MĚNOVÁ POLITIKA: KRÁTKODOBÁ STABILIZACE VERSUS DLOUHODOBÁ RIZIKA

Eva Zamrazilová, Česká národní banka

Úvod

Finanční krize vepsala pro významnou část vyspělého světa i novou kapitolu do historie měnové politiky charakterizovanou širokým využíváním nekonvenčních opatření. Použití nekonvenčních opatření mělo dvě hlavní příčiny, buď kvantitativní vyčerpání standardního prostoru měnové politiky, či její kvalitativní nepoužitelnost tváří v tvář konkrétnímu problému. Bezprostřední příčinou, která nestandardní opatření vyvolala, byl stres na finančních trzích a vyřešení zcela akutních situací, na něž standardní měnová politika nemá v tradičním arzenálu nástroje. S postupujícími metamorfózami krize vyvstávaly nové problémy, pro jejichž řešení se centrální banky snažily nalézat efektivní nástroje, čímž se měnil i charakter a akční rádius přijímaných opatření. Dvě hlavní oblasti, na něž jsou nekonvenční opatření cílena, byla jednak stabilizace rozvrácených finančních trhů a obnovení fungování finančního zprostředkování, jednak další uvolnění měnové politiky po vyčerpání prostoru úrokového kanálu měnové politiky. Ten byl vyčerpán poměrně rychle, poté co pád investiční banky Lehman Brothers odstartoval snížení základních úrokových sazeb na téměř nulovou hranici.

V hrubém rozlišení lze oddělit dvě skupiny opatření: poskytování likvidity na trhy postižené jejím nedostatkem a nákupy různých druhů aktiv. U dodávání likvidity je nekonvenční charakter dán rozšířením okruhu příjemců likvidity (především o nebankovní subjekty) prodloužením splatnosti refinančních úvěrů i změkčením podmínek jejich kolaterálního zajištění. Pro podporu uvolnění měnově-politických podmínek a snížení celkové nejistoty využívají centrální banky kromě skutečně realizovaných opatření rovněž tzv. forward guidance neboli verbální závazek – jinými slovy jasnou, jednoznačnou a transparentní komunikaci centrální banky o budoucí podobě parametrů měnové politiky v určitém období či v závislosti na hodnotách určitých makroekonomických proměnných (zejména inflace, nezaměstnanost).

Bez nadsázky lze konstatovat, že uplynulých pět let znamenalo v měnové politice moderního světa zcela bezprecedentní experiment, jehož důsledky pro jednotlivé země i globální ekonomiku bude možné zhodnotit až s delším časovým odstupem. Nicméně

akademická sféra i mezinárodní instituce průběžně reagují na vývoj v oblasti měnové politiky a vznikají práce hodnotící jednotlivá nekonvenční opatření centrálních bank.¹

Cílem této stati je zmapování aktivit tří významných centrálních bank, jejich uvedení do momentálního kontextu situace na finančních trzích i v reálné ekonomice, jejich zhodnocení z hlediska účinnosti a rizikovosti.

1. Omezený prostor konvenčních nástrojů

1.1 Hlavní úrokové sazby

Prvotní reakcí klasické měnové politiky na krizi bylo snižování hlavních úrokových sazeb Fedu, ECB i BoE, nabývající s postupným vnímáním hloubky krize na razanci. Centrální banky přistoupily během podzimu 2008 po pádu investiční banky Lehmann Brothers k rychlému a drastickému snižování základních úrokových sazeb na historicky nízké hodnoty.

Nejdříve – v září 2007 začal snižovat hlavní měnově-politické sazby Fed jakožto reakci na problémy substandardních hypoték. Z výše 5,25 % snížila americká centrální banka během roku sazby v sérii 8 kroků o 375 bazických bodů na 1,5 % (říjen 2008). Vzhledem k tomu, že v této době se pravděpodobnost přelivu krize substandardních hypoték do dalších zemí nejevila jako příliš pravděpodobná, BoE a ECB ještě během roku 2007 pokračovaly v cyklu zpřísňování měnových podmínek. Bank of England v létě 2007 mírně zpřísnila základní sazbu na hodnotu 5,75 %, z níž byla posléze do podzimu 2008 pomalu uvolňována v sérii čtyř mírných snížení na 4,5 % počátkem října 2008. Pád banky Lehman Brothers v září 2008 odstartoval sérii pěti razantních snížení na 0,5 % v březnu 2009. ECB během roku 2007 obdobně jako BoE pokračovala v cyklu zpřísňování měnové politiky, kdy v první polovině roku došlo ke dvěma mírným zvýšením refisazby o 25 bazických bodů a dalšímu zpřísnění ve stejném rozsahu ještě v červenci 2008 na hodnotu 4,25 %. Počínaje říjnem 2008 byla v sedmi krocích základní sazba snížena na 1 % v květnu 2009 – tedy celkem o 375 bazických bodů.

Hlavní úrokové sazby největších centrálních bank (vyjma ECB) tak jsou na úrovních pod 1 % již pátým rokem. Centrální banky se postupně dostaly do situace, kdy již nelze úrokové sazby snižovat a klasická (konvenční) měnová politika tak již nemá další prostor k uvolňování měnových podmínek – tzv. zero level bound (ZLB).² Nejdříve narazil na zero lower bound americký Fed koncem roku 2008, o několik měsíců poté britská BoE. Poněkud odlišná situace nastala v eurozóně, kde během dubna a července 2011 došlo

1 Komplexnější pohled nabízejí např. Bech et al. (2012) BIS (2012, 2013), Fawley a Neely 2013, Gambacorta et al. (2012), Goodhart (2010), IMF (2013a, 2013b), White (2012, 2013).

2 Tato situace vedla na začátku roku 2010 dokonce k akademickým úvahám, zdali by nebylo možné rozšířit operační prostor měnové politiky zvýšením inflačních cílů (u bank, které pracují v režimu inflačního cílení). To by v normálních časech znamenalo vyšší hladinu úrokových sazeb a širší manipulační prostor měnové politiky před nárazem na ZLB (Blanchard et al, 2010). Této myšlenky se – nejen díky riziku rozvolnění inflačních očekávání – nepodařilo získat atraktivitu ani v akademické sféře ani u centrálních bank.

naopak ke dvěma mírným zpřísněním měnové politiky o 25 bodů (na 1,5%) v reakci na oživující se ekonomiku části eurozóny a s ní spojených zvýšení inflačních očekávání. Již po čtyřech měsících ale byla měnová politika ECB opět uvolňována, do konce roku 2011 zpět na 1 %, poté ještě v červenci 2012 a květnu 2013 na současných 0,5%.

Obrázek 1
Hlavní úrokové sazby

Zdroj: FED, ECB, BoE.

V této situaci přichází v úvahu uvolnění měnových podmínek jinými, nekonvenčními nástroji, které může centrální banka použít. Nelze-li použít úrokové sazby, tedy cenu peněz, centrální banka se může zaměřit na ovlivňování jejich množství – proto název kvantitativní uvolňování (quantitative easing). Z teoretického hlediska zdůvodňují či ospravedlňují kvantitativní uvolňování především různé verze Taylorova pravidla, kdy ekonomiky operující výrazně pod potenciálem vyžadují „negativní úrokové sazby“.

1.2 Další důvody pro nestandardní opatření

Dosažení ZLB ale není jediným důvodem, proč centrální banky přistupují k nekonvenčním opatřením. Potřeba nestandardních či nekonvenčních opatření může být dána poruchami či dysfunkcemi finančního systému způsobenými krizí důvěry. Dalším problémem je narušení transmisního mechanismu měnové politiky při neefektivnosti úrokového či úvěrového kanálu. Samotný princip implementace měnové politiky je v normálních časech téměř mechanickou záležitostí – stres na finančním trhu³ může ale vést k silnému rozkolísání likviditních požadavků jednotlivých protistran centrálních bank. Omezenou ochotu komerčních bank poskytovat úvěry se centrální banky mohou snažit podpořit buď poskytnutím dodatečné likvidity úvěrovým institucím

3 Podrobnější diskuzi příčin nejružnějších finančních frakcí jde nad rámec této statě, detailněji lze analýzu příčin narušení finančního zprostředkování a úvěrové kreace nalézt v IMF (2013a).

cestou modifikace již existujících měnově-politických opatření (prodloužení splatnosti obchodů na volném trhu, rozšířením příjemců okruhu likvidity, rozšíření seznamu aktiv akceptovaných jako zástava) nebo vytvořením programů nových. Centrální banka může rovněž nakupovat aktiva na sekundárním trhu, aby u méně likvidních aktiv dosáhla snížení rizikové premie. Nákupy státních dluhopisů na sekundárním trhu jsou nejčastějším opatřením, které centrální banky využívají pro snížení dlouhodobých úrokových sazeb.

Tradiční klasifikace nástrojů centrální banky byla na tzv. tržní (standardní) a netržní (nestandardní). V současné době však došlo k posunu významu a za nestandardní nástroje se začaly považovat operace centrálních bank směřujících k přímému ovlivnění chodu finančních trhů (např. dodání likvidity atd.). Pojem nestandardních či nekonvenčních opatření v teorii ani v literatuře nemá jasné zakotvení – jednoznačně akceptovaná definice nekonvenčnosti neexistuje, stejně tak jako není jednoznačně vymezen velmi často používaný pojem kvantitativní uvolňování. Jak tedy definovat nekonvenční nástroj a jaké členění těchto nástrojů zvolit? Každý nový měnově-politický nástroj bude s velkou pravděpodobností nekonvenční. Borio a Disyatat (2009) pokládají klíčovou otázku: je nekonvenčním nástrojem častější a intenzivnější využívání nástroje standardního – je-li používán k nestandardním účelům? Studie Cecioni et al (2011) nabízí rozlišení mezi konvenčním a nekonvenčním nástrojem právě na základě rozlišení účelu – nestandardními opatřeními jsou ta, která se snaží napravit poruchy transmisního mechanismu měnové politiky a opatření, která mají stimulovat ekonomickou aktivitu po dosažení ZLB. Lze rovněž argumentovat tím, že měnová politika je politikou makroekonomickou působící plošně. Z tohoto pohledu by pak opatření cílená na jednotlivé segmenty či instituce (z tohoto pohledu mikroekonomická) byla nestandardní.

Bini Smaghi (2009) uvádí klasifikaci nestandardních opatření do tří oblastí (byť poněkud odlišně definovaných):

- a) endogenní (nepřímé) úvěrové uvolňování – opatření, která poskytují komerčním bankám potřebnou likviditu oproti kolaterálu.
- b) úvěrové uvolňování – opatření cílená na nedostatek likvidity a snížení spreadů v nebankovních segmentech finančního trhu.
- c) kvantitativní uvolňování – nákupy vládních dluhopisů s cílem snížit dlouhodobé bezrizikové úrokové sazby.

