

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

9  
2009

## V tomto čísle

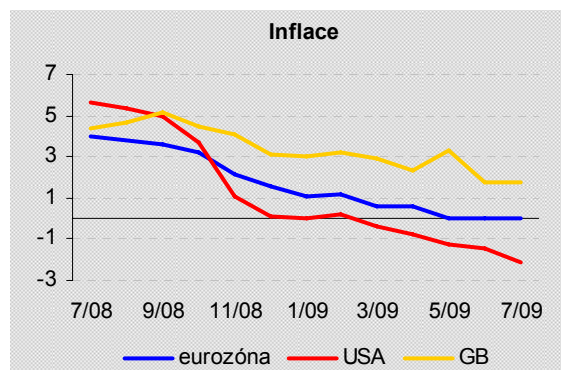
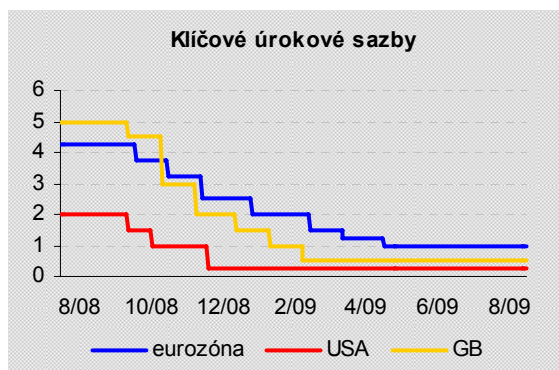
Uplynulé tři měsíce se opět nesly v duchu uvolňování měnové politiky, a to buď prostřednictvím snižování klíčových úrokových sazeb, nebo v případě klíčových centrálních bank v podobě pokračujícího využívání nástrojů nekonvenční měnové politiky. Centrální banky tím reagovaly na slabou ekonomickou aktivitu a nízkou, v mnoha zemích dokonce zápornou, inflaci. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme způsobům, jakými lze opustit používání nekonvenčních nástrojů měnové politiky, tedy tzv. exit strategii. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení A. Haldana o lekcích, které světové ekonomice udělila globální finanční krize.

## 1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<i>inflační cíl</i>	< 2 % <sup>1</sup>	n.a.	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	2. července (0,00) 6. srpna (0,00) 3. září (0,00)	23. – 24. června (0,00) 11. – 12. srpna (0,00)	8. – 9. července (0,00) 5. – 6. srpna (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,00 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<i>poslední inflace</i>	-0,2 % (srpen 2009) <sup>2</sup>	-2,1% (červenec 2009)	1,8 % (červenec 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	8. října 5. listopadu 3. prosince	22. – 23. září 3. – 4. listopadu	9. – 10. září 7. – 8. říjen 4. – 5. listopad
<i>další očekávané události</i>	3. prosince zveřejnění prognózy	9. září, 21. října, 2. prosince zveřejnění Beige Book	11. listopadu zveřejnění IR <sup>4</sup>
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> předběžný odhad; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ; <sup>4</sup> Inflation Report (Zpráva o inflaci)

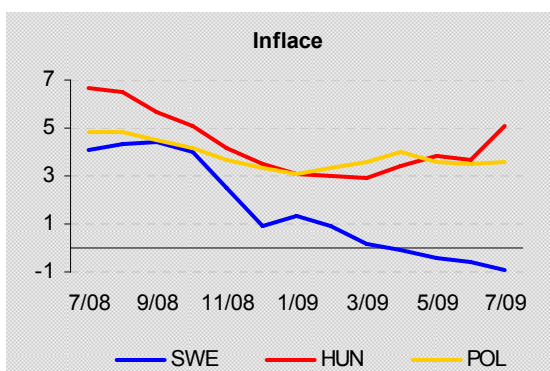
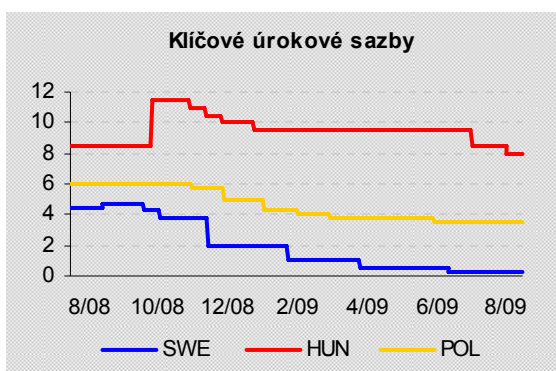


