



# Menová politika vybraných centrálnych bánk a aktualizácia ich postupov z pohľadu súčasnej situácie na finančnom trhu

Ivana Kurejová  
Národná banka Slovenska

*Situácia na finančných trhoch viedla centrálné autority k realizácii rôznych menovopolitických opatrení, ktorých snahou bolo znovuobnovenie fungovania medzibankového trhu a zabezpečenie fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky. Príspevok sa zaoberá chronologickým popisom neštandardných menovopolitických opatrení najvýznamnejších centrálnych bánk v období od roku 2011 po súčasnosť.*

## EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA (ECB)

Primárnym cieľom ECB je udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte, t. j. miery inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. ECB v čase vzniku finančnej krízy zareagovala na vzniknutú situáciu a uskutočnila rad neštandardných opatrení, ktorých cieľom bola podpora stagnujúcich ekonomík krajín eurozóny. Medzi ne patrili úpravy hlavných úrokových sadzieb, dlhodobšie refinančné operácie s neštandardnými dĺžkami splatností, poskytovanie finančných prostriedkov pri fixnej úrokovej sadzbe a plnom pridelení (*Fixed Rate Full Allotment* – FRFA), poskytovanie likvidity bankám eurozóny v amerických dolároch, ako aj nákupy vybraných aktív.

V roku 2011 ECB pristúpila k štyrom zmenám v nastavení menovopolitických sadzieb, pričom z toho dvakrát sadzby zvýšila z dôvodu náznakov oživovania ekonomiky eurozóny. Kumulatívne ich zvýšila o 50 bázických bodov, v prípade úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie z 1 % na 1,50 %. Nefunkčnosť medzibankového trhu však prinútila ECB úrokové sadzby opäť znížiť, kumulatívne o 50 bázických bodov. Sadzby sa tak vrátili na hodnoty zo začiatku roka, v prípade úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie na 1 %.

Európske banky boli značne fragmentované, došlo až k zastaveniu transferu finančných prostriedkov medzi bankami navzájom. Banky tak nemali istotu, či v prípade potreby budú schopné získať prostriedky na trhu. ECB na túto situáciu reagovala a predĺžovala spôsob poskytovania likvidity v menovopolitických operáciách Eurosystemu formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. ECB štandardne predĺžovala obdobie realizovania operácií FRFA na trojmesačnej báze, od októbra 2011 však viackrát rozhodla o jej predĺžení na obdobie šiestich mesiacov s cieľom zabezpečiť bankám prístup k požadovanej likvidite na dlhšie

obdobie. Na zasadnutí v máji 2013 ECB rozhodla o predĺžení tohto postupu až do júla 2014.

Jedným z negatívne sa vyvíjajúcich sektorov ekonomiky bol dlhopisový trh. ECB rozhodla o realizovaní programu pre trhy s cennými papiermi (*Securities Markets Programme* – SMP). Program predstavoval nelimitovaný nákup štátnych dlhopisov periférnych krajín eurozóny. Nákupy sa po prvýkrát začali v máji 2010, keď ECB nakupovala štátne dlhopisy Grécka, Írska a Portugalska. Presun problémov na ostatné trhy si vyžiadala opätovné aktivizovanie nákupov štátnych dlhopisov, medzi nimi španielskych a talianskych. ECB vzhľadom na vzniknutú situáciu rozhodla o intervenovaní na dlhopisových trhoch týchto krajín v auguste 2011, pričom aktívne intervenovala do januára 2012. Efekt tohto programu bol v čase intervencií pozitívny, krátko po ukončení intervencií sa však výnosy štátnych dlhopisov periférnych krajín opäť zvyšovali. V septembri 2012 bol program SMP ukončený.

ECB v novembri 2011 oznámila druhé kolo programu nákupu krytých dlhopisov (*Covered Bond Purchase Programme 2* – CBPP2) a nadviazala tak na prvé kolo tohto programu z roku 2009. Cieľom bolo rovnako podporiť pokles dlhodobých úrokových sadzieb, ako aj zlepšenie podmienok na financovanie bánk a podnikov. ECB pre druhé kolo nákupov stanovila 40 mld. €. Program sa ukončil podľa plánu v októbri 2012. ECB v rámci tohto programu nakúpila kryté dlhopisy za 16,4 mld. €, čiže plánovaný objem sa nenaplnil.

V novembri 2011 viaceré významné centrálné banky – ECB, Federálny rezervný systém, Bank of England, Bank of Japan, Bank of Canada a centrálna banka Švajčiarska rozhodli o koordinovanom postupe s cieľom poskytnúť bankovému sektoru dostupnejšie čerpanie dolárovej likvidity. Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení ceny zdrojov z dolárových refinančných operácií prostredníctvom úpravy rizikovej premie zo 100 na 50 bázických bodov pripočítanej k sadzbe OIS (Overnight



index swap) príslušnej dĺžky splatnosti. Rozhodnutie o výkone tejto operácie so 7- a 84-dňovou splatnosťou je podľa posledného rozhodnutia ECB v platnosti do februára 2014. Okrem toho sa spomenuté centrálné banky dohodli na zavedení dočasných bilaterálnych swapových liniek pri poskytovaní likvidity v jednotlivých menách, ktoré sa tiež uskutočňovali postupom plného pridelovania pri fixnej sadzbe.

ECB v druhej polovici roka 2011 uskutočnila operáciu so 6- a 12-mesačnou splatnosťou. V záujme poskytnutia dlhodobejšej istoty, pokiaľ ide o držbu finančných prostriedkov, Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí v decembri 2011 predstavila ďalšie opatrenia proti kríze bankového sektora. Rozhodla o realizácii dvoch trojročných dlhodobejších refinančných operácií (*Longer-term refinancing operation* – LTRO), pričom európske banky mali možnosť presunúť účasť z ročnej LTRO do prvej trojročnej LTRO, čo aj čiastočne využili. ECB ďalej rozhodla o ukončení doladovacej operácie na konci udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv (PMR) s platnosťou odo dňa posledného udržiavacieho obdobia PMR v roku 2011, o znížení percenta plnenia PMR z 2 % na 1 % s platnosťou od prvého udržiavacieho obdobia PMR v roku 2012, ako aj a o rozšírení akceptovateľného kolaterálu určitých cenných papierov zabezpečených aktívami.

V roku 2012 situácia v eurozóne opäť vykazovala horšie výsledky rastu ekonomík členských krajín, stagnáciu alebo pokles úverovej aktivity bánk. Banky eurozóny výrazne prepľňali likviditu na účtoch v ECB. V júli 2012 ECB rozhodla o znížení menovopolitických sadzieb o 25 bázických bodov. Úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie klesla na 0,75 % pri koridore automatických operácií 150 bázických bodov. Úroková sadzba pre jednoduché sterilizačné operácie sa odvtedy nachádza na úrovni 0 %, pričom sa objavovali rôzne špekulácie o jej možnom znížení do záporného pásma. Hlavným zámerom bola podpora aktivít bánk na peňažnom trhu a eliminovanie ukladania prebytočných finančných prostriedkov na účtoch v ECB. Od tohto obdobia sa zaznamenalo viditeľne rozdielne správanie bánk eurozóny pri riadení prebytočných prostriedkov. Do júlového rozhodnutia o úprave úrokových sadzieb banky eurozóny ukladali prebytočnú likviditu najmä prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií (takmer 100 %), po tejto úprave však likviditu umiestňovali hlavne na svoje bežné účty vedené v ECB (v priemere 60 %).

Okrem podpory poskytovania likvidity ECB uvoľňovala aj požiadavky pre banky eurozóny v oblasti kolaterálu použiteľného v menovopolitických operáciách. Na začiatku roka 2012 rozhodla o akceptovaní dodatočných úverových pohľadávok siedmich centrálnych bánk, ktoré vzniesli vlastnú požiadavku. Navyše ku koncu roka povolila akceptovanie kolaterálu vydaného v iných menách ako v mene euro, a to v amerických dolároch, britských librách a japonských jeno. ECB rozhodla podobne už aj v minulosti,

Tab. 1 Poskytovanie prostriedkov pri fixnej sadzbe a plnom pridelení

Rozhodnutie	Predĺžené o	Na obdobie do
8. októbra 2008	3 mesiace	20. januára 2009
18. decembra 2008	2 mesiace	31. marca 2009
5. marca 2009	9 mesiacov	na tak dlho, ako bude potrebné, najmenej počas celého roka 2009
3. decembra 2009	3 mesiace	13. apríla 2010
4. marca 2010	6 mesiacov	12. októbra 2010
2. septembra 2010	3 mesiace	18. januára 2011
2. decembra 2010	3 mesiace	12. apríla 2011
3. marca 2011	3 mesiace	12. júla 2011
9. júna 2011	3 mesiace	11. októbra 2011
4. augusta 2011	3 mesiace	17. januára 2012
6. októbra 2011	6 mesiacov	10. júla 2012
6. júna 2012	6 mesiacov	15. januára 2013
6. decembra 2012	6 mesiacov	9. júla 2013
2. mája 2013	12 mesiacov	8. júla 2014

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov ECB.

keď bolo rozhodnutie v platnosti od októbra 2008 do decembra 2010.

Dopyt v trojročných LTRO predstavoval spolu viac ako 1 bil. €, pričom podľa rozhodnutia ECB banky mohli po prvom roku pristúpiť k predčasnému splateniu. Európske banky ku koncu mája splatili 30 % z týchto zdrojov. Postupné využívanie predčasného splatenia sa však znižovalo, čo podľa trhu signalizovalo to, že banky, ktoré výrazne splácali tieto prostriedky, ich držali len z opatrnosti. Ostatné banky podľa trhu tieto zdroje nadalej držia buď z opatrnosti, alebo z dôvodu skutočnej potreby.

V čase ukončenia programu SMP v septembri 2012 ECB rozhodla o zavedení priamych menových transakcií (*Outright Monetary Transactions* – OMT), nového programu na podporu ekonomík eurozóny. Jeho podstatou je rovnako ako v prípade programu SMP nelimitovaný nákup štátnych dlhopisov vybraných krajín s tým rozdielom, že v prípade OMT je záujem intervenovať skôr na kratšej strane dlhopisovej krivky, a to v rozmedzí jedného až troch rokov. Rovnako ako v prípade programu SMP by ECB poskytnuté prostriedky z bankového sektora sterilizovala. V prípade aktivácie programu sa má uplatňovať princíp podmienenosti, to znamená, že ECB pristúpi k nákupom aktív jednotlivých krajín len v tom v prípade, ak formálne požiadajú o finančnú pomoc z Európskeho mechanizmu pre stabilitu (*European Stability Mechanism* – ESM) alebo požiadajú o čerpanie úveru prostredníctvom preventívnej linky od MMF (v podobe *Enhanced Conditions Credit Line*). Ďalšími podmienkami sú aktívna účasť na kapitálovom trhu, čiže schopnosť krajiny refinancovať svoje potreby na trhu, a napredovanie ekonomiky. Keďže žiadna z krajín zatiaľ o pomoc nepožiadala, program nebol aktivovaný.



<sup>1</sup> Operáciu podobného typu Fed uskutočnil prvýkrát v roku 1961. Počas realizovania operácie Twist v rokoch 1961 až 1965 nakúpil dlhodobejšie US Treasuries v hodnote 8,8 mld. USD a zredukoval podiel krátkodobých US Treasuries vo svojom portfóliu o 7,4 mld. USD. Úspešnosť programu v tomto čase sa však zdala značne limitovaná, keďže výnosy dlhodobých US Treasuries krátko po oznámení programu klesali, následne však opäť rástli (napríklad výnosy US Treasuries sa na začiatku roku 1961 dosiahli 3,78 %, na konci obdobia výkonu operácie viac ako 4,65 %).

Nepriaznivý vývoj ekonomík eurozóny a slabé vyhliadky ich ekonomického rastu viedli ECB k ďalšiemu uvoľneniu menovej politiky. ECB v máji 2013 znížila úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie o 25 bázických bodov na 0,5 %, úrokovú sadzbu pre jednoduchové refinančné operácie znížila o 50 bázických bodov na 1 % a úrokovú sadzbu pre jednoduchové sterilizačné operácie ponechala na nezmenenej úrovni 0 %. Koridor automatických operácií sa tak znížil zo 150 na 100 bázických bodov.

### OPATRENIA EURÓPSKEJ ÚNIE

Dôležitú úlohu vo finančnej pomoci členským štátom Európskej únie zohrávajú mechanizmy vytvorené európskymi inštitúciami. Predchodcami aktuálneho Európskeho stabilizačného mechanizmu bol Európsky nástroj finančnej stability (*European Financial Stability Facility* – EFSF) založený Európskou komisiou v máji 2010 a Európsky finančný stabilizačný mechanizmus (*European Financial Stability Mechanism* – EFSM). Keďže sa finančná kapacita fondu javila z dôvodu prehĺbujúcich sa problémov na trhu eurozóny ako nedostatočná, garancie členských štátov v rámci EFSF boli navýšené z pôvodných 440 mld. € na 780 mld. €. EFSF však predstavoval len dočasné opatrenie, v októbri 2010 Európska rada rozhodla o vytvorení stáleho záchranného mechanizmu – Európskeho mechanizmu pre stabilitu (ESM), ktorého fungovanie vstúpilo do platnosti v októbri 2012. Paralelne zatiaľ fungujú oba fondy EFSF aj ESM, pričom od júla 2013 bude aktívny už len ESM. Úlohou fondov je poskytovanie úverov členským štátom eurozóny, podpora zabezpečenia a prevencie finančnej stability členských štátov. Finančné zdroje fondov získavajú najmä emisiami strednodobých až dlhodobých cenných papierov s maximálnou splatnosťou 30 rokov.

V súvislosti s problémami verejných financií lídri Európskej únie na samite v decembri 2011 dohodli sprísnenie rozpočtových požiadaviek, známych ako fiškálny pakt. Predstavitelia Európskej únie sa čoraz viac prikláňali k užšej regulácii a kontrole aj samotných bánk eurozóny. Častým problémom bola najmä angažovanosť bankových subjektov v periférnych krajinách (napríklad 40%-ná angažovanosť francúzskych bánk v gréckych vládnych záväzkoch), ktorá môže viesť k vážnym systémovým problémom bankového sektora. Z toho dôvodu sa lídri Európskej únie na samitoch v roku 2012 dohodli na vytvorení bankovej únie (jún 2012) a jednotného bankového dohľadu (september 2012). Podľa stanoveného plánu by mal byť dohľad funkčný najskôr od marca 2014 s tým, že v roku 2013 by malo dôjsť k implementácii postupov do národných legislatív.

### FEDERÁLNY REZERVNÝ SYSTÉM (FED)

Finančná a hospodárska kríza naďalej ohrozovala aj USA, kde je cieľom menovej politiky maximálna zamestnanosť, stabilné dlhodobé úrokové sadzby a cenová stabilita. Fed pokračoval v uvoľnenej menovej politike, pričom počas celého obdobia

hlavnú úrokovú sadzbu *federal funds rate* ponechal v rozpätí 0 až 0,25 %, ktorá je v platnosti od decembra 2008. Od začiatku finančnej krízy Fed vytvoril skupinu nástrojov, ktorými poskytoval likviditu bankám, primárnym obchodníkom, podielovým fondom peňažného trhu, investičným fondom či nefinančnému sektoru. Väčšina z nich bola ukončená v rokoch 2009 a 2010. Fed v snahe povzbudiť domáci sektor uskutočňoval od roku 2011 viaceré stimulačné opatrenia. Ich cieľom bola najmä podpora domácich bánk a tým následne podpora koncových subjektov ekonomiky. Medzi opatrenia Fedu počas sledovaného obdobia patrili operácia Twist, tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania a pokračovanie v nákupoch dlhodobých US Treasuries. Okrem toho Fed viackrát pristúpil k časovému vymedzeniu odhadovanej platnosti hlavnej úroveňovej sadzby. V auguste 2011 po prvýkrát indikoval ponechanie platnosti úroveňovej sadzby na aktuálnej nízkej úrovni na obdobie minimálne do polovice roka 2013.

V septembri 2011 Fed rozhodol o nástroji známom pod názvom „Operácia Twist<sup>1</sup>“, na ktorý vyčlenil 400 mld. USD a ktorý bol v platnosti do júna 2012. Podstatou bol nákup dlhodobých US Treasuries so splatnosťou 6 až 30 rokov a predaj cenných papierov so splatnosťou do troch rokov. Zámerom bol nákup dlhodobých cenných papierov, ktorý by viedol k rastu dopytu po týchto papieroch a následne k zníženiu výnosov z dlhodobých štátnych cenných papierov. To sa malo preniesť do poklesu dlhodobých úrokových sadzieb, čo malo vyvolať vyššie investície a spotrebu. Na operáciu Twist ihneď po oznámení zareagovala výnosová krivka US Treasuries, ktorá klesla (v porovnaní so začiatkom septembra 2011) v priemere o 15 bázických bodov. Zámer Fedu znížiť dlhodobé úrokové sadzby sa tak v čase začatia realizovania programu naplnil.

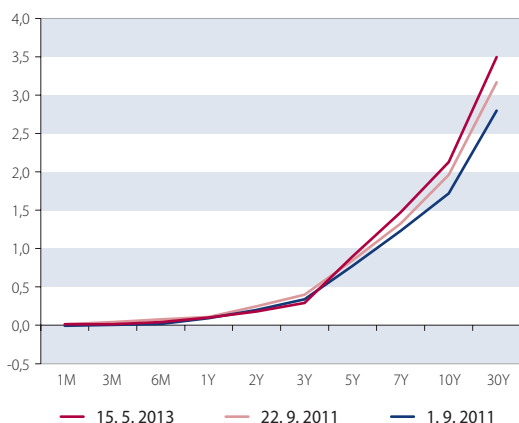
V januári 2012 Fed opäť reagoval na hrozby rizika poklesu ekonomiky. Rozhodol o ponechaní *federal funds rate* na terajších úrovniach minimálne do neskoršieho obdobia roka 2014. Rozhodol o bližšom určení inflačného cieľa menovej politiky z dlhodobého hľadiska na úroveň 2 %, čo je vôbec po prvýkrát numericky explicitne stanovené.

V júni 2012 Fed rozhodol o predĺžení operácie Twist do konca roka 2012 v sume 267 mld. USD. V septembri 2012 rozhodol o treťom kole kvantitatívneho uvoľňovania (QE3 – *Quantitative Easing*), ktorého predmetom bol nákup len agentúrnych cenných papierov zabezpečených hypotékami (MBS) v sume 40 mld. USD mesačne. Keďže nebolo oznámené finančné ani časové limitovanie programu, trhoví analytici označili toto rozhodnutie ako agresívne. Nákupy MBS v rámci tohto kola sú podmienené len situáciou na trhu práce, čiže budú sa realizovať do obdobia zlepšenia situácie v tomto segmente ekonomiky. Predseda Fedu Bernanke súčasne oznámil, že Fed má zámer ponechať *federal funds rate* na doterajších úrovniach aspoň do polovice roka 2015.

Na konci roka 2012 bola ukončená operácia Twist, Fed však rozhodol, že bude pokračovať

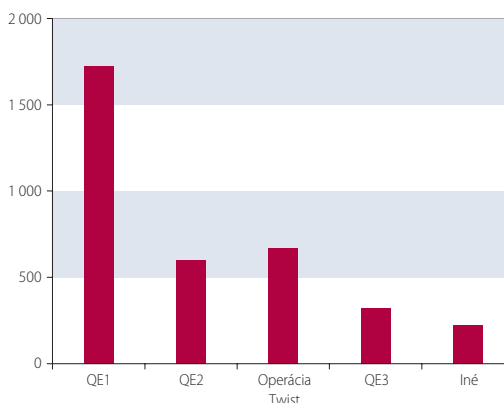


Graf 1 Výnosová krivka US Treasuries (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 2 Programy nákupu aktív Fedu (v mld. USD)



Zdroj: Fed a Bloomberg.

Poznámka: Nákupy dlhodobých US Treasuries.

v nakupovaní dlhodobých US Treasuries v objeme 45 mld. USD mesačne s tým, že nebude pokračovať v predaji krátkodobých. Zámerom bola podpora dlhodobých úrokových sadzieb. Celkovo tak s QE3 Fed poskytuje sektoru 85 mld. USD mesačne. Zaujímavosťou je, že pohyb *federal funds rate* Fed naviazal na vývoj na trhu. Oznamil, že sadzba zostane na nízkych úrovniach dovtedy, kým miera nezamestnanosti neklesne pod 6,5% (aktuálne 7,5%) a miera inflácie nebude vyššia ako 0,5 percentuálneho bodu nad inflačným cieľom 2%. Po prvýkrát si tak Fed stanovil konkrétne makroekonomické ciele ako kritériá na rozhodovanie o riadení menovej politiky.

Rast bilančnej sumy Fedu, ktorá sa aktuálne nachádza nad 3 bil. USD, môže podľa niektorých členov menového výboru ohroziť finančnú stabilitu Fedu. Bilančná suma najviac vzrástla v období prvého kola kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré Fed uskutočňoval od roku 2008 do roku 2009. Z hľadiska štruktúry typu aktív v portfóliu Fedu dominujú US Treasuries a z hľadiska časovej štruktúry, aktíva so splatnosťou 5 rokov a viac. Súvisí to s intervenciami vo väčšine stimulačných programov Fedu skôr na dlhšej strane dlhopisovej krivky, keďže jedným z primárnych cieľov Fedu je udržiavanie stabilných dlhodobých úrokových sadzieb. Podľa zápisov zo zasadnutí časť členov navrhovala spomaliť alebo pozastaviť nákupy aktív v skoršom termíne, a to pred koncom roka 2013. Na májovom zasadnutí v roku 2013 Bernanke naznačil, že Fed je pripravený zrýchliť alebo spomaliť nákupy aktív.

### BANK OF ENGLAND (BoE)

Hlavným cieľom menovej politiky BoE je udržiavanie cenovej stability pri inflácii na úrovni 2%. BoE súvisle nasledovala politiku uvoľňovania menovej politiky v súlade s ostatnými centrálnymi bankami. Na zasadnutí v marci 2009 BoE rozhodla o znížení hlavnej úrokovej sadzby o 50 bázických bodov na 0,5% a sadzba sa na tejto úrovni nachádza počas celého sledovaného obdobia. Na tomto zasadnutí tiež rozhodla o programe nákupu aktív (Asset Purchase Program – APP) v sume

75 mld. GBP, prostredníctvom ktorého nakupuje predovšetkým vysoko kvalitné súkromné aktíva (komerčné cenné papiere a korporátne dlhopisy) s reziduálnou splatnosťou 5 až 25 rokov. Cieľom programu je podpora úverového trhu. V roku 2009 viackrát rozhodla o navýšení programu, kumulatívne o 125 mld. GBP. V priebehu rokov 2011 a 2012 BoE spolu trikrát navýšila program, a to v októbri 2011 o 75 mld. GBP, vo februári 2012 o 50 mld. GBP a v júli 2012 (zatiaľ naposledy) o 50 mld. GBP na terajších celkovo 375 mld. GBP. Najväčšiu položku intervencií tvoria britské štátne dlhopisy.

Na problém ustrnutého trhu s úvermi BoE zareagovala v júni 2011, keď oznámila ďalší nástroj, *Funding for Lending Scheme* (FLS), v porovnaní s nástrojmi iných centrálnych bánk inovatívny až prelomový. Primárnym cieľom je stimulovať bankové subjekty k poskytovaniu úverov koncovým subjektom ekonomiky. Podstatou schémy je redukovanie nákladov na získanie prostriedkov prostredníctvom tohto programu v prípade, že komerčná banka tieto zdroje ďalej použije na úverovanie. Operácia mala byť pôvodne v platnosti do konca januára 2014, BoE však v apríli 2013 rozhodla o jej predĺžení do konca januára 2015. Dôvodom predĺženia je zabezpečiť pre úverové inštitúcie dodatočné zdroje na dlhšie obdobie, podporiť poskytovanie úverov cieľovému subjektu – malým a stredným podnikom a tiež úverovú aktivitu nebankových subjektov, medzi nimi lízínových a faktoringových spoločností.

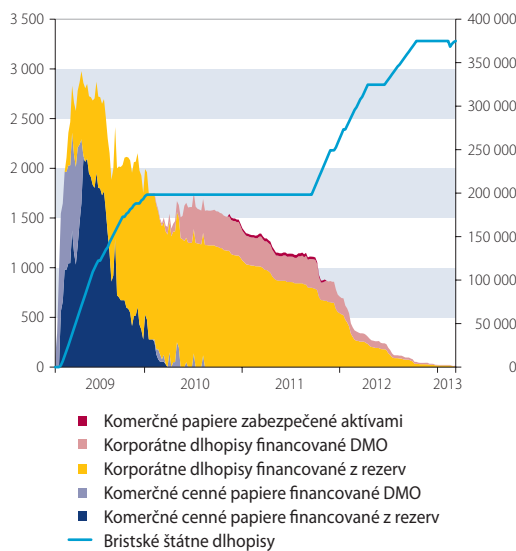
Zámerom BoE je tiež podpora schopnosti financovať potreby úverových inštitúcií na finančných trhoch lacnejšie, BoE preto v prvom kroku realizuje v rámci tejto operácie swapový obchod. Komerčná banka použije úvery ako kolaterál a BoE jej naopak poskytne pokladničné poukážky. Keďže štátne cenné papiere sa považujú za najbezpečnejšie aktívum, znižuje to tak náklady banky na obchodovanie na finančnom trhu.

V druhom kroku banky môžu pokladničné poukážky použiť na získanie prostriedkov od BoE v rámci FLS. Každá participujúca banka si môže požičať od BoE sumu zodpovedajúcu 5% z ob-





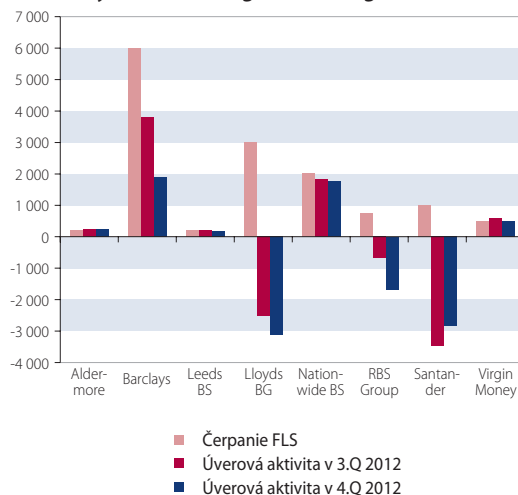
Graf 3 Nákupy aktív podľa typu (v mil. GBP)



Zdroj: BoE a Bloomberg.

Poznámka: DMO – Agentúra riadenia dlhu.

Graf 4 Využitie Funding for Lending (v mil. GBP)



Zdroj: BoE.

jemu úverov poskytnutých sektoru platného ku koncu júna 2012 a viac v prípade, že počas referenčného obdobia (do konca roka 2013) poskytnú viac úverov. Banky sú tak motivované poskytovať úvery, pretože tak môžu získať väčší objem prostriedkov prostredníctvom FLS.

Cena za prostriedky získané zo schémy sa odvíja od množstva poskytnutých nových úverov. To znamená, že banky, ktorých úverová aktivita zostane nezmenená alebo sa navýši, zaplatia poplatok 0,25 % z požičanej sumy z FLS. Naopak bankám, ktorých aktivita klesne, sa bude poplatok lineárne zvyšovať, a to o 25 bázických bodov na každé 1 % poklesu úverov. Tento poplatok môže vzrásť maximálne na 1,5 %. BoE zverejňuje výsledky schémy na štvrtročnej báze, do konca mája 2013 boli zverejnené dva. V oboch prípadoch schéma vykázala menej úspešné výsledky. Na schéme participovalo 39 subjektov, ktoré

si celkovo požičali prostriedky v sume 13,8 mld. GBP, úvery sektoru však kumulatívne klesli o 1,5 mld. GBP. Po výsledkoch za 3. štvrťrok 2012 predstavitelia BoE uviedli, že hodnotiť úspešnosť operácie je zatiaľ predčasné. Po výsledkoch za 4. štvrťrok 2012 uviedli, že znižovanie úverovej aktivity súvisí napríklad s úpravou obchodných modelov jednotlivých bánk z dôvodu pretrvávajúcej finančnej krízy. Predstavitelia BoE, medzi nimi aj guvernér King, naznačili isté sklamanie. Graf 4 uvádza banky, ktoré čerpali zo schémy spolu 98% zdrojov. Spomedzi nich naplnili účel schémy a poskytli zdroje sektoru z veľkých bánk banka Barclays a okrem nej aj ďalšie iné menšie banky. Poskytovanie úverov však kleslo najmä vo veľkých bankách, medzi nimi v Lloyds, RBS a Santander.

### BANK OF JAPAN (BoJ)

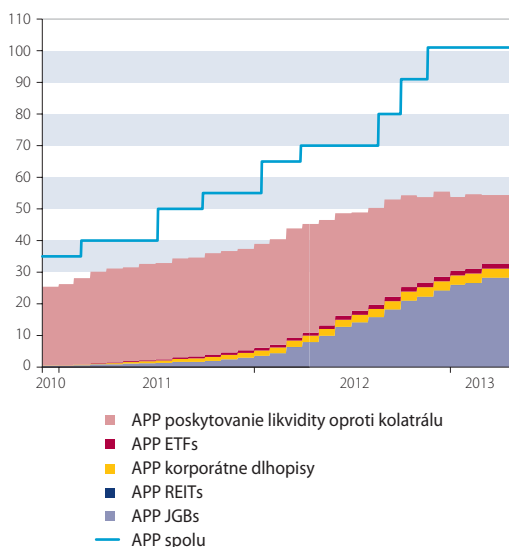
Riadenie menovej politiky BoJ je osobitým prípadom, keďže japonská ekonomika má dlhodobé problémy s domácou ekonomikou, najmä z dôvodu pretrvávajúcej deflácie. Hlavným cieľom menovej politiky BoJ je udržiavanie cenovej stability prostredníctvom inflácie na úrovni 2% (upravený v januári 2013). Hlavná úroková sadzba sa od decembra 2008 nachádza v rozpätí 0 až 0,1 %. BoJ dodáva likviditu japonskému bankovému sektoru viacerými spôsobmi. Poskytuje ju masívne prostredníctvom *Asset Purchase Program* (APP), ktorý bol v platnosti od októbra 2010. Aktuálny vyčlenený objem prostriedkov na program predstavuje 101 bil. JPY. BoJ postupne zaviedla viaceré programy, z toho program na podporu oblastí zasiahnutých zemetrasením v roku 2011, na podporu rastu, na podporu úverov (*Loan Support Program*), poskytovanie likvidity oproti kolaterálu alebo poskytovanie 84-dňovej dolárovej operácie pri nelimitovaní dopytu a za pevné úrokové sadzby.

Pokles rastu finančných inštitúcií viedol BoJ k vytvoreniu ďalšieho podporného programu *Loan Support Programme* v decembri 2012. BoJ bude prostriedky poskytovať na obdobie maximálne troch rokov, pričom protistrana si môže vybrať, či úver bude trvať jeden, dva alebo tri roky. Tento program pozostáva z dvoch podprogramov. V prípade prvého, *Growth-Supporting Funding Facility*, budú prostriedky určené najmä na investície do vlastného imania, na poskytovanie objemovo menších úverov v rozpätí od 1 do 10 mil. JPY a na poskytovanie zdrojov denominovaných v cudzích menách. Maximálny objem prostriedkov je v rámci tohto podprogramu limitovaný na 4,5 bil. JPY a v prípade úverov v iných menách na 12 mld. USD. Druhý podprogram *Stimulating Bank Lending Facility* naopak limitovaný nie je. BoJ očakáva, že prostredníctvom neho poskytne viac ako 15 bil. JPY. V platnosti bude do marca 2014.

V januári 2013 BoJ rozhodla o zvýšení cieľa inflácie z 1 % na 2 %. Prehodnotenie inflačného cieľa avizovala už na zasadnutí v decembri 2012. Podľa trhových účastníkov však zmeny navrhovaná najmä politická strana, ktorá vyhrala predčasné



Graf 5 Program nákupov aktív BoJ (v bil. JPY)



Zdroj: BoJ a Bloomberg.

parlamentné voľby. BoJ tiež rozhodla o zavedení *Open-Ended Assets Purchasing Method*, programu, ktorý bude podľa plánu v platnosti od januára 2014. Pôjde o časovo nelimitovaný program nákupu finančných aktív na mesačnej báze. Odhaduje sa, že celkové nákupy dosiahnu približne 13 bil. JPY, pričom sa budú zameriavať prevažne na krátku stranu výnosovej krivky, 2 bil. JPY budú tvoriť japonské štátne dlhopisy a zvyšnú časť japonské štátne poukážky.

Od vymenovania nového guvernéra centrálnej banky Kurodu v marci 2013 trh očakával agresívne monetárne uvoľňovanie. To sa aj naplnilo, keďže v apríli 2013 BoJ rozhodla o viacerých neštandardných opatreniach. Jej cieľom zostáva dosiahnutie inflačného cieľa na úrovni 2%, došlo však k vymezeniu časového plánu na jeho dosiahnutie. Centrálna banka uviedla, že očakáva túto úroveň „čo najskoršom období“ v horizonte dvoch rokov. Jej zámerom je tak zvrátiť viac ako dve dekády deflácie. Medzi opatrenia BoJ patrila zmena operatívneho cieľa dosiahnutia inflačnej úrovne z predchádzajúcej *O/N call rate* na monetárnu bázu a realizovanie nákupov aktív vo výške 7 bil. JPY mesačne, ktoré budú viesť k navýšeniu monetárnej bázy ku koncu roku 2013 o 70 bil. JPY na približne 200 bil. JPY. Podiel japonských štátnych dlhopisov vzrastie približne o 7%. BoJ zdvojnásobí nákupy japonských štátnych dlhopisov ročne o 50 bil. JPY, navýši nákupy ETF (*exchange traded funds*) o 1 bil. JPY na 2,5 bil. JPY a investičné trusty nehnuteľností (*REIT – real estate investment trusts*) o 300 mld. JPY na 0,14 bil. JPY. BoJ tiež dočasne upustila od tzv. *bank-note principle* (zavedeného v marci 2001), podľa ktorého bolo snahou BoJ realizovať nákupy aktív tak, aby ich výška neprekročila sumu vydaných bankoviek. Výnosy dlhodobých japonských štátnych dlhopisov zareagovali na stimulačné opatrenia poklesom, pri niektorých splatnostiach klesli na historické minimum (10-ročné na 0,446%).

## ZÁVER

Centrálne banky od roku 2011 pokračovali v uvoľnenej menovej politike. Na základe nedostatočného oživovania ekonomík pristupovali k rôznym opatreniam, od ponechávania hlavných úrokových sadzieb na historicky najnižších úrovniach cez rôzne krátkodobé programy až po pokračovanie programov nákupov aktív. Dosiachnutie hlavného zámeru neštandardných opatrení centrálnych bánk – obnovenia dôvery na trhu – sa mierne modifikovalo. Snahou centrálnych bánk sa v súčasnosti stáva stimulácia aktivity na trhu, nie však ďalším zvyšovaním (prebytočnej) likvidity v bankovom sektore. ECB napr. podmienila prípadný začiatok fungovania OMT viacerými podmienkami, pričom jednou z nich je požiadanie krajiny o finančnú pomoc a snaha krajín eurozóny efektívne regulovať verejné financie. FED podmienil ponechanie hlavnej úrokovvej sadzby vývojom zamestnanosti a inflácie. BoE vytvorila program *Funding for Lending*, ktorý naviazala na úverovú aktivitu komerčných bánk. Osobitým prípadom je situácia v Japonsku. Dlhtrvajúce obdobie recesie a deflácie sa BoJ snaží zvrátiť výkonom rôznych nákupných programov a zámerom dosiahnuť cieľ inflácie 2% čo najskôr, najlepšie však v horizonte dvoch rokov.

Problémom na trhu eurozóny naďalej zostáva nefunkčný trh a fragmentácia bankových subjektov. Vzájomná obchodná aktivita bánk zostáva naďalej limitovaná. Mierna korekcia nefunkčnosti trhu sa zaznamenala od zavedenia možnosti predčasnej splácať zdroje z trojročných dlhodobějších operácií. Časť európskych bánk prostriedky splatila, čo znamená, že ich držali len z opatrnostného motívu.

Jednou z oblastí, v ktorej sa zaznamenal čiastočne pozitívny vývoj, je dlhopisový trh eurozóny. Krátkodobý bol podporený intervenciami v rámci programu SMP, veľmi priaznivo sa však vyvíja od oznámenia prezidenta ECB o pripravenosti realizovať program OMT.

Z makroekonomického pohľadu však eurozónu naďalej charakterizuje historicky najvyššia úroveň nezamestnanosti (12,1%), nepriaznivo sa vyvíjajúca ekonomika, ktorá v priebehu celého roka 2012 vykazovala pokles. Naopak pozitívnejší vývoj na trhu práce zaznamenávajú v USA, kde nezamestnanosť klesá kontinuálne od polovice roka 2011 s výnimkou októbra 2012 a januára 2013, keď sa zaznamenal mierny rast. Podpora americkej ekonomiky viacerými kolami kvantitatívneho uvoľňovania sa tak začína javiť ako účinná, keďže nezamestnanosť v USA sa približuje k úrovniam pred krízou.

Dôležitou oblasťou však naďalej zostáva efektívna regulácia verejných financií, ktorej správne fungovanie môže viesť k eliminovaniu problémov na trhu a tým aj k zníženiu potreby intervencií centrálnych bánk na podporenie trhovej aktivity. Európska únia zareagovala na vzniknutú situáciu sprísnením rozpočtových požiadaviek a vytvorením bankovej únie, čo je historický krok vo formovaní EÚ. Zaujímavé tak bude pozorovať ďalšie napĺňanie zámerov aktuálne nastavených fiškálnych opatrení, ako aj neštandardných menovopolitických postupov centrálnych bánk.