

NETRADIČNÁ MENOVÁ POLITIKA A KVANTITATÍVNE UVOĽŇOVANIE CENTRÁLNEJ BANKY JAPONSKA V ROKOCH 2001–2006

Miroslav Titze, Vysoká škola ekonomická v Praze*

DOI: 10.18267/j.polek.1015

Úvod

Centrálne banky vyspelých ekonomík po páde Lehman Brothers pristúpili k mnohým netradičným menovým opatreniam. Pred ich zavedením nemali výraznejšiu skúsenosť s alternatívnymi nástrojmi, ich dopadmi, implementáciou, vedľajšími účinkami, a tak ich uskutočňovali za značnej neistoty.

Celý uzavretý cyklus kvantitatívneho uvoľňovania (ďalej „QE“) zažila centrálna banka Japonska (ďalej „BoJ“) v rokoch 2001–2006¹, ktorý je stále záujmom skúmania i z hľadiska implementácie, nakoľko vstup i únik bol rýchly a úspešný. Na peňažnom trhu stále panovala nedôvera, ktorá mohla vyústiť do krízy likvidity. Samotná BoJ pri aplikácii nepredpokladala výraznejšiu transmisiu do reálnej ekonomiky. Opatrenia BoJ boli smerované skôr za stabilizačnými účelmi, i keď Bernanke, Reinhart, Sack (2004) ich odporúčajú ako alternatívu politiky nulových úrokových sadzieb (ďalej „IR“).

Práca má za cieľ detailne a komplexne skúmať vzájomné súvislosti netradičných opatrení BoJ medzi rokmi 2001–2006 z teoretického i praktického hľadiska, v kontexte celkového makroekonomického vývoja japonskej ekonomiky. Rovnako poukazuje na praktické problémy a aspekty QE, ktorými sa BoJ musela zaoberať pri implementácii netradičných menových opatrení pri danom makroekonomickom vývoji.

Japonské prvé QE je chápané skôr ako náhrada za menovú politiku riadenia efektívnych IR a komplement politiky nulových IR. Malo dodať kredibilitu záväzku udržiavať krátkodobé efektívne IR na nule a vyslať signál, že budú nulové po dlhšiu dobu, čo malo zmierniť neistotu a povzbudiť dlhodobé investície, ako aj vytvoriť inflačné očakávania, čím by došlo k zníženiu reálnych IR a podpore ekonomického rastu. Ako tvrdí Bernanke (2009), BoJ sa zaujímala hlavne o stranu pasív v rozvahe, i keď uskutočnila v malom množstve aj nákupy súkromných cenných papierov.

Prvá časť skúma makroekonomické okolnosti, za ktorých bola netradičná menová politika (ďalej „UMP“) aplikovaná (i nad rámec horizontu menovej politiky), čo umožní zasadiť menovú politiku BoJ do dlhodobých problémov, ktorými trpela ekonomika počas prvej stratenej dekády. Druhá časť práce sa zaoberá zmenou v implementácii

* Tento článok bol spracovaný v rámci vedecko-výskumného grantu IGA VŠE F1 5/2014 Finanční a hospodářský cyklus.

1 Politika QE je v práci chápaná iba ako jeden z druhov UMP. Často býva pojem netradičná menová politika a QE stotožňovaný s odkazom na japonské QE.

menovej politiky BoJ z hľadiska stratégie vstupu do UMP, nákupmi súkromných cenných papierov ako aj únikom z UMP. Tretia časť práce analyzuje dopady UMP na finančnú a reálnu stránku ekonomiky, kde sa snaží empiricky overiť vplyv rezerv na trajektóriu vývoja hlavných makroekonomických veličín.

1. Základné makroekonomické východiská pri aplikácii netradičnej menovej politiky BoJ v rokoch 2001–2006

1.1 Bilančná recesia, dlhodobý pokles agregátneho dopytu a nepružná agregátna ponuka

Od začiatku 90-tych rokov začala trpieť ekonomika dlhodobou stagnáciou vyvolanou prasknutím bubliny na trhu aktív. Nikkei 225 stratil z vrcholu za dva a pol roka 60 % svojej hodnoty. Od roku 1991 začali dlhodobo klesať aj ceny nehnuteľností. Podľa Okina, Shirakawa, Shiratsuka (2001) pokiaľ agregovaný kapitálový zisk súvisiaci s rastom cien akcií a nehnuteľností medzi rokmi 1986–1989 dosiahol 452 % HDP, tak medzi rokmi 1990–1995 klesol na 159 % HDP, čo uviedlo ekonomiku do bilančnej recesie. Podľa Koo (2008, 2011) sa v ekonomike zmenilo optimalizačné správanie smerom k minimalizácii dlhu, keď sa nefinančné podniky stali dokonca čistým veriteľom. Vo vnútri bilančnej recesie ekonomika zažívala bežný hospodársky cyklus. Z makroekonomického hľadiska prechod na nové optimalizačné správanie viedlo k dlhodobému poklesu agregátneho dopytu.

Pád cien akcií a nehnuteľností znamenal výraznú stratu čistého imania a nárast dlhového bremena v rozvahách domácností, bánk i nefinančných podnikov. Pri rigidite dlhových záväzkov sa pri klesajúcich cenách aktív zvyšovalo reálne bremeno zadlženia, čo vyústilo do korporátnej dlhovej krízy. K oddlžovaniu dochádzalo rôznymi kanálmi (cieľ zvýšiť peňažné toky potrebné k splácaniu dlhu): prepúšťanie zamestnancov, znižovanie miezd, redukcia výrobných kapacít a investícií, predaj aktív, zvýšenie významu exportu pri produkcii, presídľovanie firiem a subdodávateľov do zahraničia, produkcia kvalitnejších výrobkov a ďalšie.

Záporný efekt bohatstva, korekcia bilancii a neistota sa prejavili v dlhodobom prepade domácej spotreby a hrubej tvorbe fixného kapitálu. Dlhodobo pretrvávajúca záporná produkčná medzera tlačila na pokles spotrebiteľských cien i nominálnych miezd, čo vyústilo nakoniec do seba naplňujúcej sa deflačnej špirály a dlhodobej stagnácie. Podľa Koo (2011) nefinančné podniky dokončili nápravu rozváh v roku 2005 (pred únikom z QE). Aj napriek celoživotnému poňatiu práce došlo k zdvojnásobeniu nezamestnanosti, ktorá sa pohybovala nad úrovňou 5 %.

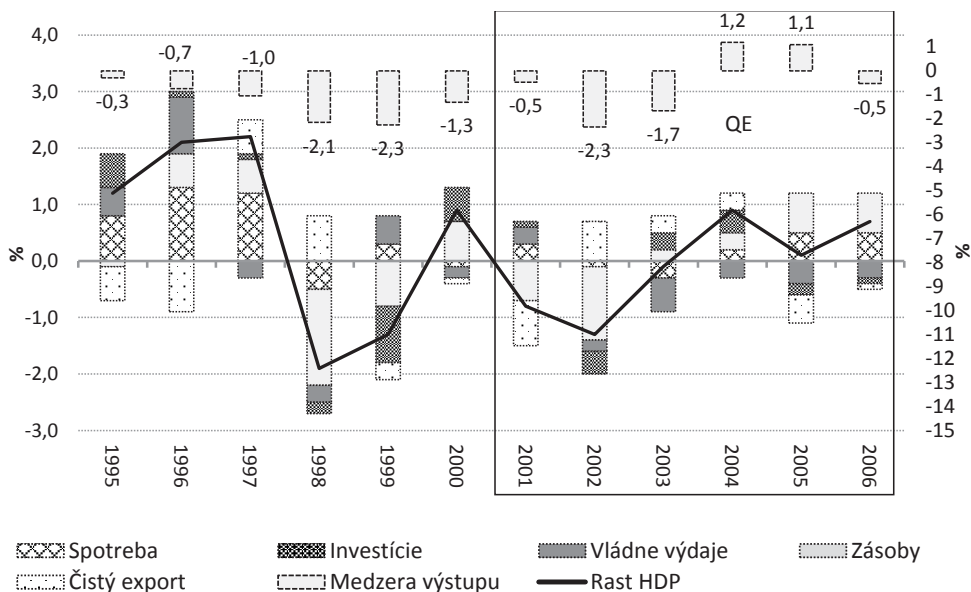
Z dlhodobého hľadiska na agregátny dopyt nepriaznivo pôsobila i vysoká vybavenosť domácností statkami dlhodobej spotreby ako aj starnutie obyvateľstva, ktoré sa zrýchlilo po roku 2000. Počas prvej stratenej dekády stabilizoval HDP významne export (s výnimkou Ázijskej krízy) a expanzívna fiškálna politika (s výnimkou Hashimotovho pokusu o konsolidáciu verejných financií v roku 1997). To potvrdzovali výrazné prebytky obchodnej bilancie (trendová apreciácia yenu) a narastajúci deficit verejných financií.