Fed, ECB a BoE vzhledem k velmi nízkým či téměř nulovým úrokovým sazbám nadále působily na své ekonomiky expanzivně prostřednictvím nekonvenčních nástrojů měnové politiky (viz Téma pod lupou v [minulém vydání Monitoringu centrálních bank](#)). ECB se potýká s nízkou domácí poptávkou a slabými domácími inflačními tlaky. V průběhu srpna však bylo zaznamenáno oživení zahraniční poptávky, objevily se mírné známky zlepšení ukazatelů sentimentu i důvěry a zastavil se propad průmyslové produkce. Fed i nadále pokračuje v provádění své nekonvenční měnové politiky ve snaze uvolňovat měnové podmínky, přičemž nákupy dluhových instrumentů budou pravděpodobně ukončeny v říjnu 2009. Ekonomická aktivita zastavila svůj pokles a podmínky na finančních trzích se dále zlepšily. Spotřeba domácností rovněž přestala klesat, avšak zůstává i nadále rozpačitá kvůli slabému trhu práce. BoE ponechala klíčovou sazbu beze změny a pokračovala v nákupu cenných papírů, zejména vládních dluhopisů. Na srpnovém zasedání zvýšila plánovaný objem nákupu dluhových cenných papírů o 50 mld. GBP na 175 mld. GBP (k 27.8.2009 realizovány nákupy v hodnotě 137 mld. GBP).

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<i>inflační cíl</i>	2 %	3,0 %	2,5 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	8. července (-0,25) 2. září (0,00)	22. června (0,00) 27. července (-1,00) 24. srpna (-0,50)	23. – 24. června (-0,25) 28. – 29. července (0,00) 25. – 26. srpna (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,25 %	8,00 %	3,50 %
<i>poslední inflace</i>	-0,9 % (červenec 2009)	5,1% (červenec 2009)	3,6 % (červenec 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	21. října	28. září 19. října 23. listopadu	29. – 30. září 27. – 28. října 24. – 25. listopadu
<i>další očekávané události</i>	22. října zveřejnění Monetary Policy Report	25. listopadu zveřejnění IR <sup>4</sup>	28. října zveřejnění IR <sup>4</sup>
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	↓

<sup>4</sup> Inflation Report (Zpráva o inflaci)



**Riksbank** v červenci rozhodla o snížení klíčové úrokové sazby o 0,25 p.b. na úroveň 0,25 % a upřesnila, že takto nízkou klíčovou sazbu hodlá ponechat až do podzimu roku 2010. Depozitní sazba prolomila nulovou hranici a byla stanovena na úrovni -0,25 %. Vzhledem k tomu, že klíčová úroková sazba dosáhla svého dna, ekonomický vývoj byl slabý a finanční trhy stále ještě nefungují zcela normálně, se Riksbank rozhodla provést doplňkové opatření k uvolnění měnové politiky. Riksbank poskytne bankám půjčky ve výši až 100 mld. SEK za fixní úrokovou sazbu se splatností 12 měsíců. Podle Riksbank by toto opatření mělo přispět ke snížení úrokové sazby z úvěrů pro firmy a domácnosti. Na zářijovém zasedání Riksbank zmínila vyšší dynamiku HDP za 2Q, než původně očekávala.

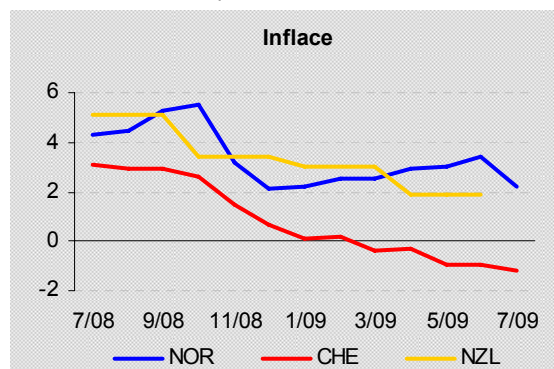
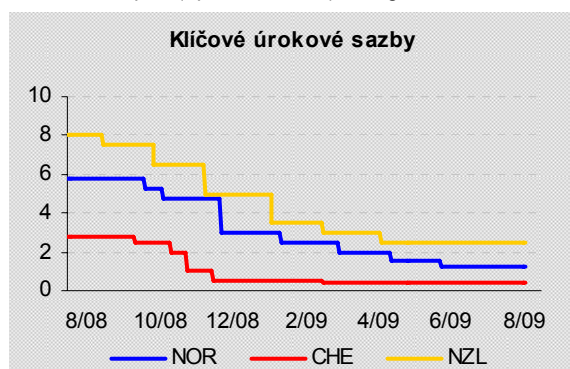
**MNB** se po odluce opět vrátila k uvolňování měnové politiky a snížila úrokové sazby ve dvou krocích o 1,00 p.b. a o 0,50 p.b. na 8 %. V Maďarsku vzrostla meziroční míra inflace z červnových 3,7 % na 5,1 % v červenci z titulu růstu nepřímých daní, a tento nárůst lze tudíž považovat za přechodný. K silné kontrakci maďarské ekonomiky vedl pokles domácí poptávky, zapříčiněný významným poklesem fixních investic i firemních zásob. Zotavení maďarské ekonomiky je očekáváno v roce 2010. Největším rizikem pro dlouhodobý výhled inflace je podle MNB růst inflačních očekávání v reakci na minulé inflační šoky.

