotrebiteľských cien sa bude k dvom percentám blížiť ku koncu roku 2016.⁸²

⁸² ECB je pripravená konať, ak bude inflácia v eurozóne dlhší čas nízka. [online]. cit. 2014-04-23. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/ecb-urokova-sadzba/79922-clanok.html

ZÁVER

Hlavným cieľom tejto práce bolo uskutočniť komparáciu menovej politiky dvoch významných centrálnych bánk, ECB a amerického Fedu, na pozadí svetovej hospodárskej a finančnej krízy od roku 2008. Tento cieľ bol naplnený.

Z tejto komparácie vyplynula určitá podobnosť opatrení, ktoré obidve tieto inštitúcie v počiatočnej fáze krízy prijali. Ako Fed, tak ECB najprv využili primárny nástroj konvenčnej menovej politiky a postupom času znížili svoje základné úrokové sadzby až na historické minimá. Okolnosti ktoré ale sprevádzali vznik a priebeh krízy ich nakoniec prinútili siahnuť aj po iných, mimoriadnych nástrojoch, ktoré aplikovali v snahe znova oživiť a rozprúdiť aktivitu v krízou otrasenej ekonomike.

Pri analýze výberu a využívania jednotlivých nástrojov je možné pozorovať niekoľko rozdielov, pokiaľ sa jedná o charakter a rýchlosť ich použitia. Fed dokázal zaujať rozhodnejší a agresívnejší prístup, čo mu, zdá sa, v súčasnosti prináša želaný úspech. V januári tohto roku začal Fed pomaly s oslabovaním stimulácie americkej ekonomiky. Je to vďaka tomu, že sa blíži k naplneniu cieľov, ktoré si v rámci svojej menovej politiky stanovil v oblasti zamestnanosti a miery inflácie. ECB na druhej strane stále zaostáva za svojím inflačným cieľom a nepredpokladá sa, že by sa k nemu mohla priblížiť skôr ako v roku 2016.

Za takéhoto stavu sa vynára niekoľko otázok. Znamená súčasný stav a politika Fedu, že USA sa dostávajú z recesie a budú opäť schopní výrazne prosperovať? Dočkáme sa v roku 2015 zvyšovania základnej úrokovej sadzby Fedu, ktorá je od roku 2008 prakticky na nule? Pristane vo svetle týchto udalostí ECB po vzore Fedu na uvoľnenejšiu menovú politiku? Na odpovede na tieto otázky si ešte budeme musieť nejaký čas počkať.

SUMMARY

The topic of this thesis is „Comparison of the ECB and Fed in terms of their monetary policy during world economic crisis since 2008“. The first chapter of this thesis describes the events that eventually led to the outbreak of the most severe economic and financial crisis since the Great Depression. It effectively enumerates the reasons and development of this crisis until its peak in 2008, marked by the infamous Lehman Brothers breakdown. The second chapter introduces the phenomenon of the central banking and its practices in guiding national economies through various channels and instruments of monetary policy. Also Fed and ECB are introduced as institutions and in this part some space is devoted to the historical background of their origin as well. Responses of both Fed and ECB to the crisis are briefly explained in the third chapter, mainly their crucial parts and key elements and moments and their most used tools implemented during struggle with the crisis. This thesis culminates in the fourth chapter by fulfilling its main objective, which is to compare the responses described in the third chapter. The comparison is carried out based on the assessment of the level of accomplishment of the goals set by the central banks themselves.

A short summary of the most recent comments by the respective heads of each of these institutions is added at the end of the fourth chapter together with the close future outlook of these banks and the economic environment they govern and manage.

Ideas included in this thesis may be used to provide better understanding of economic crises in general as well as the one of 2008 in particular. Furthermore this thesis might ignite a deeper interest of general public about such matters which really directly or indirectly have impact on every one of us.

ZOZNAM PRAMEŇOV A LITERATÚRY

Literatúra

BLAŽEK, J. *Základy ekonomie. 2. opr. vyd.* Brno: Doplněk, 2002, 215 s. Edice učebnic Právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně, č. 290. ISBN 80-723-9095-3.