Fiskálne stimuly a použitie verejných zdrojov na záchranu bankového systému vyústili do prudkého nárastu zadĺženia štátu, keď hrubý dlh v roku 2000 dosiahol 142,06 % HDP. Expanzívna fiskálna politika Japonska býva najmä medzi teoretikmi označovaná za neúspešnú, kde konečným výsledkom z dlhodobého hľadiska je iba nárast verejného dlhu. Naopak Koo (2008), Yoshikawa (2002) ju považujú v čase bilančnej recesie za extrémne úspešnú, s pozitívnym dopadom na cenovú hladinu a zápornú produkčnú medzeru.

Ministerstvo financií dlhodobo nemá problém s obsluhou dlhu. Prebytok domácich úspor nad investičnými príležitosťami generuje dostatočné množstvo zdrojov na pokrytie vypožičateľnej potreby vlády. Deflačné tlaky podporujú sporenie a prinášajú reálnu výnosnosť z držby štátnych dlhopisov (ďalej „JGBs“) i pri klesajúcich nominálnych výnosoch z JGBs. Domáce banky, penzijné fondy a poisťovne preferujú domáce JGBs pred zahraničnými a nakupujú ich hlavne s cieľom držby do splatnosti, čím výrazne stabilizujú dopyt po JGBs.² V čase prvého QE najväčším držiteľom bola štátna Japan Post, ktorá mala na strane záväzkov hlavne dlhodobé vklady a pokrývala ich držbou JGBs (vlastnila 20 % dlhu vlády). Markantná časť štátneho dlhu je denominovaná v yenoch. Za stabilného investora možno považovať i BoJ, ktorá tradične pokrýva prirodzený deficit rezerv bankového systému (obeživo) nákupom dlhodobých JGBs.

Graf 1

Vývoj nominálneho HDP a produkčnej medzery počas QE



Zdroj: CAO, IMF, na vedľajšej ose je produkčná medzera

2 Peňažná zásoba je popri úveroch v rozvahách obchodných bánk krytá hlavne JGBs. Narušenie financovania štátu by tak viedlo ku kolapsu finančného systému a menovej kríze.

Mnoho ekonómov poukazuje na štrukturálne problémy (dlhodobý pokles potenciálneho produktu) japonskej ekonomiky počas prvej stratenej dekády a neuznáva úlohu dlhodobého zaostávania agregátneho dopytu. Za hlavnú príčinu stagnácie považujú nepružnú agregátnu ponuku, pokles konkurencieschopnosti, celkovej produktivity výrobných faktorov (ďalej „VF“) a neflexibilný trh práce.

V hospodárstve boli v kontraste silné nadnárodné spoločnosti so slabými malými a strednými podnikateľmi. Podľa Nasako (2014) došlo k miernemu poklesu dynamiky produktivity VF kvôli zameraniu sa podnikmi na problémy s bilanciami. Japonské firmy boli stále úspešné v aplikácii nových technológií, ale zaostávali v inovačnom procese.

Úlohu poklesu celkovej produktivity VF zdôrazňuje Slaný, Sudo (2006). Naopak podľa Motohashi (2003), Jorgenson, Kazuyuki (2003) empirické dôkazy nepodporujú hypotézu štrukturálneho poklesu. K poklesu produktivity VF došlo iba u nevýrobného sektoru ekonomiky. Od roku 1996 začala masívna liberalizácia, privatizácia a deregulácia vo všetkých sektoroch ekonomiky, ktorá pôsobila na znižovanie cenovej hladiny zo strany ponuky. Štrukturálne reformy mali za cieľ zvýšiť produktivitu VF. Nedokázali však naštartovať výraznejší hospodársky rast. Po roku 2000 sa výrazným prvkom v japonskej deflácii stal demografický faktor, ktorý má nepriaznivý dopad na zásobu pracovnej sily a produktivitu práce.

1.2 Pokračujúce problémy bánk s pochybnými pôžičkami a krehký finančný systém

Symetricky sa fáza oddlžovania, prepád cien aktív, nárast bankrotov podnikov, problémy splácať pôvodné úvery prejavil v bilanciách bánk. Korporátna dlhová kríza a pokles cien aktív postupne vyústili do bankovej krízy a prudkého prepadu ponuky úverov v rokoch 1997–1998, keď začali krachovať i veľké celonárodné banky. Najproblematickejšie sa ukázali pôžičky poskytnuté do sektoru nehnuteľností, stavebníctva a finančného sektoru. BoJ spolu v spolupráci s ďalšími regulačnými inštitúciami (Deposit Insurance Corporation of Japan, Financial Services Agency) nedovolila, aby problémy bánk so solventnosťou prerástli do vážnej krízy likvidity a správala sa ako veriteľ poslednej inštancie.

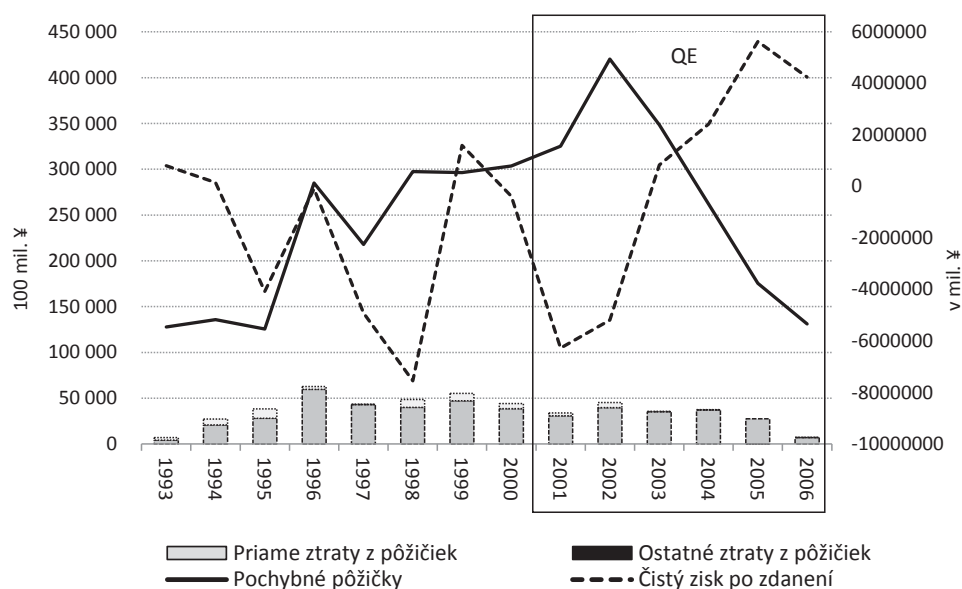
BoJ uvoľnila úverové facility, zaviedla nové operácie na dodávanie rezerv, rozšírila akceptovateľný kolaterál, ako i podporila redistribúciu rezerv kvôli rastúcemu dopytu po dobrovoľných rezervách a obežive, čo viedlo k dočasnému nárastu rozvahy BoJ (Graf 5). Po roku 2000 pokračovala reštrukturalizácia bánk a fúzie (cieľ znížiť prevádzkové náklady a zvýšiť ziskovosť). I keď sa podarilo zastaviť krachy veľkých bánk, fúzie znamenali dlhodobé oslabenie celého bankového systému. Pochybné pôžičky dosiahli svoj vrchol v roku 2002, keď ich hodnota sa pohybovala na úrovni 42 tril. ¥ (35,3 % HDP). Podľa Inaba, Kozu, Sekine, Nagahata (2005) pôžičky, ktoré si vyžadovali pozornosť s ohľadom na úverové riziko, dosahovali na konci marca 2003 až 90,1 tril. ¥.