**NBP** v červnu snížila své klíčové úrokové sazby o 0,25 p.b. na úroveň 3,50 % a na červencovém a srpnovém zasedání již ponechala sazby beze změny. I přes utlumenou ekonomickou aktivitu a pokles průmyslové výroby lze zaznamenat pozitivní signály z indikátorů ekonomického sentimentu. Růst HDP ve druhém čtvrtletí nejenže zůstal kladný, ale oproti prvnímu čtvrtletí dokonce zrychlil. Červencová inflace se ocitla mírně nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle, přičemž k růstu inflace přispěly zejména rostoucí ceny tabáku z titulu změny nepřímé daně a rostoucí ceny paliv. Podle Rady NBP pravděpodobnost toho, že se inflace ve střednědobém výhledu ocitne pod inflačním cílem, je vyšší, než že se bude pohybovat nad inflačním cílem.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>6</sup>
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	17. června (-0,25) 12. srpna 0,00)	18. června (0,00)	11. června (0,00) 30. července (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,25 %	0 – 0,75 % <sup>5</sup>	2,50 %
<i>poslední inflace</i>	2,2 % (červenec 2009)	- 1,2 % (červenec 2009)	1,9 % (2.Q 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	23. září 28. října	17. září	10. září 29. října
<i>další očekávané události</i>	28. října zveřejnění IR <sup>4</sup>	1. října zveřejnění Monetary policy report	10. září Monetary policy statement
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	↓

<sup>4</sup> Inflation Report (Zpráva o inflaci); <sup>5</sup> V grafu znázorněn střed pásma; <sup>6</sup> střed cílového pásma 1 – 3 %



**Norges bank (NB)** v červnu pokračovala v uvolňování měnové politiky a snížila svou klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 %. Stalo se tak v reakci na nižší výhled růstu mezd, na nízké využívání kapacit a možnost poklesu inflace pod cíl. Podle výhledu Norges bank a posouzení celkových rizik bylo v červnu vhodné snížit klíčovou sazbu. Srpnové zasedání pod vlivem příznivějších zpráv, zejména ohledně produkce a zaměstnanosti, již nepřineslo další uvolnění měnové politiky a guvernér Svein Gjedrem naznačil možné zvýšení klíčové sazby dříve, než bylo předpokládáno na červnovém zasedání.

**Švýcarská národní banka (SNB)** nezměnila rozpětí své klíčové úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF), ale i nadále pokračovala v expanzivní měnové politice prostřednictvím nekonvenčních nástrojů. SNB pokračuje v dodávání likvidity a v nákupu soukromých dluhopisů denominovaných v CHF s cílem snížit rizikovou prémii v tomto segmentu. Podle prognózy se výhled inflace na rok 2010 mírně zvýšil, když vzrostl z původních 0,1 % na 0,4 %.

**RBNZ** ponechala klíčové úrokové sazby nezměněny na úrovni 2,50 %. Výhled ekonomické aktivity zůstává slabý, její oživení by mělo být pomalé. Výhled inflace naznačuje dočasný pokles pod spodní okraj cílového pásma koncem roku 2009, následně počátkem roku 2010 by se již inflace měla navrátit ke svému cíli. Nižší než původně očekávané inflační tlaky poskytují ještě mírný prostor pro pokles klíčové sazby. Guvernér A. Bollard očekává klíčovou sazbu na současné úrovni do druhé poloviny roku 2010, avšak zároveň nevyloučil její mírné snížení v následujících kvartálech.

---

---

## 2. Zajímavé události

### Platnost likviditních programů Fedu byla prodloužena...

Přestože dochází k postupnému zlepšování podmínek na finančním trhu, v některých oblastech přetrvávají problémy. Pro zajištění dostupnosti úvěrů podnikům a domácnostem tak byla platnost některých programů prodloužena do začátku roku 2010. Do 1. února 2010 byly prodlouženy programy Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Primary Dealer Credit Facility (PDCF) a Term Securities Lending Facility (TSLF). Další změny vedle prodloužení platnosti swapových linek s jinými světovými centrálními bankami zahrnují postupné snižování velikosti TAF (*term auction facility*). V důsledku převisu nabízených fondů nad poptávkou byly velikosti aukcí TAF sníženy ze 150 mld. USD na 125 mld. USD v červenci a 100 mld. USD v srpnu.

### ...platnost programu TALF byla také prodloužena...

V důsledku přetrvávajících problémů na trzích aktiv krytých cennými papíry (*asset-backed securities*, ABS) a aktiv krytých komerčními hypotékami (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS) Fed a americké ministerstvo financí prodloužily platnost programu TALF pro půjčky proti nově vydaným ABS a existujícím CMBS do konce března 2010. Platnost pro TALF půjčky proti nově vydaným CMBS je prodloužena do konce června 2010. V současnosti není očekáváno rozšíření škály kolaterálu použitelného pro program TALF.

### ....a Fed začal vydávat měsíční zprávu o svých úvěrových a likviditních programech

V červnu vyšla první měsíční zpráva Fedu o úvěrových a likviditních programech Federal Reserve Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, která zveřejňuje údaje o půjčování a kolaterálu, zahrnující počty úvěrovaných subjektů a sumy úvěrů podle typu instituce, kolaterál podle typu a úvěrového ratingu a údaje o koncentraci vypůjčování. Zpráva také obsahuje informace o využití swapových linek podle země, či vývoj jednotlivých programů Fedu. Zprávy by měly být zveřejňovány přibližně dva týdny po konci měsíce.

