

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

9
2009

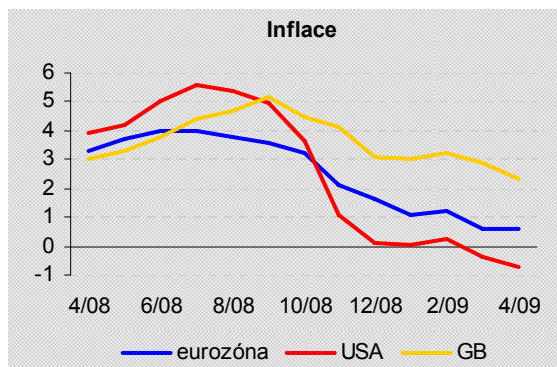
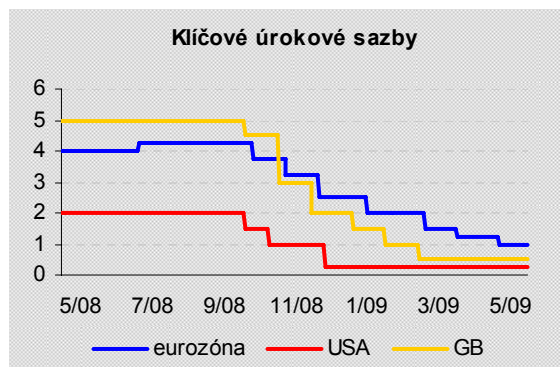
V tomto čísle

Uplynulé tři měsíce se nesly v duchu pokračujícího uvolňování měnové politiky, a to jak prostřednictvím snižování klíčových úrokových sazeb, tak i v podobě nástrojů nekonvenční měnové politiky – kvantitativního uvolňování. Centrální banky tím reagovaly na propad ekonomické aktivity a související pokles inflace. Od tohoto čísla Monitoringu přidáváme do úvodního přehledu posledního vývoje měnové politiky ve vybraných centrálních bankách Švýcarskou národní banku cílující inflaci v malé otevřené ekonomice. V „Tématu pod lupou“ se pak věnujeme nekonvenční měnové politice a praktickým příkladům jejího provádění. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení B. Bernankeho o dopadech současných mimořádných opatření do rozvahy Fedu.

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 % ¹	n.a.	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	2. dubna (-0,25) 7. května (-0,25) 4. června (0,00)	17. - 18. března (0,00) 28. - 29. dubna (0,00)	8. - 9. dubna (0,00) 6. - 7. května (0,00) 3. - 4. června (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,00 %	0 - 0,25 %	0,50 %
<i>poslední inflace</i>	0,00 % (květen 2009) ²	-0,7 % (duben 2009)	2,3 % (duben 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	2. července 6. srpna 3. září	23. - 24. června 11. - 12. srpna	8. - 9. července 5. - 6. srpna
<i>další očekávané události</i>	3. září zveřejnění prognózy	10. června a 29. července zveřejnění Beige Book	12. srpna zveřejnění IR ⁴
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	

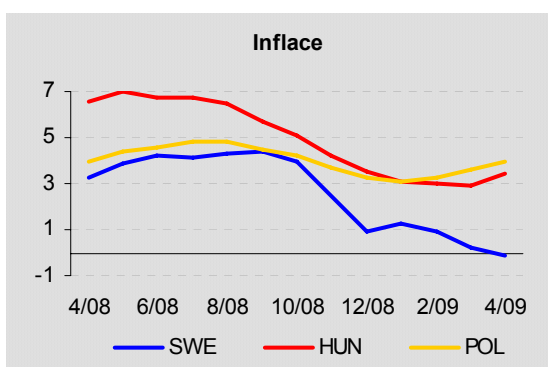
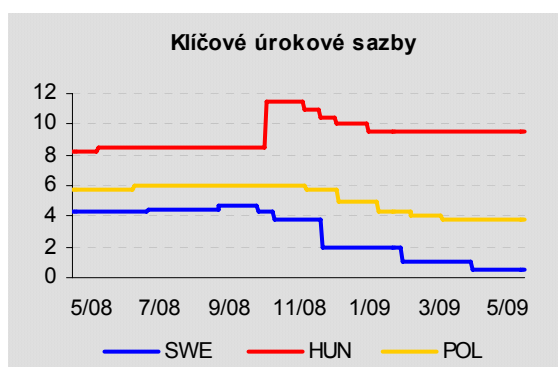


¹ definice cenové stability dle ECB ; ² předběžný odhad; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ; ⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

Odezvy finanční krize se naplno projevíly v reálné ekonomice a přinesly výrazný hospodářský útlum napříč světovou ekonomikou. **ECB** na negativní zprávy o slabé ekonomické aktivitě i slabých domácích a zahraničních inflačních tlacích reagovala v dubnu a v květnu dalším snížením své hlavní refinanční sazby, tentokrát pokaždé o 0,25 p.b. na 1,00 %. Květnové zasedání ECB přitom přineslo nesymetrické snížení klíčových sazeb, když uvedené snížení hlavní refinanční sazby bylo doprovázeno snížením sazby marginální zápujční facility (lombardní sazby) o 0,50 p.b. na 1,75 %, přičemž sazba depozitní facility zůstala beze změny, tedy na úrovni 0,25 %. Tím byl koridor sazeb kolem hlavní zápujční sazby zúžen na +/- 0,75 p.b. Jelikož klíčová úroková sazba **Fedu** se drží na samém dně, pokračoval Fed v provádění své nekonvenční měnové politiky ve snaze uvolňovat podmínky na úvěrovém trhu. Fed pokračoval v nakupování velkých objemů dluhů vládních agentur a cenných papírů krytých hypotékami. Navíc nakupoval vládní dluhopisy, ve snaze snížit jejich výnos. **BoE** ponechala klíčovou sazbu beze změny, vzhledem k velmi nízké hodnotě, avšak nakupovala vládní i firemní dluhopisy financované nově vydanou hotovostí (viz Téma pod lupou).