Kvôli odpisovaniu pôžičiek a nepriaznivému makroekonomickému vývoju mali banky aj napriek masívnym kapitálovým injekciám problém zvýšiť kapitálovú primeranosť. Nulové IR a nedostatočný dopyt po úveroch aj napriek rozšíreniu rozpätia medzi IR z vkladov a úverov nevedol k zvýšeniu ziskovosti, nakoľko banky museli značnú časť získaných prostriedkov využiť na odpísanie úverov. Problém s kapitálom v kontexte regulačných opatrení môže mať vplyv na celkovú ponuku úverov, keď banky striktniejšie posudzujú úverové podmienky. Na pokrytie rizikovejších investícií by museli zvyšovať regulačný kapitál (prípadne požiadať o verejné zdroje, ktoré by však boli spojené s reštrukturalizáciou banky a výmenou manažementu).

Na medzibankovom trhu vďaka krehkosti bankového systému sa mohla v čase prvého QE ľahko obnoviť nedôvera, čo vytvára tlak na likvidné pozície bánk a bezproblémové fungovanie peňažného trhu, čo môže prípadne vyústiť do prudkého prepadu ponuky úverov a nárastu nedôvery, s negatívnym konečným odrazom v reálnej ekonomike ako i cenovej hladine.³

Graf 2

Problémy bánk s pochybnými pôžičkami a ziskovosťou počas QE



Zdroj: OECD, DIC, čistý zisk bánk je na vedľajšej osi, vlastné spracovanie

3 Bankovú krízu 1997–1998 a riešenie problémových inštitúcií v kontexte opatrení BoJ bližšie popisuje Nasako (2001), Cargill, Hutchinson (2000).

1.3 Spľasknutie IT bubliny, hrozba úverového stenčenia a masívne devízové intervencie

Ekonomika sa počas prvej stratenej dekády zamerala na odvetvie IT, ktoré ako jedno z mála zažívalo výrazný nárast produktivity VF. Po spľasknutí IT bubliny v roku 2000, ktorá mala výrazný dopad aj na japonský akciový trh, hrozilo, že sa opäť roztočí deflačná špirála, zosilnia sa problémy bánk s pochybnými pôžičkami a kapitálom. Externý šok mohol oslabiť dôveru finančných inštitúcií a ohroziť funkčnosť peňažného i finančného trhu, ako aj narušiť úrokový transmisný mechanizmus pozdĺž jednotlivých segmentov. Hodnotové ukazovatele indikovali zhoršenie podmienok na strane ponuky úverov a hroziace úverové stenčenie.

Po prasknutí IT bubliny sa začala rozširovať medzera výstupu kvôli prepadu exportu, produkcie a investícií (Graf 2), čo tlačilo na ďalší pokles cenovej hladiny a zhoršovalo prispôbovaciú fázu korekcie rozváh dlžníkov. Cielená IR bola na nule (politika nulových IR) a BoJ nemala už žiadnu inú možnosť ako ďalej „uvoľniť“ menovú politiku a vyhnúť sa nepriaznivej (dopytovej) deflačnej špirále.⁴

Po dosiahnutí nulovej nominálnej IR a zhoršujúcej sa fiškálnej pozícii zostali devízové intervencie ako posledný nástroj na prekonanie deflačnej špirály. Pokračujúca apreciacia nominálneho a reálneho efektívneho menového kurzu neodpovedala fundamentálnemu vývoji v podobe narastajúcej produkčnej medzery, deflácie a prepade exportu. Apresiasi yenu mala nepriaznivý vplyv na vývoj CPI skrz importné ceny, keďže je ekonomika výrazne závislá na dovoze ropy. Ministerstvo financií pristúpilo k masívnym, skrytým, koordinovaným devízovým intervenciám najmä medzi rokmi 2003–2004. Špekulácie na devízovom trhu tlačili na apreciaciu nominálneho kurzu, a tak sa jednalo skôr o korekciu a politiku „fúkania proti vetru“ na rozdiel od zámerného získania dlhodobej konkurenčnej výhody. Celková veľkosť devízovej intervencie sa pohybovala na úrovni 7% HDP (35 tril. ¥). Devízové intervencie považuje Ito (2005) za úspešné, nakoľko pomohli zmierniť apreciaciu yenu, naštartovať ekonomiku na pozitívnu trajektóriu vývoja a prispeli k rastu spotrebiteľských cien, akcií i HDP. Rovnako Chaboud, Humpage (2005) poukazujú na ich proticyklický efekt.

2. BoJ a zmena v implementácii menovej politiky v rokoch 2001–2006

Pred zavedením neštandardných menových opatrení BoJ existovala rozsiahla teoretická diskusia o najvhodnejšom úniku z politiky nulových IR a pasce likvidity s odkazom na japonskú ekonomiku. Mnohé návrhy vychádzali z poňatia pasce likvidity podľa Krugman (1998), Krugman (2000), kde je potrebné k obnoveniu makroekonomickej rovnováhy znižovať reálne IR do úrovne zápornej prirodzenej IR vyvolaním inflačných očakávaní. Krugman (1998) odporúčal BoJ ovplyvniť a vytvoriť inflačné očakávania prostredníctvom nadhodnotenia inflačného cieľu. Autori ako McCallum (2000),

4 V súlade s Bordo, Lane, Redish (2004), ktorí japonskú defláciu považujú za nepriaznivý typ deflácie.

Svensson (2001), navrhujú v prípade otvorenej ekonomiky depreciovať domácu menu, ktorú považujú za spoľahlivý spôsob prekonania pasce likvidity. Orphanides, Vieland (1999), Bernanke, Reinhart, Sack (2004) považujú za vhodný rast menovej bázy, ktorý by pôsobil na cenovú hladinu cez portfóliový efekt.