### Ben S. Bernanke byl nominován na druhé období v čele Fedu

Americký prezident Barack Obama oznámil 25. srpna 2009 nominaci Bena S. Bernanke na hlavu Fedu. První čtyřleté období Bernankeho v čele Fedu skončí v lednu 2010. Nominaci ještě musí schválit senát.

### ECB, BoE a SNB prodlužují swapové linky s Fedem a budou pokračovat v dodávání dolarové likvidity

Platnost dočasných dvoustranných měnových opatření (swapových linek) mezi Fedem, ECB, Bank of England a Swiss National Bank, kterými si centrální banky vzájemně dávají k dispozici cizoměnovou likviditu, byla prodloužena do 1. února 2010. Zmíněné evropské centrální banky budou zároveň nejméně do konce září 2009 pokračovat v dodávání dolarové likvidity se splatností 7 a 84 dnů. Operace na poskytování dolarové likvidity se splatností 28 dní byly v důsledku zlepšujících se podmínek na finančním trhu a nízké poptávky ukončeny.

### ECB a SNB budou nadále poskytovat frankovou likviditu

ECB v dohodě se Swiss National Bank bude pokračovat v poskytování jednotýdenních swapových operací ve švýcarských francích alespoň do konce října 2009, aby podpořila další zlepšení na frankovém peněžním trhu.

### Bank of England zavedla Secured Commercial Paper Facility...

Na konci července zavedla Bank of England Secured Commercial Paper Facility (SCP) s cílem podpořit poskytování likvidity širokému okruhu podniků. V rámci SCP budou nakupovány cenné papíry zajištěné aktivy (např. obchodními pohledávkami), jejichž kvalita bude konzistentní s požadavky probíhajícího programu Asset Purchase Facility (APF). Facility bude fungovat od začátku srpna 2009 až do chvíle, kdy odezní mimořádné podmínky na trhu podnikových úvěrů, které narušují financování reálné ekonomické aktivity.

### ...a v srpnu BoE zvýšila velikost programu Asset Purchase Facility a změnila přístup k poskytování rezerv

Bank of England se v srpnu rozhodla zvýšit velikost programu Asset Purchase Facility (APF) o 50 mld. GBP na 175 mld. GBP. Zároveň byl rozšířen okruh britských vládních dluhopisů (*gilts*), které mohou být odkupovány. Ty teď zahrnují všechny obvyklé vládní dluhopisy s minimální zbytkovou splatností vyšší než tři roky. BoE současně zrušila operace na volném trhu pro týdenní poskytování likvidity a bude poskytovat rezervy pouze v dlouhodobých repo operacích na volném trhu.

### Norges Bank poskytla půjčku Mezinárodnímu měnovému fondu

Norges Bank dala Mezinárodnímu měnovému fondu k dispozici zápůjční facilitu ve výši 30 mld. NOK se platností pět let. Půjčka byla 15. června 2009 schválena norským parlamentem. Hlavním důvodem je zajistit, aby MMF měl dostatečnou kapacitu k financování půjček zemím s problémy v oblasti platební bilance.

### Riksbank prodloužila swapovou linku s Fedem a využila swapovou linku s ECB...

Riksbank si půjčila od ECB 3 mld. EUR, které čerpá v rámci swapové linky, jež byla sjednána již v roce 2007 do výše 10 mld EUR. Důvodem je posílení devizových rezerv ve snaze zajistit připravenost Riksbank ochránit finanční stabilitu včetně stability platebních systémů ve Švédsku.

### ...a dosáhla spodní hranice sazeb a zavedla nové půjčky bankám

Riksbank v červenci snížila repo sazbu na 0,25 %, mezní zápůjční sazbu na 0,75 % a depozitní sazbu na -0,25 %. Ačkoliv podle svého vyjádření dosáhla dolního limitu sazeb, situace na finančních trzích stále není normalizovaná. Proto bylo zavedeno dodatečné opatření v podobě půjček bankám v celkové hodnotě 100 mld. SEK za fixní sazbu a s dvanáctiměsíční splatností. Toto opatření by mělo přispět ke snížení klientských úrokových sazeb pro podniky a domácnosti.

### Swiss Reference Rates – nové referenční sazby pro švýcarské finanční trhy

Swiss National Bank a SIX Swiss Exchange Ltd zavedly nové referenční sazby pro švýcarské finanční trhy, Swiss Reference Rates. Tyto sazby budou založeny na uzavřených transakcích a obchodovatelných kotacích repo operací ve švýcarských francích na mezibankovním trhu. Budou počítány pro škálu splatností od jednodenních po šestiměsíční. Sazba Swiss Average Rate Overnight (SARON) nahradila dříve používanou sazbu repo overnight index a bude základem pro určení frankové výnosové křivky.