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>	20. dubna (-0,50)	23. března (0,00) 20. dubna (0,00) 25. května (0,00)	24. – 25. března (-0,25) 28. – 29. dubna (0,00) 26. – 27. května (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,50 %	9,50 %	3,75 %
<i>poslední inflace</i>	-0,1 % (duben 2009)	3,4 % (duben 2009)	4,0 % (duben 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	1. července 2. září	22. června 27. července 24. srpna	23. – 24. června 28. – 29. července 25. – 26. srpna
<i>další očekávané události</i>	2. července zveřejnění Monetary Policy Report	26. srpna zveřejnění IR ⁴	26. srpna zveřejnění IR ⁴
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→



⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

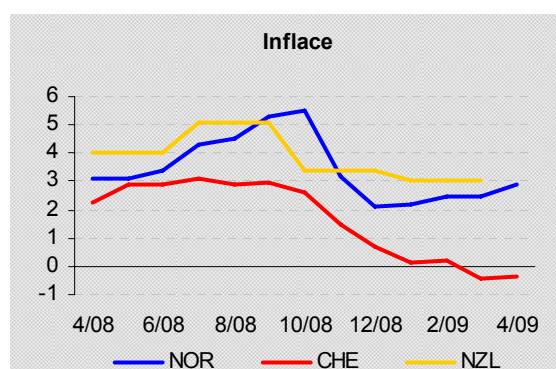
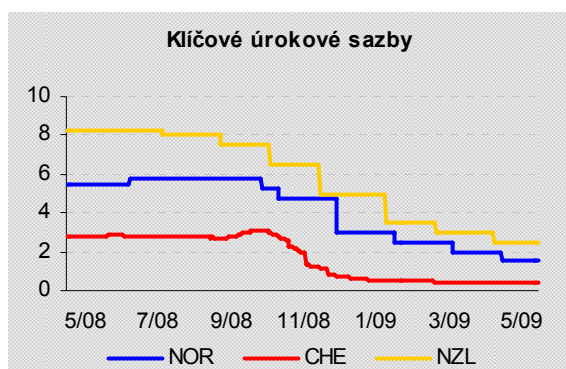
Výkonná rada **Riksbank** v dubnu rozhodla o snížení klíčové úrokové sazby o 0,50 p.b. na úroveň 0,50 % a vyhlásila, že takto nízkou klíčovou sazbu hodlá ponechat až do začátku roku 2011. Tímto snížením reagovala Riksbank na silnější než zatím očekávané zhoršení ekonomické aktivity zejména z titulu propadu exportu. Opodstatnění snížení své politické sazby Riksbank vidí ve zhoršené situaci v oblasti trhu práce (nárůsty nezaměstnanosti) a ve slabé spotřebě domácností.

MNB po sérii uvolňování měnové politiky v minulém čtvrtletí nepokračovala v nastoupeném trendu a ponechala klíčovou sazbu beze změny, na úrovni 9,50 %. V Maďarsku překvapila meziroční míra inflace, která vzrostla více, než bylo očekáváno. Stalo se tak zejména kvůli průsaku nedávno oslabeného forintu do spotřebitelských cen. Navíc růst spotřebitelských cen bude v létě ovlivněn plánovaným zvýšením sazby DPH. V maďarské ekonomice se projevila recese již naplno, když za 1Q je odhadován tamějším statistickým úřadem pokles HDP o 6,4 %.

NBP v březnu zakončila sérii nepřetržitého snižování své klíčové úrokové sazby jejím snížením o 0,25 p.b. na úroveň 3,75 % a na dubnovém a květnovém zasedání již ponechala sazby beze změny. Rozhodnutí o stabilitě sazeb v květnu bylo do jisté míry také ovlivněno nejistotou ohledně současného vývoje a vyčkáváním na vyznění červnové prognózy. Nicméně, podobně jako v Maďarsku byl pozorován dopad depreciace kurzu na inflaci. Úvěrové podmínky jsou i přes dostatek likvidity ve finančním systému přísné zejména z titulu nárůstu rizikové prémie.

Další vybrané země s režimem inflačního cílování

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2,5 %	< 2 %	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	25. března (-0,50) 6. května (-0,50)	12. března (-0,25)	12. března (-0,50) 30. dubna (-0,50)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,5 %	0 – 0,75 %	2,50 %
<i>poslední inflace</i>	2,9 % (duben 2009)	- 0,3 % (duben 2009)	3 % (1.Q 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	17. června 12. srpna	18. června	11. června
<i>další očekávané události</i>	17. června zveřejnění IR ⁴	2. července Monetary policy report	12. března Monetary policy statement
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↓	→	→



Norges bank (NB) pokračovala v uvolňování měnové politiky a v březnu i květnu snížila svou klíčovou sazbu, pokaždé o 0,50 p.b. na 1,50 %. Stalo se tak v reakci na hlubší než očekávané zpomalování domácí ekonomiky, možnost poklesu inflace pod inflační cíl a nepříznivý vliv globální recese. Podle Norges bank budou právě nízká inflace v zahraniční a nízké využívání kapacit dále tlačit na pokles inflace v budoucnu, což je dalším faktorem ospravedlňujícím pokles klíčových sazeb.

