



## EURÓPSKA MENOVÁ POLITIKA

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) pozostáva z ECB a národných centrálnych bánk všetkých členských štátov EÚ. Jeho hlavným cieľom je udržiavať cenovú stabilitu. V záujme plnenia tohto prvoradého cieľa sa Rada guvernérov ECB pri prijímaní rozhodnutí opiera o dvojpilierovú stratégiu menovej politiky a svoje rozhodnutia vykonáva prostredníctvom štandardných aj neštandardných opatrení menovej politiky. Najdôležitejšími nástrojmi štandardnej menovej politiky ECB sú operácie na voľnom trhu, automatické operácie a udržiavanie minimálnych rezerv. V reakcii na finančnú krízu ECB zmenila aj komunikačnú stratégiu poskytovaním signalizácie budúceho nastavenia politiky úrokových sadzieb ECB na základe výhľadu cenovej stability a prijala množstvo neštandardných opatrení menovej politiky. Patria medzi ne nákupy aktív a štátnych dlhopisov na sekundárnom trhu s cieľom zabezpečiť cenovú stabilitu a účinnosť transmisného mechanizmu menovej politiky.

### PRÁVNY ZÁKLAD

- Články 119 až 144, 219, 282 až 284 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ).
- Protokol (č. 4) k Lisabonskej zmluve o Štatúte Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a Európskej centrálnej banky (ECB).

### CIELE

V súlade s článkom 127 ods. 1 ZFEÚ je prvoradým cieľom ESCB zaručiť cenovú stabilitu. Bez toho, aby bol dotknutý tento cieľ, ESCB podporuje všeobecnú hospodársku politiku v Únii so zámerom prispieť k dosiahnutiu cieľov Únie. ESCB koná v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou súťažou, čím sa podporuje efektívne rozdeľovanie zdrojov (článok 127 ods. 1 ZFEÚ).

### DOSIAHNUTÉ VÝSLEDKY

#### A. Hlavné zásady činnosti ECB

##### 1. Nezávislosť ECB

Kľúčová zásada nezávislosti ECB je stanovená v článku 130 ZFEÚ („Pri uplatňovaní právomoci a plnení úloh a funkcií, ktoré vyplývajú zo zmlúv a štatútu ESCB a ECB, nesmie Európska centrálna banka, národná centrálna banka ani žiaden člen ich orgánov s rozhodovacími právomocami žiadať alebo prijímať pokyny tak od inštitúcií, orgánov, úradov alebo agentúr Únie ako ani od žiadnej vlády členského štátu alebo



od iného orgánu.“). Nezávislosť ECB je zachovaná aj prostredníctvom zákazov uvedených v článku 123 ZFEÚ, ktoré sa vzťahujú aj na národné centrálné banky: prečerpávanie účtov či získavanie iného druhu úveru v prospech inštitúcií a orgánov Únie, ústredných vlád, regionálnych, miestnych alebo iných verejných orgánov, iných subjektov spravovaných verejným právom alebo verejnoprávnym podnikom členských štátov je zakázané. Hlavným znakom nezávislosti ECB je slobodná voľba nástrojov menovej politiky. Zmluva stanovuje používanie bežných nástrojov (články 18 a 19 štatútu) a umožňuje Rade guvernérov dvojtretinovou väčšinou rozhodnúť o použití iných metód, ktoré pokladá za vhodné (článok 20 štatútu).

## 2. Zásady zodpovednosti a transparentnosti ECB

Na dosiahnutie dôveryhodnosti ECB sa zmluvou (článok 284 ZFEÚ) a štatútom (článok 15) stanovuje záväzné podávanie správ. ECB vypracúva a zverejňuje správy o činnosti ESCB aspoň každý štvrtrok. Konsolidovaná účtovná uzávierka ESCB sa zverejňuje každý týždeň. ECB už od začiatku uverejňuje Mesačný bulletin, ktorý obsahuje hĺbkové analýzy hospodárskej situácie a výhľad cenového vývoja. V januári 2015 ho nahradil Ekonomický bulletin, ktorý vzhľadom na prechod na šesťtyždňový cyklus menovopolitických zasadnutí Rady guvernérov od januára 2015 bude vychádzať dva týždne po každom zasadnutí. Dňa 19. februára 2015 ECB po prvý raz uverejnila správu z menovopolitického zasadnutia Rady guvernérov, čím sa zaradila medzi ďalšie popredné centrálné banky, ktoré uplatňujú takúto komunikačnú politiku. ECB predkladá Európskemu parlamentu výročnú správu o činnosti ESCB a o menovej politike za uplynulý a za bežný rok. ECB sa zodpovedá Európskemu parlamentu, pričom členovia Výkonnej rady ECB sú pravidelne prítomní na jeho schôdzach.