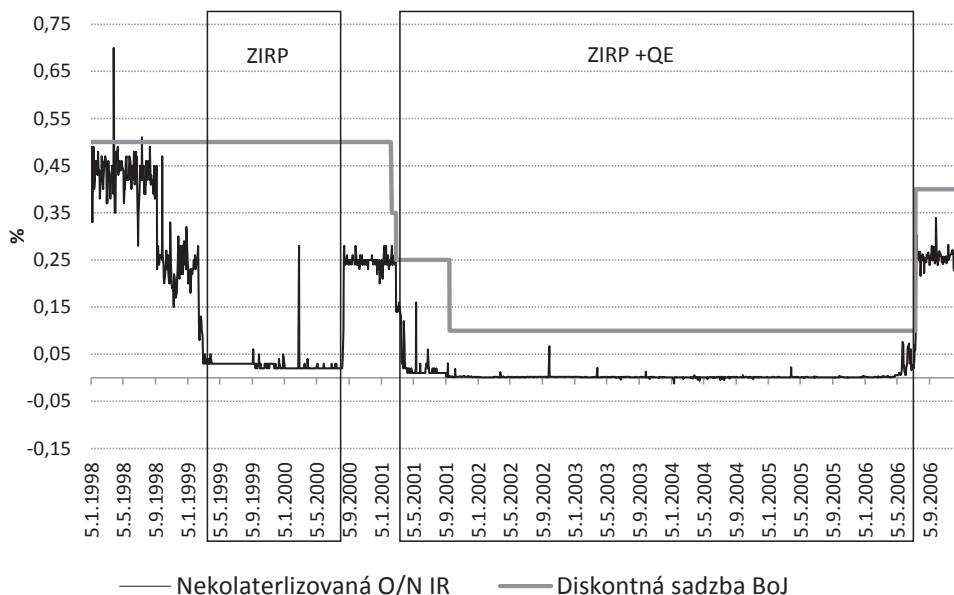
2.1 Prechod z riadenia efektívnej úrokovej sadzby na cielenie rezerv (menovej bázy)

Ešte pred samotným vstupom do QE vo februári 2001 uvoľnila BoJ podmienky získania rezerv, aby zmiernila volatilitu efektívnych IR na peňažnom trhu, spôsobenú pretrvávajúcou nestabilitou v bankovom systéme. Zaviedla nový lombardný typ O/N zápožičateľnej facility za oficiálnu diskontnú sadzbu, ktorá predstavovala maximálny strop pre efektívne O/N IR. Účelom bolo znížiť závislosť bánk od medzibankového trhu v prípade ich problémov s likviditou. Opatrenie malo pozitívny dopad na stabilizáciu volatility efektívnych O/N IR a jej transmisiu do IR z ďalších termínových inštrumentov. Cieľom bolo primárne stabilizovať variabilitu termínovej prémie u inštrumentov pozdĺž celej výnosovej krivky na základe zníženia variability efektívnej IR. BoJ zároveň znížila diskontnú sadzbu na 0,1 % (Graf 3), čím znižovala fragmentáciu medzi financovaním bánk prostredníctvom trhu a skrz BoJ. BoJ znížila cieľnú IR v konkurenčnej časti aukcie z 0,01 na 0,001 %, aby podnietila dopyt po rezervách a minimalizovala náklady bankového systému na ich získanie, ktorý je v čistom dlžníckom postavení voči centrálnej banke, čo vyplýva z jej postavenia v bankovom systéme.

BoJ sa pripravovala na vstup do QE, keď pri nulových IR na medzibankovom trhu môžu byť transakčné náklady spojené s obchodovaním väčšie ako ich výnos, a preto sú nútené banky viac využívať operácie BoJ. V prípade oslabeného medzibankového trhu má centrálna banka značný priestor pre emisiu rezerv vďaka nárastu dopytu po dobrovoľných rezervách kvôli zabezpečovaciemu motívu.

Na prepád cien a ekonomickej aktivity sa BoJ od marca 2001 snažila reagovať menovým „uvoľnením“ v podobe QE. Zmenila operačný cieľ z nekolateralizovanej O/N IR na celkové množstvo rezerv bánk (podliehajúcich PMR). BoJ uvažovala o ciele rezerv ako o dočasnej politike a explicitne vymedzila podmienky úniku (pokiaľ sa jadrová inflácia nedostane stabilne k 0 alebo nezačne medzироčne rásť). Podľa Ugai (2007) to malo predstavovať optimálny záväzok v nekeynesiánskom poňatí, nakoľko s QE na rozdiel od inflačného cielenia nemali centrálné banky v tej dobe skúsenosť.

Graf 3
Úroková politika BoJ



Zdroj: BoJ, vlastné spracovanie

I keď bol vstup do QE spojený s cieľením rezerv implementovaný úspešne, hrozili pri vstupe viaceré riziká. Muto (2003) a ďalší poukazovali na problém vtlačenia voľných rezerv do bankového systému. Počas QE dochádzalo k permanentnému pod úpisu aukcií u všetkých typov krátkodobých operácií. Z praktického hľadiska mohla nastať situácia, v ktorej BoJ nemusela naplniť cieľ (Graf 4), nakoľko bankový systém netrpel nedostatkom rezerv. Banky nemuseli byť ochotné hromadiť voľné rezervy, pretože pri ich neúročení sú oportunitné náklady držby značne vysoké.⁵

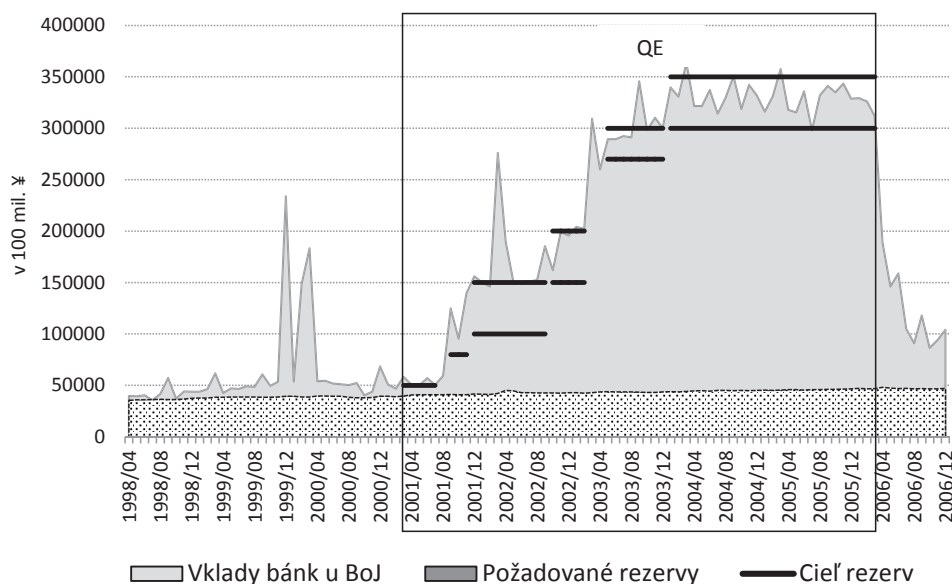
Počiatočnú úroveň celkových rezerv stanovila BoJ na úrovni 5 tril. ¥, pričom predtým sa v priemere pohybovali požadované rezervy na úrovni okolo 4 tril. ¥ (Graf 4). Cieľ BoJ v reakcii na zhoršujúce ekonomické podmienky sa zmenil ešte sedem krát až na výsledných 30 – 35 tril. ¥ (Graf 4), ktorý udržiavala až do úniku. Pri každej zmene cieľa vyhlasovala, že je ochotná v prípade problémov na medzibankovom trhu poskytovať rezervy i nad úroveň deklarovaného cieľa, ktorý tak tvoril skôr podlahu. BoJ najskôr určila bodový cieľ, no neskôr pristúpila k intervalovému cieľeniu rezerv

5 Ako tvrdia Maeda, Fujiwara, Mineshima, Taniguchi (2005), banky sa pri dopyte po rezervách neriadia iba motívom splniť požadované rezervy a minimalizáciou nákladov, ale ovplyvňuje ho i zabezpečovací motív držby likvidity v prípade rastúceho záujmu o finančnú nestabilitu, keď je oslabený medzibankový trh. Predaje JGBs bankami môžu slúžiť i na zabezpečenie budúceho zisku, špekulácie medzi spotovým a forwardovým trhom ako i k riadeniu úrokového rizika.

(Graf 4).⁶ K stabilizácii autonómnych a jednorazových faktorov používala krátkodobé doladovacie operácie. Celkovo sa BoJ v priemere úspešne darilo dosahovať cieľené pásmo i napriek pod úpisu aukcií a prudkým jednorazovým výkyvom v dopyte po rezervách (Graf 4).

Graf 4

Vývoj vkladov bánk u BoJ v kontexte ciele rezerv



Zdroj: BoJ, vlastné spracovanie

2.2 Stratégia vstupu BoJ do cyklu kvantitatívneho uvoľňovania, založená na emisii rezerv s krátkou dobou splatnosti

Keďže už na začiatku BoJ ohlásila podmienky úniku, musela optimalizovať vstup z hľadiska splatnosti dodaných rezerv. Celkovo možno rozdeliť likviditu dodanú na krátkodobom základe a prostredníctvom nákupov „dlhodobých“ JGBs (Graf 5).⁷ Pri vstupe do QE sa BoJ primárne zamerala na nákupy štátnych pokladničných poukážok (T-bills), bankové poukážky kryté kolaterálom (Bills purchased) a JGBs s krátkou reziduálnou splatnosťou.

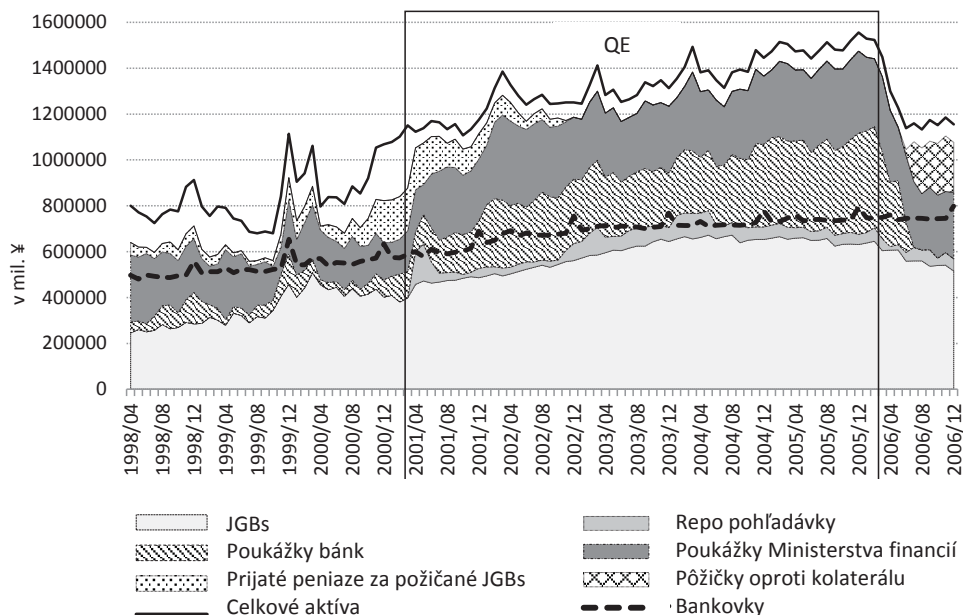
6 Nestabilitu autonómnych faktorov (hlavne účet vlády, obeživo) i jednorazové faktory (vojna v Iraku, problémy Enronu, teroristické útoky v USA, problémy individuálnych bánk atď.) spôsobovali výrazné vychýlenie z cieľu a nestabilitu dopytu po rezervách. Práca sa ďalej nezaoberá ultrakrátkymi a doladovacími operáciami.

7 Technické aspekty nástrojov implementácie menovej politiky bližšie popisuje BoJ (2011), Blenck, Hasko, Hilton a Masaki (2009), Maeda, Fujiwara, Mineshima, Taniguchi (2005).

K tomu, aby BoJ povzbudila dopyt bánk po voľných rezervách a vyhla sa pod úpisu aukcií, uskutočnila mnoho technických úprav nákupov krátkodobých cenných papierov (ďalej „CP“) a repo operácií: uvoľnenie kolaterálu, predĺženie splatnosti refinančných operácií z 3 mesiacov na 1 rok, rozšírenie protistrán v operáciách z 30 na 40, zvýšenie frekvencie repo obchodov, zrušenie rotácie akceptovateľných protistrán. Podporila redistribučný proces a dopyt po rezervách i tým, že rozšírila operácie i na svoje pobočky, aby sa rezervy ľahšie dostali k regionálnym bankám.

Graf 5

Zdroje rezerv na strane aktív rozvahy BoJ



Zdroj: BoJ, vlastné spracovanie a úprava, ostatné položky chýbajúce z rozvahy sú kvôli prehľadnosti vynechané. Do apríla 2001 boli repo operácie súčasťou JGBs, T-bills, TD-bills, F-bills, potom sa začali vykazovať samostatne.

Od 2002 založila BoJ nový typ krátkodobých operácií v podobe nákupov/predajov JGBs s repo dohodou, čím chcela nahradiť stávajúce nákupy pokladničných poukážok s repo dohodou a pôžičky JGBs za hotovostný kolaterál. Cieľom bolo optimalizovať splatnosť dodaných rezerv, pretože priame nákupy dlhodobých JGBs by ohrozovali možnosť dosiahnuť rýchleho úniku z QE.

Na konci decembra 2002 sa BoJ snažila uvoľniť nepriamo podmienky korporátneho financovania a repo operácií i prostredníctvom rozšírenia kolaterálu o ďalšie

druhy aktív.⁸ Tým uvoľnila regulačný kapitál bánk, podporila korporátne financovanie a mohla dodať do systému ďalšie rezervy na krátkodobom základe. Výraznú úlohu začali zohrávať najmä pôžičky zo zástavou na nehnuteľnosti. Zahrnutím nových aktív sa výrazne zmenila štruktúra užitia kolaterálu v prospech súkromných CP.

2.3 Nákupy dlhodobých JGBs za účelom naplnenia cieľných rezerv

Nákupy dlhodobých JGBs s držbou do splatnosti slúžili ako sekundárny zdroj krátkodobej likvidity, aby došlo k hladkému naplňovaniu cieľných rezerv. BoJ sa sústreďovala na krátku zvyškovú splatnosť, prípadne poskytovala JGBs s dohodou o spätnom predaji. Pri zavedení QE stanovila mesačný objem nákupov na 400 mld. ¥, pričom pri ďalších zmenách cieľa zvyšovala objem až na úroveň 1,2 tril. ¥. BoJ musela uskutočňovať nákupy tak, aby nedošlo k poškodeniu a deformácii sekundárneho trhu JGBs. Graduálny nákup a vytvorenie repo trhu bolo vhodné z hľadiska minimalizácie distorií sekundárneho trhu.

BoJ si už na začiatku QE stanovila limit na nákup dlhodobých JGBs do úrovne emitovaného obeživa. I keď do konca roku 2005 je vidieť rýchlejšiu rast trajektórie nákupov JGBs ako trendovej emisie obeživa, portfólio JGBs nikdy nepresiahlo hranicu emitovaného obeživa (Graf 5). Po priblížení k celkovému limitu hrozilo, že JGBs zostanú dlho v rozvahe, a tak BoJ zmenila v septembri 2002 procedúru nákupov na reverzné repo operácie. Ako píše Maeda, Fujiwara, Mineshima, Taniguchi (2005), cieľom limitu bolo explicitne obmedziť množstvo rezerv dodaných na dlhodobom základe, ktoré by mohlo byť chápané aj ako priame financovanie vládnych výdavkov a manipulácia cien JGBs. Týmto opatrením chcela BoJ dodať kredibilitu nákupom dlhodobých JGBs. Z toho vyplýva, že ich nemožno chápať ako priamu podporu refinancovania štátu, ktorá bola skôr nepriamym dôsledkom cielenia rezerv.

Už pred zavedením QE najväčšou zložkou v aktívach BoJ boli JGBs s vysokým podielom dlhodobých (10Y a 20Y). Vyplýva to z toho, že BoJ tradične pokrýva nákupom dlhodobých JGBs trendový nárast dopytu po obežive, ktoré drží do splatnosti a následne obnovuje pôvodné nákupy, ako i pokrýva nový trendový prírastok obeživa. V máji 2001 BoJ rozšírila nákupy JGBs o splatnosti 2, 4, 5 a 6 rokov, aby ďalej povzbudila dopyt po (dobro)voľných rezervách. Tým sa z dlhého konca výnosovej krivky začala zameriavať na celú bezrizikovú výnosovú krivku, i keď to závisí skôr na zostávajúcej dobe do splatnosti nakúpených JGBs. Z hľadiska minimalizácie distorií na sekundárnom trhu JGBs malo význam zameriavať sa na trh plošne, na rozdiel od cielenia nákupov konkrétnych emisií alebo splatností.

BoJ vytvorila komplementárny a plne kompatibilný repo trh s JGBs popri pôvodnom sekundárnom trhu. Banky, ktoré majú zámer držať JGBs do splatnosti, by inak

8 Významnú úlohu začali zohrávať tzv. „americké pôžičky“. Jedná sa o finančný inštrument, kde je pôžička (napr. na štúdium) krytá zástavou v podobe nehnuteľnosti, z ktorej sa banka v prípade nesplácania úveru uspokojí.

neboli ochotné predat' úročené dlhodobé JGBs za ktoré by získali neúročenú likviditu.⁹ Rovnako boli skôr ochotné predávať JGBs s krátkou zostávajúcou dobou do splatnosti, ktoré sú menej likvidné.

2.4 Nákupy sekuritizovaných cenných papierov a akcií

Vo veľmi malom množstve nakupovala BoJ krátkodobé sekuritizované CP (ABS, ABCP) so splatnosťou 1–3 roky, ako aj akcie s cieľom držby v rozvahe. Pokles cien akcií po páde IT bubliny mal negatívny dopad na regulatórny kapitál bánk a mohol oslabiť solventnosť i refinancovanie bánk s následným negatívnym odrazom v korporátnom financovaní v kontexte oslabeného bankového systému.

Ako píše Baba a kol. (2005), nákupmi akcií chcela BoJ zmierniť náchylnosť bankových rozváh na pokles v cenách akcií pri volatilitate akciového trhu, s cieľom uvoľniť kapitál bánk. Zamerala sa na nákupy akcií od bánk, u ktorých držba prevyšovala hodnotu TIER I kapitálu. Tým chcela prispieť k reštrukturalizácii rozváh bánk. Nákupy akcií vychádzali hlavne z požiadaviek samotných bánk, a tak bola BoJ do určitej miery v pasívnom postavení. BoJ si však nedovolila výraznejšie experimentovať s nákupmi súkromných CP.

Podkladovým aktívom pri ABS boli hlavne pôžičky pre malých a stredných podnikov ako i peňažné toky z úverov na nehnuteľnosti. Aspoň 50% podkladového aktíva museli tvoriť pôžičky pre malé a stredné podniky. Ako tvrdia Gertler, Gilchrist (1991), malé a stredné podniky sú viac závislé na úverovom financovaní, nakoľko je pre nich pomerne nákladné získať zdroje emisiou CP. Z hľadiska finančnej štruktúry Japonska pri externom financovaní hrajú stále dôležitú úlohu vkladové inštitúcie a v tom čase mali malé a stredné podniky problém so splácaním pôvodných úverov.

Druhým spôsobom uvoľnenia korporátneho financovania bolo rozšírenie kolaterálu o ABS, americké pôžičky a ďalšie sekuritizované CP. BoJ tým podporovala i dopyt po dobrovoľných rezervách na krátkodobom základe a vytvorila limit na pokles cien kolaterálu. Nákupmi rizikovejších aktív chcela BoJ ovplyvniť rizikovú prémiiu u rôznych súkromných dlhových CP a podporiť financovanie rizikovejších investícií. V kontexte riešenia problému s nevykonnými pôžičkami mala sekuritizácia umožniť tržné ocenenie podkladových aktív.

Skôr ako úverovú aktivitu a ceny aktív BoJ podporovala likvidnosť súkromných subjektov, ktorá je zásadná vec z hľadiska ďalšieho fungovania podnikov.¹⁰ Pokiaľ majú podniky zhoršený prístup ku krátkodobému financovaniu, musia držať viac

9 V prípade, že sú v ekonomike obrovské prebytočné úspory a málo investičných príležitostí, tie tlačia pri nulovej IR ceny štátnych dlhopisov hore, a potom môžu byť subjekty teoreticky indiferentné medzi držbou rezerv a JGBs. To odpovedá poňatiu pasce likvidity podľa Keynesa (1936). Pokiaľ výnos pripadá vlastníčkovi podkladového aktíva, investori môžu byť pri držbe do splatnosti indiferentní v akej forme budú držať istinu.

10 Ako píše Koo (2008), v praxi dokážu fungovať i nesolventné podniky, pokiaľ z dlhodobého hľadiska generujú dostatočný tok peňazí na splácanie dlhov. Nákazu nelikvidnosti medzi podnikmi z teoretického hľadiska bližšie popisuje Kiyotaki, Moore (2002).

aktív v likvidnejšej forme na úkor dlhodobých fixných investícií alebo inovačného procesu. Problémy s likviditou bánk sa tak môžu preniesť i do krátkodobého prevádzkového financovania podnikov a následne zníženia dlhodobých fixných investícií, čím zanikajú prípadné ziskové príležitosti.

2.5 Únik z QE a návrat k riadeniu krátkodobých efektívnych úrokových sadzieb

Od novembra 2005 inflácia začala stabilne narastať. BoJ ohlásila únik v marci 2006, keď sa plynule vrátila k riadeniu krátkodobej efektívnej IR, po tom čo boli splnené podmienky pre únik z QE. Rixtel (2009), Yamaoka, Syed (2010) považujú únik za úspešný, nakoľko bol rýchly, bez strát pre BoJ, nespôsobil distorzie na finančnom trhu a bol komunikačne zvládnutý (výraznejšie neovplyvnil inflačné očakávania smerom nadol). Problém s pochybnými pôžičkami bol už vyriešený (Graf 2), čo vytvára tlak na pokles dobrovoľných rezerv. K stiahnutiu prebytočnej likvidity došlo v pomerne krátkom období 3–4 mesiacov (Graf 4). Pri úniku BoJ ohlásila, že bude stále udržiavať nulové IR a zameria sa iba na odčerpanie voľných rezerv, pričom sa nesnažila plne zredukovať i dobrovoľné rezervy. Tým prešla z exogénnej determinácie celkových rezerv na endogénnu, čo presne odrážalo potrebu rezerv bankového systému.

BoJ redukovala najviac flexibilné aktíva v podobe krátkodobých bankových a štátnych poukázok (Graf 5). Likviditu z krátkodobých zapožičateľných facilit siahla nerolovaním operácií. Likviditu dodanú štátnymi pokladničnými poukážkami siahla vypršaním splatnosti (nezvyšovaním nákupov). Redukcia bankových a štátnych poukázok vhodne korešponduje s poklesom celkových rezerv (Graf 4 a 5). Podľa Rixtel (2009), Yamaoka, Syed (2010) priemerná zvyšková splatnosť krátkodobých cenných papierov bola znížená pod 4 mesiace v prvej štvrtine roku 2006, čo znamenalo, že väčšina z nich mala vypršať v lete 2006 (príprava splatnosti na únik na základe vpred hľadiaceho rámca). Stiahnutie rezerv dodaných nesterilizovanými nákupmi ABS a ABCP nebol vážnejší problém, nakoľko ich BoJ nakupovala len vo veľmi malom objeme a s krátkou dobou splatnosti. Behom 2 mesiacov vypršala, a tak hladko zmizli z rozvahy BoJ, čo korešpondovalo s vopred stanoveným termínom vypršania programu, s ktorým banky počítali.

