



Divergencia menových politík významných centrálnych bánk

Miroslava Kosáková
Národná banka Slovenska

Posledná dekáda je z pohľadu centrálného bankovníctva veľkou výzvou pre menové politiky významných centrálnych bánk, ktoré po ťažkom období globálnej finančnej krízy v rokoch 2007 a 2008 zápasia s extrémne nízkymi mierami inflácie hraničiacimi s defláciou. Po zavedení nulových kľúčových sadzieb, ktoré si kríza vyžiadala, už niekoľko bánk pristúpilo k bezprecedentnému experimentu záporných kľúčových sadzieb. Vo väčšine prípadov kvalitatívny nástroj úrokových sadzieb, napriek ich historicky najnižším úrovňam, nebol dostatočný a rozhodovacie orgány centrálnych bánk zaviedli nadštandardné kvantitatívne nástroje v podobe kvantitatívneho uvoľňovania. Pretrvávajúci pomalý, resp. nulový či záporný rast inflácie núti centrálné banky, aby prichádzali s ďalšími inováciami a s ďalším rozširovaním expanzívnej menovej politiky. Tejto celosvetovej tendencii sa v súčasnosti úspešne vymyká USA, kde sa podarilo naštartovať domácu ekonomiku a centrálna banka už začala sprísňovať svoju menovú politiku. Na globálnej menovo-politickej scéne môžeme preto v súčasnosti sledovať divergenciu menových politík.

Centrálné banky v súčasnosti zdolávajú veľkú výzvu navrátenia globálnej ekonomiky do ekonomickej prosperity. Menové politiky sú okrem historicky najnižších úrokov charakteristické masívnym dodávaním likvidity do bankového sektora s cieľom podnietiť rast úverov a tým ekonomického výstupu. To by malo mať podľa doteraz platnej ekonomickej teórie vplyv na nárast inflácie, ktorá je v určitom ročnom raste (približne 2 %) znakom dobre fungujúcej ekonomiky. Transmisný mechanizmus, ktorý až do obdobia krízy fungoval takmer učebnicovo, už akoby v dnešnej dobe nepôsobil. Nízke a negatívne kľúčové úrokové sadzby vplyvajú na trhové sadzby, ktoré na medzibankovom trhu tiež klesajú na nové historické minimum. Komerčné banky zároveň disponujú vysokou nadmernou likviditou, ktorú im dodávajú centrálné banky či už formou štandardných refinančných operácií, alebo prostredníctvom nákupov súkromných a vládnych cenných papierov. Tým sa vytvorili predpoklady, aby banky mohli súkromnému sektoru poskytnúť lacné a až masívne úvery. K tomuto kroku však nedochádza. Enormné množstvo peňazí, ktoré by malo pôsobiť na rast inflácie, je uložené na účtoch bánk a ku komerčným spotrebiteľom sa nedostáva. Súčasní ekonómovia by preto mali zodpovedať oprávnenú otázku, či klasický transmisný mechanizmus a mechanizmus fungovania ekonomiky stále funguje.

Dôvodom tejto otázky je aj fakt, že v súčasnosti je globálna ekonomika historicky najviac prepojená. Vývoj národnej ekonomiky ovplyvňujú nielen domáce faktory a výmenný kurz, ale aj veľké množstvo externých faktorov, ktoré započítavajú do svojich ekonomických predikcií. Jedným z dôležitých externých faktorov je v súčasnosti napríklad ekonomický vývoj Číny, ktorá je celosvetovo druhou najväčšou krajinou v tvorbe nominálneho

HDP a svetovo najväčšou krajinou v HDP podľa parity kúpnej sily. Je to tiež krajina s najrýchlejšie rastúcim spotrebiteľským trhom a druhá najväčšia v importe tovarov. Preto spomalenie rastu Číny implikuje závažné riziko aj vo svetovom meradle.

Podobným faktorom, ktorý v súčasnosti marí snahu centrálnych bánk, je klesajúca cena ropy, ktorá spôsobuje najmä nízku mieru inflácie. V období rokov 2007 a 2008 jej cena zaznamenala prudký rast až k úrovni 150 USD za barel. Počas finančnej krízy prudko klesla na 40 USD za barel. Následne tento prudký pokles korigovala a stabilizovala sa okolo úrovne 100 USD za barel. V roku 2014 začala jej cena opäť prudko klesať, pričom dôvodom takéhoto vývoja bol silnejúci americký

Graf 1 Vývoj inflácie eurozóny (v %) a ceny európskej ropy Brent (v USD)



Zdroj: Bloomberg.



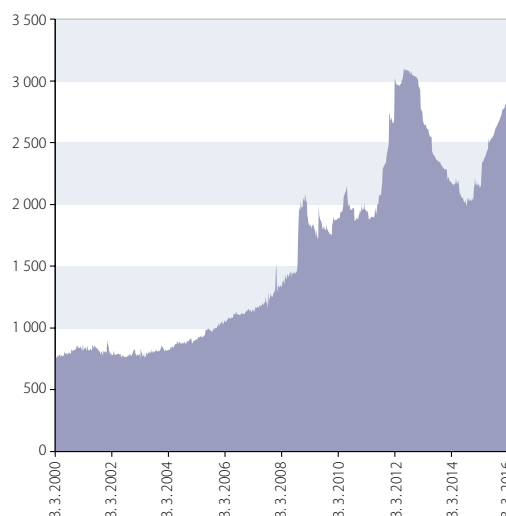
ký dolár a rastúce celosvetové zásoby komodity, ktoré sa pre pomalý hospodársky rast nestretajú s dopytom. Cena ropy začiatkom roku 2016 klesla až k úrovni 26 USD za barel, no v súčasnosti sa stabilizovala okolo 35 USD za barel s momentálne rastúcim trendom. Predikcie rôznych analytikov odhadujú, že by sa mohla stabilizovať okolo úrovne 50 USD za barel. Z vývoja ceny ropy a inflácie meranej HICP eurozóny je zjavné, že pozitívne korelujú. Ak sa cena ropy odrazila od svojho súčasného dna, môže to znamenať, že aj inflácia by mala začať stúpať?

Ďalším súčasným fenoménom je zápas centrálnych bánk proti silným menám. Podľa viacerých centrálnych bánk sú ich národné meny značne nadhodnotené, čo pôsobí v domácom sektore reštriktívne. Centrálné banky sa preto snažia rôznymi prostriedkami – či už vyhláseniami o nadhodnotenej mene, stanovením intervenčnej úrovne alebo priamymi intervenciami – o oslabenie domácej meny. Chcú tak zabezpečiť vyššiu konkurencieschopnosť domácich výrobkov a zvýšiť export. Napríklad Čína v uplynulom období so zámerom zastaviť spomaľovanie ekonomického rastu niekoľkokrát devalvovala svoju menu, čím ju zlacnela oproti ostatným svetovým menám a spravila export domácej produkcie konkurencieschopnejším. Devalvácia čínskeho yüanu však na druhej strane predstavuje posilnenie cudzej meny, napr. amerického dolára, ktorého hodnota sa zvyšuje, a tým sa tovary v danej mene stávajú drahšími. To sa prejaví na nižšom záujme o americké výrobky a následne nižšom hospodárskom raste USA. Na druhej strane, keďže Čína je významným svetovým importérom, pre ekonomiky exportujúce do tejto krajiny je jej hospodársky rast dôležitým faktorom pre vlastný ekonomický trh. Vzhľadom na tieto skutočnosti je Čína v súčasnosti kľúčovým prvkom globálneho finančného trhu.

Tieto globálne faktory spolu s domácimi už dlhšie vplyvajú na nízku mieru inflácie mnohých významných svetových ekonomík. Centrálné banky po niekoľkonásobnom znížení sadzieb až na nulovú úroveň pristúpili k prelomeniu tejto zatiaľ nepreskúmanej hranice siahajúcej do záporných čísel, ktorá bola tradične vnímaná ako minimálna možná úroveň pre nominálne úrokové sadzby. Európska centrálna banka a centrálné banky Dánska, Švédska, Švajčiarska a Japonska znížili svoje kľúčové sadzby až do mínusových hodnôt. Chronologicky ako prvá znížila krátkodobu do záporného pásma svoju sadzbu na jednodňové vklady švédska centrálna banka Sveriges Riksbank v roku 2009, neskôr však prešla do reštriktívneho cyklu.

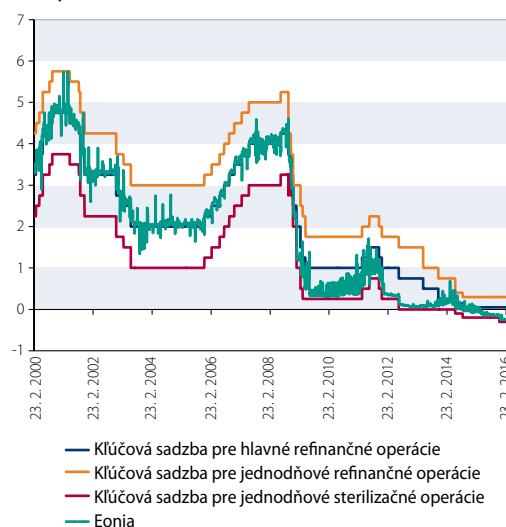
V súčasnej ekonomickej kríze začala so znížením sadzieb pod nulu a s politikou záporných úrokových sadzieb Európska centrálna banka. Expanzívnu menovú politiku aplikuje od roku 2011, keď jej kľúčová sadzba pre hlavné refinančné operácie bola na úrovni 1,5 %. V snahe stimulovať veľmi nízku mieru inflácie¹, ECB posunula do roku 2014 niekoľkonásobnými zníženiami svoje kľúčové sadzby k nulovej úrovni. Zároveň vytvorila viaceré dodatočné operácie a nákupné progra-

Graf 2 Vývoj bilančnej sumy ECB (v mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 3 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb (v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

my, prostredníctvom ktorých dodáva bankovému sektoru významnú dodatočnú likviditu. To sa prejavuje v náraste bilančnej sumy centrálnej banky. Zatiaľ najvyššiu bilančnú sumu, približne 3,1 bilióna EUR, dosiahla ECB v roku 2012. Neskôr však banky využili možnosť predčasného splatenia týchto operácií, čo sa prejavilo na poklese bilančnej sumy k úrovni spred roku 2011. Od roku 2014 opäť dochádza k nárastu bilančnej sumy ECB, čo spôsobujú programy nákupu dlhových cenných papierov.

Znížením sadzieb o 10 bázických bodov ECB v júni 2014 zaviedla zápornú úrokovú sadzbu na jednodňové vklady. Od tohto obdobia ešte niekoľkokrát znížila kľúčové sadzby, ktoré sú momentálne na najnižšej úrovni vo svojej histórii, t. j. 0,00 % pre hlavné refinančné operácie, 0,25 % pre jednodňové refinančné operácie a -0,40 % pre jednodňové

¹ V roku 2014 inflácia dosiahla úroveň 0,4 % a v roku 2015 0,1 %.



2 Záporné úrokové sadzby sú aplikované na depozitné produkty centrálnych bánk, čo znamená, že komerčnej banke je splatená nižšia suma, akú si uložila do centrálnej banky. Výnimku tvoria operácie TLTRO II, ktoré majú refinančný charakter. Keďže úroková sadzba na tieto operácie môže klesnúť až do mínusu, komerčná banka môže dostať od centrálnej banky výnos za čerpanie úveru.

sterilizačné operácie. To znamená, že obchodné banky si v súčasnosti môžu požičať od centrálnej banky zdroje v hlavnej refinančnej operácii so 7-dňovou splatnosťou za nulový úrok. Veľkú časť prostriedkov však hromadia na svojich účtoch povinných minimálnych rezerv, ktorých predpísaná výška je úročená sadzbou hlavnej refinančnej operácie, t. j. 0,00 %. Záporná sadzba pre jednoduchové sterilizačné operácie sa vzťahuje okrem jednoduchových vkladov bánk v centrálnej banke aj na priemerné rezervy bánk držané nad rámec povinných minimálnych rezerv, vklady verejnej správy prekračujúce určitú výšku, zostatky na účtoch účastníkov v rámci systému TARGET2 a iné.

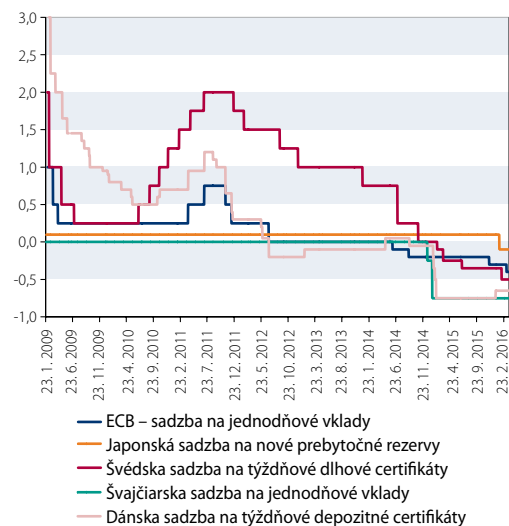
Aby ECB ďalej motivovala bankový sektor na poskytovanie komerčných úverov, na marco-rom zasadení Rady guvernérov zaviedla druhé kolo tzv. cielených dlhodobějších refinančných operácií TLTRO II. So snahou o čo najsilnejšiu motiváciu rozhodla, že úroková sadzba v týchto operáciách môže byť až na úrovni úrokovej sadzby jednoduchových sterilizačných operácií -0,40 %. Podmienkou je poskytnutie takto získaných zdrojov súkromnému sektoru vo forme úverov. Takže banka, ktorá naplní zámer ECB, môže za čerpanie zdrojov z ECB dostať úrokový výnos (požičia si určitú sumu a vráti nižšiu sumu). Tie komerčné banky, ktoré si v TLTRO II požičajú prostriedky, no nebudú úspešné v ich distribuovaní do súkromnej sféry, splatia istinu s nulovým úrokom a vrátia rovnakú sumu, akú si požičali. Splatnosť týchto operácií bude 4 roky a prvá operácia sa uskutoční v júni 2016.

Podľa vyjadrení viacerých európskych bankových analytikov TLTRO II môže byť najúčinnější z doteraz všetkých nadštandardných krokov, ktoré ECB v súčasnom expanzívnom menovopolitickom cykle urobila. Očakávania komerčných bánk zohrávajú osobitne významnú úlohu v účinnosti menovej politiky. ECB, hoci je nezávislá inštitúcia, ktorá sa rozhoduje s ohľadom na stanovené ciele, prihliada na očakávania trhových účastníkov, keďže menovú politiku uskutočňuje cez komerčné banky. Je preto dôležité, aby vo svojich rozhodnutiach prihliadala aj na potreby bánk. Očakávania bankového sektora, pokiaľ ide o menovopolitické rozhodnutia, sú však ďalším začarovaným kruhom. Po každom zasadení Rady guvernérov ECB v poslednom roku trhoví účastníci očakávali, že ECB predstaví ďalšie dodatočné stimuly, keďže inflácia sa už dlho drží na neželaných veľmi nízkych úrovniach. Zdá sa však, že po každom zasadení trh vyjadruje skôr sklamanie a uvádza, že očakával viac ako to, čo bolo schválené, čo už dopredu implikuje, že nové stimuly nebudú úspešné. Z viacerých ekonomických štúdií vyplýva, že záporné sadzby by nemali byť v platnosti príliš dlhé obdobie, pretože môžu narušiť stabilitu finančného trhu. Preto z viacerých dôvodov je ECB v súčasnosti pred obrovskou skúškou dôveryhodnosti, keďže má už viac ako rok v platnosti záporné úrokové sadzby, pravidelne predstavuje nové stimuly, no mieru celkovej inflácie HICP sa nedarí zvýšiť od hodnôt blízkyh nule.

Švajčiarska, dánska a švédka centrálna banka tiež pristúpili k zavedeniu záporných úrokových sadzieb v období rokov 2014 a 2015, a to z dôvodu nepriaznivého ekonomického vývoja a tlakov na posilňovanie domácich mien. Rovnaký krok podnikla centrálna banka Japonska začiatkom roku 2016.² Centrálna banky v Európe následne viackrát znížili svoje depozitné sadzby. Najviac, až na -0,75 % znížila svoju sadzbu dánska centrálna banka. Urobila tak z dôvodu tlakov na apreciáciu domácej meny na začiatku roku 2015, no o rok neskôr, po ustúpení výrazného posilňovania dánskej koruny, zvýšila sadzbu o 10 bázických bodov na súčasných -0,65 %. Švajčiarska centrálna banka začala v decembri 2014 redukciami úrokovej sadzby na -0,25 % a ďalším 50 bodovým znížením ju upravila na -0,75 % začiatkom roku 2015. Švédka centrálna banka znížila po prvý raz sadzbu do záporného pásma na -0,10 % začiatkom roku 2015 a ďalšími tromi zníženiami ju posunula na -0,50 %. Centrálna banka Japonska redukovala sadzbu prostredníctvom trojstupňového piliera na -0,10 % so signalizovaním možného pokračovania v ďalšej redukcii.

Mnoho ekonómov si kladie otázku, ako hlboko môžu záporné sadzby klesnúť. Podľa väčšiny analýz existuje určité dno, ktoré je limitované možnosťou využitia arbitrážnej príležitosti. Tou sú bankovky, ktoré majú fiktívnu úrokovú sadzbu 0 %. Ak by teda nominálna úroková sadzba klesla výrazne do mínusu, subjekty by mohli uprednostniť držbu hotovosti, za ktorú by nezískali, no ani neplatili žiadne úroky v porovnaní s držbou prostriedkov na bankových účtoch. Nulový úrok na bankovkách je však len iluzórny, keďže s držbou bankoviek vo väčších sumách by komerčným bankám vznikali určité náklady, ako napríklad náklady súvisiace s transportom hotovosti a s jej následným uschovaním v bezpečnostných trezoroch. Preto náklady na investíciu do bankoviek

Graf 4 Kľúčové sadzby centrálnych bánk so zápornými sadzbami



Zdroj: Bloomberg.



nie sú nulové, ale odhaduje sa, že úroková sadzba približne -0,25 % by bola dostatočnou kompenzáciou nákladov medzi bezhotovostnou a hotovostnou držbou prostriedkov. Okrem centrálnej banky Japonska už všetky centrálné banky znížili kľúčovú sadzbu pod túto úroveň. Zatiaľ však pod-

ľa zverejnených údajov nebol zaznamenaný atypický nárast hotovosti.

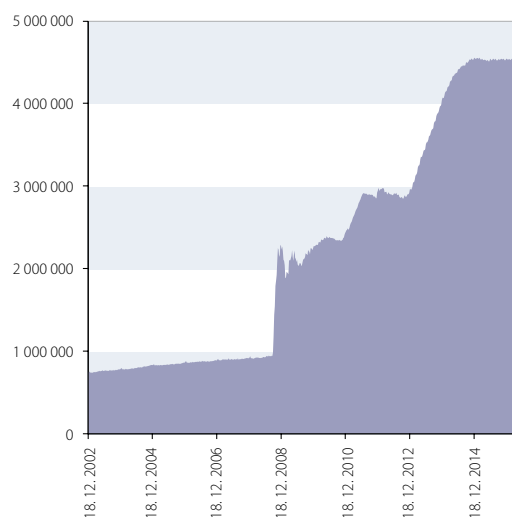
Po takmer desaťročnom globálnom cykle expanzívnych menových politík významných svetových centrálnych bánk začína prichádzať k divergencii ich menových politík. Ako prvý prešiel z expanzívneho do pomalého reštriktívneho menového cyklu Federálny rezervný systém USA (Fed), keď v decembri 2015 prvýkrát zvýšil kľúčovú úrokovú sadzbu po deviatich rokoch o 25 bázických bodov na 0,50 %. Pritom až sedem rokov boli sadzby na historickom minime v blízkosti nuly¹. Banka tak realizovala už dlhšie avizovaný krok, ku ktorému pristúpila na základe zlepšujúcich sa podmienok na americkom trhu práce a na základe očakávania, že americká inflácia v strednodobom horizonte dosiahne požadované 2 %. Banka ďalej naznačila, že kľúčovú úrokovú sadzbu bude zvyšovať pomalým tempom, aby tak nenarušila postupnú obnovu ekonomického rastu. Podľa ekonomických predikcií Fed očakáva v roku 2016 2,4-percentný rast HDP, nezamestnanosť na úrovni 4,7 % a infláciu 1,6 %. Podľa trhových účastníkov, hoci názory nie sú jednotné a jednoznačné, Fed najbližšie zvýši kľúčovú sadzbu o ďalších 25 bázických bodov v júni 2016. Do konca roka 2016 sa očakáva, že táto sadzba bude v blízkosti 1,00 %. Podľa dostupných komentárov bude ďalší vývoj sadzieb závisieť nielen od vývoja inflácie a zamestnanosti v USA, ale aj od výmenného kurzu čínskeho yüanu, ktorý má významný vplyv na svetový obchod. Predpokladané oslabenie yüanu voči americkému doláru by mohlo mať vplyv na spomalenie hospodárskeho rastu a inflácie USA.

Reakciu Fedu na finančnú a neskôr ekonomickú krízu bolo zavedenie nových nástrojov, prostredníctvom ktorých centrálna banka dodala bankovému sektoru značné množstvo likvidity. To sa prejavilo na vysokom náraste bilancie Fedu na aktuálnych 4,5 bilióna USD. Podľa analytikov však Fed v rámci aktuálneho reštriktívneho cyklu ešte počká so sťahovaním tejto likvidity z obehu minimálne do konca roka 2016.

Na záver je na mieste otázka, či sa všetkým bankám, ktoré sa snažia o zvýšenie neprímerane nízkej inflácie, podarí vyvolať aj potrebný ekonomický rast. Ak sa masívnymi menovými stimulmi nakoniec podarí zvýšiť infláciu bez zvýšenia ekonomického výstupu, môže, skôr však len teoreticky, vzniknúť ďalší ojedinelý ekonomický jav – stagflácia. Vysoká inflácia bez ekonomického rastu sa môže opäť postarať o zaneprázdnenosť centrálnych bankárov.

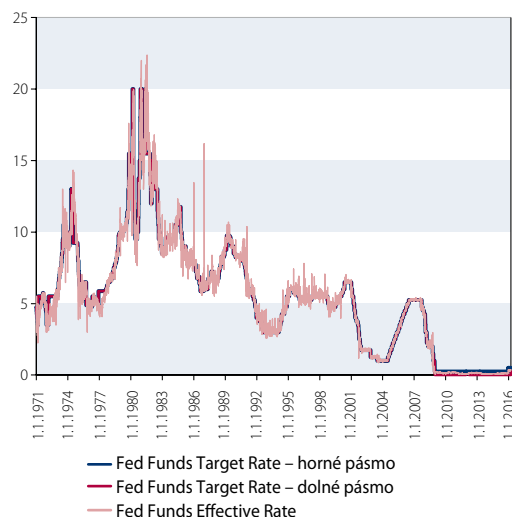
³ Cielové pásmo je zvýšenie z 0,00 – 0,25 % na 0,25 – 0,50 %.

Graf 5 Vývoj bilančnej sumy Fedu (v mil. USD)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 6 Historický vývoj kľúčových úrokových sadzieb Fedu a jednodňovej trhovej sadzby



Zdroj: Bloomberg.

Zdroje:

1. Alsterlind, J., Armelius, H., Forsman, D., Jonsson, B., Wretman, A. L. (2015): How far can the repo rate be cut?, Sveriges Riksbank, Economic Commentaries, no. 11, 2015.
2. Bech, M., Malkhozov, A. (2016): How have central banks implemented negative policy rates?, BIS Quarterly Review, s. 31-44, March 2016.
3. Bloomberg.
4. www.ecb.europa.eu
5. www.federalreserve.gov
6. www.boj.org.jp