### 3. Téma pod lupou: Exit strategie z nekonvenční měnové politiky

*V minulém čísle Monitoringu centrálních bank jsme se věnovali nekonvenční měnové politice a jejím nástrojům v podání vybraných centrálních bank (ECB, Fed, BoE a SNB). Představili jsme nástroje, které jednotlivé banky aktuálně využívají k tomu, aby uvolnily měnové podmínky, tj. snížily výnosy u vybraných tříd finančních aktiv v podmínkách globální finanční a ekonomické krize. V tomto Tématu pod lupou se věnujeme úvahám a možnostem souvisejícím s ukončováním provádění nekonvenční měnové politiky, čili s její tzv. exit strategií.*

Provádění nekonvenční měnové politiky je spojeno se značnou mírou nejistot a rizik. Ta vyplývají z toho, že její zavedení znamená pro centrální banky dočasné opuštění zažitého a vyzkoušeného rámce standardní měnové politiky, u níž jsou alespoň v hrubých obrysech známy hlavní kanály transmisního mechanismu. Při zavádění konkrétních nekonvenčních nástrojů je při všech uvedených nejistotách přirozeně nutné stanovit načasování zahájení operací, jejich objem i konkrétní protistranu operace – tedy poměrně přesnou strategii „vstupu“ na daný trh či zavedení programu na podporu trhu.

Na tuto nezbytnou „vstupní“ strategii by však měla navazovat neméně důležitá strategie „výstupní“ tzv. *exit strategie*. Jedná se o stanovení způsobu opuštění konkrétního trhu či programu a odhad efektů s tím souvisejících. Převládá názor, že výstupní strategie by měla být v optimálním případě nastíněna dříve, než dojde k samotnému vstupu na konkrétní trh aktiv či zahájení programu. Centrální banky by si totiž měly být vědomy kroků, ke kterým budou muset přistoupit v době, kdy bude potřeba ukončit uvolňování měnové politiky a narůstající inflační tlaky budou naopak vyžadovat zpřísnování měnové politiky.

V diskusích centrálních bankéřů a dalších odborníků zaznívá, že klíčovými parametry při formulaci a provádění exit strategie jsou časování a rychlost stahování nekonvenčních nástrojů z instrumentaria centrální banky, a tím i z ekonomiky. Předčasné stažení opatření může podkopat rodící se ekonomické oživení. Naopak opožděné rozhodnutí v této věci může vést k ohrožení střednědobé rovnováhy ekonomiky a finančního sektoru. Fáze stahování opatření z ekonomiky by přitom měla respektovat nejen užší měnověpolitické cíle a výhled inflace, ale také potřebu udržet a posílit finanční stabilitu a obnovit efektivní fungování bankovního sektoru. Centrální banky by přitom přirozeně neměly používat ty formy nekonvenční měnové politiky, jejichž efekty by bylo obtížné eliminovat v období zpřísnování měnové politiky. Tam, kde došlo ke kombinaci nekonvenčních měnových nástrojů centrálních bank s fiskálními opatřeními vlády na podporu finančního sektoru, je zřejmě vhodné koordinovat formulaci a provádění exit strategie mezi oběma těmito hospodářskopolitickými autoritami. Potřebná může být rovněž koordinace exit strategií mezi jednotlivými centrálními bankami resp. státy. Na exit strategii lze přitom pohlížet specificky s ohledem na konkrétní použitý nekonvenční nástroj měnové politiky (viz body níže), přičemž pravděpodobně nejvíce problematický je bod 2 – exit strategie z nákupu dluhových cenných papírů.

#### 1. Exit strategie zápujčnických programů na podporu likvidity

Programy byly zavedeny za účelem uvolnění podmínek financování na určitých trzích finančních aktiv a zájem o ně souvisel s intenzitou napětí ve finančním sektoru. Tyto programy byly, zejména v podání Fedu<sup>1</sup>, formovány tak, že jejich opuštění je do jisté míry automatické – společně s nejlepšími se podmínkami na dotčených trzích. Většina programů Fedu totiž explicitně zahrnuje klauzuli o tom, že programy přestanou fungovat s vylepšením podmínek na trzích.<sup>2</sup> Rovněž se hovoří

<sup>1</sup> Programy zaměřené na Primární dealery – *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* a *Term Securities Lending Facility (TSLF)*; Programy zaměřené na konkrétní trhy a subjekty na nich působící – *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund, Liquidity Facility (AMLF)*, *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*, *Money Market Investors Funding Facility (MMIFF)*, *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*.

<sup>2</sup> Jejich zavedení bylo explicitně podmíněno přetrvávajícími podmínkami tzv. "*unusual and exigent circumstances*"

o tom, že by měly být tyto programy ukončeny v roce 2010. Poslední vývoj naznačil snižující se tendenci ve využívání těchto programů, zejména objemy krátkodobého úvěrování klesly více než o polovinu (z 1,5 bil. USD na konci roku 2008 na 600 mld. USD v červenci 2009). Jak se bude snižovat objem využívaných likviditních nástrojů, tak bude klesat i měnová báze, která je ovlivněna těmito programy.