Švýcarskou národní banku (SNB), cílující inflaci v malé otevřené ekonomice, představujeme v Monitoringu centrálních bank poprvé. SNB byla v březnu, tedy na počátku sledovaného období, velmi aktivní z pohledu konvenční, ale zejména nekonvenční měnové politiky. Nejenže zúžila svůj obvyklý jednocentní koridor pro klíčovou sazbu LIBOR na depozita denominovaná v CHF na 0,75 p.b (0-0,75 %), ale také intervenovala přímo na devizovém trhu, když prodávala svou měnu přibližně v objemu 14 mld. CHF s cílem ji oslabit. Navíc oznámila nákup tzv. krytých dluhopisů ve snaze snížit rizikovou prémii na kapitálovém trhu.

RBNZ navázala na svá předchozí rozhodnutí a opětovně snížila klíčovou úrokovou sazbu dvakrát o 0,50 p.b. na úroveň 2,50 %. Stalo se tak z důvodu výrazně zhoršených vyhlídek domácí i zahraniční ekonomické aktivity. Měnová politika byla od července 2008 postupně uvolňována a v souhrnu byly sazby sníženy o 5,75 p.b. Snižování úrokových sazeb je podle RBNZ také reakcí na bezdůvodně zpřísněné měnové podmínky, a to jak v případě vysokých dlouhodobých úrokových sazeb, tak silnějšího měnového kurzu oproti očekávání. Guvernér A. Bollard očekává klíčovou sazbu na současné úrovni do druhé poloviny roku 2010 a nevyloučil ještě její mírné snížení v následujících kvartálech.

2. Zajímavé události

Fed, BoE, ECB, Bank of Japan a Swiss National Bank oznámily nové swapové dohody

Významné centrální banky - Bank of England, European Central Bank, Federal Reserve, Bank of Japan a Swiss National Bank oznámily 6. dubna 2009 uzavření nových swapových dohod, které umožňují výměnu cizoměnových finančních prostředků s Fedem. Na rozdíl od doposud uzavřených dohod jsou nové swapové linky vyjádřeny v jiných měnách, než je americký dolar, konkrétně se jedná o euro (v hodnotě do 80 mld. EUR), yen (do 10 bil. ¥), sterling (do 30 mld. GBP) a švýcarský frank (do 40 mld. CHF). Dohody jsou časově omezeny do 30. října 2009 a demonstrují ochotu k dalším společným krokům vybraných centrálních bank k obnově stability globálních finančních trhů.

ECB přijala soubor nekonvenčních opatření

Dne 7. května 2009 rozhodl *Governing Council* ECB o zavedení jednoletých operací na dodávání likvidity za podmínek fixní sazby a plného uspokojení požadavků protistran. Do konce roku 2009 by se mělo jednat o tři operace (červen, září a prosinec). Současně byla Evropská investiční banka (EIB) prohlášena za způsobilou (*eligible*) protistranu k obchodům s ECB, což znamená, že jí byl umožněn přístup k půjčkám od ECB. ECB rovněž oznámila záměr nakupovat kryté dluhopisy v objemu 60 mld. eur. Nákupy bude ECB provádět od způsobilých protistran na primárním i sekundárním trhu v období od července 2009 do června 2010.

Fed pokračuje ve svých programech v rámci nekonvenční měnové politiky

Fed nadále pokračuje ve svých programech odkupu problémových aktiv (viz přehled) a rovněž uvolňuje úvěrové podmínky, např. nároky na zástavu svých zápůjčních operací.

Bank of England využívá Asset Purchase Facility (APF) jako nástroj měnové politiky

V rámci tohoto programu byly v 1Q 2009 nakoupeny komerční papíry v úhrnu 1 966 mil. GBP z poloviny financované nově vydanými vládními cennými papíry (*T-bills*) a z druhé poloviny emisí nových rezervních peněz centrální bankou. Britské vládní dluhopisy (*Gilts*) byly nakoupeny v hodnotě 12 993 mil. GBP a byly všechny financované nově vytvořenými rezervami centrální banky BoE. Rovněž byly, prozatím v zanedbatelném množství, nakoupeny firemní dluhopisy (128 mil GBP) financované rovněž emisí nových rezervních peněz centrální bankou. BoE provádí nákupy jednou týdně s ohledem na potřeby britské ekonomiky a podle uvážení *Monetary Policy Committee*.

...a guvernér BoE M. King zaslal otevřený dopis ministru financí A. Darlingovi

Vzhledem ke skutečnosti, že míra inflace v uplynulých dvanácti měsících (do února 2009) dosáhla 3,2 %, což je výše než o 1 p.b. nad inflačním cílem, zaslal guvernér BoE ministru financí dopis tak, jak jej zavazuje legislativa. V dopise guvernér uvádí důvody, kvůli kterým byl překročen inflační cíl. Zmiňuje, že ačkoliv výrazně poklesly ceny komodit, a pomáhaly tak snížit inflaci z 5,2 % v září na 3,2% v únoru, vzhledem ke znehodnocené libře nedovolily dovozní ceny poklesnout inflaci blíže k inflačnímu cíli.