## 3. Pravidlá hlasovania v Rade guvernérov ECB (článok 10 ods. 2 štatútu)

Pri hlasovaniach v Rade guvernérov ECB sa uplatňovala zásada „jeden člen – jeden hlas“. Podľa zmlúv EÚ sa v prípade, že počet krajín eurozóny presiahne 18, musí v rámci hlasovania Rady guvernérov ECB začať uplatňovať rotačný systém, k čomu došlo 1. januára 2015, keď k eurozóne pristúpila Litva. Princípom rotácie je zabezpečiť efektívnosť rozhodovacieho systému ECB aj pri zvýšenom počte účastníkov. Guvernéri z prvých piatich krajín eurozóny podľa veľkosti ich ekonomík a finančného sektora (v súčasnosti Nemecko, Francúzsko, Taliansko, Španielsko a Holandsko) majú spolu štyri hlasovacie práva. Všetci ostatní (v súčasnosti 14 guvernérov) majú spolu 11 hlasovacích práv. Guvernéri sa pri výkone týchto práv striedajú každý mesiac. Členovia Výkonnej rady ECB majú stále hlasovacie práva.

## B. Stratégia menovej politiky ECB

### 1. Prehľad

Rada guvernérov ECB sa 13. októbra 1998 dohodla na hlavných prvkoch svojej stratégie menovej politiky, medzi ktoré patrí i) kvantitatívne vymedzenie cenovej stability, ii) dôležitá úloha týkajúca sa sledovania rastu peňažnej zásoby identifikovanej menovým agregátom a iii) výhľad cenového vývoja založený na širokom okruhu ukazovateľov. ECB si zvolila menovú stratégiu založenú na dvoch pilieroch (pilier 1: ekonomická analýza, pilier 2: menová analýza), ktorých úlohy boli znova jasne vymedzené počas revízie menovej stratégie 8. mája 2003.



## 2. Cenová stabilita

Cenová stabilita je vymedzená ako miera inflácie (medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HISC) v eurozóne) tesne pod úrovňou 2 % v strednodobom horizonte.

## 3. Prvý pilier stratégie menovej politiky: ekonomická analýza

Ekonomická analýza posudzuje v krátkodobom až strednodobom horizonte faktory ovplyvňujúce vývoj cien. Dôraz sa kladie na skutočnú činnosť a finančné podmienky v hospodárstve. Ekonomická analýza zohľadňuje skutočnosť, že vývoj cien nad rámec tohto horizontu je ovplyvnený prevažne vzájomným pôsobením ponuky a dopytu na trhu tovarov, služieb a výrobných faktorov. Na tento účel ECB pravidelne preveruje okrem iného vývoj celkovej produkcie, spotreby a podmienky na trhu práce, široký okruh cenových a nákladových ukazovateľov, fiškálnu politiku, platobnú bilanciu eurozóny a ceny aktív<sup>[1]</sup>.

## 4. Druhý pilier stratégie menovej politiky: menová analýza

Menová analýza využíva dlhodobý vzťah medzi peniazmi a cenami a slúži predovšetkým ako prostriedok krížovej kontroly krátkodobých až strednodobých ukazovateľov menovej politiky pochádzajúcich z ekonomickej analýzy. Menová analýza obsahuje podrobnú analýzu vývoja na peňažných a úverových trhoch s cieľom posúdiť ich vplyv na budúcu infláciu a hospodársky rast.

## C. Vykonávanie menovej politiky: nástroje a postupy

Menová politika ECB stanovovaním úrokových sadzieb, za ktoré môžu obchodné banky získavať peniaze od centrálnej banky, nepriamo ovplyvňuje úrokové sadzby hospodárstva eurozóny, a najmä sadzby za pôžičky poskytované obchodnými bankami a za sporiace vklady. Na vykonávanie svojej menovej politiky používa ECB rad menových nástrojov.