BoE zavedla v dubnu 2008 tzv. [Special Liquidity Scheme](#), ve kterém umožnila institucím bankovního sektoru dočasně vyměnit málo likvidní aktiva za pokladniční poukázky Ministerstva financí Spojeného království. Možnost přihlásit se do tohoto schématu vypršela koncem ledna 2009 a subjekty v něm participující mají možnost držet „vypůjčená“ vysoce likvidní aktiva až tři roky. Exit strategií v tomto programu byl předem přibližně stanovený časový i objemový rámec.

**Exit strategie z refinančních programů ECB** teoreticky znamená upravení podmínek hlavního tendru na dodávání likvidity. Ten je poskytován za fixní sazbu (pro 12M tendr aktuálně za 1 %) a za podmínky uspokojení všech nabídek protistran (tzv. *full allotment*). Odhadujeme, že exit strategií v tomto případě bude pravděpodobné navrácení podmínek do původního stavu. Tender bude tedy zřejmě opět poskytován za proměnlivou úrokovou sazbu vycházející z aukce, bude stanoven konkrétní objem prostředků, který bude pro daný tender vypsán, a splatnost se patrně omezí na maximálně 3 měsíce. Zřejmě také dojde k opětovnému zpřísnění podmínek ohledně přijímaného kolaterálu. Oficiálně se ovšem ECB o navrácení podmínek do původního stavu zatím blíže nevyjádřila.

## 2. Exit strategie nákupů dluhových cenných papírů

Nákupem dluhových cenných papírů (např. státních a soukromých dluhopisů) centrální banka rozšiřuje své portfolio cenných papírů. Exit strategii z této formy nekonvenční měnové politiky lze pak chápat dvojím způsobem. Jednak v užším pojetí jako samotné ukončení nákupů dluhopisů, a jednak šířeji jako aktivity vedoucí k eliminaci efektů vyvolaných předchozími nákupy dluhopisů. I v případě těchto aktivit existují v zásadě dvě možnosti postupu centrální banky:

- (a) uvedené dluhopisy lze **držet do splatnosti** a inkasovat v průběhu jejich držby kupónové platby a na konci splatnosti pak jistinu, čímž nebude docházet k žádným dodatečným impulsům s vlivem na ceny a výnosy dluhopisů ani k výkyvům či vážnějším distorzím na trhu dluhopisů. Zároveň lze při držbě těchto dluhopisů do splatnosti sterilizovat likviditu emitovanou předchozími nákupy, např. ve formě reverzních repo operací.
- (b) lze **dluhopisy prodat**, a to v situaci, kdy již bude zřejmé, že došlo k oživení ekonomické aktivity a klíčové úrokové sazby se již odrazily od svého dna. Prodeje budou tlačit na pokles cen dluhopisů a nárůst jejich výnosů. Je proto zřejmé, že k prodejm dluhopisů pravděpodobně nebude docházet hromadně v jeden moment, ale prodej bude rozfázován podle strategie centrální banky odrážející její pohled na vývoj ekonomiky a inflace a vycházející z její znalosti daného dluhopisového trhu. Při postupném prodeji by také nemělo docházet k narušení stability trhů a k jejich přílišné volatilitě.

Konkrétní postupy jednotlivých centrálních bank se budou pravděpodobně lišit vzhledem k objemům nakoupených dluhopisů, charakteristikám jednotlivých trhů i zvolené strategii.

## 3. Exit strategie ze závazku držet nominální úrokové sazby nízko

Švédská centrální banka – Riksbank – komunikovala závazek držet klíčovou úrokovou sazbu (repo sazbu) po určitou dobu na velmi nízké úrovni. Při posledním snížení repo sazby na 0,25 % [2. července 2009 upřesnila](#) svou komunikaci a prohlásila ochotu držet repo sazbu na úrovni 0,25 % do podzimu 2010<sup>3</sup>.

Domníváme se, že exit strategii z veřejně deklarovaného závazku lze uskutečnit buď vypršením

<sup>3</sup> Výsledkem [předchozího měnověpolitického zasedání](#) bylo oznámení ochoty držet repo sazbu na nízké úrovni do začátku roku 2011.



časového horizontu deklarovaného závazku a/nebo dosažením nárůstu inflace či jejího výhledu. Okamžité opuštění závazku by přicházelo v úvahu tehdy, pokud by hrozilo výrazné přestřelení inflačního cíle. Kredibilita a komunikace centrální banky jsou v tomto případě klíčovými parametry úspěšné exit strategie z této formy nekonvenční měnové politiky.

### **Kombinace kroků je nejvíce pravděpodobná a načasování je důležité**

Klíčovou otázkou je, zda nejprve stáhnout všechna nekonvenční opatření z ekonomiky a teprve poté zvyšovat úrokové sazby, nebo zda dělat tato opatření souběžně. Rozhodnutí o načasování a způsobu exit strategie přitom není triviální.