Riksbank nadále pomáhá financovat vybrané segmenty trhu

Riksbank navázala na předchozí sérii aukcí ze 4Q 2008 a 1Q 2009 aukcemi v průběhu 2Q 2009 s nabídkou úvěrů na 3 a 6 měsíců oproti zástavě komerčních papírů (*commercial papers*). Riksbank chce těmito aukcemi zlepšit nabídku úvěrů v podnikovém sektoru. Aktivita Riksbank se zaměřila i na další aukce kolateralizovaných úvěrů v SEK se splatností 3 a 6 měsíců s variabilní sazbou (ve výši platná repo sazba + 0,15 p.b.). Aukce nejsou omezeny jen na aukce ve švédských korunách, ale Riksbank napomáhá financování i v amerických dolarech půjčkami se splatností 3 a 6 měsíců.

...a posiluje objem FX rezerv

Výkonný výbor švédské Riksbank se rozhodl 27. května 2009 posílit úroveň jejich devizových rezerv vypůjčeným objemem v hodnotě 100 mld. SEK. Důvodem je připravenost půjčovat švédským bankám úvěry v cizí měně. Dalšími důvody jsou uzavřené závazky k mezinárodním institucím (IMF) a swapové linky s některými ekonomikami (např. Estonsko, Litva). Technické zajištění půjčky bude

provedeno prostřednictvím *Swedish National Debt Office* (www.riksdagen.se) a posílení objemu devizových rezerv je plánováno jako přechodné a úzce spjaté s finanční krizí.

NBP snížila míru povinných minimálních rezerv

Dne 27. května Rada NBP rozhodla o snížení míry povinných minimálních rezerv o 0,50 p.b. na 3 %. Rozhodnutí platí od 30. června 2009 a Rada jím zamýšlí uvolnit více finančních prostředků pro úvěrovou expanzi komerčních bank.

...a pokračuje ve využívání měnové dohody

Centrální banky Polska, eurozóny, Švýcarska a Maďarska se dohodly na pokračování měnové dohody platné od 15. října 2008 o realizaci měnového swapu EUR/CHF. Swap bude prováděn každý týden, aby podpořil likviditu polského mezibankovního trhu se švýcarským frankem. Konkrétně pro NBP to znamená, že bude se SNB vyměňovat eura za švýcarské franky a ty pak bude dále poskytovat proti polskému zlotému svým domácím protistranám. K uvedené měnové dohodě se 28. ledna 2009 připojila i [maďarská centrální banka](#). Využívat měnovou dohodu je možné do konce července 2009.

MNB upravila podmínky svých operací

Maďarská centrální banka ve snaze podporovat domácí úvěrové instituce změnila podmínky některých operací. Od 5. května 2009 je možné podat nabídky - „bidovat“ - až třikrát (původně pouze jednou) v tendrech šestiměsíčních zajištěných půjček. Navíc možnost vstupovat do tendru je prodloužena až do 30. června 2010 a bude prodloužena podle podmínek na mezibankovním trhu.

Změna ve vedení Švýcarské centrální banky od roku ledna 2010

Dne 8. dubna 2009 byl na schůzce *Swiss Federal Council* jmenován Philipp M. Hildebrand novým předsedou *Governing Board* švýcarské národní banky. Philips Hildebrand převezme řízení boardu začátkem roku 2010 a nahradí Jeana-Pierrea Rotha, který odchází do důchodu koncem tohoto roku. Philips Hildebrand v současné době zastává funkci místopředsedy *Governing Board*. Thomas Jordan se stane místopředsedou a Jean-Pierre Danthine se stane novým členem *Governing Board*.

3. Téma pod lupou: nekonvenční měnová politika v pojetí vybraných CB

Vybrané centrální banky (Fed, BoE, ECB i SNB) sáhly k nestandardním nástrojům měnové politiky ve snaze uvolnit měnové podmínky v podmínkách globální finanční a ekonomické krize a velmi nízkých měnověpolitických úrokových sazeb. V tomto tématu pod lupou se proto zaměřujeme na představení celé škály těchto opatření tak, jak je uvedené centrální banky využívají. Na téma pod lupou potom navazuje projev B. Bernankeho o dopadech prováděných opatření Fedu na jeho rozvalu.

1. Pozadí nekonvenční měnové politiky

Významné světové centrální banky v reakci na globální finanční krizi razantně snižovaly své měnověpolitické úrokové sazby. Některé z nich – např. v USA a ve Velké Británii – již vyčerpaly manévrovací prostor k dalšímu uvolnění měnové politiky pomocí snižování úrokových sazeb, neboť jejich klíčové sazby dosáhly hodnot blízkých nule. Snižování nominálních krátkodobých úrokových sazeb pod nulovou hranici není z praktického pohledu možné, jelikož by ekonomické subjekty preferovaly držbu oběživa s nulovým výnosem oproti držbě investičních instrumentů se záporným výnosem. Problémy pro tvůrce hospodářské politiky nastávají právě tehdy, pokud se úrokové sazby blíží nule, ekonomická výkonnost je slabá, především z titulu výrazného poklesu agregátní poptávky, a ekonomice hrozí deflační očekávání či deflace samotná. V takové situaci může být úroková měnová politika vystřídána nekonvenční měnovou politikou, např. tzv. kvantitativním uvolňováním. V [březnovém vydání Monitoringu](#) jsme se ve vybraném projevu věnovali úskalím a možnostem měnové politiky při velmi nízkých nominálních úrokových sazbách. Nyní navážeme a budeme se věnovat konkrétním příkladům opatření nekonvenční měnové politiky aplikovanými vybranými centrálními bankami v posledních několika měsících.

