

Richard Melišek

PROGRAM KVANTITATÍVNEHO UVOĽŇOVANIA EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY, JEHO POTENCIÁLNY DOSAH NA HOSPODÁRSKU A SOCIÁLNU POLITIKU KRAJÍN EUROZÓNY

***Abstract:** Quantitative easing is a non-standard form of monetary policy. From the beginning of this year, the European Central Bank has also decided to implement it. The European Central Bank (ECB) is searching for a solution to promote economic growth in the Eurozone, which is stagnating, in order to reduce the high debt of the member states and work towards more flexible labour markets. In this respect, ECB implements the programme of quantitative easing. Within this programme, it intends to issue additional euros and to purchase governmental bonds of the Eurozone member states. Until September 2016 at the latest, the ECB wants to emit 60 billion new euros into the market each month, i.e. totalling over €1,1 trillion. It anticipates that by this measure it will be able to increase the inflation which will in turn promote economic development in the Eurozone and would not only help to raise the prices but mainly increase economic growth. The article mentions the potential positives and negatives of the programme of quantitative easing. It also states its impact on the economy of Eurozone countries as well as several aspects that should be taken into account in its implementation.*

***Keywords:** quantitative easing, economic growth, Eurozone, European Central Bank, inflation, monetary policy, exchange rate, income inequality*

JEL: E 52, E 58, E 63

Úvod

Kvantitatívne uvoľňovanie (QE)¹ sa považuje za nekonvenčný nástroj menovej politiky. Ako ďalší element sa ho rozhodla od začiatku roka 2015 používať Európska centrálna banka. Medzi hlavné mandáty Európskej centrálnej banky patrí cieľenie stanovenej inflácie a udržanie cenovej stability. Na to využíva viaceré nástroje. V snahe podporiť európsku ekonomiku sa v súčasnosti snaží rozšýbať spotrebu

¹ Termín kvantitatívne uvoľňovanie je prekladom anglických slov quantitative easing. V odborných kruhoch sa bežne používa ako akronym anglických slov QE.

a investície prostredníctvom uvoľnenia menovej politiky aj vydávaním množstva nových peňazí. A tomu má pomôcť aj kvantitatívne uvoľňovanie.

V príspevku sa zameriavame na charakteristiku a analýzu programu kvantitatívneho uvoľňovania a na jeho kladný i nepriaznivý dosah na ekonomiky krajín eurozóny. Posudzujeme tiež faktory, ktoré proces kvantitatívneho uvoľňovania ovplyvňujú a dopĺňame ich o faktory, ktoré by sa pri implementácii programu kvantitatívneho uvoľňovania mali brať do úvahy.

1 Čo program kvantitatívneho uvoľňovania – QE – predstavuje?

V tlačovej správe z 22. januára 2015 [28] Európska centrálna banka (ECB) uvádza, že rozširuje nákup aktív o dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami.

Popri existujúcich programoch nákupu aktív súkromného sektora bude ECB v rámci tohto programu uskutočňovať nákupy štátnych dlhopisov v snahe zakročiť proti riziku nadmerne dlhého obdobia nízkej inflácie.

Celková hodnota mesačných nákupov aktív má predstavovať 60 mld. eur. Nákup aktív má prebiehať minimálne do septembra 2016.

ECB bude nakupovať dlhopisy vydané ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitúciami na sekundárnom trhu za peniaze centrálnej banky, ktoré budú môcť inštitúcie, ktoré cenné papiere predali, použiť na nákup ďalších aktív a na poskytovanie úverov reálnej ekonomike. Tým v podstate vydávajú nové peniaze. V oboch prípadoch to prispeje k uvoľneniu finančných podmienok.

ECB toto rozhodnutie bona fide – v dobre viere zdôvodňuje tým, že v súčasnej situácii, keď väčšina ukazovateľov skutočnej a očakávanej inflácie v eurozóne postupne klesla na historické minimum a vzhľadom na hrozbu nepriaznivého vplyvu potenciálnych sekundárnych účinkov v oblasti mzdového vývoja a cenotvorby na cenový vývoj v strednodobom horizonte, bola potrebná rázna reakcia menovej politiky. Preto považuje nákup aktív za menový stimul v situácii, keď sa kľúčové úrokové sadzby ECB nachádzajú na spodnej hranici. To by malo prispieť k ďalšiemu uvoľneniu menových a finančných podmienok a zlacniť tak prístup firiem a domácností k financovaniu. Výsledkom by malo byť zvýšenie investičnej aktivity a spotreby a v konečnom dôsledku aj návrat miery inflácie na úroveň blízku dvom percentám.

Program kvantitatívneho uvoľňovania je v podstate neštandardná forma menovej politiky, ktorá predstavuje emisiu ďalších eur (bez ohľadu na ich krytie) a podporu štátov eurozóny nákupmi ich vládnych dlhopisov. Tento zámer je založený na očakávaní, že program kvantitatívneho uvoľňovania zvýši infláciu, ktorá podporí ekonomické zotavovanie eurozóny a pomôže tak nielen rastu cien, ale aj ekonomickému rastu, ktoré potrebujú výrobcovia aj investori.

Táto snaha a opatrenia ECB sú pochopiteľné. Za stabilný a zdravý ekonomický vývoj sa považuje inflácia okolo troch percent. V roku 2014 ale rast cien dosahoval

len okolo 1 percenta a pre rok 2015 nie je vylúčený ani pokles cien. Deflácia by mohla zabrzdiť a spomaliť rast európskej ekonomiky.

Doteraz sa však ECB nie veľmi darilo udržiavať cenovú stabilitu. Aby táto bola stabilná a racionálna, bolo by potrebné zvýšiť infláciu minimálne o 2 percentá, prípadne aj o viac. V súčasnosti totiž ceny stagnujú, dokonca existuje nebezpečenstvo ich poklesu, pretože sú ovplyvňované znižovaním svetových cien ropy.

ECB preto hľadá riešenie na podporu stagnujúceho ekonomického rastu. Tomu má pomôcť nakupovanie štátnych dlhopisov krajín eurozóny² a európskych inštitúcií (krytých aktívami) a vytlačenie nových peňazí v hodnote 60 mld. eur mesačne aspoň do septembra 2016. Tieto peniaze by mali „pretiecť“ do ekonomiky a tak podporiť zvyšovanie výroby a ekonomický rast.

V situácii, v ktorej hrozí eurozóne deflácia a v ktorej sa doterajšími nástrojmi a opatreniami nepodarilo ECB natlačiť peniaze do ekonomiky a poskytnúť ich firmám a domácnostiam, tzn. na investovanie, ktoré pomôže ekonomickému rastu, nezostávalo ECB nič iné ako pristúpiť ku kvantitatívnemu uvoľňovaniu. Súčasne s tým však ECB vyzýva politických predstaviteľov jednotlivých krajín, aby uskutočnili nevyhnutné reformy, zmiernili daňové zaťaženie a byrokráciu a tak podporili ekonomické zotavenie eurozóny.

Či je toto správne, efektívne a reálne riešenie, ukáže až budúci vývoj.

2 Potenciálne pozitíva a negatíva programu kvantitatívneho uvoľňovania – QE

Forma kvantitatívneho uvoľňovania nie je novým nástrojom menovej politiky. Už v minulosti ho používali viaceré štáty a ich centrálné banky.

Názory ekonómov na kvantitatívne uvoľňovanie sú diferencované. Mnohí programu kvantitatívneho uvoľňovania nedôverujú a majú k nemu celý rad pripomienok.

Aké sú potenciálne pozitíva a negatíva takéhoto riešenia?

Kvantitatívne uvoľňovanie môže zvýšiť infláciu na požadovanú stabilnú úroveň (o miere zvýšenia však môžeme len uvažovať), a tým pomôcť zvýšiť ceny, udržať ich stabilitu a popohnať európsku ekonomiku. V súčasnosti sú totiž ceny v prvom rade ovplyvňované znižovaním svetových cien ropy³ a európska menová únia sa pohybuje na hranici deflácie, hoci kľúčové sadzby ECB sú v podstate nulové a klesajú aj ceny výrobcov.

Kvantitatívne uvoľňovanie môže priaznivo ovplyvniť (ale podmienene) aj ekonomický rast, ktorého vývoj však nemusí byť trvalo udržateľný a rovnomerný. Ako uvádza anglický ekonóm Tim Harford [8] tlačenie peňazí dokáže v niektorých ty-

2 Ide najmä o dlhopisy krajín PIIGS (Portugalsko, Taliansko, Írsko, Grécko, Španielsko), ktoré môžu byť problematické a ktorých úroky pri štátnych dlhopisoch výrazne klesli až na historické minimum.

3 Ceny ropy v druhom polroku 2014 dosť výrazne klesali – zlacneli až o polovicu – a ich vplyv prevýšil aj inverzne pôsobiaci klesajúci kurz eura voči doláru a libre. V poslednom období cena ropy značne kolíše. V januári 2015 poklesla až pod 40 eur za barel (159 litrov). Začiatkom februára 2015 začala stúpať až nad 54 eur za barel, v marci 2015 zase začala znovu mierne klesať a začiatkom júna vystúpila nad 60 eur. Odborníci predpokladajú, že mierny vzostup cien na ropnom trhu naďalej potrvá.

poch kríz naštartovať ekonomiku, ale v iných môže viesť k hyperinflácii, pričom zdôrazňuje, že nájsť mieru, ktorá pomôže a neuškodí, nie je jednoduché.

Prof. L. Pástor⁴ uvádza, že plusy kvantitatívneho uvoľňovania v súčasnej ekonomickej situácii jednoznačne prevažujú. Zdôvodňuje to tým, že jeho hlavným cieľom je zažehnať riziko deflácie a má aj ďalšie pozitívne účinky, medzi ktoré patrí dostať infláciu do želaného pásma, podporiť rast ekonomiky a pomôcť zníženiu dlhovej ťarchy v Európe, pretože veľké zadlženie (verejné aj súkromné) je jedným z hlavných problémov Európy. Súčasne dodáva, že kvantitatívne uvoľňovanie malo prísť skôr, že možným rizikom je aj vytvorenie ďalšej úverovej bubliny a zníženie tlaku na politikov, aby vykonávali prospešné reformy.

Zdôrazňuje tiež, že problémy Európy nevyrieši ani fiškálna ani menová politika. Dajú sa riešiť len štrukturálnymi reformami, ktoré vytvoria lepšie podmienky na dlhodobý rast. [16]

Z negatívnych pripomienok k programu kvantitatívneho uvoľňovania vyberáme nasledovné.

Proces kvantitatívneho uvoľňovania je pravdepodobne založený na predstavách podobného fungovania v USA, kde po troch fázach sa v súvislosti so zlepšujúcimi sa ukazovateľmi postupne vytvára priaznivejšia situácia a predvída sa ďalšie zlepšovanie.⁵ Nedostatočne sa ale berie do úvahy odlišná situácia, v ktorej bola ekonomika USA. Kvantitatívne uvoľňovanie v USA sa začalo v novembri 2008, v období, keď desaťročné americké dlhopisy boli úročené nad 4 % a hypotéky nad 6 %. V eurozóne sú v prítomnosti úrokové miery takmer nulové a hypotéky dosahujú rekordné minimum. Tak isto akciový trh USA bol v roku 2008 – po prasknutí finančnej bubliny – na dne, zatiaľ čo európsky akciový trh sa pohybuje na 7-ročnom maxime, aj keď európska ekonomika stagnuje. [27]

Popri tom v USA robia ďalšie opatrenia na reformu finančného trhu. Americký Kongres (Snemovňa reprezentantov aj Senát) schválili najväčšiu reformu finančného sektora od svetovej hospodárskej krízy v 30. rokoch 20. storočia. V rámci tejto reformy sa vytvára nová agentúra dohliadajúca na bankové transakcie spotrebiteľov a vláde sa poskytujú väčšie právomoci na rozdelenie firiem ohrozujúcich ekonomiku, pričom zásah do firiem bude vedený tak, že prípadné straty z toho vyplývajúce neponesú daňoví poplatníci, ale veritelia a akcionári. Centrálna banka (Fed) získava právomoci nad firmami, ktorým hrozí kolaps a Hlavný kontrolný úrad (GAO) bude mať väčšie kompetencie v oblasti dohľadu nad Fed-om. [6] V rámci týchto opatrení sa má zvýšiť regulácia bánk, má sa regulovať ich veľkosť aj pole ich pôsobnosti, s predpokladom ich rozčlenenia na menšie inštitúcie.

Neprihliada sa ani na vývoj v Japonsku, kde sa už uskutočnilo dvanásť kôl kvantitatívneho uvoľňovania a ich ekonomika sa stále nachádza vo vegetatívnej forme.

Program kvantitatívneho uvoľňovania, ktorý predstavuje vytlačiť viac ako bilión eur, môže priniesť výsledky, ale pravdepodobne len krátkodobé, a súčasný balík

4 Uboš Pástor je profesorom financií na University of Chicago. Od marca 2015 je členom Bankovej rady Národnej banky Slovenska.

5 Podľa prognózy bankovej skupiny Uni Credit Bank dosiahnu USA v r. 2015 3-% nárast HDP.

kvantitatívneho uvoľňovania môže zvýšiť infláciu len o veľmi malé percento. Platí totiž pravidlo, že nové peniaze vo všeobecnosti vznikajú úverovaním ako dlh a zanikajú, keď sa úver splatí, alebo odpíše. Pri kvantitatívnom uvoľňovaní centrálna banka skupujú aktíva, čím v podstate vydávajú nové peniaze. Záleží však na komerčných bankách, či nové peniaze ďalej poskytnú firmám a domácnostiam. Doteraz to nerobili, pretože sa musia ozdravovať. Európske komerčné banky majú totiž problémy s likviditou najmä vďaka prakticky nulovým úrokom a superlacným pôžičkám od ECB. Ako uvádza L. Pavelka, veľká časť peňazí pumpovaných v súčasnosti centrálnymi bankami finančnému sektoru nekončí vo zvýšených investíciách a spotrebe, ktoré by oživilí objednávky v priemysle a službách a umožnili zvýšenie ekonomického rastu, ale končí na akciových trhoch. Medzinárodné akciové trhy tak prežívajú boom a môžu dosahovať historické maximá. [17] Lacná likvidita od ECB totiž pomôže dlhopisovým a akciovým fondom určitý nárast. Už doterajší vývoj ukazuje, že trhy stihli pozitívne zareagovať a o čosi vzrásť. Okrem toho v súvislosti so stagnujúcim ekonomickým rastom, vysokými dlhmi a nepružnými trhmi práce riešenie inflácie problémy zrejme aj tak nevyrieši. [20]

Nalievanie likvidity komerčným bankám prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania namiesto oživenia spotrebiteľského dopytu nafukuje aj bublinu cien nehnuteľností určených na bývanie.

Opatrenia ECB sa asi pozitívne neprejavajú ani na klesajúcom kurze eura.⁶

V prípade eurozóny existujú aj riziká spojené s fiškálnymi transfermi, keďže eurozóna nemá jednotnú fiškálnu politiku. Uvádza to profesor London School of Economics Paul De Grauwe, ktorý tvrdí, že v menovej únii bez fiškálnej únie dochádza k finančným transferom medzi krajinami, aj keď nejde o tradičnú operáciu. Podobne sa skupina nemeckých bankárov obáva, že ECB nakúpi dlhopisy z fiškálne slabých krajín, čím preberie aj značné úverové riziko, lebo v prípade bankrotu by stratu ECB pokrývali daňoví poplatníci z ostatných členských krajín eurozóny. Bruselský think-tank Bruegel však situáciu ozrejmjuje tvrdením, že jeho analýza ukázala, že v skutočnosti bude ECB zdieľať iba 8 % prípadných strát.

Iný bruselský think-tank CEPS (Center for European Policy Studies) pripomína aj nebezpečenstvo hroziace vtedy, ak krajina nebude splácať dlh, za riziko ktorého zodpovedá iba jej národná centrálna banka. Christian Kopf z tohto think-tanku uvádza, že situácia, v ktorej sú národné banky vlastníkami vysokého množstva dlhopisov svojich vlastných krajín, zvyšuje pravdepodobnosť platobnej neschopnosti. [31]

Hoci jednou z hlavných úloh ECB je riadiť menovú politiku eurozóny (v tom aj udržiavať cenovú stabilitu), nazdávame sa, že program kvantitatívneho uvoľňovania ako nekonvenčná forma menovej politiky tomu veľmi nepomôže.

Tu považujeme za príhodné pripomenúť, že pri riešení problémov ekonomického rastu a zvyšovania zamestnanosti nestačí prihliadať iba na menovú politiku a jej jednotlivé opatrenia, ako je kvantitatívne uvoľňovanie, ale treba prihliadať aj na ďalšie

6 Súčasný kurz eura pozvoľna klesá. Zatiaľ čo 1. januára 2015 sa kurz eura k americkému doláru udržiaval na úrovni 1,2414, ku koncu júla 2015 už kurz eura voči americkému doláru bol len 1,087. Na tento pokles zrejme vplýval aj program kvantitatívneho uvoľňovania ECB.

makroekonomické aspekty a celú škálu rôznych faktorov. My upriamime pozornosť na dva, podľa nášho názoru dôležité aspekty, ktorými sú problémy merania ekonomického rastu a príjmová a dôchodková nerovnosť.

Ekonomický rast spravidla kvantifikujeme tempom rastu hrubého domáceho produktu (HDP) alebo hrubého národného produktu (HNP). Preto je tempo ekonomického rastu podmienené spôsobom merania tohto ukazovateľa. A toto stotožňovanie ekonomického rastu s rastom HDP či HNP považujeme za základný problém merania ekonomického rastu. Pritom sám autor konštrukcie HDP Simon Kuznets upozorňoval, že je nevyhnutné diferencovať medzi samotným rastom a jeho kvalitou. [11]

K uvedeným agregátnym makroekonomickým ukazovateľom majú podstatné pripomienky aj viacerí makroekonómovia. Ich výhrad je viac.

Ekonomický rast ovplyvňuje ekonomickú silu krajiny aj jej ekonomickú úroveň. Zatiaľ čo ekonomickú silu krajiny vyjadrujeme absolútnou veľkosťou hrubého domáceho produktu, t. j. absolútnym objemom finálnych statkov a služieb za jeden rok, ekonomická úroveň krajiny zase vyjadruje, ako účinne ekonomika využíva disponibilné zdroje a táto účinnosť sa meria výstupom hrubého domáceho produktu per capita.

Ekonomická úroveň krajiny odráža výkonnosť ekonomiky. Výkonnosť ekonomiky však nemôže slúžiť na porovnávanie životnej úrovne krajín, pretože neodzrkadľuje stav bohatstva, najmä predmety dlhodobej spotreby vyrobené v minulosti.

Podľa publikácie *Encyclopedia of Political Economy* ani ukazovateľ domáceho produktu, ani ukazovateľ národného produktu v žiadnej z ich dvoch foriem (hrubý alebo čistý) nie je primeraným ukazovateľom sociálneho blahobytu, keďže sú limitované trhovou produkciou a neberú do úvahy iné aspekty ľudského života (etiku, morálku, kvalitu životného prostredia, rozdeľovanie dôchodkov atď.), ani nevysvetľujú tieto aktivity správaním sa mimo trhu a štátneho sektora. [3]

Iní ekonómovia zasa ukazovateľom typu hrubý domáci produkt vytýkajú, že nepodchycujú domáce práce, aktivity športových klubov, šedú a čiernu ekonomiku a pod., alebo že nafukujú ukazovatele napríklad problematickou zbrojárskou výrobou (najmä vo veľkých krajinách ako USA a Rusko) alebo nabaľovaním akejkoľvek činnosti, keďže každú ekonomickú činnosť považuje za vhodnú.

Vystihuje to aj prof. J. Pastorek, expredseda SAV, ktorý uvádza, že hrubý domáci produkt nemôže byť zmyslom života nijakej spoločnosti a namiesto ťahania rastu HDP do vysokých čísiel treba zlepšovať kvalitu života. [26]

Aj ďalší slovenský ekonóm prof. M. Sedlák pripomína, že ekonomický rozvoj a ekonomický rast nepredstavujú ciele samy osebe, ale zmysel majú len ako prostriedky na dosiahnutie spoločenských cieľov. [23]

Český filozof Stanislav Komárek zasa upozorňuje, že Európa žije na úkor budúcich generácií v spoločnosti, ktorá je poznačená vidinou stáleho ekonomického rastu. Pritom ekonomický rast pomáha viac výrobcovi a menej spotrebiteľovi. Spotrebu mnohých výrobkov nemožno donekonečna zvyšovať.⁷

7 V súvislosti s uvádzanými názormi na hrubý domáci produkt na ilustráciu poznamenávame, že tomuto ukazovateľu nedôverujú už ani v daktorých rozvojových krajinách a skúšajú ho nahradiť inými.

Problém rastu HDP a HNP možno zhrnúť tak, že hoci neberú do úvahy všetky aspekty ľudského života (a zrejme to ani nie je ich zámerom), pri akomkoľvek riešení otázok ekonomického rastu by sa na ne malo prihliadať.

Na ekonomický rast treba predovšetkým tri veci: ľudí, kapitál a poznatky. Program kvantitatívneho uvoľňovania ECB vytvára dojem, že sa zameriava len na druhý uvádzaný faktor.

Ďalším problémom, ktorý by bolo potrebné brať do úvahy, je aj dosah na radového občana a s tým súvisiacu dôchodkovú nerovnosť, spojenú s príjmovou polarizáciou, pretože pokles cien síce nie je dobrý pre ekonomiku, ale môže byť dobrý pre občanov.

Je známe, že trhový mechanizmus sa považuje za efektívnu formu alokácie zdrojov a statkov, avšak súčasne vytvára aj nerovnomernú distribúciu príjmov a bohatstva, čo spôsobuje v spoločnosti a v ekonomike vážne diskrepancie. Za hlavné príčiny nerovnomerného rozdeľovania príjmov a bohatstva sa spravidla považujú medzinárodný obchod, globálna konkurencia, technologický pokrok a nedokonalosti trhu práce. Príjmová nerovnosť a jej nárast sú obvykle spojené s dôležitými spoločenskými a ekonomickými procesmi, ku ktorým patria: nežiaduci demografický vývoj, rast nezamestnanosti, zadlžovanie domácností a znižovanie ich spotreby, rast počtu osôb v hmotnej núdzi, narastajúci deficit verejných financií a ďalšie.

Viaceré z nich môže štát do určitej miery ovplyvniť hospodárskou politikou a jej adekvátnou realizáciou. Pritom však môže vzniknúť problém, na ktorý upozorňuje J. Stiglitz. [24] Podľa neho medzi ekonomickou efektívnosťou a sociálnou rovnosťou existuje substitučný vzťah, čo znamená, že ak má spoločnosť dosiahnuť rovnosť, zrejme sa bude musieť vzdať časti efektívnosti.

Tým, že ECB vydá ďalšie peniaze, podporí komerčné banky a veľkovýrobcov produkcie a udrží, azda aj mierne zvýši, zamestnanosť.⁸ V každom prípade však roztvorí nožnice medzi bohatými a chudobnými, pretože rast inflácie bude spojený s rastom cien.

Na tento problém upozorňujú viacerí autori vzhľadom na to, že kvantitatívne uvoľňovanie dozaista prinesie aj prehĺbenie príjmovej nerovnosti a tým zvýši príjmovú stratifikáciu. V tomto smere už dnes nie je situácia ideálna.

Napr. v Bhutane. V tomto malom kráľovstve pod Západnými Himalájami, ktoré má iba 1,7 mil. obyvateľov, kráľ rozhodol, že ukazovateľom ekonomického pokroku nebude zvyšovanie HDP. Zaviedol nový indikátor nazvaný „hrubé domáce šťastie“. Podľa neho šťastie obyvateľov krajiny spočíva na štyroch pilieroch:

- musia žiť v ekologickej, čistej krajine a mať prístup k zdravým potravinám,
- vláda musí zaručiť bezplatné školstvo a zdravotníctvo,
- vláda musí zabezpečiť zachovanie vlastnej kultúry a tradícií,
- ľudia si zaslúžia mať dobrú a starostlivú vládu.

8 Tu by bolo možné pripomenúť názor Narayana Kocherlakota, prezidenta Fed v štáte Minnesota, ktorý uvádza, že riziko menovej expanzie je priveľké a znižovaniu nezamestnanosti nepomôže, pretože problém nezamestnaných je, že ponúkajú zručnosti, ktoré už nik nepotrebuje, alebo sa nachádzajú na zlých miestach [14].

Francúzsky ekonóm Thomas Piketty vo svojej knihe [18] vychádza z premisy, že kapitál sa postupne kumuluje v rukách veľmi malého množstva boháčov, ktorí tak získavajú čoraz väčšiu moc. Nazhromaždený majetok potom posúvajú ako dedičstvo budúcim generáciám, čím im odovzdávajú aj moc. Piketty tvrdí, že sa rozširujú rozdiely medzi bohatými a chudobnými, pretože od začiatku priemyselnej revolúcie bola návratnosť investícií a kapitálu vždy vyššia než príjem z práce, a dodáva, že zo súčasného stavu profitujú bohatí s vplyvom na politikov. Pripomína tiež, že nad vodou sa umelo udržiavajú neživotaschopné biznisy, ktoré by bez príživovania sa na štátnych peniazoch a pomoci tlačením peňazí centrálnymi bankami neprežili, čo spôsobuje neefektívnu alokáciu zdrojov, ktoré následne chýbajú v produktívnejších oblastiach.⁹ Na tento problém upozorňuje, hoci z iného zorného spektra, aj R. S. Grinberg, keď uvádza, že veľké banky, najväčšie audítorské a účtovnícke firmy ochraňuje štít „too big to fail“ (priveľká na to, aby padla). [7]

W. Buitter, hlavný ekonóm americkej Citigroup k tomu dodáva, že pre banky je najlepšou reguláciou dostatočný kapitál v kvalitných aktívach a disponovanie efektívnym režimom riešenia problémov, na to nepotrebujú žiadny „too big to fail“ [2].

Britská nezisková organizácia Oxfam uvádza, že 85 najbohatších ľudí na svete vlastní taký majetok ako 3,5 miliardy najchudobnejších ľudí, čo predstavuje polovicu svetovej populácie. Štatistiky Svetovej banky za obdobie rokov 1988 – 2008 zasa hovoria o tom, že kým jedno percento najbohatších zvýšilo svoj príjem o 60 %, u spodných piatich percent nerástol vôbec. [28]

Všimol si to aj Medzinárodný menový fond, ktorý konštatuje, že príjmová nerovnosť vytvára nestabilné podmienky v ekonomike.

Podľa nositeľa Nobelovej ceny za ekonómiu Edmunda Phelps'a je takýto hospodársky poriadok príčinou nie ekonomického rastu, ale jeho spomaľovania. Je tiež dôvodom prerozdelenia bohatstva a rastu nerovností, ktoré môžu mať nepriaznivé makroekonomické a sociologické dosahy. [28]

Podľa iného nositeľa Nobelovej ceny za ekonómiu Roberta A. Mundella Európa nepotrebuje ďalšiu monetárnu inštitúciu, ale fiškálnu inštitúciu. Uvádza príklad Grécka, ktoré pri vstupe do európskej menovej únie dostalo kompenzačné platby, avšak tieto neboli správne využité. Namiesto vybudovania infraštruktúry a posilnenia ekonomiky ich Grécko použilo na svoje sociálne programy, na ktoré nestačil rozpočet. [15]

Hospodárske noviny zasa píše, že príjmová nerovnosť vo svete narastá už od začiatku 80. rokov a podiel svetového majetku v rukách najbohatších len od krízy

9 Poznnamenávame však, že s názormi tohto francúzskeho ekonóma nie všetci súhlasia. Vytýkajú mu, že nie všetky jeho myšlienky sú podložené analýzami, že používa selektívne vybrané údaje a nedostatočne argumentuje. Na druhej strane existujú aj podporovatelia jeho názorov. Medzi nich patrí aj nositeľ Nobelovej ceny Paul Krugman, ktorý uvádza, že Pikettyho názory narúšajú konzervatívne mýty spočívajúce v tom, že žijeme v elitárstve, kde je veľké bohatstvo oprávnené (bohatstvo je vraj oprávnené, preto jeho vlastníkov by sme nemali nazývať len ako bohatých, ale ako tých, čo vytvárajú pracovné miesta). Skutočnosť je však taká, že bohatí dostávajú veľkú časť svojich príjmov nie z práce, ktorú robia, ale z majetku, ktorý vlastní a ich bohatstvo teda nie je z práce ale spravidla z dedičstva. Preto treba Pikettyho knihu brať koherentne a seriózne. [12]

v roku 2009 do roku 2016 sa zvýši zo 44 % na 50 %. Akceleráciu rastu príjmovej nerovnosti do značnej miery spôsobuje aj tzv. kvantitatívne uvoľňovanie. Je to spôsobené najmä tým, že táto forma menovej politiky prispieva omnoho viac k rastu cien akcií a dlhopisov ako k rastu reálnej ekonomiky a k rastu zamestnanosti. Navyše mzdy vo verejnom sektore pri zemi drží štátna zadlženosť a v súkromnom sektore zase globálna konkurencia a technologický pokrok. Z toho dôvodu mzdy rastú málo, ale akcie a dlhopisy omnoho rýchlejšie.

Na tento problém v súvislosti s prebiehajúcou finančnou krízou nepriamo upozornil aj vtedajší francúzsky prezident Nicolas Sarkozy, ktorý na Svetovom ekonomickom fóre v Davose v roku 2010 v otváracom prejave označil vtedajšiu finančnú krízu za krízu globalizmu, ktorú je potrebné riešiť globálnou reguláciou, t. j. právne záväznými pravidlami. Zároveň vyzval na „fundamentálne prehodnotenie kapitalizmu“ a povedal, že „...financie, voľný trh a súťaž sú len prostriedok a nie výsledok“. [22] Jeho názory sa však nestretli s veľkým pochopením, keď aj vtedajšia francúzska ministerka financií Christine Lagardeová (terajšia šéfkla Medzinárodného menového fondu) sa vyjadrila, že podporuje voľný trh a kapitalizmus s morálkou. [13]

Český sociológ J. Keller analýzu sociálnej nerovnosti ešte prehľbuje, keď vo svojej knihe „Tri sociálne svety“ uvádza, že prechádzame zo spoločnosti obyčajnej nerovnosti do spoločnosti sociálnej, ekonomickej a politickej nesúmerateľnosti, kde existuje nesúmerateľnosť medzi obrovským bohatstvom a chudobou. Dôsledkom prechodu spoločnosti do nesúmerateľnosti je, že každý nemá rovnaké šance. Zdôrazňuje tiež význam prekarizovanej práce, ktorá hrá dôležitú rolu pri roztváraní nožnic nerovnosti. Prekarizovaná práca je neplnohodnotná práca, ktorú zväčša vykonávajú tí, čo sú pod hranicou chudoby, alebo na jej hranici. Z tejto práce ani oni, ani ich zamestnávateľia neodvádzajú dane či poisťné. Avšak, pretože sú chudobní, potrebujú od štátu sociálne dávky k životnému minimu. A to ovplyvnilo aj poslednú finančnú a hospodársku krízu. Možno to ilustrovať na príklade USA. Keď stredné a nižšie vrstvy v USA nemali počas 20 až 30 rokov stagnácie miezd a plátov dostatočné úspory, ponúklo sa im ešte väčšie zadlžovanie. V dôsledku toho stúpala spotreba bez toho, aby bolo potrebné zvyšovať platy. Tak sa dočasne vyriešil hlavný problém všetkých firiem: ako zariadiť, aby ľuďom platili čo najmenej, ale aby pritom kupovali čo najviac. Je to spôsob, ako ľuďom málo platiť a dávať im nízke sociálne dávky a zároveň úplne nepodvziať kúpnu silu. To pomohlo zvýšeniu sociálnej nerovnosti. [9]

Nazdáваме sa však, že pri riešení otázok a foriem menovej politiky Európskej únie a nielen pri problematike kvantitatívneho uvoľňovania sa zrejme bude musieť prihliadať aj na takéto názory.

Záver

Zhrnúc analyzovanú problematiku programu kvantitatívneho uvoľňovania sa domnievame, že ECB zavedením tohto programu dosiahne cieľ, ktorý si vytýčila, to znamená, že sa jej podarí zvýšiť infláciu a tým pomôcť ekonomickému rastu v eurozóne. Nepredpokladáme však, že tento prínos bude trvalo udržateľný, dlhodobý

a rovnomerný. Sme toho názoru, že proces a úroveň ekonomického rastu v eurozóne spočíva v množstve ďalších faktorov, ktoré v stati pripomíname a dopĺňame. Preto usudzujeme, že pri riešení problémov ekonomického rastu nebude stačiť orientácia iba na proces kvantitatívneho uvoľňovania, ale bude treba prihliadať aj na uvádzané faktory a zabezpečiť ďalšie opatrenia, ktorých realizácia nemusí byť populárna a nebolestivá.

Literatúra

- [1] BAČIŠIN, V.: Recenzia publikácie: Piketty Thomas „Capital in the Twenty-First Century”. In: *Ekonomický časopis*. Vol. 63, No. 4, 2015, s. 104 – 106. ISSN 0013-3035.
- [2] BUITER, W.: Zrýchlenie gréckeho dlhu bude drsné. In: *Trend* 26/2015, s. 30. ISSN 1335-0684.
- [3] Encyclopaedia of Political Economy. (Ed.: P. A. O’Hara). London: Routledge. Vol. 1. 2001, p. 241 – 242. PBK ISBN 0-415-24186-3.
- [4] EUROPEAN COMMISSION: Why socio-economic inequalities increase? Facts and policy responses in Europe. Luxembourg: Publications Office of the European Union. 2010, p. 55.
- [5] Eurozóna v deflácií. In: *Trend* 3/2015, s. 18. ISSN 1335-0684.
- [6] Finančná reforma v USA. In: *Transport a logistika* 1/2010, s. 89. ISSN 1338-3809.
- [7] GRINBERG, R. S.: Prišlo sedem suchých rokov. In: *Trend* 6/2012, s. 26. ISSN 1335-0684.
- [8] HARFORD, T.: *The Undercover Economist Strikes Back-How to Run (or Ruin) an Economy*. London: Penquin Group. 2014, 273 s.
- [9] KELLER, J.: *Tři sociální světy. (Sociální struktura po industriální společnosti.)* Praha: Sociologické nakladatelství Slon, 2010, 212 s. ISBN 978807419015.
- [10] KUZNETS, S.: Economic Growth and Income Inequality. In: *The American Economic Review*. Vol. 45. NO 1, 1995. pp. 1 – 28.
- [11] KUZNETS, S.: *Modern Economic Growth. Rate, Structure and Spread*. New Haven, Yale University Press, 1997. 529 p. ISBN 66-21524.
- [12] KRUGMAN, P.: The Piketty panic. In: *International New York Times*. April 26 – 27, 2014, p. 22.
- [13] LAGARDEOVÁ, CH.: Podporujeme voľný trh. In: *Nové slovo* 10/2010, s. 29. ISSN 1336-2984.
- [14] MÚČKA, F.: Americký menový adrenalin. In: *Trend* 44/2010, s. 26 – 29. ISSN 1335-0684.
- [15] MUNDELL, R. A.: Prednáška na Ekonomickej univerzite v Bratislave v rámci série Nobel Prize Lecture, 10. marca 2010.
- [16] PÁSTOR, L.: ECB dáva liek na infarkt, ale nerieši chudnutie. In: *Trend* 8/2015, s. 26 – 28. ISSN 1335-0684.
- [17] PAVELKA, L.: Život v bubline. In: *Pravda* 18. mája 2015, s. 12, ISSN 1335-4050.
- [18] PIKETTY, T.: *Capital in the Twenty First Century*. Cambridge, Massachusetts Harvard University Press 2014. 664 p. ISBN 9870674430006.
- [19] PIKETTY, T.: *Le Capital au XXIe siecle*. Paris: Editions du Sevil 2013, 696 p.
- [20] PÚCHLY, T.: Inflácia nebude. In: *Hospodárske noviny* 26. januára 2015 s. 9. ISSN 1335-4701.
- [21] RIEVAJOVÁ, E. – KOVÁČOVÁ, J. – SZÜDI, G.: Innovation and Inequality – How to Increase Innovation to Combat Inequalities in Europe? In: *Ekonomické rozhľady*. Vol. 43. 4/2014, s. 427 – 436. ISSN 0323-262X.
- [22] SARKOZY, N.: Aký kapitalizmus chceme? In: *Nové slovo* 6/2010, s. 24. ISSN 1336-2984.

- [23] SEDLÁK, M.: Tvorba nového modelu trhového hospodárstva. In: *Ekonomické rozhlady*. Vol. 42. 2/2013, s. 250. ISSN 0323-262X.
- [24] STIGLITZ, J. E.: *The price of Inequality. How Today's Divided Society Endangers our Future*. W. W. Norton Comp. 2012, 448 s.
- [25] TREICHL, A.: Bankám sa pohodové časy už skončili. In: *Trend* 32/2014, s. 48 – 50. ISSN 1335-0684.
- [26] Veda rozpočtovou popuškou. In: *Nové slovo* 16/2010 s. 20. ISSN 1336-2984.
- [27] VLACHYNSKÝ, K.: Kvantitatívne uvoľňovanie zábran. In: *Hospodárske noviny* 26. januára 2015 s. 11. ISSN 1335-4701.
- [28] ŽITŇANSKÝ, E.: Umieračik pre kapitalizmus. In: *Profit* 12/2014, s. 20 – 21. ISSN 1335-4620.
- [29] <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-22/draghi-commits-ecb-to-trillion-euro-qe-plan-in-deflation-fight>
- [30] http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.sk.html
- [31] <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/clanok/kvantitativne-uvolnovanie-v-eurozone-prinesie-fiskalne-transfery>
- [32] <http://www.europskenoviny.sk/2015/01/26/kvantitativne-uvolnovanie-v-podani-ecb-je-na-svete-ake-bude-mat-dopady/>
- [33] <http://www.investujeme.sk/ecb-ohlasila-plne-kvantitativne-uvolnovanie/>
- [34] <http://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/ecb-quantitative-easing-1-trillion-euros>