IMF 2010 přináší klasifikaci nekonvenčních opatření rozlišenou rovněž do tří oblastí velmi podobným způsobem:

- a) likviditní uvolňování (liquidity easing) – půjčování vládních dluhopisů výměnou za nelikvidní cenné papíry. Patří sem i měnové swapy mezi centrálními bankami a komerčními bankami a mezi centrálními bankami navzájem.
- b) úvěrové uvolňování (credit easing) – nákup soukromých cenných papírů.
- c) kvantitativní uvolňování – nákupy dlouhodobých státních dluhopisů nebo státem garantovaných cenných papírů.

Obě předchozí studie tedy kvantitativní uvolňování chápou v užším smyslu pouze jako nákupy aktiv garantovaných státem. Fawley a Neely (2013) definují kvantitativní uvolňování v širším pojetí, kdy dělicím kritériem je to, zda příslušné opatření je či není spojeno s růstem měnové báze.⁴ Z takto definovaného pojmu kvantitativní uvolňování bude vycházet i tato stat'.

2. Nekonvenční opatření velké trojky

2.1 Stručná rekapitulace

Různá opatření, která centrální banky volily, byla dána konkrétními problémy, potřebami a cíli, které před nimi v jednotlivých etapách finanční krize vyvstaly. Velmi zhruba lze rozlišit dvě základní etapy krize, přerušené krátkým obdobím relativního klidu mezi prosincem 2009 a květnem 2010. První fáze krize byla datována obdobím do konce roku 2009 a charakterizoval ji akutní stres na finančních trzích, nedůvěra, jež zablokovala mezibankovní trh a rychlý přenos krize do reálné ekonomiky. Oslabení reálné ekonomiky a fiskální stimulace poté vedly k rychlému zhoršování fiskálních parametrů prakticky všech ekonomik postižených propadem ekonomické aktivity. Vyčerpání fiskálního impulzu vedlo k oslabení křehkého ekonomického oživení. V periferních zemích eurozóny byla fiskální situace natolik neudržitelná, že odstartovala v květnu 2010 novou akutní fázi krize, která opět rozvrátila evropské finanční trhy a postupně přenesla negativní důsledky do značné části globální ekonomiky. Dluhová krize dále oslabil evropský bankovní sektor, mimo jiné i proto, že za standardních podmínek je právě on hlavním držitelem suverénních dluhů.

Přehled hlavních nestandardních opatření, která tři hlavní centrální banky během posledních pěti let použily, obsahuje tabulka (příloha 1). Následující text přináší stručnou rekapitulaci nejdůležitějších opatření v kontextu jejich aktuální motivace.

2.1.1 Federal Reserve

První vysloveně nekonvenční program kvantitativního uvolňování Fedu⁵ (Large scale asset purchase – LSAP), známý pod názvem QE 1 z listopadu 2008 byl motivován akutní potřebou stabilizace finančního systému USA. Vzhledem k tomu, že primární příčinou krize byly substandardní hypotéky, byl program výrazně cílen na oblast hypotečního trhu. Jednalo se z drtivé většiny o nákupy dluhopisů státem sponzorova-

4 Měnová báze zahrnuje oběživo, povinné minimální rezervy a volné rezervy komerčních bank na účtech centrální banky.

5 První programy Fedu přišly již v roce 2007 – prostřednictvím diskontního okénka poskytoval bankám v zájmu posílení likvidity úvěry (program Term Auction facility – TAF z prosince 2007) a umožňoval jim vyměňovat cenné papíry (Term Security Lending Facility – TSLF z března 2008). Tato opatření lze charakterizovat jako naplnění úlohy LoLR – Lender of Last Resort – věřitel poslední instance.

ných podniků,⁶ tzv. agenturních dluhopisů ve výši 200 mld. USD a těmito agenturami vydaných cenných papírů krytých hypotékami (mortgage backed securities – MBS) ve výši 1250 mld. USD, zbytek tvořily nákupy vládních dluhopisů ve výši 300 mld. USD. Program byl ukončen v březnu 2010 a celkový objem první vlny kvantitativního uvolňování dosáhl 1750 mld. USD.

Motivace druhé vlny kvantitativního uvolňování (QE 2) z listopadu 2010 již byla nasměrována na vývoj reálné ekonomiky s cílem podpořit nejen finanční systém, ale i hospodářský růst a zaměstnanost a zabránit dezinflačním či dokonce deflačním tendencím. V rámci tohoto programu se Fed zaměřil na nákup vládních dluhopisů s cílem stlačit dlouhodobé úrokové sazby a tím podpořit investiční aktivitu i spotřebu domácností. Tento program byl vyhlášen v objemu 600 mld. USD s plánovaným ukončením v březnu 2011.

Následující opatření Fedu – program na prodloužení splatnosti Maturity extension program (MEP) – ze září 2011 známý pod názvem operace TWIST, představovalo prodej vládních dluhopisů s krátkodobou splatností a nákup vládních dluhopisů s dlouhodobou splatností v identickém objemu. Na rozdíl od většiny nestandardních opatření nebyla až do prosince 2012 financována nově emitovanými penězi, nezvyšovala měnovou bázi a nelze ji tedy zahrnout pod pojem kvantitativní uvolňování. Od prosince 2012, kdy bylo ohlášeno pokračování nákupu dlouhodobých dluhopisů, avšak nově již nesterilizovaných prodejem dluhopisů krátkodobých, se však již o kvantitativní uvolňování jednalo. V rámci tohoto kola kvantitativního uvolňování (QE 3) nebyl oznámen celkový objem nakupovaných dluhopisů, ale jejich limit měsíční, dosahující 45 mld. USD, doplněný o nákupy cenných papírů krytých hypotékami v měsíčním limitu 40 mld. USD. Program je představiteli Fedu představován jako program podporující trh s dlouhodobými vládními bondy s cílem snížit dlouhodobé úrokové sazby.

Celkově Fed do poloviny roku 2013 nakoupil vládní dluhopisy v hodnotě 1850 mld. USD, cenné papíry kryté hypotékami v hodnotě 1650 mld. USD a agenturní dluhopisy v hodnotě 175 mld. USD. V souhrnu se tedy jednalo 3 675 mld. USD, z toho lze přibližně 3 bil USD považovat za kvantitativní uvolňování navyšující měnovou bázi Fedu.

Fed jako první významná centrální banka přijal rovněž zmíněný verbální závazek (forward guidance). Již na konci roku 2008 avizoval, že sazby zůstanou na současné úrovni „po nějakou dobu“ (for some time), později závazek zesílil na „an extended period“. V srpnu 2011 Fed začal uvádět časový rozměr tohoto závazku (nejprve minimálně do poloviny roku 2013), který byl s postupujícím časem prodlužován. (v září 2012 až do konce roku 2014). V prosinci 2012 Fed přestal specifikovat období, po něž sazby setrvávají na současné rekordně nízké hladině, ale podmínil setrvání na ultranízkých sazbách do té doby, dokud nezaměstnanost neklesne na 6,5 % hladinu a střednědobý (12 až 24 měsíců) inflační výhled nepřekročí 2,5 % a za předpokladu ukotvení dlouhodobých inflačních očekávání.

6 Jednalo se o dluhopisy státem sponzorovaných podniků (GSE – government sponsored enterprises) Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, Federal Home Loan Bank a na ně navazujících cenných papírů krytých hypotékami.

2.1.2 Bank of England

BoE se primárně zaměřila zejména na zvýšení dostupnosti úvěrů podnikové sfěře. První krok k uvolnění úvěrových podmínek byl program nákupů soukromých aktiv s nejvyšším ratingem zahájený v lednu 2009. Nákupy těchto soukromých aktiv byly financovány krátkodobými vládními dluhopisy, které pro tento účel vydalo britské ministerstvo financí. Tento program nebyl financován navýšením měnové báze a nebyl klasickým kvantitativním uvolňováním. Program byl cílen na zlepšení dostupnosti podnikových úvěrů snížením nelikvidnosti podkladových aktiv a byl limitován maximální výší nákupů 50 mld. GBP. V realitě ale BoE nikdy nedržela více než 3 mld. soukromých aktiv, což bylo maximum dosažené ve druhé polovině roku 2009. V březnu 2009 byly zahájeny nákupy vládních obligací financované emisí nových peněz – zde tedy již šlo o klasické kvantitativní uvolňování. Oba kroky spadají pod program nákupu aktiv nazvaný APF (asset purchase facility). BoE postupně zvyšovala objemy limitů nákupu dluhopisů z prvotních 75 mld. GBP v březnu 2009, zvýšený v listopadu téhož roku na 200 mld. GBP. V únoru 2010 BoE oznámila, že veškeré další nákupy aktiv bude financovat emisí pokladničních poukázek (treasuries), a nikoli jako dosud nově – byť elektronicky – emitovanými penězi.

Změna této politiky nastala v říjnu 2011, kdy BoE zvýšila strop pro objemy nákupů na 275 mld. GBP a oznámila, že další nákupy budou financovány opět měnovou expanzí. K dalšímu zvyšování stropu docházelo postupně v únoru 2012 (na 325 mld. GBP) a v červenci 2012 (na 375 mld. GBP). BoE je kromě toho zmocněna k nákupům soukromých aktiv do výše 10 mld. GBP. V červenci (prosinci) 2012 byl spuštěn program Funding for Lending (FLS), v jehož rámci BoE poskytuje bankám a stavebním spořitelnám zvýhodněné nízkouročené prostředky pro účely dalšího úvěrování podniků i domácností. V polovině roku 2013 měla BoE v držení vládní dluhopisy nakoupené za 360 mld. GBP a korporátní bondy v hodnotě 100 mil. GBP.

Co se týče komunikace závazku, BoE v červenci 2013 uvedla, že hodlá ponechat úrokové sazby rekordně nízko přinejmenším tak dlouho, dokud míra nezaměstnanosti neklesne na sedm procent.

2.1.3 Evropská centrální banka

ECB primárně reagovala na extrémní vzestup nedůvěry na finančních trzích, a ochromení mezibankovního trhu v důsledku neochoty bank si navzájem půjčovat. V říjnu 2008 proto ECB změnila praxi dosavadních variabilních tendrů na půjčování bankám a zavedla program FRFA⁷ garantující neomezený přiděl likvidity oproti kolaterálu

7 Program byl nazván FRFA (fixed rate – full allotment), což znamená neomezený přiděl likvidity za fixní sazbu odpovídající hlavní úrokové sazbě ECB. Tento program nahradil standardní systém variabilních tržních tendrů při daném objemu poskytnuté likvidity, kdy banky buď požadovaly určité množství likvidity z předem daného objemu za fixní sazbu, nebo samy navrhly sazbu a množství peněz, které si za ni chtěly vypůjčit. Tendry s variabilní sazbou uspokojovaly postupně zájemce podle výše navržené sazby. V novém systému dodávání likvidity – neomezený přiděl za fixní sazbu

a rozšířila seznam aktiv použitelných jako zástava. Změna režimu na full allotment se vztahovala na všechny refinanční operace. V květnu 2009 ECB jakožto reakci na pokračující nedůvěru – zamrznutí mezibankovního trhu – prodloužila splatnost hlavních měnově-politické refinanční operace ze šesti na dvanáct měsíců a zahájila program nákupů krytých dluhopisů (CBPP⁸) ve výši 60 mld. EUR. Nákupy krytých dluhopisů měly usnadnit možnosti a snížit náklady dlouhodobého financování bank, protože právě emise krytých dluhopisů je primárním zdrojem financování bank eurozóny. Program byl vyhlášen na období červenec 2009 až červen 2010 s tím, že ECB opatření deklarovala jako úvěrové (nikoli kvantitativní) uvolňování s cílem snížení poptávky po dlouhodobých refinančních operacích.

O rok později (květen 2010) zareagovala ECB na řeckou krizi vyhlášením programu pro trh s cennými papíry (SMP). Cílem programu bylo zajištění funkčnosti dluhopisového trhu a obnovení transmisního mechanismu měnové politiky. V jeho rámci začala ECB nakupovat vládní dluhopisy zemí eurozóny, při čemž tyto nákupy byly obchodovány na sekundárním trhu a sterilizovány, což znamená, že opět nešlo o klasické kvantitativní uvolňování. V listopadu 2011 bylo vyhlášeno druhé kolo nákupů krytých dluhopisů v objemu 40 mld. EUR. Z rozvahy ECB vyplývá, že nákupy v rámci SMP kulminovaly kolem 220 mld. EUR. Většina nákupů byla realizována ve dvou obdobích: jaro/léto 2011, (převážně nákup řeckých, irských a portugalských dluhopisů), léto až podzim 2012 (zejména dluhopisy italské, španělské, portugalské a irské, ale již žádné řecké). Celkové nákupy aktiv včetně vládních dluhopisů, které ECB uskutečnila, prozatím dosáhly 320 mld. EUR.

V srpnu 2012 ECB oznámila nový program nákupů na sekundárních trzích s vládními dluhopisy tzv. Outright Monetary Transactions (OMT). Je určen pro dluhopisy zemí eurozóny využívající programy EFSM a ESM, pokud uvedené země budou dodržovat příslušné podmínky. Tím také došlo k ukončení předchozího programu SMP. Program OMT zatím nebyl aktivován.

Co se týče verbální komunikace závazku, uvedla ECB v červnu 2013, že měnová politika zůstane uvolněná tak dlouho jak bude třeba a že sazby zůstanou uvolněné na současné nebo nižší úrovni po delší období. ECB ale zatím nespecifikovala konkrétní podobu tohoto závazku ve smyslu dosažení hodnoty makroekonomických ukazatelů. Indikace změny „forward guidance“ bude dle komunikace ECB spíše kvalitativním než kvantitativním upřesněním.

– byly zachovány verze hlavních refinančních operací MRO (main refinancing operation – hlavní refinanční operace s týdenní frekvencí a splatností), zatímco časové parametry dlouhodobých operací LTRO (long term refinancing operations) se změnily z původně měsíční frekvence a tříměsíční splatnosti na 3měsíční až 6měsíční operace. V květnu 2009 byly zavedeny roční LTRO, v prosinci 2011 a únoru 2012 ECB vyhlásila dvě kola tříletých LTRO.

8 Kryté dluhopisy se liší od ostatních zajištěných cenných papírů tím, že v případě selhání těchto dluhopisů jejich držitelé mají nárok na platbu jak od jejich výstavců, tak i na příslušné kolaterálové krytí. Emitenti krytých dluhopisů, tj. banky, musí zároveň držet příslušný kolaterál ve svých rozvahách.

2.2 Změny v bilancích centrálních bank

Z předchozího přehledu vyplývá, že bezprostřední reakce na krizový vývoj byla společná u všech tří hlavních centrálních bank – navýšení objemu dodávacích kolateralizovaných refinančních operací, obvykle prodloužení jejich standardní krátkodobé splatnosti s cílem dodat bankám potřebnou likviditu a zmírnit dopady nedůvěry na finančních trzích, která mezibankovní trh zablokovala. V případě solventní instituce, která momentálně trpí časovou nekonzistencí pohledávek a závazků, je podpora centrální banky zcela legitimní a lze ji zahrnout pod tradiční funkci centrálních bank ve smyslu „Lender of last resort – LoLR“ (věřitel poslední instance). Problém ovšem může být v tom, že za nedostatkem likvidity se potenciálně skrývá i problém insolvence.

Další opatření Fedu, BoE a ECB již reagovala na specifické problémy jednotlivých finančních systémů a reálných ekonomik. Ve snaze o alespoň hrubší kategorizaci jednotlivých nestandardních opatření se nabízí rozlišení mezi aktivitami centrálních bank USA a Velké Británie na straně jedné a ECB na straně druhé.

Zatímco v první fázi krize od podzimu 2008 do jara 2009 Fed a BoE realizovaly zejména velké nákupy aktiv, především vládních dluhopisů, ECB se spíše zaměřila na dodávání likvidity bankovnímu sektoru a na posílení úvěrové kreace. Pozice ECB je ovšem vzhledem k tomu, že je centrální bankou pro větší počet suverénních států, zcela specifická. Rozdílná orientace a implementace politiky uvolňování měnových podmínek odráží relativně větší důležitost bankovního sektoru v Evropě než v USA a UK, kde dominantní roli ve financování ekonomiky sehrávají dluhopisové trhy. BoE se snažila o podporu úvěrování pomocí částečných subvencí nákladů s pozdějším zřetelem na malé a střední podniky. ECB se snažila ovlivnit kanál bankovního úvěrování, zlepšit dlouhodobé financování bank a rovněž oživit trhy s vládními dluhopisy. Na rozdíl od Fedu a BoE ECB nenakupovala soukromá aktiva, přijímala je ale jako zástavu pro refinanční operace.

Zejména v USA je úloha krátkodobých i dlouhodobých státních dluhopisů ve finančním zprostředkování zásadní. Kapitálové trhy v ekonomice USA mají větší význam při úvěrování reálné ekonomiky, ačkoli se financování podnikové sféry na trzích s cennými papíry rozšiřuje i u velkých evropských firem. Programy amerického Fedu byly ve srovnání s ostatními programy zcela jasně strukturované nejen co do časového vymezení, ale i komunikace konkrétního zamýšleného cíle a parametrů operací.

Obrázek 2 sumarizuje výše popsané kroky centrálních bank z pohledu nárůstu bilanční sumy jednotlivých bank, obrázek 3 zachycuje změnu struktury jimi držaných aktiv. Relativně nejvyšší nárůst aktiv (a bilanční sumy) zaznamenala BoE, kde se v polovině roku 2013 předkrizový poměr aktiv k HDP navýšil z 6 % na 26 % HDP. Ztrojnásobení aktiv Fedu představovaly operace ve výši 12 % HDP USA. Řádově v poměru k HDP byla tedy výše operací Fedu a ECB obdobná. Nákupy aktiv realizované ECB byly ve srovnání s Fedem a BoE skromnější, na druhé straně ECB nakoupila více soukromých aktiv.

Obrázek 2
Bilance centrálních bank (% HDP)

Zdroj: ECB, BoE, Fed

Obrázek 3
Struktura aktiv centrálních bank

Zdroj: ECB, BoE, Fed

Z pohledu významu jednotlivých typů operací a tedy změny struktury aktiv jednotlivých centrálních bank je viditelné, že v aktivní straně rozvahy BoE zcela dominují vládní dluhopisy, kdy jejich nákupy v průběhu krize nahradily standardní režim refinančních operací. Na straně pasiv centrálních bank došlo k podstatnému nárůstu podílu rezerv komerčních bank na úkor zastoupení oběživa v důsledku opatrnostního motivu komerčních bank a oslabení transmise. Pro ilustraci lze uvést, že podíl oběživa se v rozvaze Fedu snížil z 90 % na 38 %, BoE ze 48 % na 14 %, ECB z 52 % na 31 %.

Obrázek 4
Struktura pasiv centrálních bank

Zdroj: ECB, BoE, Fed

Pro centrální banky v důsledku nestandardních opatření vzniká do budoucna tržní i kreditní riziko. Tržní rizika plynou z potenciálních oceňovacích ztrát nakoupených aktiv, a to zejména od okamžiku, kdy začnou růst úrokové sazby. Tržní rizika plynoucí z oceňovacích ztrát hrozí pouze u dluhopisů, které by nebyly drženy do splatnosti. Kreditní (úvěrové) riziko se zvyšuje úměrně s klesající kvalitou kolaterálu, za něhož centrální banky půjčovaly. Míra, v jaké jsou jednotlivé hlavní centrální banky vystaveny zmíněným druhům rizik, závisí na rozsahu a nástrojích jimi realizovaných nekonvenčních měnových politik.

Fed, u nějž představují vládní dluhopisy přibližně dvě třetiny aktiv (jde asi o 10 % celkové hodnoty emitovaných vládních dluhopisů), od začátku krize značně prodloužil strukturu jejich splatnosti. Modifikovaná durace vzrostla z předkrizových 2,8 % na téměř 8 %, čímž došlo ke zvýšení míry citlivosti uvedeného portfolia na změny úrokových sazeb. IMF (2013 a) odhaduje, že hypotetické zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb z 2 % na 4 % by se promítlo do poklesu tržní hodnoty desetiletého vládního dluhopisu USA o 16 %. Obdobně IMF odhaduje, že zvýšení sazeb o 1 procentní bod by snížilo tržní hodnotu sledovaného portfolia přibližně o 8 %, což by se promítlo do kapitálové ztráty ve výši 4 % celkových aktiv Fedu. U BoE, kde (jak bylo výše uvedeno) se vládní dluhopisy na aktivech podílejí 90 %, by zvýšení dlouhodobých sazeb o 1 procentní bod generovalo ztrátu na aktivech kolem 6,5 %.

V aktivech ECB činí vládní dluhopisy pouhých 10 %. ECB ovšem zvýšila svou úvěrovou expozici vůči periferním zemím eurozóny z 20 % celkových refinančních operací v roce 2006 na více než 60 % v roce 2012. Výsledný nárůst úvěrového rizika pro bilanci ECB je mírněn požadovaným úvěrovým zajištěním. Nicméně je třeba přihlídnout i k potenciálním rizikům spojeným s nerovnováhou bilance v rámci Evropského systému vypořádání plateb Target2, který se používá pro zúčtování transakcí mezi ECB, národními centrálními bankami a komerčními bankami. Po roce 2008 došlo v rámci

systemu k hluboké polarizaci pohledávek a závazků mezi centrálními bankami jednotlivých zemí eurozóny. Úvěrové aktivity jako refinanční operace a nákupy vládních dluhopisů směřovaly do periferních zemí, zatímco stahovací (vkladové) operace realizovaly banky ostatních zemí (zejména Německa a Nizozemí). V současné době (na podzim 2013) mají deficitní (periferní) země závazky vůči přebytkovým zemím (a zejména Německu) ve výši téměř 700 mld. EUR.

Obrázek 5
Pohledávky a závazky

Pozn.: stav ke konci období v mld. Euro.

Zdroj: Národní centrální banky (říjen 2013), vlastní výpočet.

Otevřenou otázkou je, jak by se tento nesoulad vypořádával, kdyby některá země EMU opustila, či kdyby došlo k jejímu rozdělení či úplnému rozpadu. Další otevřenou otázkou širšího významu je, zda silná expozice centrálních bank vůči vládnímu sektoru může vést k omezení nezávislosti centrální banky. Velmi specifická je v tomto pohledu ECB, která na rozdíl od Fedu a BoE není centrální bankou suverénního státu. Při rozdílném, nastavení fiskálních politik je role ECB komplikovaná a čím dál silnější konsenzus je patrně na tom, že bez fiskální (až politické) unie nemá valný smysl unie měnová.

Finanční rizika spojená s důsledky nestandardních opatření hrozí nejen centrálním bankám, ale i sektoru komerčního bankovníctví. Rizika spojená s odprodejem aktiv centrálních bank souvisejí s možnými změnami tržního sentimentu, které mohou vést k prudkému vzestupu výnosů. Změna tržního sentimentu může pramenit z nejistot ohledně nezbytnosti či ochoty centrálních bank k prodeji značného objemu vládních dluhopisů a dalších aktiv. Tržní rizika plynoucí z oceňovacích ztrát mohou opět vznikat u cenných papírů, které nebudou drženy do splatnosti.

Další nejistotou pro sektor komerčního bankovníctví po zvýšení úrokových sazeb je vývoj úrokových marží. Lze očekávat, že růst sazeb přinese komerčním bankám růst zisku. Oproti tomu nepochybně poroste úvěrové riziko bankovních ústavů prostřednictvím vzestupu ztrátových pohledávek.⁹ Růst sazeb, který jednoho dne nastane, by tedy měl mít pozitivní vliv na zvýšení čistých úrokových příjmů bank, ale současně vystavuje banky ztrátám v důsledku poklesu tržních hodnot jejich dluhových papírů a zvýšeného úvěrového rizika. Dopady do sektoru komerčního bankovníctví lze očekávat vysoce diferencované dle obchodních modelů jednotlivých finančních institucí.

3. Efektivnost nekonvenční měnové politiky

3.1 Úspěchy

Analýzy věnované výsledkům nekonvenčních měnových politik sledovaných centrálních bank se obecně shodují v tom, že nekonvenční patření byla v první etapě akutní finanční krize nevyhnutelná (viz např. IMF, 2013 a, b; BIS, 2012, 2013; Cecioni et al., 2012; Fowley a Neeley, 2013). S tím se lze ztotožnit, protože hrozba finančního kolapsu byla reálná. Centrální banky napomohly obnovit funkce mezibankovních trhů a dočasně stabilizovaly bankovní sektor. Centrální banky tím do značné míry nahradily mezibankovní trh. Bez zásahu centrálních bank by pravděpodobně došlo k ještě hlubšímu propadu hospodářské aktivity, než jaký skutečně nastal. Otevřenou otázkou je, zda stabilizace finančního systému bude trvalá a zda nevyvolá v delším horizontu nezamýšlené negativní následky, jejichž negativní efekt by mohl převážet přínosy dočasné stabilizace.

Postupně vznikají studie, které se snaží analyzovat a kvantifikovat přínosy jednotlivých opatření, prozatím nejširší zhodnocení bylo možno provést pro nákupy vládních dluhopisů. Nákupy dluhopisů ovlivňují vývoj výnosů třemi transmisními kanály (IMF, 2013a). Jedná se o signální kanál, který je aktivován komunikací centrální banky a kanál realokace portfolia (portfolio rebalancing channel), zahrnující kanál vzácnosti (scarcity channel) a kanál durace (duration channel). Pomocí signálního kanálu centrální banka komunikuje veřejnosti své záměry ohledně nastavení úrokových sazeb či nákupů aktiv, jeho účinnost a věrohodnost posílí skutečná realizace nákupu dluhopisů. Otázkou je, zda působení tohoto kanálu může působit dlouhodobě, proto by působení mělo být silnější v případě dluhopisů se střednědobou splatností.

Základem fungování kanálu vzácnosti jsou masivní nákupy vybraných dluhopisů centrální bankou, které mohou omezit jejich nabídku, což může vést ke zvýšení jejich ceny a snížení jejich výnosů. Podstatou transmise pomocí kanálu durace jsou velké nákupy dluhopisů s dlouhodobou splatností, což se promítá do snížení míry úrokového rizika u investorů, kteří investují do dlouhodobých obligací (typicky penzijní fondy). Snížené riziko může dlouhodobé investory motivovat k nákupům zbývajících dostupných dluhopisů, a to i přes pokles jejich výnosů. Kanál durace by naopak měl

9 To byl de facto spouštěcí moment krize substandardních hypoték.

působit nejsilněji na dluhopisy s dlouhodobou splatností, které jsou nejvíce vystaveny úrokovému riziku. Dle IMF (2013a) je převládající význam připisován signálnímu kanálu, i když oba další kanály rovněž sehrávaly podpůrnou roli. Signální kanál byl zjevně zásadní pro opatření ECB ze srpna 2012, i pro všechny programy Fedu s výjimkou operace Twist. Operace Twist, a stejně tak i druhá vlna programu nákupů BoE, ovlivňovala trhy především prostřednictvím kanálu *duration* – v souladu s jeho teoretickým fungováním byly nejintenzivnější změny zaznamenány u dlouhodobých výnosů. Transmisí prostřednictvím kanálu *vzácnosti* lze spojovat např. s masivními nákupy MBS a agenturních dluhopisů v USA (v rámci LSAP1 a LSAP3).

Odhady dopadů nákupů dluhopisů jsou nejčastěji čistě případovými studii (*events studies*), např. Krishnamurthy a Vissing-Jorgensen (2011), Joyce a kol. (2011), Yellen (2011). Tyto studie sledují změny ve výnosech ve velmi krátkém období (typicky jeden až dva dny) po oficiálním ohlášení nákupů. Tyto studie zároveň měří míru překvapení spojenou s oznámením centrální banky o nákupech. Stupeň překvapení lze hodnotit dle změny jednoročních futures na krátkodobé úrokové sazby (např. 3měsíční Libor). Předpokladem hodnověrnosti případových studií je, že v den ohlášení nákupů tato událost dominuje nad ostatními případnými šoky do výnosů dluhopisů a že výnosy na avizované budoucí nákupy okamžitě reagují. Určitým omezením je navíc možnost zkresleného odhadu efektu oznámeného opatření v důsledku nesprávného vyhodnocení momentu překvapení v době jeho vyhlášení. Další možností jsou obohacení tohoto přístupu o různé modelové přístupy, viz podrobněji IMF (2013a), Bauer a Rudenbusch (2011), Gagnon et al. (2010), Christensen a Rudenbusch (2012).

Konkrétní studie hodnotící dopady programů při nákupu dluhopisů Fedu se v kvantitativních výsledcích liší, nicméně se shodují v tom, že se díky nim podařilo snížit dlouhodobé úrokové sazby i sazby hypotečních úvěrů. Nákupy sekuritizovaných agenturních dluhopisů (MBS) provedené Fedem v rámci první fáze kvantitativního uvolňování Fedu (QE 1) pomohly vrátit likviditu na zajištěné úvěrové trhy v USA, čímž se zlepšilo fungování trhu hypotečních cenných papírů, stlačily se jejich výnosy a klesly hypoteční sazby.¹⁰ Konkrétní odhady efektů nákupů státních dluhopisů Fedem na pokles výnosů desetiletých dluhopisů vyvolané nákupy centrálními bankami se pohybují dle jednotlivých studií v rozmezí 90 a 200 bazických bodů, (odhad IMF, 2013 činí 100 bb). Největší efekt je v USA shledáván u prvního kola nákupů, kde se odhad pohybuje mezi 50–100 bazickými body. Pro UK mají odhady širší variabilitu a pohybují se mezi 45 a 160 bazickými body.

Gagnon et al (2010) odhadují vliv nákupu dlouhodobých vládních dluhopisů na pokles 10 letého výnosu amerických vládních dluhopisů v rozsahu 90 procentních bodů. Tento odhad koresponduje s odhadem Yellen (2011) i odhadem IMF (2013a). Swanson (2011) odhaduje kumulativní efekt druhého a třetího kola kvantitativního uvolňování Fedu na 10 letý výnos státního dluhopisu USA v rozsahu jeho poklesu o 15 bazických bodů. Obecně autoři hodnotí první fázi kvantitativního uvolňování

10 Viz studie Hancock a Passmore (2011), Cecioni et al (2011), Fawley and Neely (2013).

jako účinnější než další, s tím, že podstatným faktorem byla jeho neočekávanost – tedy určitý moment překvapení. Na rozdíl od první vlny trhy již druhé kolo kvantitativního uvolňování čekaly. Zamýšlené dopady se proto částečně dostavily již před jeho vyhlášením. Baumeister a Benati (2010) odhadují, že bez zásahu Fedu by došlo v prvním čtvrtletí 2009 v USA ke snížení HDP až o 10 % – odhad je založen na simulaci šoku do dlouhodobých úrokových sazeb za předpokladu, že by se spready mezi dlouhodobými a krátkodobými sazbami nepodařilo snížit. V odhadu rozsahu šoku vycházejí autoři z výsledků studie Gagnon et al. (2010).

Evropská centrální banka se zaměřila na intervence na mezibankovních úvěrových trzích formou dodávání dlouhodobé likvidity, čímž se jí podařilo snížit mezibankovní spready. Ke skutečnému kvantitativnímu uvolňování – nákupům dluhopisů – přistoupila ECB de facto až s nástupem fáze dluhové krize eurozóny. Program SMP z května 2010 (nákupy vládních dluhopisů periferních zemí eurozóny) pravděpodobně zabránil hrozbě rozpadu eurozóny. Evidentním úspěchem akcí ECB bylo v srpnu 2011 snížení cen italských a španělských dluhopisů na přijatelnou úroveň. Je to další důkaz toho, že se přímými nákupy dluhopisů centrálním bankám podařilo snížit dlouhodobé úrokové sazby a změkčit měnové podmínky. Jako úspěch lze hodnotit i vyhlášení (dosud nerealizovaného) programu nákupů dluhopisů zemí EMU ze srpna 2012. Brzy po ohlášení došlo ke snížení výnosů 10letých bondů Itálie a Španělska, (diferencovanému) zlepšení přístupu korporátního a bankovního sektoru k tržnímu financování a odvrácení předchozího trendu odlivu depozit z nejvíce krizově postižených zemí eurozóny. I když řešení základních problémů stojících za dluhovou krizí eurozóny ve skutečnosti příliš nepokročilo, akutní obavy z katastrofického scénáře ve vývoji eurozóny se podařilo snížit.

Nezanedbatelnou roli v nekonvenční měnové politice cílené na snížení dlouhodobých úrokových sazeb sehrává komunikace centrálních bank. Četné studie dokládají, že forward guidance přinejmenším částečně snížila citlivost výnosů dlouhodobých státních dluhopisů na (nepříznivé) zprávy o makroekonomickém vývoji. Uvedená komunikace zároveň ve více případech vyvolala následný pokles očekávání budoucích úrokových sazeb. Dokladem mocnosti komunikačního nástroje je reakce finančních trhů na výrok M. Draghiho („whatever it takes“), což je de facto extrémně silný závazek (či „forward guidance“).

3.2 Limity a rizika

3.2.1 Podpora hospodářského růstu

Slabší účinek konkrétních opatření může nastat v případě, když je jeho nástup či oznámení o něm převáženo jiným šokem či pokud je trhy již očekáváno. Typickým příkladem je slabší efekt druhého kola kvantitativního uvolňování Fedu. Zavedení tříletých programů dodávání likvidity v eurozóně (2011 a 2012) sice zřejmě odvrátilo hlubší rozvrat eurozóny, ovšem nezdařilo se posílit nákupy cenných papírů soukromými subjekty,

čímž mělo být oslabeno napětí na dluhopisových trzích periferie. I přes určité zlepšení stále rovněž přetrvává fragmentace finančních trhů v rámci eurozóny. Zatímco vyhlášení programu OMT pozitivně ovlivnilo úroveň finančního zprostředkování v jádrových zemích eurozóny, bankovní sektor periferních zemí se potýká se stále vysokými náklady na refinancování, což se promítá do zdražování nově poskytovaných úvěrů. Zde se navíc projevuje problém propojení rizika instituce s rizikem státu (sovereign risk).

Samostatnou otázkou je hodnocení dlouhodobějších dopadů na makroekonomickou situaci. Většina dosud publikovaných studií považuje vliv centrálních bank na oživení růstu za nepřesvědčivé (viz BIS, 2012, 2013), navíc metodologicky obtížně prokazatelné.¹¹ V tomto smyslu se jedná zejména o omezenou použitelnost modelového aparátu prokázat, jak by se situace vyvíjela, kdyby určitá opatření nebyla přijata. Modely, které jsou konstruovány pro modelování konvenční měnové politiky, nejsou vhodné pro hodnocení nekonvenčních opatření, souhlasně např. Taylor (2013), White (2013). V krizi či postkrizových podmínkách zvýšené nejistoty nemohou plně platit vztahy empiricky ověřené za standardních podmínek. Dalším omezujícím faktorem modelového aparátu je příliš silný předpoklad racionálního chování subjektů. Je otázkou, do jaké míry mohou tento problém odstranit nově rozvíjené modely s heterogenními agenty (Cúardia and Woodford, 2009). Navíc v současné době velmi rozšířené modely DSGE implicitně tendují k rovnovážným stavům a de facto tedy nemohou prokázat nástup dlouhodobé deprese ani dlouhodobější deflační tendenci. Tyto modely navíc nezahrnují finanční sektor a jeho vazby na reálnou ekonomiku, či jej nově zapracovávají v omezené podobě modelování vlivu jednotlivých finančních šoků na vývoj reálné ekonomiky.

Jasným faktem je to, že přes růst měnové báze zatím nedošlo ke zvyšování měnové zásoby – vzestup těchto agregátů vzhledem k předkrizovému období do poloviny roku 2013 ukazuje obrázek 6. Komerční banky prozatím drží většinu nových peněz emitovaných v rámci kvantitativního uvolňování v rámci svých rozvah v rezervách. Nepřelití peněz do reálné ekonomiky může pramenit jak z nedostatku poptávky po úvěrech, tak i v důsledku opatrnostních motivů, rovněž i přísnějších požadavků nové bankovní regulace. Peněžní multiplikátor od měnové báze k měnové zásobě v minulých pěti letech nefungoval tak jako za standardních podmínek.

Box 1: Historický exkurz

Pohled na obrázek 6 vzbuzuje reminiscence na slavné přísloví citované Miltonem Friedmanem „You could lead a horse to water but you could not make him drink“, tedy „Můžeme přivést koně k vodě, ale pít ho nedonutíme“ (Friedman, 1968).¹² Tento Friedmanův citát ovšem nevyjadřoval jeho osobní stanovisko, byl pouhým

11 Jde zejména o problém „counterfactual evidence“ – tedy spolehlivě prokázat, jaký by byl vývoj při absenci určitých opatření.

12 Kůň je velmi inteligentní zvíře a možná má více zdravějších signálů než jezdec, buď se necítí dobře a tedy nepije, nebo se mu vodní zdroj nezamlouvá.

aforismem, který vložil do úst názorového proudu, poukazujícího na limity měnové politiky v řešení krize 30 let. Faktem je, že tento názorový proud byl kyvadlovým výkyvem konsensu 20 let, kdy převládalo přesvědčení, že vznik Fedu v roce 1913 přispěl k dlouhodobé stabilizaci hospodářského cyklu. Lze vysledovat určitou podobnost s předkrizovým obdobím, kdy vývoj nasvědčoval tomu, že měnová politika objevila nově v cílování inflace režim, který dokázal stabilizovat makroekonomické prostředí (viz Gerlach, 2010; Zamrazilová, 2011). Je tato podobnost čistě náhodná?

Je samozřejmé, že současný finanční systém je podstatně složitější než ve 30 letech minulého století, nicméně základní myšlenková schémata ohledně role peněz v měnové politice a možností či limitů měnové politiky mají platnost i v současné situaci. Keynes (1936) ve své Obecné teorii nabídl pohled, vysvětlující nízkou účinnost měnové politiky nemonetární interpretací tehdejší hospodářské deprese – pohled, který byl později široce akceptován. Změna v pohledu na účinnost měnové politiky v ekonomické teorii nastala v šedesátých letech, kdy bylo přehodnoceno její nastavení během velké deprese. Friedman (1968) poukazuje na to, že Keynes a jeho stoupenci považovali měnovou politiku za neúčinnou, protože propad ekonomiky nastal navzdory agresivně expanzivní měnové politice Fedu. Pozdější studie ovšem prokázaly pravý opak – množství peněz v USA během krize pokleslo o třetinu. Dle Friedmana tedy Fed selhal ve své zákonné povinnosti dodat likviditu do bankovního systému a dopustil propad měnové báze. Jestliže si tedy dovolíme mírně parafrázovat původní výrok – žíznivý kůň stál před prázdným žlabem.

Obrázek 6

Peněžní báze a peněžní zásoba, index Q1 2007 = 100)

Zdroj: Fowley a Neeley (2013)

Obrázek 7

Vývoj peněžních agregátů M1 a M3

Zdroj: Fed, BoE, ECB,

V obrázku 7 jsou tři panely ukazující dopady nestandardních opatření tří světových měnových autorit na dva vybrané měnové agregáty (M1 a M3, často označované jako narrow a broad money) od prvního čtvrtletí roku 1999 až konce roku 2012. Srovnáme-li vývoj v jednotlivých panelech, vidíme přibližně shodný trend obou agregátů (bázi je průměr roku 2007) v případě eurozóny a USA (rychlejší růst M1 než M3, výraznější v USA) a inverzní, byť v čase se vytrácející se trend, v případě Velké Británie. Teoreticky se předpokládá, že vliv operací typu kvantitativního uvolňování se projeví jak v rámci M1 (růstem), neboť nákupy cenných papírů vedou k růstu rezerv finančních zprostředkovatelů, které je následně mohou použít pro další účely (nákupy alternativních instrumentů a/nebo reálných statků), tak i M3. Multiplikační efekty měnové báze by tedy měly vést minimálně ke shodnému, resp. (žádoucím) rychlejšímu růstu M3, pokud byl problémem např. nedostatek likvidity finančních institucí pro úvěrování transakcí. Vývoj, který by mohl být interpretován v tomto smyslu, je vidět pouze v případě Velké Británie (rychlejší růst M3 během roku 2009, kdy probíhaly jednotlivé etapy QE1). Rovněž v případě americké ekonomiky docházelo k nárůstu, avšak výrazně pomalejšímu ve srovnání s tempem růstu M1 ve sledovaném období. Tyto skutečnosti by tedy spíše vedly k potvrzení vysvětlení, že kvantitativní uvolňování nevedlo k výrazným změnám v úvěrovém kanálu (bank-lending channel). Spíše

potvrzují hypotézu o doplnění rezerv finančních institucí, resp. o (neúplném) rebalancování portfolií finančními institucemi (portfolio rebalancing channel), který je jedním z transmisních mechanismů teoreticky postulovaných pro fungování nestandardních nástrojů typu kvantitativního uvolňování. Na dramatický propad multiplikátoru během posledních let poukazuje i Goodhart a Ashworth (2012).

S postupem času se začíná konsensus posunovat k hodnocení, že ačkoli v první fázi krize pomohla extrémně uvolněná měnová politika reálnou ekonomiku stabilizovat a nastartovat proces obnovy, v dalších etapách k výraznějšímu oživení nevedla – zejména se neprokázala účinnost kvantitativního uvolňování pro podporu agregátní poptávky. Před vírou ve všemocnost měnové politiky varoval již citovaný Friedman (1968) – zároveň ovšem zdůrazňoval, že měnová politika má možnost zabránit tomu, aby se peníze samy o sobě staly zdrojem ekonomických turbulencí. Na limity centrálních bank poukazuje i BIS (2012, 2013), Fisher (2012), Issing (2012), White (2013). Podstatnou otázkou je, zda lék, který je neúčinný, je zároveň neškodný, či zda může mít nebezpečné vedlejší účinky, jaká jsou jeho rizika při dlouhodobém používání a jak se má postupovat při jeho vysazování. Vedlejší účinky dlouhodobě nízkých sazeb i kvantitativního uvolňování se mohou projevovat nejen v domácích ekonomikách, ale mají i přeshraniční spill over efekty, které mohou případně postihnout celou globální ekonomiku.

3.2.2 Odklad restrukturalizace

Jedním z vedlejších účinků volných měnových podmínek a nestandardních opatření je odložení očištění bilancí komerčních bank. Nízké sazby a dostupnost likvidity mohou motivovat banky k flexibilnímu rolování úvěrů, které by za jiných okolností měly být zařazeny mezi ztrátové a odepsány. Do značné míry lze v případě očišťování bilancí hovořit o podobě s japonskou zkušeností. Klasickou studií na toto téma je Peek a Rosengreen (2004) kde se objevuje výraz „Zombie companies“ v japonské ekonomice.

Nejistota budoucího výhledu a finanční rizika hrozící v budoucnosti sektoru komerčního bankovníctví (blíže rozebraná v části 3.1) naopak zvyšují obezřetnost bank vůči novým klientům. Nové firmy proto často čelí, na rozdíl od tradičních klientů, podstatně přísnějším podmínkám ze strany bank. „Staré“ firmy naopak získávají úvěry za relativně výhodných podmínek díky volné měnové politice. V řadě případů banky poskytují úvěry firmám v potížích z obav ze ztráty pohledávek, což blokuje kapitál novým firmám. Chování bank fakticky může vést k omezení inovací, konzervaci stávajících struktur a celkově nižší produktivitě. Takto oddalovanou restrukturalizaci lze označit za projev misalokace kapitálu v podmínkách recese.¹³ Evropskou situaci v tomto lze japonskému případu přirovnat, protože financování malých a středních firem v eurozóně, především na její periferii, je v současné době akutním problémem, s nímž se potýká i UK.

13 Přehled studií, které ukazují na převahu podpory tradičním klientům ze strany bank, na rozdíl od teoretických úvah, které hovoří o realokaci kapitálu do produktivnějších firem, podává White (2013).

V zásadě tedy extrémně volná měnová politika může vést k oddalování restrukturalizace – ta je ale hlavní cestou vedoucí k solidnímu a vyváženému hospodářskému růstu. V této souvislosti zaznívá v odborných kruzích stále častěji názor (viz např. BIS, 2013) že čas, který centrální banky koupily vládám, je drahý a jeho efektivní využití je pod otazníkem, navíc – jak uvádí např. Shirakawa (2012) – tento čas, který by měl být využit širšími strukturálními reformami, zdražuje progresivně. Uvedené argumenty je třeba vnímat v souvislosti s tím, co bylo uvedeno o finančních rizicích v sektoru komerčního bankovníctví.

3.2.3 Inflační potenciál

Inflační rizika jsou dle aktuálního mainstreamového konsenzu plně pod kontrolou. Odkládání ukončení kvantitativního uvolňování a normalizace úrokových sazeb směrem k neutrálním hodnotám zdůvodňuje většina zastánců akomodativní měnové politiky v této historické epizodě – stejně jako v epizodách předešlých – nízkými poptávkovými tlaky v domácí ekonomice, které nevyžadují zvýšení základních sazeb. Podpurným argumentem je potřeba podpory domácí poptávky a trhu práce.

Dlouhodobé setrvávání sazeb na současných hodnotách je do značné míry podmíněno ukotvením inflačních očekávání a odhadem mezery výstupu. Odhad mezery výstupu není triviální záležitostí ani za standardních podmínek, v dnešním makroekonomickém prostředí je ale zatížen ještě větší nejistotou. Je pravděpodobné, že vnímání potenciálu, ke kterému by se ekonomiky měly přiblížit, či v postkrizovém světě vrátit, je nadhodnocené. Udržitelná tempa dlouhodobého růstu vyspělých ekonomik mohou být podstatně nižší než ta, která převládala v “dobrých časech před krizí“. Obdobně diskutuje tento problém i analýza BIS (2013), s tím, že předkrizový trend HDP může být nadhodnocen zejména díky strukturálním nerovnováhám. Pokud by ovšem tato hypotéza byla platná, znamenalo by to i změnu pohledu na měnové podmínky. V případě nadhodnocení odhadu potenciálního produktu a mezery výstupu by setrvání u uvolněné politiky mohlo generovat inflační tlaky.

Obdobně má v sobě inflační potenciál verbální závazek, vztahující ponechání sazeb na současných nízkých hodnotách k dosažení určité hladiny nezaměstnanosti. Pokud by tento závazek měl být dodržen, vstupuje do hry tolerance vyšší inflace (oproti inflačnímu cíli). Lze ale vyslovit názor, že současná nezaměstnanost má silnější strukturální kořeny než jak předpokládají tvůrci měnové politik všech tří hlavních centrálních bank. Pokud je tato hypotéza reálná, pak bude nezaměstnanost klesat oproti předpokladům pomaleji. Odchod od extrémně volné měnové politiky by se tím zbytečně odkládal.

Inflační rozměr má i kontraproduktivní působení nízkých úrokových sazeb na spotřebu části obyvatelstva. Konvenční učebnicové myšlení vede k tomu, že domácnosti při nízkých úrokových sazbách snižují sklon k úsporám a zrcadlově zvyšují sklon ke spotřebě, čímž by měla být spotřeba domácností podpořena. Avšak domácnosti, jejichž cílem je uspořit částku v určité absolutní výši či v určitém násobku pravidelných výdajů, jsou naopak nuceny svoji pravidelnou míru úspor zvýšit a tedy spotřebu

naopak omezit. Připomeňme, že především nízkopříjmové domácnosti nemají dostatečný prostor k vyhlazování spotřeby.

Dlouhodobě úrokové sazby blízko nule mají navíc obdobný účinek na distribuci bohatství a příjmů jako inflace – přerozdělují příjmy a bohatství od věřitelů směrem k dlužníkům. Sazby dlouhodobě blízké nule znamenají, že úspory přinášejí velmi nízké či vůbec žádné zhodnocení. Ve srovnání s „normální situací“ vlastně snižují skutečný i očekávaný růst disponibilních příjmů domácností ve věřitelském postavení, protože střadatelé dostávají za své vklady nižší úrok než za standardní situace. Naopak disponibilní příjmy domácností dlužníků (kteří platí z půjček nižší úroky než za situace, kdy by základní úrokové sazby blízko nule nebyly) se oproti standardní situaci zvyšují. Nízké úrokové sazby mají dle mainstreamového pohledu působit na zvýšení spotřeby domácností potenciálně tím silněji, čím vyšší je jejich zadluženost. Nicméně v chování zadlužených domácností mohou převládat opatrnostní motivy či snaha o oddlužování. Spotřeba domácností, které jsou v postavení věřitelském, pak může být omezována právě tím, že růst jejich příjmů a bohatství není takový, jak předpokládaly za situace „běžného zhodnocení“ úspor. K iluzornosti účinků nízkých sazeb v předchozích epizodách hospodářského poklesu viz např. Bech et al. (2012).

Existují i oprávněné důvody k obavám inflace z dovozu z rozvíjejících se ekonomik (White, 2013). Tuto hypotézu samozřejmě budou ekonomové zvažovat úměrně tomu, jakou váhu přisuzují faktoru pozitivního nabídkového šoku do inflace ze strany rozvojových ekonomik v období „Great moderation“. Nejsilnější proinflační impuls budou inkasovat otevřené ekonomiky stojící na konci globálních výrobních řetězců.

3.2.4 „Spill-over effects“ – přeshraniční a globální dopady

Politika Fedu a dalších nejvýznamnějších centrálních bank ovlivňuje chování ostatních centrálních bank i globálních finančních trhů. Snižování úrokových sazeb „velkou trojkou“ na historicky nízké hodnoty nepochybně ovlivnilo chování řady dalších centrálních bank, které v obavách z toho, že úrokový diferenciál povede k nadměrnému posilování jejich měn, mohly mít tendenci nastavovat úrokové sazby níže, než by vyžadovala aktuální situace jejich ekonomik. Silný globální rozměr mělo i následující kvantitativní uvolňování – již samotné oznámení o nákupech obligací v USA mělo za následek globální pokles výnosů suverénních obligací a tržních sazeb. Souhrnným výsledkem je současné prostředí celkově nízkých úrokových sazeb.

Rovněž výkyvy v rozvíjejících se ekonomikách byly do značné míry způsobeny či alespoň podpořeny kvantitativním uvolňováním. Nízké úrokové sazby vedly prostřednictvím hledání vyššího výnosu a také diverzifikace investičních portfolií k silnému přílivu kapitálu do rozvojových ekonomik – především do mladých tržních ekonomik Latinské Ameriky a Asie s následným tlakem na apreciaci měn těchto zemí.¹⁴ Obdobný dopad měly i nákupy aktiv realizované BoE. Fed, jehož aktivity jsou pro globální

14 Za zmínku stojí změna geografické struktury kapitálových toků, zatímco silná přílivová vlna před krizí směřovala do CEEs, v krizovém či pokrizovém období především do Asie a Latinské Ameriky.

ekonomiku nejvýznamnější, interpretoval související oslabení dolaru jako nezamýšlený důsledek druhé fáze kvantitativního uvolňování.

Dopady přílivu kapitálu obecně závisejí na tom, v jaké fázi cyklu se jednotlivé země nacházejí. U ekonomik, blížících se výkonem k potenciálu, hrozí především úvěrová expanze, tvorba nejrůznějších bublin a nerovnováh s následným ohrožením finanční stability. Apresiasi měn, vyvolaná přílivem kapitálu, oslabuje jejich konkurenceschopnost, a to především u zemí exportujících produkty s nižší mírou zpracování (podrobně viz např. Caruana, 2013).¹⁵ Rozvíjející se ekonomiky se přirozeně snaží vyvarovat výraznějším diferenciálům úrokových sazeb, což je vede k uvolňování měnové politiky. Podle analýzy BIS (2013) je měnová politika rozvíjejících se ekonomik v posledních dvou letech hluboce pod měnově-politickými sazbami, určenými dle Taylorova pravidla.

Dalším vedlejším účinkem volné měnové politiky a kvantitativního uvolňování byl globální vzestup cen komodit v letech 2009–2011 v reakci na chování investorů hledajících při nízkých sazbách vyšší výnosy (tzv. financionalizace komodit). Vzestup cen komodit byl v této fázi podpořen i zpětnou vazbou mezi posílením růstu rozvojových ekonomik vyvolaném přílivovou vlnou kapitálu. Zvyšování ekonomické úrovně rozvojových ekonomik vede k růstu poptávky po energiích a potravinách, navíc je jejich hospodářský růst surovinově náročný. Zdražení cen potravin a pohonných hmot posléze oslabilo prostřednictvím vytěsňujícího důchodového efektu spotřebitelskou poptávku ve vyspělých ekonomikách.

Zatím posledním projevem „spillover effects“ je od poloviny roku 2012 výrazný vzestup globálních akciových trhů. Akciové trhy posílily během roku 2013 o desítky procent a tržní kapitalizace hlavních akciových trhů se přibližuje rekordům z podzimu 2007, tedy těsně před nástupem krize. Připomeňme, že ke konci roku 2007 ztratily akcie více než polovinu hodnoty ze svých podzimních maxim. Lze se důvodně domnívat, že v současné době (tedy na podzim roku 2013) jsou akciové trhy oproti fundamentům nadhodnocené. Vzhledem k tomu, že na akciových trzích směřuje značná část prostředků vytvořených kvantitativním uvolňováním, lze korekci očekávat v souvislosti s ukončením kvantitativního uvolňování prováděného Fedem.

3.2.5 Návrat k normálu – strategie „exitu“

Nepopiratelnou skutečností je, že měnově-politické sazby nemohou zůstat na současných úrovních navždy, stejně jako nelze donekonečna provádět nekonvenční opatření – pod otázkou tedy je, kdy a jak budou centrální banky postupovat v rámci normalizace své politiky – tzv. „exit strategy“. Očekávání pro hlavní centrální banky indikují pokračování statu quo nejméně do poloviny roku 2014 a poté postupný růst sazeb. Dogma v podobě ukončení kvantitativního uvolňování a následného zvyšování úroko-

15 Vazba mezi volnou měnovou politikou hlavních vyspělých ekonomik a dopady na rozvíjející se ekonomiky (EMEs) není čistě mechanická, probíhá různými kanály a různí se dle specifických podmínek EMEs.

vých sazeb není jedinou variantou – existuje možnost oddělení bilančních operací a rozhodování o sazbách. Konkrétní kroky budou záviset na realizované politice a ekonomickém prostředí. Svou roli mohou mít i širší vlivy, a to díky efektům na zadluženost domácností a veřejného sektoru (úrokové náklady); hospodaření centrálních bank (tolerance ztrát veřejností) a otázkách jejich reputace.

Návrat ke konvenční měnové politice bude evidentně náročnější a déletrvající než u předchozích epizod zvyšování úrokových sazeb. Celý proces v sobě skrývá potenciální rizika zvýšené volatility dlouhodobých úrokových sazeb. Jednou z příčin jsou nejistoty ohledně schopnosti centrálních bank účinně ovlivňovat krátkodobé tržní sazby. Aby se zvýšení sazeb centrální banky mohlo promítnout do krátkodobých tržních sazeb, bude pravděpodobně zapotřebí stáhnout podstatnou část nadměrné likvidity komerčních bank (vzniklé nákupy aktiv prováděných centrálními bankami). Nadměrná likvidita omezuje funkci mezibankovního trhu, který, kde konkurence za normálních podmínek zaručuje těsnou závislost mezi sazbami, za které centrální banky obchodují s komerčními bankami a sazbami na peněžním trhu. Dalším problémem pak bude případný prodej stahovaných aktiv a jeho dopady na centrální i komerční banky (viz část 3.1).

Rozhodování o zahájení zpřísnování měnově-politických podmínek bude těžké. Za předpokladu, že nebude ohrožena finanční stabilita, by měly být sazby zvyšovány v závislosti na inflačních očekáváních a mezeře výstupu. Jestliže je platná hypotéza vyslovená v pasáži 3.2.3 a měnové autority budou pracovat s nadhodnocenou mezerou výstupu, pak bude zvyšování sazeb zbytečně odkládáno.

Chybné načasování exit strategy je rizikem, které může vést k opětovným dysfunkcím na trzích. Hrozí negativní důsledky odchodu centrálních bank z těch segmentů finančních trhů, na nichž prováděly intervence, zejména tam, kde mají v držení velký podíl cenných papírů či kde fakticky plní úlohu market makera, čímž jsou reálně přetrvávající tržní dysfunkce intervenčními zásahy centrálních bank pouze zamaskovány. Dočasnou funkci centrálních bank při poskytování likvidity komerčním bankám bude muset opět převzít mezibankovní úvěrový trh. Pokud tento trh ještě nebude plně obnoven, pak může dojít k nové vlně napětí na trzích a financování některých bank se zkomplikuje, resp. zdraží.

Odhad tohoto rizikového faktoru je prakticky nemožný, protože nemá oporu v historické zkušenosti. Současný vývoj naznačuje, že dodávky likvidity centrálních bank na mezibankovní trh v USA a Velké Británii ovlivňují vývoj mezibankovních spreadů již jen v menší míře, takže budoucí stažení centrálních bank z těchto trhů by nemělo být problémové. Naproti tomu v eurozóně pokračující intervence zřejmě i nadále zakrývají navýšení spreadů mezibankovních trhů, odrážející zvýšené vnímání rizika protistran.

Jak citlivou záležitostí bude „návrat k normálu“, naznačila již reakce trhů na „nezamýšlený komunikační test Fedu“ v červnu 2013. Obzvlášť příznačně se to projevilo ve změně sentimentu finančních trhů vůči některým rozvíjejícím se ekonomikám, kde v důsledku očekávaného omezování nákupu aktiv Fedem došlo k výraznému poklesu tamních měnových kursů (zejména v Indii, Brazílii, Mexiku a dalších

zemích), odlivu kapitálu a k růstu dlouhodobých úrokových sazeb. Uvedené dopady jsou předzvěstí toho, s jakými komplikacemi by měly rozvíjející se ekonomiky počítat při skutečném „obratu kurzu“ Fedu. O vysoké citlivosti rozvíjejících se ekonomik na odliv zahraničního kapitálu svědčí skutečnost, že od roku 2008 hodnota kapitálových přílivů do tamních dluhopisových trhů přesáhla dlouhodobý průměr o asi 470 mld. USD. „Splasknutí bublin“ bude bolestivé především pro ekonomiky s deficitním běžným účtem, jejichž závislost na zahraničním financování je vysoká. Potenciální znehodnocování měn rozvíjejících se ekonomik může vést k silnému tlaku na zpřísnění měnové politiky, které oslabí jejich hospodářský růst.

V situaci exitu bude verbální závazek (forward guidance) patrně ještě důležitější než v případě jejich vyhlášení či realizace. Připomeňme situaci z roku 1994, kdy zpřísnění politiky FEDu mělo výrazné globální dopady. Optimální varianta transparentní spolupráce centrálních bank, cílená na omezení nezamýšlených dopadů při ukončování nestandardních opatření, je s vysokou pravděpodobností pouhou chimérou. Zvýšená volatilita postihne nejen rozvíjející se svět, ale i malé vyspělé ekonomiky.

Závěr

Celkově lze jako zřejmé pozitivum nestandardních opatření centrálních bank v akutních momentech krize hodnotit krátkodobou stabilizaci finančního sektoru a odvrácení fundamentálních rizik – opakování Velké deprese, či rozpad eurozóny. Hodnocení opatření jdoucích nad rámec „záchranných“ operací – která je možno označit i jako rozšířený mandát standardní role centrálních bank ve smyslu věřitele poslední instance – jsou již diskutabilní. Kromě toho, že dlouhodobě prakticky nulové úrokové sazby i kvantitativní uvolňování neprokázaly při podpoře stabilního a solidního hospodářského růstu výraznější účinnost, má tato politika i své „vedlejší účinky“ (či nezamýšlené dopady), z nichž některé ve střednědobém a dlouhodobém horizontu přerůstají do potenciálních rizik. Tato rizika jsou přirozeně spojena sítí slabších či silnějších vzájemných souvislostí.

Ve vyspělých ekonomikách vyvstává jako největší slabina extrémně uvolněné měnové politiky odklad akutní potřeby restrukturalizace. Čas, který centrální banky poskytly vládám na restrukturalizační opatření a konsolidaci veřejných financí, nebyl příliš produktivně využit. V globální ekonomice byl naakumulován inflační potenciál, na jehož aktivaci či neutralizaci budou mít další kroky centrálních bank zásadní vliv. Akteři hospodářské politiky budou patrně muset akceptovat fakt, že slabý hospodářský výkon posledních let neměl povahu pouze cyklickou, ale výrazně strukturální, což roli měnové politiky limituje.

Velmi aktuálním problémem blízké budoucnosti je, jak budou centrální banky postupovat v návratu k normálu – tedy jak připraví a načasují tzv. „exit strategy“. Část opatření, která centrální banky zavedly, je „návyková“ a do určité míry nahrazuje normální fungování finančních trhů i standardního transmisního mechanismu měnové politiky. Řada aktivit centrálních bank vyspělých zemí rovněž měla přeshraniční až

globální dopady. Stejně tak jako nastaly tyto dopady ve fázi přijímání opatření, bude i jejich ukončování ovlivňovat mezinárodní finanční a ekonomické prostředí. Jednou z klíčových otázek proto bude, zda a jak se největším centrálním bankám podaří omezit případné negativní přenosy a zda budou schopny své kroky volit, časovat a dávkovat v rámci mezinárodní spolupráce. Samostatným problémem pro měnově-politickou teorii je to, zda současná měnová unie v Evropě přetrvá a pokud ano, zda to bude možné bez unie fiskální.

Pro ekonomickou teorii bude současná etapa novým milníkem a novou živnou půdou nejen pro rozvoj teorie měnové politiky, ale i pro samotné základy současného mainstreamu. Přetrvá konsensus nové keynesovské ekonomie, která tvoří teoretický základ měnově-politického režimu cílování inflace? Přežije cílování inflace, které dnes v určité podobě používá většina centrálních bank vyspělého světa, a které dle současného konsensu napomohlo stabilizovat inflaci ve dvou předkrizových dekadách? Nepřikloní se mainstream naopak k tomu, že cílování inflace má hladce průjezdný pouze dezinflační jízdní směr, zatímco směr opačný je průjezdný jen obtížně? Bude dále pokračovat „matematizace“ ekonomie? Najdou v ekonomii uplatnění aktuální poznatky neurovědy, které by dokázaly osvětlit motivy jednání různých ekonomických agentů v různých situacích? Pro autorku této stati zůstávají tyto otázky, jejichž výčet by se dal výrazně rozšířit, otevřené s tím, že představují výzvu pro další ekonomický výzkum.

Literatura

- BAUER, M. D.; RUDENBUSCH, G. D. 2011. The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases. Working Paper Series 2011-21, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- BAUMEISTER, CH; BENATI, L. 2010. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank Working Paper Series. October 2010, No. 1258.
- BECH, M. L.; GAMBACORTA, L.; KHARROUBI, E. 2012. Monetary Policy in a Downturn: Are Financial Crises Special? BIS Working Paper. September 2012, No. 388.
- BERNANKE, B. 1999. *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?* Princeton University. December 1999.
- BINI-SMAGHI, J. 2009. Conventional and Unconventional Monetary Policy. Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies. Geneva. 28 April 2009.
- BIS. 2012. 82nd Annual Report. Basel, July 2012.
- BIS. 2013. 83rd Annual Report. Basel, July 2013.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. V. 2010. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note. Washington, 12 February 2012.
- BORIO, C.; DISYATAT, P. 2009. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. BIS Working Papers. November 2009. No 292.
- BORIO, C.; DISYALAT, P. 2011. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link? BIS Working Paper, May 2011, No. 346.
- CARUANA, J. 2012. International Monetary Policy Interactions: Challenges and Prospects. Paper for the CEMLA-SEACEN conference, Punta del Este, November 2012.
- CECIONI, M.; FERRERO, G.; SECCHI, A. 2011. Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice. *Questioni di Economia e Finanza*. September 2011, No. 102.

- CHRISTENSEN, J. H. E.; RUDENBUSCH, G. E. 2012. The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing. *The Economic Journal*, 2012, 122(564), pp 385–414.
- COEURRE, B. 2013. Outright Monetary Transactions, One Year On. Speech at The ECB and its OMT programme conference, Berlin, September 2013.
- CÚRDIA, V.; WOODFORD, M. 2009. Credit frictions and optimal monetary policy. BIS Working Papers. March 2009, No. 278.
- DARRACQ-PARIES, M.; DE SANTIS, R. 2013. A Non-standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-year LTROs and the Shift in Credit Supply. ECB Working Paper Series. January 2013, No. 1508.
- DE GRAUWE, P. 2011. The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? CESinfo Working Papers, September 2011, No. 3569.
- EGGERTSSON, G.; WOODFORD, M. 2003. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity, IMF, 2003, pp. 139–235.
- EGGERTSSON, G. B.; WOODFORD, M. 2004. Policy Options in a Liquidity Trap. *The American Economic Review*, 2004. Vol. 94, No. 2, pp. 76–79.
- FAHR, S.; MOTTO, R.; ROSTAGNE, M.; SMETS, F.; TRISTIANI, O. 2010. Lessons for Monetary Policy: Strategies from the Recent Past. Paper for the Sixth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 18. – 19. November 2010.
- FARHI, E.; TIROLE, J. 2012. Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts. *American Economic Review*. February 2012. Vol. 102, No.1, pp. 60–93.
- FAWLEY, B. W.; NEELY, CH. J., 2013. Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February 2013 Vol. 95, No. 1, pp. 51–88.
- FISHER, R. W. 2012. *The Limits of the Powers of the Central Banks*. St Andrews University, June 2012.
- FRIEDMAN, M. 1968. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*. March 1968, No. 1.
- GAGNON, J.; RASKIN, M.; REMACHE, J.; SACK, B. 2010. Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they Work? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 441.
- GALATI, G.; HEEMEIJER, P.; MOESSNER, R. 2011. How do Inflation Expectations Form: New Insights from a High Frequency Survey. BIS Working Paper. July 2011. No. 349.
- GAMBACORTA, L.; HOFMANN, B.; PEERSMAN, G. 2012. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis. BIS Working Papers. August 2012, No. 384.
- GAMBACORTA, L.; MARQUES- IBANEZ, D. 2011. The bank lending channel: Lessons from the crisis. BIS Working Papers. May 2011, No. 345.
- GERLACH, S. et al. 2010. Are the golden years of central banking over? Paper for the 38th Economics Conference of the Austrian National Bank on „Central Banking after the Crisis: Responsibilities, Strategies, Instruments“. Vienna, 2010.
- GOODHART, C. 2010. *The Changing Role of Central Banks*. Financial Markets Group. London: School of Economics. 2010. pp. 1–35.
- GOODHART, CH. A. E.; ASHWORTH, J. P. 2012. QE: a successful start may be running into diminishing returns. *Oxford Review of Economic Policy*. 2012, Vol. 28, No. 4.
- HAMILTON, J. D; WU, J. C. 2011: The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment. NBER Working Paper16956, April 2011.
- HANCOCK, D.; PASSMORE, W. 2011. Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates? Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, No 1, January 2011.
- IMF. 2010. Central Banking Lessons from the Crisis. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, 2010.
- IMF. 2013a. Do Central Bank Policies since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? Global Financial Stability Report, Washington, DC, April 2013.

- IMF. 2013b. Unconventional Monetary Policy - Recent experience and prospects. April 2013.
- IMF. 2013c. Unconventional Monetary Policy - Recent experience and prospects - Background Paper. April 2013.
- IMF. 2013d. Global Impact and challenges of Unconventional Monetary Policies. IMF, September 2013.
- ISSING, O. 2012. Central banks – Paradise Lost. Centre for Financial Studies. WP 2012/06, Frankfurt, June 2012.
- JOYCE, M. A. S et al. 2011. The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the UK. *International Journal of Central Banking*, September 2011, pp. 113–161.
- JIMENEZ, G. et al. 2007. Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty –Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? Center Discussion Paper Series. No. 2007-75.
- KEYNES, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge University Press, Cambridge 1936.
- KRISNAMURTHY, A.; VISSING- JORGENSEN, A. 2011. The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates. *Brooking Papers on Economic Activity*. June 2011, No. 13(2).
- MINSKY, H. P. 1992. The Financial Instability Hypothesis. Levy Economics Institute Working Paper. May 1992, No. 74.
- OGANESYAN, G. 2013. The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England. Institute for International Political Economy Berlin Working Paper. 2013, No. 19.
- PEERSMAN, G. 2011. Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro area. European Central Bank Working Paper Series. November 2011. No. 1397.
- PEEK, J; ROSENGREEN, E. S. 2003. Perverse Incentives and Misallocation of Credit in Japan. NBER Working paper No. 9643.
- SHIRAKAWA, M. 2011. Deleveraging and Growth – Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road? Lesson at the London School of Economics and Political Science, London, January 2011.
- SWANSON, E. 2011. Let's Twist Again: A High- Frequency Event - Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series No. 8, February 2011.
- TAYLOR, J. B. 2013. Fed Policy Is Drag on the U.S. Economy. *The Wall Street Journal*. January 30, 2013.
- TAYLOR, J. B. 2010. Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm in Monetary Policy? CASE Network Studies & Analyses. 2010, No. 402, pp.1–22.
- TURNER, P. 2011. Is the Long-term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar? BIS Working Papers, December 2011, No. 367.
- WHITE, W. 2012. New Approaches to Macroeconomic Challenges. Presentation to the first meeting of the NAEC Group, Paris, October 2012.
- WHITE, W. 2013. The Short and Long Term Effects of Ultra-Easy Monetary Policy. Paper for Conference on „A Changing Role for Central Banks?“ Vienna, June 2013.
- WHITE, W. 2011. Why All Central Banks Are Not the Same. Paper for the First International Research Conference on Challenges to Central Banks in the context of the Financial Crisis. New Delhi, February 2011.
- YELLEN, J. 2011. The Federal Reserve's Asset Purchase Program, Speech at the Brimmer Policy Forum, Allied Social Science Associations Annual Meeting, Denver, Colorado, January 2011.
- ZAMRAZILOVÁ, E. 2011. Měnová politika: Staré lekce, nové výzvy. *Politická ekonomie*, 2011, Vol. 59, No. 1, pp. 3–21.

Příloha

	Období	Program	Opatření	Objem
Fed	Září 2008 – březen 2010	LSAP1 (QE1)	GSE	175 mld. USD
			MBS	1250 mld. USD
			vládní dluhopisy	300 mld. USD
	Listopad 2010 – březen 2011	LSAP 2 (QE 2)	vládní dluhopisy	600 mld. USD
	Září 2011– prosinec 2012	MEP (TWIST)	vládní dluhopisy	667 mld. USD
	Září 2012 – ?	LSAP 3 (QE 3)	MBS	limit 40 mld. USD/měsíc
	Prosinec 2012 – ?		vládní dluhopisy	45 mld. USD/měsíc
BoE	Leden 2009	APF	soukromá aktiva – korporátní dluhopisy	3,6 mld. GBP
	Březen – listopad 2009	APF	vládní dluhopisy	200 mld. GBP
	Říjen 2011	APF	vládní dluhopisy + kvalitní soukr. aktiva	75 mld. GBP
	Únor 2012	APF	vládní dluhopisy + kvalitní soukr. aktiva	50 mld. GBP
	Červenec – listopad 2012	APF	vládní dluhopisy + kvalitní soukr. aktiva	50 mld. GBP
ECB	Květen 2009 – červen 2010	CBPP 1	kryté dluhopisy	60 mld. EUR
	Květen 2010	SMP	vládní dluhopisy zemí eurozóny	297 mld. EUR
	Listopad 2011	CBPP 2	kryté dluhopisy	54 mld. EUR
	Srpen 2012	OMT	vládní dluhopisy zemí eurozóny	neaktivováno

Seznam zkratk:

LSAP – large scale asset purchase

GSE – government sponsored enterprises

MBS – mortgage based securities

QE – quantitative easing

MEP – maturity extension program

APF – asset purchase facility

CBPP – covered bond purchase program

SMP – securities market program

MONETARY POLICY: SHORT-TERM STABILIZATION VERSUS LONG-TERM RISKS

Eva Zamrazilová, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 110 00 Praha 1
(eva.zamrazilova@cnb.cz)

Abstract

Central banks of major advanced economies have already started their sixth year of the greatest ever experiment in monetary policy at place. First, special measures were taken to prevent collapse of financial intermediation. At the same time main policy rates were cut down to historical lows hitting the zero lower bound quite soon after the onset of the financial crisis. After that central banks realised various unconventional measures in order to support their weak economies. While exceptional instruments aimed at restoring financial markets seem to have been inevitable to avert a collapse of a much greater magnitude in the short run, some other measures have remained disputable.

Not only had these measures limited effectiveness in restoring stronger and sustainable economic growth, but concerns have also been raised recently about their unintended consequences. These side-effects concern not only domestic economies but international spillovers on many vulnerable less advanced and/or developing economies have been evident. Moreover, potential risks of the unprecedented measures may start to act fully in a longer horizon. Quantitative easing has led to enormous increases in balance sheets of the Fed, the BoE and ECB; however structural differences on the asset side have been evident. Main challenge for major central banks thus seems to be the right timing and structure of inevitable exit strategies in the near future so that a smooth exit with minimal side effects could be guaranteed.

Keywords

Monetary policy, central banking, quantitative easing, financial crises, inflation

JEL Classification

E44, E52, E58, G01