Centrální banka má možnost sáhnout k provádění nekonvenční měnové politiky v případě, pokud nástroje konvenční¹ měnové politiky jsou nedostatečně účinné k dosahování cíle centrální banky. Kdy se tak stane, není zcela jednoznačné stanovit, nicméně to mohou být obecně tyto dvě situace. Za **prvé** to může být tehdy, kdy transmisní mechanismus je narušený, např. z důvodu nefunkčnosti finančního zprostředkování, a nefunguje úrokový či úvěrový kanál, přičemž obecně nemusí být krátkodobé nominální sazby u svého dna. Za **druhé** taková situace může nastat, pokud krátkodobé nominální úrokové sazby se blíží k nule, v ekonomice stále přetrvávají deflační tlaky a ekonomika nevykazuje známky oživení své aktivity. Ekonomika se tedy nachází v situaci, kdy snižování úrokových sazeb nepůsobí dostatečně efektivně na určité segmenty finančních trhů, zejména úvěrový trh, a nebo centrální banka již nemá možnost využít úrokové politiky, pomocí níž by dále uvolnila měnové podmínky. V obou případech shodně nedochází ke kýženému stimulačním impulsu do reálné ekonomiky. V takových případech může přijít ke slovu právě nekonvenční měnová politika, kterou – na základě vyhodnocení situace v domácí ekonomice – začaly nedávno praktikovat některé centrální banky, např. Fed, BoE, ECB či Swiss National Bank.

Za nekonvenční měnovou politiku se v současné době považuje zejména tzv. kvantitativní uvolňování a jeho různé obdoby (např. úvěrové uvolňování). V rámci politiky kvantitativního uvolňování existují opatření, která prostřednictvím zvýšení množství peněz v ekonomice tlačí na snížení ceny peněz (úrokové míry), čímž se chce dosáhnout uvolnění finančních podmínek do takové míry, že dojde k oživení agregátní poptávky, dosažení obratu ekonomické aktivity a potažmo inflačního cíle. Nekonvenční politika se přitom v principu zaměřuje přímo na náklady a dostupnost externího financování bank, domácností a nefinančních společností. Jedná se tedy o ovlivňování dlouhodobé reálné úrokové sazby, které se může dít prostřednictvím (i) ovlivnění úrokových i inflačních očekávání, jako důležitých nepřímých determinant dlouhodobé reálné úrokové sazby; (ii) prostřednictvím vlivu na trhy finančních aktiv, a to s cílem snížit přímo dlouhodobou nominální úrokovou sazbu např. nákupem vládních dluhopisů, či snížit rizikové rozpětí ve výnosech napříč méně a více funkčními trhy aktiv.

¹ Nastavování měnověpolitické úrokové sazby a provádění operací na volném trhu.

2. Praktické příklady aplikace nekonvenční měnové politiky

Po stručné rekapitulaci společných rysů vývoje měnové politiky od počátku krize v této skupině centrálních bank je cílem této části nastínit možnou širší opatření použitelných v rámci nekonvenční měnové politiky poukázáním na konkrétní příklady.²

Globální finanční a ekonomická krize do svých současných rozměrů dorostla postupně, přičemž zpočátku se projevil problém především na globálních mezibankovních trzích a hovořilo se o krizi likvidity, zamrznutí úvěrových trhů či pouze o přechodné přiškrcení těchto trhů (*credit squeeze*). Z toho pramení i velmi obdobná reakce námi vybraných centrálních bank (Fed, ECB, BoE a SNB) v té době. Všechny uvedené centrální banky přibližně v srpnu až říjnu 2008 navýšily objem dodávacích repo operací (nebo jím podobných nástrojů) se splatností delší než 1 měsíc ve snaze zmírnit napětí na mezibankovních trzích a ulehčit finančním institucím přístup ke zdrojům likvidity. První vlna reakcí centrálních bank na potíže na mezibankovních trzích se tedy nesla ve velmi podobném duchu. Následně s tím, jak přicházely problémy se solventností³ finančních institucí, se reakce uvedených centrálních bank začaly lišit. Nicméně třetí vlnou je situace, kdy se tyto centrální banky ocitly s úrokovými sazbami velmi blízko nule, finanční systémy nebyly dosud stabilizovány a ekonomická situace se začala prudce zhoršovat. Tehdy přišla na řadu nekonvenční měnová politika, a to v podobě konkrétních, ovšem z hlediska jednotlivých zemí specifických opatření centrálních bank, která však sledují tentýž cíl – zamezit vzniku deflace a nastartovat ekonomickou aktivitu.

Federal reserve system (Fed)

První centrální bankou z našeho výčtu je Federální rezervní systém – Fed, který aktivně reagoval na měnící se situaci ve finančním systému tvorbou nových programů. Právě tím Fed velmi významně změnil nejen strukturu své rozvahy, ale rovněž i její objem, a to za účelem podpory úvěrových trhů a tím nepřímo reálné ekonomiky. Vzhledem k tomu, že rozvaha Fedu se v této souvislosti stala živě diskutovaným tématem, rozebíráme tuto specifickou oblast dále ještě podrobněji, když ve „*Vybraném projevu*“ přinášíme vystoupení B. Bernankeho věnované právě dopadům současných mimořádných opatření do rozvahy Fedu. V následujícím odstavci se tedy omezíme na vytyčení tří základních skupin opatření zejména z hlediska smyslu jejich provádění:⁴

(i) *poskytování krátkodobé likvidity „zdravým“ finančním institucím*. Jedná se o úvěry depozitním institucím se splatností do 3M, dále Fed umožňuje primárním dealerům si půjčit vládní dluhové cenné

² Neklademe si tudíž za cíl vyčerpávajícím způsobem srovnat centrální banky z hlediska prováděné měnové politiky a zevrubně rozebrat jejich opatření, protože jsme si vědomi, že každá z ekonomik je svým způsobem jedinečná a má rozličně fungující finanční systém.