### 1. Operácie na voľnom trhu

Operácie na voľnom trhu zohrávajú dôležitú úlohu pri riadení úrokových sadzieb, riadení stavu likvidity na trhu a signalizovaní nastavenia menovej politiky. Pravidelné operácie Eurosystemu na voľnom trhu pozostávajú z týždňových refinančných operácií v eurách (hlavných refinančných operácií, čiže MRO) a trojmesačných operácií v eurách na dodanie likvidity (dlhodobejších refinančných operácií, čiže LTRO). Hlavné refinančné operácie slúžia na riadenie krátkodobých úrokových sadzieb, riadenie likvidity a na signalizáciu postavenia menovej politiky v eurozóne, dlhodobejšie refinančné operácie poskytujú dodatočné dlhodobejšie refinancovanie finančného sektora.

Menej pravidelnými operáciami na voľnom trhu sú dolad'ovacie operácie a štrukturálne operácie. Cieľom prvých je zmierňovať neočakávané výkyvy likvidity na trhu, najmä s cieľom regulovať úrokové sadzby, zatiaľ čo druhé sú zamerané najmä na pravidelnú úpravu štrukturálnej pozície finančného sektora voči Eurosystemu.

---

[1] Opis týchto dvoch pilierov je prevzatý z dokumentu: Menová politika ECB (2011), <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



## 2. Automatické operácie

Automatické operácie dodávajú alebo sťahujú jednodňovú likviditu, pričom EONIA (Euro Overnight Index Average) je vyjadrením aktuálnej úrokovej miery obchodov s jednodňovými eurovými depozitmi na medzibankovom trhu. Eurosystem ponúka úverovým inštitúciám dve automatické operácie: jednodňové refinančné operácie, ktoré umožňujú získať od centrálnej banky jednodňovú likviditu oproti zábezpeke dostatočných akceptovateľných aktív, a jednodňové sterilizačné operácie, ktoré umožňujú uložiť nadbytočnú likviditu u centrálnej banky.

## 3. Povinné minimálne rezervy

V súlade s článkom 19 ods. 1 štatútu môže ECB vyžadovať, aby úverové inštitúcie so sídlom v členských štátoch držali povinné minimálne rezervy na účtoch v ECB a v národných centrálnych bankách. Cieľom povinných minimálnych rezerv je stabilizovať krátkodobé úrokové sadzby na peňažnom trhu a vytvoriť (resp. zväčšiť) štrukturálny deficit likvidity bankového systému voči Eurosystemu, čo uľahčuje reguláciu sadzieb finančného trhu prostredníctvom pravidelných reverzných obchodov na dodanie likvidity. Metódy výpočtu a požadované sumy stanovuje Rada guvernérov.

## 4. Neštandardné opatrenia menovej politiky a reakcia na krízu v roku 2007: signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky a programy nákupu aktív

ECB poskytuje od júla 2013 signalizáciu budúceho nastavenia politiky úrokových sadzieb. Poskytovanie signalizácie budúceho nastavenia politiky je zásadným posunom komunikačnej stratégie ECB a jej súčasťou nie sú iba informácie o tom, ako ECB v strednodobom horizonte hodnotí súčasné hospodárske podmienky a riziká pre cenovú stabilitu, ale aj o tom, ako toto hodnotenie vplyva na budúce smerovanie jej menovej politiky.

