



Asociace
pro mezinárodní
otázky
Association
for International
Affairs

Briefing Paper

Nestandardní měnová politika Evropské centrální banky

—

Září 2012

Nestandardní měnová politika Evropské centrální banky

—

Oldřich Dědek

Září 2012



Profesionalita a prestiž centrálních bank se utváří nejen v normálních časech při plnění běžných úkolů měnové politiky, ale též, a možná i především, při zvládání mimořádných událostí mimořádnými prostředky. Stranou proto nelze nechat chování Evropské centrální banky (ECB) s jejími nekonvenčními, neortodoxními či podle terminologie samotné ECB nestandardními postupy, jež byly proti krizi nasazeny. Výjimečná doba krizových let způsobila, že měnová politika ECB se dostala mimo obvyklý terén, v němž působila, a čelně se střetla s problémy, pro které nebyla připravena vzorová řešení. Oproti jiným centrálním bankám byla krizová léta pro ECB dvojnásob obtížná, jelikož vedle finanční a hospodářské eurozónu sužovala též bezprecedentní krize dluhová.

Odůvodnění

Důvodů pro nasazení nestandardních politik je několik. Závažná překážka se dostavuje v okamžiku, kdy měnově-politické sazby centrální banky dosáhly nulových či téměř nulových hodnot. Takže již nemají dále kam sestupovat, což vyřazuje z provozu tradiční způsob uvolňování měnové politiky. Do tohoto bodu se ECB prakticky dostala v květnu 2009, kdy její sazba hlavních refinančních operací klesla na 1 % a sazba depozitní facility byla snížena na 0,25 %. Ještě závažnější komplikace pak spočívá při ochromené funkčnosti tradičních kanálů transmisního mechanismu. Pokud je během krize mezibankovní peněžní trh postižen vzájemnou nedůvěrou svých účastníků, kteří si přestávají mezi sebou vypůjčovat a zapůjčovat volné prostředky, signální role měnově-politické sazby přestává fungovat. V tomto bodě mrazu, jenž paralyzoval obchodování na mezibankovním peněžním trhu, se světová ekonomika, a s ní i eurozóna, naplno ocitla po pádu investiční banky Lehman Brothers v polovině září 2008.

Největší kontroverze však ECB vyvolala cílenými nákupy vládních dluhopisů. Avšak i pro tuto činnost shledala dostatečnou oporu ve svém mandátu pečovat o cenovou stabilitu.

- Cenový kanál (*price channel*) poukazuje na fakt, že výnosy mnohých podnikových obligací jsou odvozovány od výnosové křivky vládních dluhopisů.
- Rozvahovým kanálem (*balance sheet channel*) se rozumí situace, kdy padající ceny vládních obligací způsobují ztráty obchodním bankám, které se musejí rekapitalizovat, což omezuje jejich kapacitu poskytovat úvěry.
- Likviditním kanálem (*liquidity channel*) je označován jev, kdy vládní obligace ztrácejí vlastnost způsobilého kolaterálu v refinančních operacích s centrální bankou, načež ztížený přístup k likviditě působí opět negativně na úvěrovou aktivitu bank.



Programy

Ofenzíva ECB, vedená pomocí nestandardních nástrojů měnové politiky, byla zahájena při prvních příznacích zadržování mezibankovního obchodování, k němuž docházelo od letních měsíců r. 2007, kdy splaskla americká bublina se sekuritizovanými hypotékami. Nazvána byla programem posílené úvěrové podpory (*Enhanced Credit Support Programme*) a složena byla z většího počtu komponent, mezi nimiž lze jmenovat dodávání neomezené likvidity formou nabídkových řízení, prodloužení maximální splatnosti dlouhodobějších refinančních operací ze tří měsíců až na jeden rok, rozšíření seznamu způsobilých aktiv pro potřeby reverzních operací o četné nové tituly emitované soukromým sektorem a v neposlední řadě poskytování likvidity v zahraničních měnách, zejména amerických dolarech, v návaznosti na otevření swapových linek se zahraničními centrálními bankami. Uvedená opatření jsou vesměs považována za legitimní reakci centrální banky, která chce rozhýbat, případně dočasně i nahradit, umrtvené obchodování na mezibankovním peněžním trhu. Jejich neskrývaným účelem je zaplavit bankovní sektor likviditou, jež má vykrýt výpadek způsobený neochotou bank půjčovat si navzájem. Bez bezodkladného zahájení této terapie by nedostatek likvidity brzy vyústil do omezování úvěrů nebankovními subjekty. U mnohých bank by také potíže s likviditou mohly snadno přerůst do insolvence.

Předmětem rozporuplných reakcí se nestandardní měnová politika ECB stala až začátkem května 2010, kdy pod hlavičkou programu pro trhy s cennými papíry (*Securities Markets Programme, SMP*) přistoupila k přímým intervencím na vybraných trzích s vládními dluhopisy. V té době opět kulminovala nervozita na finančních trzích, která si nezačala s panikou pozorovanou na začátku finanční krize. Epicentrum nejistoty se nacházelo v rozpačitém dohadování o pomoci Řecku, které šířilo nákazu do Irsku a Portugalska, v menší míře také již do Španělska a Itálie. To vše přimělo ECB, aby zasála a cílenými nákupy podpořila hroutící se trhy vládních dluhopisů v ohrožených zemích eurozóny. ECB nakupovala dluhopisy výlučně na sekundárním trhu a tyto operace také plně sterilizovala, což znamená, že likviditu, kterou bankovnímu sektoru prostřednictvím programu SMP dodávala, pomocí jiných operací z bankovního sektoru zpátky odčerpávala. Předcházet tím chtěla výtkám, že svými intervencemi na dluhopisových trzích provozuje tisknutí peněz. I uvnitř samotné ECB nepanoval jednotný názor na správnost takového počínání, což v září 2011 potvrdila rezignace německého člena Výkonné rady Jürgena Starka.

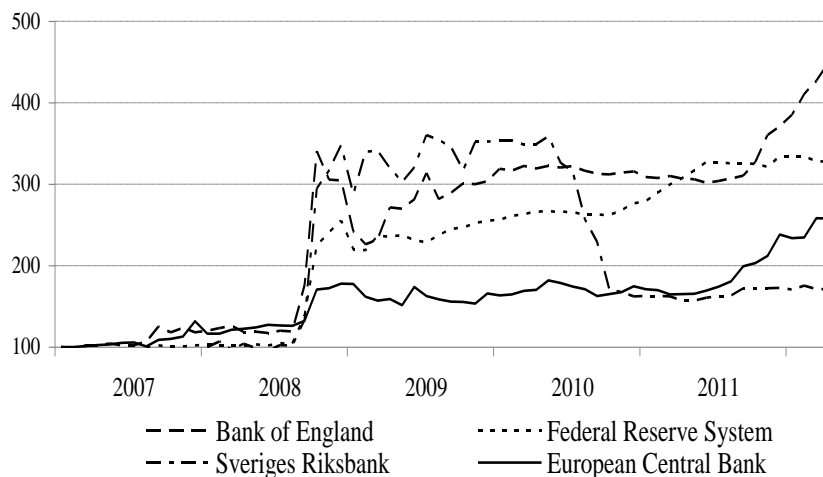
Intervenční zásahy ECB přinesly pouze dočasné zklidnění. Vnitřní napětí na španělských a italských dluhopisových trzích příliš neustupovalo, navzdory poměrně radikálnímu obratu tamních vlád v reformním úsilí. Tváří v tvář systémovému kolapsu ECB opět zasáhla formou tzv. dlouhodobějších refinančních operací, tzv. LTRO. Obchodním bankám byly touto formou nabídnuty úvěry se splatností tří let za aktuální sazbu hlavních refinančních operací, což v té době bylo 1 %. ECB



očekávala, že při dostatku levné dlouhodobé likvidity banky nepřikročí k zastavování úvěrové aktivity. A také že nemalou část těchto zdrojů použijí k zakoupení dluhopisů z ohrožených zemí eurozóny.

V září 2012 ECB schválila pod názvem přímé monetární transakce (*Outright Monetary Transactions*) prozatím poslední nástroj z palety nestandardních měnových politik. Tento program bude rovněž zaměřen na intervenční nákupy na vybraných trzích s vládními dluhopisy. Jak uvedl prezident ECB Mario Draghi na tiskové konferenci, záměrem je odstranit závažná pokřivení trhů s vládními dluhopisy, která brání řádnému fungování měnové politiky na celém území eurozóny a která by mohla vyústit v nejrůznější destruktivní scénáře s fatálním dopadem na cenovou stabilitu. Tyto deformace prý vznikají mimo jiné i tím, že u části investorské komunity panují neopodstatněné obavy, že projekt společné měny by mohl být opuštěn. ECB odkryla základní technické vlastnosti programu, jakými jsou podmínky účasti, rozsah sterilizace, velikost či zveřejňování informací.

Vývoj bilancí vybraných centrálních bank



Poznámka: Celkové stavy bilančních aktiv jsou zachyceny jako hodnoty bazických indexů (leden 2007 = 100 pro ECB a BoE, srpen 2007 = 100 pro FRS, leden 2008 = 100 pro SR). Zobrazeny jsou údaje za poslední týden každého kalendářního měsíce.

Pramen: Webové stránky jednotlivých centrálních bank.



Srovnání s jinými centrálními bankami.

Vyvážený pohled na nestandardní měnovou politiku ECB by měl též obsáhnout, jak si ve stejné době počínaly jiné významné centrální banky. Toto doplňkové hledisko vede následně k závěru, že ECB nijak nevybočovala z řady, když v krizovém období rozšířila svůj repertoár měnově-politických nástrojů o nestandardní prvky. Obvyklou metodou pro měření intenzity zapojení centrálních bank do nestandardních operací bývá sledování velikosti jejich bilancí. Obrázek ukazuje, že v předkrizovém období setrvaly rozvahy předních centrálních bank v klidovém stavu. Na propuknutí a eskalaci krize pak shodně reagovaly expanzí, která odrážela právě aplikaci nestandardních nástrojů. Z obrázku je patrné, že odezva ECB by mohla být nazvána relativně zdrženlivou, uvážíme-li, k jakým násobkům svých bilancí se dopracovávaly jiné centrální banky. Např. Fed a britská Bank of England byly v nákupech vládních dluhopisů mnohem aktivnější. Jestliže v relaci k HDP z roku 2011 ECB nakoupila dluhopisy v rozsahu asi 2 %, pro Fed to bylo 11 % a pro Bank of England 13 %.

Inflační souvislosti nestandardních politik

Rozsáhlé nákupy vládních dluhopisů, nadměru štědré úvěrové linky, přeplavování peněžních trhů likviditou, to vše nutí k zamyšlení, zda se centrální banky až příliš neoddávaly tisknutí peněz, jež by připravovalo půdu pro budoucí pádivou inflaci. Začněme terminologickou poznámkou, že používání pojmu tisknutí peněz v kontextu nestandardních měnových politik dělá více škody než užítku. Příslušné operace mezi centrální bankou a bankovním sektorem totiž nemají přímý dopad na běžně sledované peněžní agregáty, pomocí nichž se měří množství peněz v oběhu (např. ukazatel M3 v instrumentáriu ECB). Je jistě pravda, že způsob, jímž centrální banka poskytne obchodní bance úvěr nebo jí zaplatí za cenný papír, se po technické stránce redukuje na jednoduchou účetní operaci: centrální banka připiše patřičnou částku na rezervní účet obchodní banky. To ale není tisknutí peněz ve smyslu tradičně vymezené peněžní zásoby. Uvedeným způsobem mohou tisknout bezhotovostní peníze pouze obchodní banky, pokud poskytují úvěr nebankovnímu subjektu nebo od něho odkupují cenný papír. Týmiž obchody na úrovni centrální banky bezhotovostní peníze nevznikají. Vytvářejí se však bankovní rezervy či také likvidita, která společně s oběživem dává dohromady tzv. měnovou bázi. Dalo by se tedy volně říci, že centrální banka může prostřednictvím nestandardních operací tisknout nejvýše měnovou bázi, nikoli však peníze, jak je známe v pojetí peněžních agregátů.

Dále je pravda, že mezi tím, na co centrální banka má přímý vliv, což je měnová báze, a tím, co by mohla ovlivnit, což je cenová stabilita, neexistuje žádný pevný vztah. Jako názorný příklad může posloužit epizoda japonské deflace v devadesátých letech minulého století. Japonská centrální banka se v té době stala průkopníkem nestandardních politik, když nejprve spočinula na nulovém dnu úrokových sazeb, načež se v březnu 2001 odhodlala k novátorskému kvantitativnímu uvolňování.



Briefing Paper

Nestandardní měnová politika Evropské centrální banky

–
Září 2012

Obchodní banky byly zahlceny likviditou, dodávanou zejména prostřednictvím nákupů vládních obligací a některých dalších cenných papírů. Trvalou inflaci to však nezažehlo.

Mylná je proto představa, že likvidita, kterou obchodní banky drží na účtech u centrální banky, vytváří jakýsi zásobník, z něhož se dají poskytovat úvěry nebankovním subjektům. Proto ani sebevící likvidity nemusí přesvědčit obchodní banky, aby více úvěrovaly, čímž by emitovaly více bezhotovostních peněz, tedy i zvyšovaly agregátní poptávku a ve svém důsledku povzbuzovaly inflaci. Intenzita úvěrové aktivity je výlučně průsečíkem obchodního zájmu bank úvěry poskytovat a zájmu nebankovních subjektů úvěry požadovat. V době krize, která vede banky ke zvýšené obezřetnosti při poskytování úvěrů, je pak přetržitost mezi tištěním likvidity centrální bankou a tištěním bezhotovostních peněz obchodními bankami o to průkaznější.



ASOCIACE PRO MEZINÁRODNÍ OTÁZKY

Asociace pro mezinárodní otázky (AMO) je nevládní organizace založená za účelem výzkumu a vzdělávání v oblasti mezinárodních vztahů. Základním posláním AMO je přispívat k hlubšímu porozumění mezinárodnímu dění. Díky svým aktivitám a patnáctileté historii je AMO vnímána jako přední nezávislý zahraničněpolitický think-tank v České republice.

K DOSAŽENÍ SVÝCH CÍLŮ ASOCIACE:

- formuluje a vydává studie a analýzy;
- pořádá mezinárodní konference, expertní semináře, kulaté stoly, veřejné diskuse;
- organizuje vzdělávací projekty;
- prezentuje kritické názory a komentáře k aktuálnímu dění pro domácí a zahraniční média;
- vytváří příznivější podmínky pro růst nové generace expertů;
- podporuje zájem o disciplínu mezinárodních vztahů mezi širokou veřejností;
- spolupracuje s řadou dalších domácích i zahraničních institucí.

VÝZKUMNÉ CENTRUM

Výzkumné centrum AMO bylo založeno v říjnu 2003 jako jeden z hlavních pilířů činnosti Asociace zaměřený na výzkum, analýzu a popularizaci výzkumu v oblasti mezinárodních vztahů a zahraniční, bezpečnostní a obranné politiky. Náplní činnosti Centra je přispívat k identifikaci a analýze problémů důležitých pro zahraniční politiku ČR a její postavení v současném světě. Centrum poskytuje nezávislé analýzy, vytváří prostor pro odbornou i veřejnou diskusi o problémech mezinárodní politiky a navrhuje jejich možná řešení. Činnost Centra lze rozdělit do dvou základních, vzájemně provázaných oblastí: výzkumu a expertní analýzy na straně jedné a zprostředkování politického a odborného dialogu na straně druhé. Všechny doposud publikované publikace naleznete na [webových stránkách AMO](#). Kratší komentáře a vyjádření analytiků a dalších spolupracovníků k současným událostem naleznete také na [blogu AMO](#).

Buďte v obraze a sledujte nás i zde!