³ [Monitoring centrálních bank z prosince 2008](#) popisuje detailně příběh finanční krize.

⁴ V závěrečné části Monitoringu („*Vybraném projevu*“) čtenář nalezne jejich bližší popis především z pohledu vlivu na rozvahu Fedu.

⁵ V objemu 300 mld. USD vládních dluhopisů se splatností od 2 do 10 let, 1,25 bn. USD cenných papírů krytých hypotékami a 200 mld. USD agenturních dluhopisů, celkem tedy 1,75 bn. USD.

⁶ A to jak u subjektů, které přímo vstupují do operací s BoE, tak i těch, které drží cenné papíry, jejichž cena se mění (roste) s tím, jak BoE vstupuje na trh a nakupuje je. Tím by měla měnit relativní poptávku po daných cenných papírech.

⁷ Zpočátku byl tento [program](#) na odkup aktiv financován vydáváním vládních cenných papírů, později (březen 2009) bylo rozhodnuto o „tvorbě nových peněz“ (*creating money*). Program je svým objemem plánován až do výše 150 mld. GBP, v současnosti se prozatím jedná přibližně o 50 mld. GBP na soukromá aktiva, 75 mld. GBP na Gilts.

⁸ Nárůst rozvahy SNB byl zaznamenán i před 12. březnem 2009, a to z titulu swapových linek, půjček sloužících ke stabilizaci finančního systému a vydávání SNB bills.

⁹ Jsou to dluhopisy, které jsou kryty převážně švýcarskými hypotékami a které jsou vydávány pod striktními pravidly. SNB byla poměrně skoupá na detaily ohledně nestandardních nástrojů, zejména pak odmítla zveřejnit plánované objemy nákupu dluhopisů a krytých dluhopisů.

¹⁰ Rozšíření *main refinancing operations* (MRO), dodatečné *long-term refinancing operations* (LTRO) a likvidita denominovaná v USD. Opatření zaměřená primárně na mezibankovní peněžní trh.

¹¹ A zúžení koridoru mezi depozitní a hlavní refinanční sazbou na 0,75 p.b., přičemž depozitní sazba byla ponechána beze změny na úrovni 0,25 %.

¹² Bylo naznačeno, že nákupy se mohou týkat i jiné třídy finančních aktiv. Trh s krytými dluhopisy (*Pfandbriefe*) je největší trh v dané skupině finančních aktiv v Evropě s objemem 1500 mld. eur a oproti trhu s firemními dluhopisy je dvojnásobný (700 mld. eur). Prostřednictvím tohoto trhu se refinancují některé německé soukromé banky a zemské banky.

¹³ Kryté dluhopisy na rozdíl od ABS nepřenašejí úvěrové riziko, to zůstává u původce cenného papíru (*originator*).

papíry proti méně likvidní zástavě, a tím jim umožňuje přístup k likviditě. Podle Fedu je zde velmi malé úvěrové riziko, jelikož úvěry jsou poskytovány oproti dostatečně „velké“ zástavě tj. jsou tzv. překolaterizované; **(ii) poskytování likvidity přímo dlužníkům a investorům na úvěrových trzích**. Jsou to veskrze opatření na podporu trhů s krátkodobými dluhovými cennými papíry soukromých subjektů a trhů s cennými papíry krytými aktivy; **(iii) nákup dlouhodobých cenných papírů**, jež se následně stanou součástí portfolia Fedu. Součástí jsou odkupy agenturních dluhových cenných papírů a odkupy vládních dluhopisů. V celkovém oznámeném objemu 1,75 bn. USD.

Společné pro všechny tři skupiny opatření je to, že mají za cíl uvolnit úvěrové podmínky na určitém konkrétním úvěrovém trhu a napomoci stlačit úrokové sazby na úvěrových trzích poté, co snížením sazeb na krátkém konci výnosové křivky na téměř nulovou hranici (politická sazba Fedu) byl již vyčerpán standardní arsenál nástrojů centrální banky. Stejně tak jsou všechny skupiny zacíleny na stranu aktiv rozvahy Fedu. Nákup dlouhodobých dluhových cenných papírů⁵ počínaje 18. březnem lze již považovat za zcela přímé přihlášení se k politice kvantitativního uvolňování, oproti do té doby komunikovanému úvěrovému uvolňování (tím lze charakterizovat spíše skupiny i a ii).

Bank of England

BoE se otevřeně přihlásila k provádění kvantitativního uvolňování v průběhu března až května 2009, když oznámila nákupy vládních dluhopisů (Gilts se splatností 5-25 let) na sekundárním trhu v hodnotě přibližně 75 mld. GBP financované tvorbou nových peněz. Pro kýženou efektivitu tohoto opatření jsou pro BoE protistranami nebankovní instituce (pojišťovny a penzijní fondy). BoE spoléhá na efekt přeskupení portfolií⁶ a doufá v to, že hotovost získanou z prodejů Gilts budou nebankovní subjekty alokovat do jiných forem investic (dlouhodobější povahy, s přímými či nepřímými vlivy na reálnou ekonomiku – např. do firemních dluhopisů, či akcií). Účinnost přeskupení portfolií je však značně nejistá a bude záležet na konkrétní strategii nebankovních subjektů a objemech nakupovaných cenných papírů. Kvantitativní uvolňování v pojetí BoE se nevztahuje pouze na nesterilizované nákupy vládních dluhopisů, ale i na nákupy dluhopisů soukromých subjektů, konkrétně na dluhové papíry a firemní dluhopisy, jež jsou součástí tzv. *Asset Purchase Facility*⁷. Tyto nesterilizované nákupy od nebankovních subjektů mají za cíl zvýšit zprostředkující cíl v podobě široké definice peněz tzv. měnového agregátu M4 pro Velkou Británii a tím nominální výdaje v ekonomice.

Swiss National Bank

Švýcarská centrální banka (SNB) rovněž průběžně uvolňovala svou měnovou politiku a jako první otevřeně hovořila o rizicích deflace. Zlomovým dnem v doposud prováděné měnové politice byl 12. březen 2009, kdy [oznámila záměr](#) využívat nestandardních nástroje – tedy přikročila k nekonvenční měnové politice. Do té doby intervenovala podél výnosové křivky prostřednictvím repo operací s delší splatností a na podporu těchto intervencí vydávala od října 2008 své „SNB-bills“⁸. Tři hlavní kroky, které byly provedeny v následné „agresivnější“ etapě byly tyto:

- podstatné zvýšení objemu repo operací za účelem dodávání likvidity do systému navržené jako reakce na neproporční růst měnových agregátů, tj. silný růst M1, M2 oproti pouze mírnému nárůstu M3 a téměř [zdvojnásobení měnové báze](#) z hlediska úrovně (od 11/2008);
- nakupování dluhopisů denominovaných ve švýcarských francích a vydaných soukromými subjekty, a to ve snaze snížit rizikovou prémii na kapitálovém trhu, která rostla od eskalace finanční krize – pádu Lehman Brothers. Nákupy zahrnují zejména tzv. kryté dluhopisy (*Pfandbriefe*⁹);
- přímá intervence na devizovém trhu ve formě prodejů CHF ve snaze zabránit dalšímu zhodnocování švýcarského franku proti EUR.

Evropská centrální banka

Stejně jako předchozí centrální banky reagovala i ECB na nepříznivý ekonomický a finanční vývoj sérií snížení své hlavní refinanční sazby a v kontrastu s BoE a Fedem nevytvářela v takovém rozsahu nová opatření v rámci nekonvenční měnové politiky. Od počátku ochabnutí trhů s úvěry (srpen 2007) implementovala ECB opatření zacílená na dodávání likvidity¹⁰ finančnímu sektoru (v případě eurozóny de facto bankovnímu sektoru) a na jeho stabilizaci. Dále již pak pouze upravovala nastavené nástroje ve smyslu rozšiřování akceptovatelné zástavy. Jak již bylo zmíněno, po

relativně dlouhou dobu krize byly hlavním nástrojem refinanční operace na šest měsíců (LTRO), za podmínek fixní sazby a plného uspokojení požadavků ze stran finančních institucí. Zasedání *Governing Councilu* 7. května přineslo kromě dalšího snížení klíčové sazby¹¹ rozhodnutí o těchto třech nových opatřeních:

- ECB plánuje nakoupit tzv. „kryté dluhopisy“¹² eurozóny denominované v eurech v hodnotě přibližně 60 mld. eur., na primárním i sekundárním trhu. Nákupy budou prováděny od července 2009 do června 2010. Vykročení ECB k nákupům právě těchto cenných papírů lze chápat jako „vynucené“ v tom smyslu, že nákup korporátního dluhopisu by znevýhodňoval malé a střední firmy, jelikož ty mají omezený přístup na kapitálový trh. Nakupování vládních dluhopisů není vzhledem k institucionálnímu uspořádání eurozóny tak přímočaře možné jako v USA vzhledem k zákazu měnového financování v EU i k restrikcím na jeho obcházení. Navíc kryté dluhopisy jsou aktiva s nízkým rizikem¹³ a silnou vazbou na dlouhodobé financování bank. Pro eurosystém je podstatné fungování bank a formy, jakými se financují. Z tohoto důvodu je pro snižování nákladů financování reálného sektoru nutné napomoci snižování nákladů financování bank, zejména střednědobých zdrojů, a proto pro delší splatnosti je designován právě nákup krytých dluhopisů;
- ECB dále rozšířila splatnost stávajícího úvěrového nástroje z 6 na 12 měsíců za fixní sazbu a při plném uspokojení požadavků a rozšířila vějíř akceptovatelné zástavy. Tento nástroj je navržen tak, aby pomohl snížit bankám náklady financování ve splatnostech kolem jednoho roku.
- Evropská investiční banka (EIB) se stala první (a zatím jedinou) platnou nekomerční protistranou ECB pro likviditní opatření. EIB se tedy může za výhodnějších podmínek refinancovat u ECB. EIB se tak otevírá prostor podporovat Evropské infrastrukturní projekty nebo poskytovat financování firmám. Tímto krokem se ECB snaží financovat reálnou ekonomiku, aniž by úvěrování procházelo přes komerční banky.

Zejména první dva nástroje jsou zaměřeny na kanál bankovního půjčování s cílem snížit omezení dlouhodobějšího financování bank. Krizové řízení v pojetí ECB a její mandát neumožňují zahrnout do jejího záchranného plánu také čištění rozvah finančních (bankovních) subjektů a rovněž ministři v EU jsou zdrženlivější v prosazování dalších fiskálních stimulů. Zatímco BoE a Fed nakupují soukromá finanční aktiva, postup ECB je odlišný v tom, že přibližně tuto škálu aktiv přijímá jako zástavu pro refinanční operace.

Přehled operací vybraných centrálních bank

	Nepřímé uvolňování – volnější podmínky z hlediska				Přímý nákup finančních aktiv			
	<i>Protistrany</i>	<i>zástavy</i>	<i>delší splatnost</i>	<i>FX swap</i>	vládní dluhopisy	kryté dluhopisy (Pfandbriefe)	ostatní soukromá aktiva	FX
Fed	ano	ano	ano	ano	ano		ano	
BoE	ano	ano	ano	ano	ano		ano	
ECB	ano ¹	ano	ano	ano		ano		
SNB			ano	ano		ano		ano

Zdroj: centrální banky Fed, BoE, ECB a SNB; **Pozn.:** ¹vnímáno ve vztahu k EIB,

V současné době je stále předčasné hodnotit úspěšnost provádění nekonvenční měnové politiky jednotlivých centrálních bank, jelikož kvantitativní uvolňování v podobě nákupů vládních dluhopisů je používáno teprve od března 2009 (Fed a BoE).

4. Vybraný projev: Ben Bernanke o rozvaze Fedu

Projev o účetní rozvaze americké centrální banky a o tom, jak se v ní odráží současná mimořádná opatření, přednesl [Ben S. Bernanke](#), předseda Rady guvernérů Federálního rezervního systému, na sympoziu o úvěrových trzích pořádaném Federální rezervní bankou v Severní Karolině 3. dubna 2009.

V úvodu svého projevu B. Bernanke konstatoval, že během posledního roku a půl byly finanční trhy a instituce pod extrémním tlakem. Snížením základní úrokové sazby Fedu na naprosté minimum se vyčerpaly tradiční možnosti měnové politiky. Byly proto vyvinuty nové nástroje, které ve svém důsledku mění velikost i strukturu rozvahy centrální banky. Fed zavedl a rozvíjí likviditní programy a nedávno zahájil rozsáhlý program odkupu aktiv. Následkem těchto opatření se rozvaha více než zdvojnásobila; z 870 mld. USD před krizí na současné 2 bil. USD.

Před samotným rozbořem rozvahy zmínil B. Bernanke základní principy současné politiky. Fed v boji s krizí úzce spolupracuje s Ministerstvem financí a dalšími institucemi, čímž ovšem není narušena nezávislost měnové politiky. Důraz je kladen na obezřetnost, Fed se vyhýbá úvěrovému riziku, rovněž se dbá na to, aby půjčky nebyly alokovány do úzce definovaných sektorů. Strategie úvěrového uvolňování je koncipována tak, aby bylo možné prostředky stáhnout v případě, že dojde k oživení ekonomiky.

Velkou část svého projevu věnoval B. Bernanke straně aktiv rozvahy Fedu. Ta byla po desetiletí tvořena téměř výhradně vládními dluhopisy. Od konce roku 2007 se však jejich podíl začal snižovat a naopak dramaticky narostl objem ostatních finančních aktiv. Krátkodobé *likviditní programy pro finanční instituce* dnes tvoří se svým objemem 860 mld. USD téměř 45 % celkových aktiv. Prostřednictvím *Term Auction Facility* (TAF) poskytuje Fed bankám fixní částky úvěru aukčním mechanismem, další podporu trhu zajišťují *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) a *Term Securities Lending Facility* (TSLF), a rovněž dva programy pro investiční fondy investující do krátkodobých dluhových instrumentů. Prostřednictvím měnových swapových linek s ostatními centrálními bankami je zajišťována dolarová likvidita na zahraničních trzích, v současnosti jde o 310 mld. USD.

Druhou skupinu programů, které jsou reflektovány v nárůstu aktiv Fedu, tvoří *přímé půjčky konečným dlužníkům a investorům*. Za účelem zlepšení fungování klíčových úvěrových trhů jsou poskytovány nefinančním společnostem *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) a investorům *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Jejich celkový objem je v současnosti 255 mld. USD.

Jako další významnou činnost odrážející se v rozvaze Fedu uvedl B. Bernanke *nákupy vysoce kvalitních aktiv*. Jejich celkový objem je nyní 780 mld. USD, z toho 490 mld. USD tvoří vládní dluhopisy. Objem těchto cenných papírů by měl razantně narůstat, když Fed plánuje během příštích šesti měsíců odkoupit cenné papíry agentur zajištěné hypotékami v hodnotě až 1,25 bil. USD, agenturní dluhopisy v hodnotě až 200 mld. USD a dlouhodobé vládní dluhopisy v hodnotě až 300 mld. USD. Fed také poskytl finanční pomoc specifickým institucím, jako příklad uvedl B. Bernanke záchranu společnosti AIG či převod Bear Stearns do rukou JPMorgan Chase & Co. Tyto aktivity tvoří zhruba 5 % rozvahy.

Na straně pasiv rozvahy jsou největší položkou emitované americké bankovky. Dle některých odhadů je více než polovina měny mimo USA. Dalšími klíčovými pasivy jsou vkladové účty vlády a depozitních institucí. Vedle běžného účtu vlády byl nedávno zřízen účet speciální, jakožto součást programu SFP (*Supplementary Financing Program*). V rámci tohoto programu vydává Ministerstvo financí krátkodobé dluhopisy, jejichž výnosy pak ukládá na tento speciální účet.

Na závěr svého projevu vyjádřil B. Bernanke přesvědčení, že se Fedu podaří zodpovědným používáním uvedených nástrojů stabilizovat finanční trhy a instituce a pomoci tak vytvořit základ pro zotavení ekonomiky. V dlouhodobějším horizontu pak bude Fed spolu s dalšími institucemi pracovat na strukturálních otázkách týkajících se dohledu a regulace, aby bylo minimalizováno riziko, že se podobná situace bude v budoucnu opakovat.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4.června 2009. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz