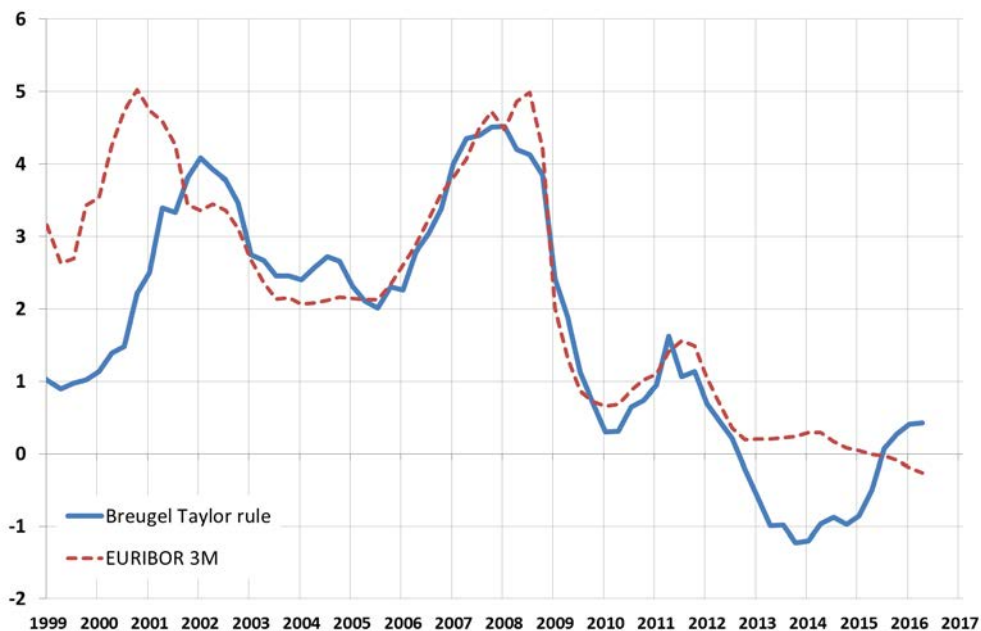


## QE a Slovensko

Minulotýždňové rozhodnutie Rady guvernérov ECB predĺžiť program kvantitatívneho uvoľňovania najmenej do septembra budúceho roka dáva dobrý dôvod si rekapitulovať jeho doterajšie dôsledky pre slovenskú ekonomiku.

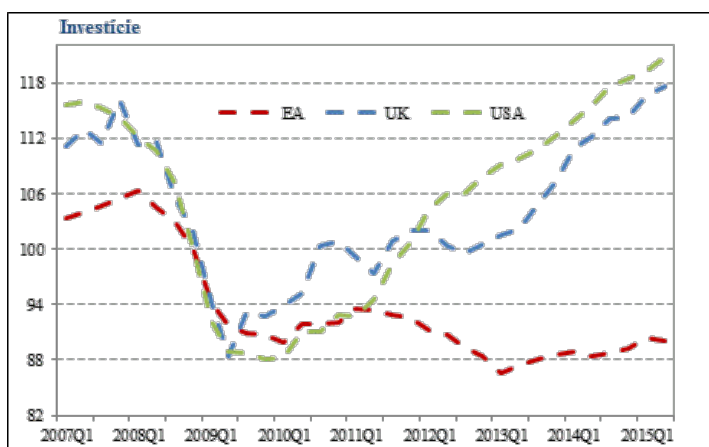
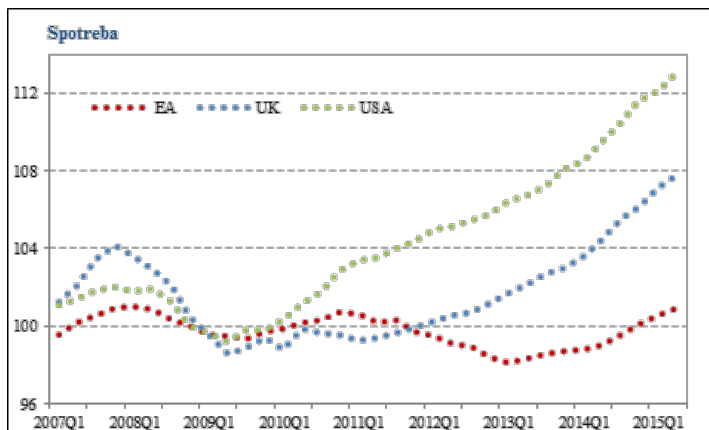
Ekonomická situácia v eurozóne sa v roku 2014 zhoršovala a hrozila tretia recesia. Jedno z bežných menových pravidiel napríklad odporúčalo prudko znížiť úroky až do úrovne mínus 1%.

### Príklad Tayloroveho pravidla pre krátkodobú úrokovú sadzbu v eurozóne



Alternatívou bolo znížiť dlhodobé úroky cez nakupovanie dlhopisov (kvantitatívne uvoľnenie, inak aj QE). QE sa pokladá za „neštandardný“ menový nástroj, pre môj pohľad aj na iné neštandardné nástroje, vid' [tu](#).

Menová politika dočasne stimuluje ekonomiku cez vytvorenie dopytu (menej sa šetrí, viac sa utráca a investuje). Keď si porovnáme dovtedajší vývoj v USA a VB (ktoré absolvovali QE) vs. Eurozóna do spustenia QE, vidíme lepší vývoj práve v dopytových zložkách, ako je spotreba a investície (na grafoch je začiatok QE normalizovaný k eurozóne, otvárajúce sa nožnice znamenajú odlišný vývoj od spustenia QE v daných krajinách). Pre viac detailov pozri [tu](#).



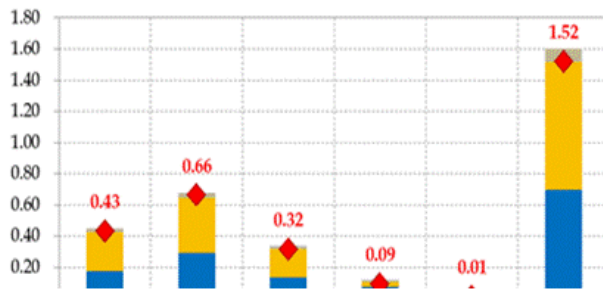
Zdroj: [tu](http://tu)

Podobne jadrová inflácia bola vyššia o 0,6 (USA) – 1% (VB) ročne.

Doterajšia veľkosť nákupov v eurozóne (do konca tohto roka v objeme 2,3 bilióna eur) je porovnateľná s USA a mierne vyššia ako vo VB (všetko v % HDP). Hlavný priamy dopad transmisie je cez vysatie časti dlhopisov z trhu a následného poklesu tzv. časovej prémie (jednej časti, z ktorej sa skladá dlhodobý úrok a ktorá slúži na kompenzáciu držiteľov dlhodobého úročených cenných papierov). Nižšie dlhodobé úročenie znamená aj oslabenie kurzu (aj keď tento efekt je silnejší pri krátkodobých úrokoch). V eurozóne sa zlacnili úvery podnikom o takmer 1% a domácnostiam o 0,8%.

NBS bola prvá národná centrálna banka v eurozóne, ktorá publikovala dopad QE na ekonomiku zakrátko po jeho spustení. Nakoľko ceny úverov pre podniky sú zväčša stanovené u nás s krátkodobejším úrokom, pokles cien úverov bol markantnejší pre domácnosti. Pre Slovensko vieme identifikovať dva hlavné kanály transmisie. Prvým je samotný pozitívny vplyv QE v eurozóne (tj, pre náš zahraničný dopyt, ktorý kupuje naše exporty). Druhým je zlacnenie exportu (a našej domácej výroby voči dovozom) cez pokles efektívneho kurzu, najmä mimo kurzu EUR/USD. V súčasnosti odhadujeme, že doterajšie QE mohlo v rokoch 2015-2019 zvýšiť HDP asi o 0,3% ročne a infláciu do 0,4% ročne.

Odhadovaný vplyv QE na rast HDP cez kanále transmie (p. b.)



Odhadovaný max. vplyv QE na infláciu HICP (p. b.) cez kanále transmie



Zdroj: NBS

A čo bola hlavná chyba, ktorej sa dopustili odhady hyperinflácie, ktoré so sebou také „tlačenie peňazí“ vraj prinesie? Tieto úvahy vychádzali z tradičnej rovnice výmeny, kde rast objemu peňažných transakcií sa rovná inflácii a rastu HDP. Omylom bolo predpokladať, že s primrznutým bankovým sektorom a pesimistickými rastovými vyhlídkami sa nárast čerstvo vytlačených peňazí (tj, objemu nákupov dlhopisov) preniesie plne do ekonomiky podobne ako v normálnych časoch. To bolo samozrejme nereálne. Banky dávali nové úvery v oveľa menšom a veľká časť novo vytlačených peňazí tak ostala na účtoch v centrálnej banke. Celková peňažná masa M3 tak s QE rástla len 5% (bez QE asi 3%), čo bolo stále výrazne menej ako pred krízou (pozri obr. 10-14 [tu](#)).

Ján Tóth