V této souvislosti [Quarterly Bulletin 2009](#) (str. 98) vydávaný BoE uvádí možnosti exit strategie a současného zpřísnění měnové politiky v době, kdy výhled inflace by měl již přesáhnout dvouprocentní inflační cíl. Pro zpřísnění měnové politiky lze použít (i) kombinaci nástrojů spočívající ve zvýšení klíčové úrokové sazby se současným prodejem nakoupených aktiv (státních dluhopisů), nebo (ii) BoE může vydávat své pokladniční poukázky, které by měly snížit objem likvidity, aniž by musela být prodána finanční aktiva v bilanci BoE. Rozhodnutí o způsobu zpřísnění měnové politiky bude záviset na Monetary Policy Committee Bank of England.

Také guvernér Fedu Ben Bernanke nastínil v rámci svého [slyšení v Kongresu](#) exit strategii americké centrální banky. FOMC plánuje použít následující nástroje (případně jejich kombinace) ke stažení své stimulační politiky, a to plynule a včas, až to bude vhodné: (i) zvýšit úročení volných rezerv komerčních bank držených u Fedu, (ii) stahovat dodatečnou likviditu ze systému prostřednictvím reverzních repo operací, (iii) nabídnout vkladová depozita (*term deposit*) bankám nebo vydávat Federal Reserve bills a (iv) prodávat dlouhodobé cenné papíry na volném trhu. Podle Bernankeho dovolí tato strategie Fedu zvýšit tržní úrokovou sazbu a omezit růst peněžních a úvěrových agregátů.

Závěrem k výše uvedeným úvahám a informacím připomeňme, že jedním z kýžených efektů nekonvenční měnové politiky je snížení reálné úrokové sazby. Toho lze při nulových nominálních úrokových sazbách dosáhnout zvýšením inflačních očekávání. Nárůst inflačních očekávání však nesmí překročit rozumnou úroveň, neboť jejich dlouhodobé ukotvení na nízkých hodnotách je podmínkou pro vyvážený ekonomický vývoj v budoucnosti a naplnění cílů centrálních bank v podobě cenové stability. Vhodně zvolená a komunikovaná exit strategie nekonvenčních měnových politik by měla zabránit přílišnému nárůstu inflačních očekávání a zároveň přispět k zachování důvěryhodnosti dlouhodobých cílů centrálních bank.

---

---

## 4. Vybraný projev: Malá ponaučení z velké krize

Andrew G. Haldane z Bank of England vyvodil několik [ponaučení ze současné krize](#) a prezentoval je na 45. výroční konferenci Federální rezervní banky v Chicagu dne 8. května 2009.

Současná krize vyvolala v oblasti makro-obežretnostní politiky řadu otázek, na něž se budou formovat odpovědi během příštích desetiletí. Již dnes se ale rýsuje pár ponaučení. Ve svém projevu diskutuje Haldane sedm postřehů, jejichž jednotlivým prvkem je nedostatečná informovanost.

### **Ponaučení první: Bankovníctví není slepice snášející zlatá vejce**

Haldane uvádí následující příklad. Představte si, že byste v roce 1900 investovali 100 liber do nákupu akcií britského finančního sektoru a 100 liber do „krátké pozice“ v jiných britských akciích. Prakticky se jedná o sázku na to, že britský finanční sektor bude ziskovější než zbytek trhu. Jak by se hodnota vaší investice vyvíjela během následujících 110 let?

Prvních 85 let by byla tato strategie velmi stabilní, do roku 1985 by váš zisk činil 500 liber, což odpovídá ročnímu průměrnému výnosu 2 %. Během dalších dvaceti let (1986 – 2006) se však situace závratně mění – do konce roku 2006 by tato původně stabilní strategie přinesla 10.000 liber, tj. v průměru 16 % ročně. Jak komentuje Haldane, bankovníctví se stalo slípkou snášející zlatá vejce<sup>4</sup>.

Poslední dva roky smazaly většinu těchto zisků. Celkový propad cen akcií britských bank činil v březnu 80 %. Koncem roku 2008 by byl konečný zisk z vaší bankovní investice 2.200 liber, s 3% ročním výnosem (průměr za období 1900 – 2008).

Co z toho tedy vyplývá? Jednu chvíli se mohlo zdát, že banky objevily recept na výrobu peněz, že začaly „snášet zlatá vejce“. Toto zdání však bylo definitivně pohřbeno v událostech posledních měsíců. Jak uzavírá první ponaučení Haldane – abychom do budoucna předešli podobné situaci, měli bychom usilovat o finanční systém, který by podléhal lepšímu tržnímu i regulačnímu dohledu.

### **Ponaučení druhé: Pokud ovšem tato slepice nevyužívá finanční páku**

Tuto část projevu zahajuje Haldane rozkladem ukazatele výnosnosti vlastního kapitálu (ROE), jakožto součinu výnosnosti aktiv (ROA) a finanční páky (leverage). První výraz vyjadřuje míru schopnosti vedení firmy vytvářet zisk ze svých aktiv, druhý výraz měří úspěšnost využívání pákového efektu.

Hlavním faktorem vývoje ukazatele ROE v britských bankách byla právě finanční páka, která je „zodpovědná“ jak za 24% nárůst v roce 2007, tak i za následný pád v roce 2008. Globální banky se zřejmě zaměřily právě na ukazatel ROE, vzhledem ke konkurenci si nemohly dovolit mít menší výnosnost kapitálu než banky ostatní. Aby dosáhly požadovaných hodnot, využívaly hojně finanční páku. Finanční páka se tak zvyšovala ve finančním systému jako celku.

Jaké závěry z toho Haldane vyvozuje? Za prvé, při hodnocení bank a jejich řízení je potřeba se více soustředit na výnosnost aktiv spíše než na výnosnost vlastního kapitálu. Za druhé, je potřeba zajistit mnohem přísnější a systémovější omezení finanční páky.

### **Ponaučení třetí: Na velikosti záleží**

Pravidlo „80/20“ má svůj původ ve vědách zkoumajících infekční choroby: u mnoha nemocí platí, že 80 % všech onemocnění se koncentruje do 20 % populace. Současná finanční epidemie toto pravidlo do značné míry potvrzuje. Úpadek skupiny velkých a propojených institucí (Fannie a Freddie, Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG) přispěl neproporcionálně k rozšíření finanční paniky.

---

<sup>4</sup> V originále se jedná o „golden goose“, tedy o zlatou husu.

Epidemiologie nabízí řešení – důležité je cílovat vakcinaci právě těmito „širitelům“ nákazy. Finanční regulace však v minulosti na toto nebrala příliš zřetel, větší a propojenější finanční instituce měly často menší kapitálové rezervy. Nabízí se dvě možná vysvětlení: pravidla Basel II přiznala větším firmám výhody z diversifikace, kromě toho trh očekával, že u větších firem je větší pravděpodobnost vládní podpory. Třetí Haldaneho ponaučení tedy zní: zlepšit regulaci klíčových institucí.

#### **Ponaučení čtvrté: Banky nemůžou „projít“ zátěžovým testem**

V posledních několika měsících se do pozornosti médií dostaly tzv. zátěžové testy. Vstupy a výstupy zátěžových testů jsou statistické (čili objektivizované), závěry z nich vyvozené jsou ovšem nutně subjektivní. Zátěžové testy jsou pravděpodobnostní úsudky, které závisí na různých okolnostech. Klíčová jsou přitom dvě rozhodnutí: jaké scénáře by měly být testovány; a jaká by měla být stanovena hranice „úspěšného zdolání“ testu. Oba tyto úkoly jsou nesmírně obtížné. Výsledky zátěžových testů přitom musí být interpretovány se zdravým nadhledem.

#### **Ponaučení páté: Potrubí bez závady**

Vzhledem k nesčetnému množství různých selhání, která doprovází současnou krizi, by bylo snadné přehlédnout oblasti bez nedostatků. Jedním z úspěchů jsou dobře fungující platební a vypořádací systémy neboli – jak je nazývá Haldane – potrubí finančního systému.

Tyto systémy doznaly během posledních let mnoha inovací, které umožnily podstatně snížit riziko selhání protistrany. Podpořily tak dynamiku finanční aktivity, umožňovaly obchodování s rizikem a jeho relokaci. Dle Haldaneho doporučení by se měly centrální banky zaměřit na systematický dohled a úpravu platebních a vypořádacích systémů.

#### **Ponaučení šesté: Ale kus potrubí chyběl**

Infrastruktura finančních trhů přesahuje platební a vypořádací systémy, např. do oblasti obchodních a clearingových systémů. A v této oblasti krize poukázala na možnosti zlepšení.

Mnohé finanční trhy se v posledních měsících zadřely – trh podnikových dluhopisů, trh s finančními deriváty, peněžní trh. Jedná se o tzv. OTC trhy (Over-The-Counter) a tyto obvykle nevyužívají clearing přes tzv. centrální protistranu. Ve Spojených státech bylo nedávno navrženo zavedení centrálního zúčtování pro veškeré standardizované OTC instrumenty. Toto opatření si zaslouží mezinárodní podporu, jelikož přináší četné výhody. Centrální zúčtování vede ke standardizaci a zjednodušení smluvních podmínek finančních instrumentů. Tímto krokem by se navíc hustá síť vztahů mezi firmami zúžila na jednoduché dvoustranné vazby s centrální protistranou. Proto by Haldane uvítal reformu OTC trhů.

#### **Ponaučení sedmé: Zisky bank byly problémem – nyní však představují řešení**

Haldane pokládá za důležité, aby se ziskovost bank po strmém propadu opět zvedla, a to prudce a trvale; a jak dodává, je to v zájmu finančního systému i reálné ekonomiky.

V krátkodobém horizontu jsou bankovní úvěry nutnou podmínkou zotavení reálné ekonomiky. Z hlediska horizontu střednědobého musí banky splácet vysoký dluh vůči vládám a centrálním bankám. Budoucí zisky bank jsou klíčovým prostředkem k zajištění těchto splátek a k jejich návratu k normálnímu stavu. Ziskovost bank byla možná cestou k současné krizi. Ale také by mohla být cestou z ní ven.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 3. září 2009. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz)