



Kríza zvýšila dopyt bánk po rezervách – peňažný multiplikátor klesol

Rastislav Čársky
Národná banka Slovenska

Ekonomická a finančná kríza, ktorá zasiahla svet v roku 2008, spôsobila výraznú zmenu v správaní bankového sektora. V normálnych podmienkach si banky neželajú držať nadbytočné rezervy. Majú skôr záujem zarobiť na každom voľnom eure či dolári, a preto sa snažia požičať ich na trhu. Postupne tak dochádza k niekoľkonásobnej expanzii vkladov, keď banky požičujú ďalej svoje voľné zdroje, kým sa prebytočné rezervy plne nevyužijú. Tento proces je založený na peňažnom multiplikátore, ktorý vlastne vyjadruje mieru, v akej menová báza (obeživo a rezervy bánk) znásobuje objem vkladov.

¹ Peňažný multiplikátor (m) môžeme vyjadriť ako podiel relevantného menového agregátu (M ; môže ísť o rôzne agregáty $M1$, $M2$ či $M3$ v závislosti od definície, ktorá sa používa v tej-ktorej krajine, a menovej bázy $M0$ (obeživo + rezervy); potom $m = M/M0$, alebo $m = 1/[cc + rr(1 - cc)]$, kde cc je podiel obeživa na vkladoch a rr je podiel rezerv na vkladoch.

Centrálna banka kontroluje ponuku rezerv alebo menovej bázy, ponuku peňazí však tvoria banky. Na ich správaní záleží, ako bude vyzerat peňažný multiplikátor¹.

Hodnota multiplikátora v zásade závisí od toho, aký podiel zo svojich vkladov si ekonomické subjekty želajú držať v obežive a aký podiel z vkladov si banky držia vo forme rezerv v centrálnej banke. Podiel rezerv na vkladoch je na jednej strane ovplyvňovaný sadzbou povinných minimálnych rezerv, na druhej strane aj preferenciou držby rezerv zo strany bánk.

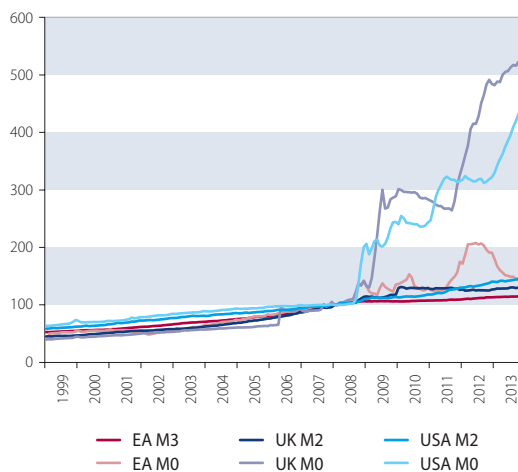
S príchodom krízy sa postoj bánk k voľným alebo prebytočným rezervám zmenil. Banky držia podstatne vyššie objemy prebytočných rezerv a peňažný multiplikátor v dôsledku toho výrazne poklesol. Dôvodom, prečo si banky želajú mať vysoké prebytočné rezervy, je niekoľko. V prvom rade je likvidita, a najmä v čase krízy, otázkou prežitia. Ďalším dôvodom je výrazný nárast rizika,

v dôsledku čoho peňažný trh nedokáže dostatočne efektívne distribuovať voľnú likviditu. Inými slovami, banky majú obavy požičať voľné rezervy druhým bankám. Preto majú banky vo všeobecnosti tendenciu vytvárať si určitú rezervu likvidity. V neposlednom rade vyššie prebytočné rezervy vytvárajú pre banky priestor a čas postupne reštrukturalizovať a zmenšovať svoje bilancie. Centrálna banka tento zvýšený dopyt po rezervách od začiatku krízy začali uspokojovať a snažili sa tak eliminovať negatívne vplyvy segmentácie peňažného trhu, ktoré viedli k poruchám efektívneho fungovania transmisného mechanizmu.

Napríklad Federal Reserve System (Fed) či Bank of England (BoE) dodávajú výrazné objemy likvidity prostredníctvom tzv. kvantitatívneho uvoľňovania, teda veľkoobjemového nákupu aktív. ECB kvantitatívne uvoľňovanie nerealizuje, zjednodušila však prístup k likvidite realizáciou hlavných refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov či poskytla veľký objem likvidity formou dlhodobějších refinančných operácií so splatnosťou až 36 mesiacov. Menová báza Fedu, Bank of England i ECB výrazne narástla, aj keď v prípade ECB bolo jej zvýšenie v porovnaní s ostatnými dvoma centrálnymi bankami podstatne nižšie. Vzhľadom na zvýšenú preferenciu držby prebytočných rezerv zo strany obchodníkov bánk sa však nárast menovej bázy nepremietal v rovnakej miere ako v minulosti do tvorby vkladov. V dôsledku prepadu peňažného multiplikátora sa dlhodobý vzťah medzi ponukou rezerv a peňažnou zásobou oslabil. Kým v minulosti bol rast menovej bázy sprevádzaný porovnateľným vývojom menových agregátov, výrazný nárast ponuky likvidity zo strany centrálnych bánk sa vo vývoji peňažných agregátov prakticky nepremietal.

Z nasledujúcej trojice grafov je zrejmé, že za výrazným poklesom peňažného multiplikátora bol vo všetkých troch menových oblastiach nárast podielu rezerv na vkladoch. Markantne sa zvýšil

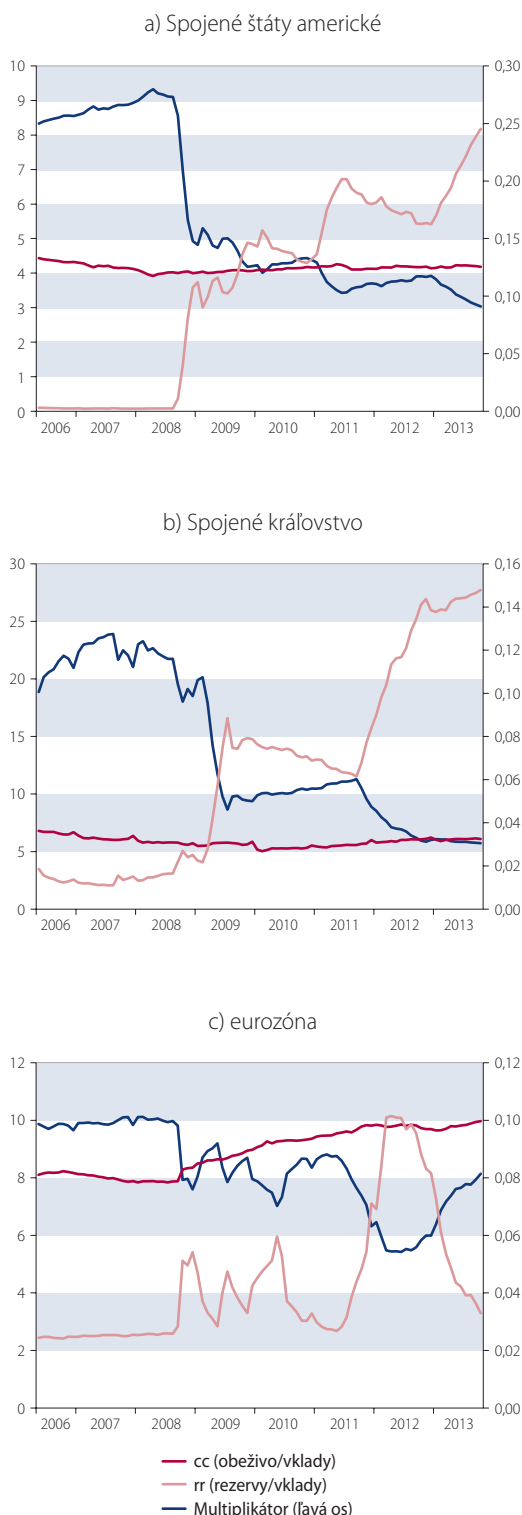
Graf 1 Menová báza a menové agregáty – index (január 2008=100)



Zdroj: ECB, BoE, FED St. Luis, prepočty NBS.



Graf 2 Multiplikátor a jeho zložky



Zdroj: ECB, BoE, FED St. Luis, prepočty NBS.

najmä v USA, kde sa pred krízou podiel rezerv na vkladoch pohyboval na nízkych úrovniach. Kvantitatívne uvoľňovanie Fedu následne výrazne zvýšilo objem nadbytočných rezerv. Súčasne pomer rezerv a vkladov dosiahol v porovnaní s ostatnými dvoma centrálnymi bankami najvyššiu úroveň (viac ako dvojnásobok v prípade ECB a takmer

dvojnásobok v prípade BoE). Kým v rokoch predchádzajúcich kríze sa jeden dolár menovej bázy multiplikoval na 9 dolárov vkladov, v súčasnosti sú to len 3 doláre. Ešte výraznejší prepád multiplikácie zaznamenala Bank of England, kde sa pred krízou jedna libra menovej bázy premietla do zvýšenia vkladov o takmer 23 libier. V súčasnosti je to len 6 libier. V prípade ECB, ktorá na rozdiel od Fedu a BoE nerealizovala kvantitatívne uvoľňovanie, sa veľkosť peňažného multiplikátora znížila najmenej, približne o polovicu. Kým v predkrízových rokoch dosahoval hodnotu 10, v polovici roku 2012 poklesol približne na hodnotu 5 až 6. Najnižšie úrovne dosiahol v období, keď sa realizovali všetky tri 36-mesačné dlhodobé refinančné operácie. Objem prebytočných rezerv a ich podiel na vkladoch v tom období kulminoval. Okrem rastu prebytočných rezerv k poklesu multiplikátora čiastočne prispieval aj rast podielu obeživa na vkladoch. V ďalšom období však banky využívali možnosť predčasného splatenia dlhodobějších operácií, čo súviselo so zlepšovaním situácie na peňažnom trhu, s progresom v reštrukturalizácii bilancii a čiastočne aj s tým, že nechceli byť negatívne hodnotené ako závislé od zdrojov ECB. Objem prebytočných rezerv a ich podiel na vkladoch tak v druhej polovici roka 2013 poklesol blízko predkrízovým úrovniam. Súčasne sa zvýšil peňažný multiplikátor na približne 8.

Pokles peňažného multiplikátora môže naznačovať nižšiu efektívnosť menovej politiky. Môžeme však hodnotiť menovú politiku ako neefektívnu? Ak by centrálné banky neuspokojili veľmi vysoký dopyt bankového sektora po rezervách, viedlo by to pravdepodobne ku kolapsu peňažného trhu a k výrazným problémom v bankovom sektore. Dostatočná dostupnosť likvidity pomohla preklenúť obdobie, keď by jej nedostatok s veľkou pravdepodobnosťou viedol k jej nerovnomernému rozdeleniu a pravdepodobne výrazne vyšším úrokovým sadzbám na peňažnom trhu. Dnes sa sadzby na peňažnom trhu pohybujú na úrovniach konzistentných s menovopolitickými sadzbami. Pravdepodobne by tiež došlo k výraznejšej kontrakcii úverov, menových agregátov a reálnej ekonomiky.

Neochota bánk poskytovať úvery a tak multiplikať nadbytočné rezervy značne súvisí s ekonomickou krízou, ktorá zvýšila rizikovosť mnohých klientov, najmä malých a stredných podnikov. Súčasne s nízkou ekonomickou aktivitou klesol aj dopyt po úveroch, keď vzrástlo riziko spojené s návratnosťou investícií. Nezáujem investovať v nejstej ekonomickej situácii viedol k poklesu investícií a ich úroveň sa stále nachádza pod úrovňami pred krízou. Viaceré ukazovatele poukazujú na rozsiahle nevyužitie výrobné kapacity a dopyt po úveroch je tak nižší. Súčasne v prípade Fedu môže menší záujem bánk o poskytovanie úverov súvisieť aj s tým, že nadbytočné rezervy sa od roku 2008 úročia. V neposlednom rade je nízka úroveň poskytovania úverov spojená aj s potrebou reštrukturalizácie bilancii v snahe plniť prísnejšie kritériá kapitálovej primeranosti.