Okrem toho bolo od roku 2009 zavedených niekoľko programov nákupu aktív s cieľom zachovať rast v eurozóne a dosiahnuť v strednodobom horizonte miery inflácie tesne pod úroveň 2 %. V rokoch 2009 a 2011 ECB začala dva programy nákupu krytých dlhopisov (PNKD a PNKD2). Od 10. mája 2010 do februára 2012 ECB intervenovala na trhoch s dlhopismi v rámci programu pre trhy s cennými papiermi (PTCP). V auguste 2012 ECB informovala o možnosti vykonávať priame operácie na voľnom trhu na sekundárnych trhoch so štátnymi dlhopismi s cieľom zabezpečiť primeranú transmisiiu menovej politiky a zachovať jednotnosť svojej menovej politiky. V júni 2014 ohlásila rad cielených dlhodobějších refinančných operácií zameraných na zlepšenie poskytovania úverov bankami nefinančnému súkromnému sektoru v eurozóne, s výnimkou poskytovania úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie, počas dvojročného obdobia. V septembri 2014 ECB ohlásila dva nové programy nákupu: program nákupu cenných papierov krytých aktívami (asset-backed securities purchase programme – ABSPP) a tretí program nákupu krytých dlhopisov (third covered bond purchase programme – CBPP3). Ich cieľom je posilniť transmisiiu menovej politiky, podporiť poskytovanie úverov hospodárstvu eurozóny, a tým uvoľňovať nastavenie menovej politiky. V rámci programu nákupu vo verejnom sektore (Public Sector Purchase Programme – PSPP) začala ECB 9. marca 2015 na sekundárnom trhu nákup dlhopisov emitovaných ústrednými vládami krajín eurozóny, niektorými agentúrami a medzinárodnými alebo nadnárodnými inštitúciami so sídlom



v eurozóne (PSPP). ABSPP, CBPP3 a PSPP spolu tvoria rozšírený program nákupu aktív (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP). Mesačné nákupy v rámci tohto programu predstavujú 60 mld. EUR. Dňa 10. marca 2016 sa ECB rozhodla rozšíriť súčasné mesačné nákupy aktív na úroveň 80 miliárd EUR, zvýšiť limit na emitenta a iný limit podielu emisie na nákup cenných papierov z 33 % na 50 %, zahrnúť cenné papiere s investičným stupňom v mene euro vydané nebankovými korporáciami so sídlom v eurozóne do zoznamu oprávnených aktív a začať novú sériu štyroch dlhodobějších refinančných operácií so začiatkom v júni 2016, každú so splatnosťou štyri roky. Tieto nové operácie sú zamerané na posilnenie akomodačného prístupu menovej politiky ECB a posilnenie transmisie menovej politiky ďalším podnecovaním bánk v poskytovaní úverov. Majú sa vykonávať dovtedy, kým ECB nezaznamená trvalú úpravu vývoja inflácie v súlade so svojím cieľom dosiahnuť v strednodobom horizonte miery inflácie tesne pod úrovňou 2 %. Rada guvernérov ECB sa 8. decembra 2016 rozhodla zachovať mesačné nákupy aktív na úrovni 80 mld. EUR do marca 2017. Od apríla 2017 do decembra 2017 a v prípade potreby aj po tomto období budú mesačné nákupy pokračovať na úrovni 60 mld. EUR. ECB sa takisto rozhodla upraviť niektoré parametre svojho programu nákupu aktív s účinnosťou od januára 2017: minimálna zostávajúca splatnosť akceptovateľných aktív v rámci PSPP sa znížila z dvoch rokov na jeden rok a v rámci EAPP sa v nevyhnutnom rozsahu povolí nákup cenných papierov s výnosom do splatnosti nižším ako sadzba jednodňovej sterilizačnej operácie ECB.

## ÚLOHA EURÓPSKEHO PARLAMENTU

Na základe článku 284 ods. 3 ZFEÚ a článku 15 ods. 3 štatútu ESCB predkladá prezident ECB Parlamentu výročnú správu. Parlament vo svojom uznesení z 25. februára 2016 o výročnej správe Európskej centrálnej banky za rok 2014 zdôraznil potrebu zlepšiť finančné podmienky pre verejné a súkromné investície, upozornil na finančné riziká vyplývajúce z pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb v niektorých členských štátoch a vysokých a rozdielnych úrovni zadĺženia verejného a súkromného sektora, uvítal rozhodnutie ECB zverejňovať súhrnné zápisnice zo svojich schôdzí a zdôraznil potrebu demokratickej zodpovednosti vzhľadom na nové úlohy zverené ECB v oblasti dohľadu. Prezident ECB sa tradične štyrikrát ročne zúčastňuje na schôdzach Výboru Európskeho parlamentu pre hospodárske a menové veci (ECON), kde podáva vysvetlenia k politickým rozhodnutiam ECB a odpovedá na otázky členov výboru (menový dialóg). Schôdze sú prístupné širokej verejnosti a prepisy sa uverejňujú na webových stránkach Parlamentu aj ECB.

[Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić](#)  
05/2019