HINDLS, R. *Ekonomický slovník. 2. aktualiz. vyd.* Praha: C. H. Beck, 2003, xcii, 519 s. ISBN 80-717-9819-3.

KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize. Vyd. 1.* Praha: Vyšehrad, 2009, 168 s. Moderní dějiny. ISBN 978-80-7021-984-3.

POSPÍŠIL, R. HOBZA V., a PUCHINGER Z. *Finance a bankovníctví. 1. vyd.* Olomouc: Univerzita Palackého, 2006, 76 s. ISBN 80-244-1297-7.

REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví. 3., aktualiz. vyd.* Praha: Management Press, 2011, 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5., aktualiz. vyd.* Praha: Management Press, 2012, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

ROUBINI, N. MIHM, S. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce. 1. vyd.* Praha: Grada, 2011, 295 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4102-4.

ŠVIHLÍKOVÁ, I. *Globalizace a krize: souvislosti a scénáře. 1. vyd.* Všeň: Grimmus, c2010, 291 p. ISBN 80-874-6101-0.

VLČEK, J. *Ekonomie a ekonomika. 3. vyd.* Praha: ASPI, 2005, 559 s. ISBN 80-735-7103-X.

Internetové zdroje

About.com Economics [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z:
economics.about.com/cs/economicsglossary/g/bank_run.htm

About.com US Economy. What Is QE1? [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z:
useconomy.about.com/od/Fed/g/QE1.htm

About.com US Economy. Federal Reserve's QE2 [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z:
useconomy.about.com/od/Fed/g/QE2.htm

About.com US Economy. Federal Reserve's Operation Twist [online]. cit. 2014-4-20.
Dostupné z: useconomy.about.com/od/Fed/g/Operation-Twist.htm

About.com US Economy. What Is QE3? [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z:
useconomy.about.com/od/Fed/g/What-Is-Qe3.htm

ECB je pripravená konať, ak bude inflácia v eurozóne dlhší čas nízka [online]. cit.
2014-04-23. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/ecb-urokova-sadzba/79922-clanok.html

ECB. Press Release [online]. cit. 2014-4-20. Dostupné z:
www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070814_1.en.html

Economic World [online]. cit. 2014-4-11. Dostupné z:
economicworld.eu/financie/definovanie-verejneho-sektora

Ekonomický slovník [online]. cit. 2014-4-12. Dostupné z:
www.ekonomickyslovník.cz/hospodarska-politika

Ekonomický slovník [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z:
www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovník/?q=kolateral

Ekonomický slovník [online]. cit. 2014-4-13. Dostupné z:
www.ekonomickyslovník.cz/statni-pokladnicni-poukazky

EuroEkonom.sk [online]. cit. 2014-4-11. Dostupné z:
www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovník/?q=deviza

European Central Bank. Key Interest Rates [online]. cit. 2014-4-24. Dostupné z:
www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html

Európska centrálna banka. Eurosystem. Európsky systém centrálnych bánk [online]. cit. 2004-4-16. Dostupné z:
www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011sk.pdf?cb6c72c05ae67934b0368632ac1a54c8

Európska centrálna banka. Upisovanie základného imania [online]. cit. 2004-4-18. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.sk.html>

Európska centrálna banka. Menová politika [online]. cit. 2014-4-22. Dostupné z:
www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_014.sk.html

Fed: Americká ekonomika ešte stále potrebuje podporu [online]. cit. 2014-04-23. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/usa-fed-ekonomika-podpora/79562-clanok.html

Federal Reserve Education. The Structure of the Federal Reserve System [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions

Federal Reserve Education. History of the Federal Reserve [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history

Federal Reserve Education. Monetary Policy Basics [online]. cit. 2014-4-14. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy

Federal Reserve Education. 2006 and Beyond: Financial Crisis and Response [online]. cit. 2004-4-17. Dostupné z: www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history/2006andbeyond.cfm

Federal Reserve [online]. cit. 2014-3-24. dostupné z: www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/yellen.htm

Foreclosure Rates Have Gone Down Nationally. Albuquerque Business Law, P.C. [online]. cit. 2014-3-22. Dostupné z: www.albuquerquebusinesslaw.com/foreclosure/foreclosure-rates-have-gone-down-nationally

Management Mania, Verejné financie [online]. cit. 2014-4-16. Dostupné z: managementmania.com/sk/verejne-financie

Monetary and Fiscal Policy in Times of Crisis [online]. cit. 2004-4-20. Dostupné z: research.stlouisfed.org/pageone-econom

Nemecko postúpilo sťažnosť voči ECB pre dlhopisy štátov na súd únie [online]. cit. 2014-04-20. Dostupné z: www.teraz.sk/ekonomika/nemecko-eurozona-sud-dlhopisy-ecb/73107-clanok.html

O dlhopisovom programe ECB rozhodne Súdny dvor EÚ [online]. cit. 2014-04-20. Dostupné z: www.euractiv.sk/hospodarske-riadenie-eu/clanok/o-dlhopisovom-programe-ecb-rozhodne-sudny-dvor-eu-022042

S&P/CASE SHILLER [online]. cit. 2014-4-1. Dostupné z: us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-case-shiller

Slovenská sporiteľňa [online]. cit. 2014-4-3. Dostupné z: www.slsp.sk/6617/investicne-bankovnictvo.html

The ECB's Response to the Financial Crisis [online]. cit. 2004-4-20. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

The Economist. Economics A-Z terms beginning with B [online]. cit. 2014-3-25. Dostupné z: www.economist.com/economics-a-to-z/b#node-21529426

The European Central Bank. History, role and functions [online]. cit. 2004-4-19. Dostupné z: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf

The Independent. Crash of a Titan: The inside story of the fall of Lehman Brothers [online]. cit. 2014-4-6. Dostupné z: www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/crash-of-a-titan-the-inside-story-of-the-fall-of-lehman-brothers-1782714.html

ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky* [online]. cit. 2014-4-9. Dostupné z: www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky

ZOZNAM SKRATIEK

- CDO – Zaistená dlhová obligácia
- ECB – Európska centrálna banka
- EHS – Európske hospodárske spoločenstvo
- EMI – Európsky menový inštitút
- ESCB – Európsky systém centrálnych bánk
- ESUO – Európske spoločenstvo uhlia a ocele
- EURATOM – Európske spoločenstvo pre atómovú energiu
- EÚ – Európska únia
- HDP – Hrubý domáci produkt
- HMU – Hospodárska a menová únia
- LTRO – Dlhodobé refinančné operácie
- MBS – Hypotekárny zálohový list
- MRO – Hlavná refinančná sadzba
- OMT – Outright Monetary Transactions
- QE – Kvantitatívne uvoľňovanie
- SMP – Securities Market Program
- USA – Spojené štáty americké

ZOZNAM GRAFOV

Graf 1: Miera nezamestnanosti v USA v rokoch 2000 až 2006	14
Graf 2: Vývoj cien obytných nehnuteľností v USA	16
Graf 3: Vývoj základnej úrokovej sadzby Fedu v rokoch 2000 až 2007	21
Graf 4: Medziročný vývoj exekučnej činnosti v USA	22
Graf 5: Vývoj základnej úrokovej sadzby Fedu v rokoch 2007 až 2014	42
Graf 6: Vývoj úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie ECB	46
Graf 7: Miera nezamestnanosti v USA v rokoch 2010 až 2014	51
Graf 8: Miera inflácie v USA v rokoch 2009 až 2014	52
Graf 9: Miera inflácie v eurozóne (HICP)	53

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1: Jednotlivé Federálne rezervné banky USA	33
Tabuľka 2: Predsedovia Fedu (meno, funkčné obdobie)	34
Tabuľka č. 3: Plne splatené podiely národných centrálnych bánk krajín eurozóny na základnom imaní ECB	38