Problém nastáva s akciami, ktoré nemajú splatnosť. Ako píše Yamaoka, Syed (2010), schému predaja zaviedla BoJ v júli 2007. Podľa autorov sa BoJ nesprávala ako subjekt maximalizujúci zisk a predaje konzultovala so splnomocnenými bankami, ktoré kvôli prepadu cien odkladali ich predaje. Podľa Yamaoka, Syed (2010), proces predaja akcií začal v októbri 2007 s postupným horizontom 10 rokov, ale po tom, čo vypukla globálna finančná kríza, sa zastavil. Únik tak nebol kompletný.

Objem dlhodobých JGBs neohrozoval BoJ v úniku, nakoľko sa nachádzal pod úrovňou prirodzeného deficitu rezerv bankového systému. BoJ sa výraznejšie nesnažila zredukovať držbu dlhodobých JGBs prostredníctvom predajov, čo by mohlo spôsobiť straty investorom. Celkovo objem JGBs sa vrátil smerom k trendovému rastu a pôvodnému diferenciálu medzi JGBs a obeživom vďaka rýchlejšiemu vypršaniu JGBs, ktoré

prevyšovalo nákupy, keď BoJ ich pri úniku z QE udržiavala na nezmenenej úrovni 1,2 tril. ¥. Pri vypršaní splatnosti dlhopisov sa jedná o tržne neutrálny spôsob, nakoľko sa eliminujú tržné riziká, ako i JGBs prirodzene strácajú svoju likvidnosť a stávajú sa dokonalým substitútom rezerv (peňažným inštrumentom). Prechod z QE na riadenie efektívnej IR, aby nespôsobil likvidný šok a destabilizáciu IR, bol zmiernený zavedením novej zápožičateľnej facility v podobe úverov za kolaterálových kôš (Graf 5).

BoJ pri úniku mohla vhodne kombinovať redukcii rezerv nárastom dopytu po autonómnych faktoroch s nerolovaním krátkodobých refinančných operácií vďaka riadeniu štruktúry rozvahy z hľadiska splatnosti. Podľa Yamaoka, Syed (2010) najzložitejším aspektom úniku z QE bolo zabrániť jednorazovému prispôbaniu v očakávaniach. Princíp komunikácie BoJ pozostával z toho, aby ekonomické subjekty neprispôbali očakávania nárazovo, ale postupne. K tomu uskutočnila BoJ mnoho krokov v podobe vysvetľovania budúcich opatrení a chápania menovej politiky, publikovania prognózy vývoja IR, inflácie a ďalšie. Celkovo sa zamerala oveľa viac na vpred hľadiacu menovú politiku typickú pre inflačné cielenie, keď v podstate zaviedla implicitné inflačné cielenie.

3. Dopady netradičnej menovej politiky a QE v rokoch 2001–2006

Politiku UMP je potrebné hodnotiť z hľadiska finančných dopadov ako aj prenosu do reálnej ekonomiky. Pokiaľ je vzťah medzi UMP a finančným trhom priamy, transmisia do reálnej ekonomiky a inflácie je už nepriama a problematická (z teoretického i praktického hľadiska). Podľa Shirai (2013), Ugai (2006) politika QE mala fungovať prostredníctvom zníženia rizikových prémie z rôznych finančných inštrumentov, čo malo podnietiť investorov v preskupení portfólia smerom k rizikovejším aktívam a úverom za účelom zvýšenia ziskovosti. To malo následne stimulovať fixné investície podnikov, spotrebu, agregátny dopyt a prejaviť sa až v konečnom raste cenovej hladiny, čím by došlo k zníženiu reálnych IR na úroveň zápornej prirodzenej IR.

3.1 Pozitívna stabilizačná úloha netradičnej menovej politiky a finančné dopady QE

Časť opatrení BoJ bola priamo smerovaná za účelom zmiernenia likvidných šokov na peňažnom trhu. Podľa Fukui (2006), Baba a kol. (2005) sa BoJ podarilo vyhnúť úverovému stenčeniu a kríze likvidity. Podľa autorov QE vytvorilo v ekonomike uvoľnené akomodatívne finančné podmienky. Cielenie rezerv malo na rozdiel od typického monetaristického prístupu v čase výraznej nestability dopytu po rezervách stabilizačný dopad na efektívne O/N IR. Podľa Shiratsuka (2010) prebytočná likvidita viedla k stabilizácii termínovej prémie na peňažnom trhu. BoJ odstránila neistotu bánk ohľadom refinančného rizika v prípade likvidného šoku. V čase volatility finančného trhu a problémov s pochybnými pôžičkami je zložitejšie stabilizovať efektívne IR, nakoľko hrozia náhle likvidné šoky, ktoré BoJ zmiernila vytvorením mohutného likvidného tlmiču. Tie sa počas QE neprejavovali v O/N IR, ale iba vo výkyvoch rezerv (Graf 4).

Shiratsuka (2010) tvrdí, že QE pomohlo výrazne znížiť a stabilizovať kreditné riziko bánk, nakoľko došlo k výraznému zníženiu refinančného rizika, pretože nehrozilo, aby banky trpeli nedostatkom likvidity ani po zasiahnutí likvidným šokom. Netradične sa O/N IR dostala mnohokrát aj do záporu (Graf 3). Podľa Nishioka, Baba (2004) záporná O/N IR predstavovala negatívne náklady financovania v ¥ na swapovom trhu pre japonské banky, čo odrážalo hlavne rozdiel v kreditnom riziku medzi domácimi a zahraničnými bankami. To je v kontraste so znížením kreditného rizika japonských bánk, ktoré podľa Baba (2005) a kol. výrazne nezmizlo.

Transmisný mechanizmus a prehľad empirických štúdií s odkazom na prvé QE ponúka Ugai (2006). Nákupmi JGBs sa podarilo podľa Baba a kol. (1995), Ugai (2006), Oda, Ueda (2005) výrazne ovplyvniť termínovú štruktúru IR znížením bezrizikovej výnosovej krivky. Celkovo empirické štúdie podľa Ugai (2006) pri rozložení výnosovej krivky súhlasia s pozitívnym dopadom QE na inflačné očakávania. Na rozdiel od politiky nulových IR došlo k podstatnejšiemu zníženiu u dlhších a strednodobých splatností, čo súvisí so znížením neistoty na finančnom trhu. To potvrdzuje hypotézu, že QE dodalo BoJ kredibilitu udržiavať ciele IR na nízkej hodnote po dlhšiu dobu, na rozdiel od politiky nulových nominálnych IR.

Nákupy štátnych JGBs mali priamy dopad na pokles IR naprieč všetkými splatnosťami (u 10-ročného JGBs poklesol výnos na 0,5 % v polovici roku 2003). Po zmene procedúry nákupov od jesene 2003 došlo k návratu IR z JGBs (dlhších splatností) k pôvodnej trajektórii vývoja medzi 1–2 %. Po úniku na trhu s JGBs možno pozorovať návrat výnosov do úrovne ako pri politike nulových sadzieb, keď sa prejavilo i zvýšenie cieľovej IR na 0,25 %.

Portfóliový efekt spôsobený zmenou v štruktúre rozvahy BoJ mal pôsobiť buď prostredníctvom priameho zníženia rizikových prémie nákupmi ABS, ABCP, ako aj prostredníctvom transformácie portfólia investorov k rizikovejším aktívam. Ako píše Joyce, Miles, Scott, Vayanos (2012), portfóliový efekt závisí na substitučnom efekte medzi aktívami. Podľa Baba a kol. (2005) nie všetci investori sa orientujú na narovnanie rizikového profilu portfólia. BoJ sa spoliehala hlavne na nepriamy portfóliový efekt, nakoľko pri nákupoch sa zamerala výhradne na bezrizikové JGBs.¹¹ Empirické štúdie podľa Ugai (2006) vykazujú zmiešaný dopad portfóliového efektu. Autor rovnako poukazuje na zložitosť štatistického testovania dopadov QE, nakoľko neexistuje jednotná zhoda o princípe fungovania transmisného mechanizmu skrz nepriamy portfóliový efekt (nárast rezerv).

Podľa Shiratsuka (2010) sa počas QE výrazne zúžili kreditné spready z korporátnych dlhopisov. Podľa Baba a kol. (2005) sa však pozitívny efekt zníženia rizikovej prémie nepreniesol na ostatné trhy, ktoré trpeli výraznejším obmedzením zdrojov pri financovaní a nevedol ani k významnejšiemu zvýšeniu emisií korporátnych dlhopisov.

11 Pri nákupoch rizikových aktív absorbuje rozvaha priamo kreditné riziko CP. V prípade kolaterálu sa dostáva do podrozvahy iba dočasne. Pozitívny vplyv na kreditné riziko môže mať i rozšírenie kolaterálu o rizikovejšie CP, s priaznivým dopadom na cenu kolaterálu.

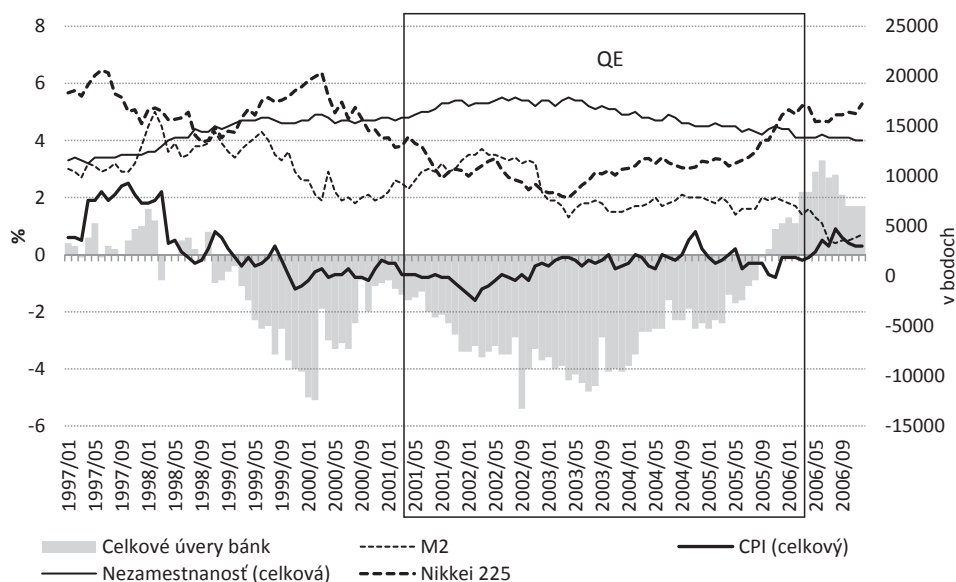
3.2 Makroekonomické dopady QE

Je zrejmé, že ani pozitívny dopad na inflačné očakávania a ponuku úverov sa z finančného trhu nepreniesli do reálnej ekonomiky (spotrebiteľských cien, nezamestnanosti, poskytnutých úverov, M2). Inflačné očakávania neboli podporené vývojom základných fundamentálnych veličín.

BoJ sa zamerala na posilnenie úrokového transmisného mechanizmu, ktorý je závislý do značnej miery i na hladkej transmisii pozdĺž celým finančným trhom, ktorý bol v čase QE narušený pochybnými pôžičkami. Fragmentácia jednotlivých trhov môže narušiť transmisiu akomodatívnych finančných podmienok na úverovom trhu, i keď sentiment indikátory podnikateľov poukazovali na výrazné zlepšenie úverových podmienok pre malé a stredné podniky.

Graf 6

Makroekonomické „dopady“ netradičnej menovej politiky



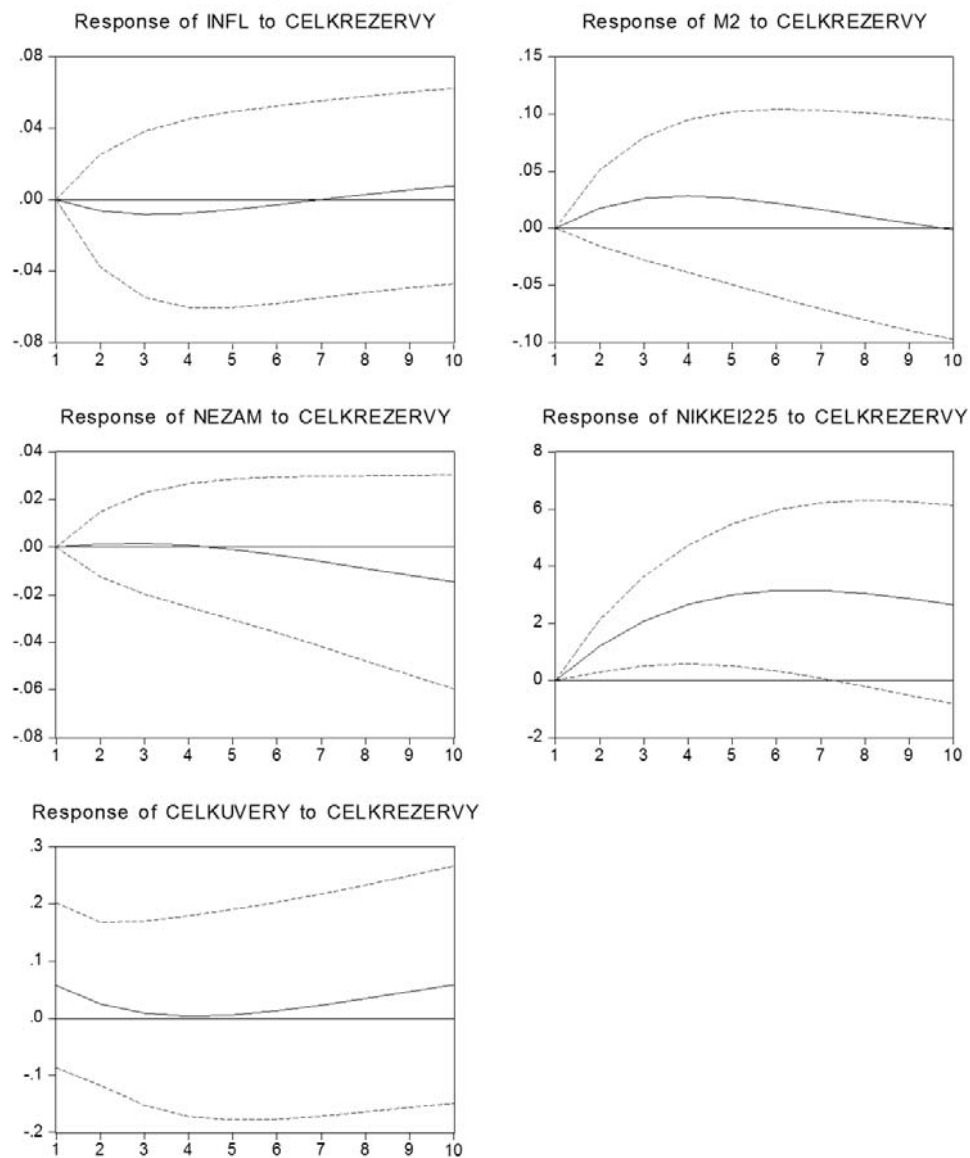
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov CAO, NSB, BoJ, Nikkei 225 na vedľajšej osi

Ani impulz-responz analýza na základe modelu VAR(1) nepotvrdila vplyv prudkého nárastu rezerv v bankovom systéme na trajektóriu skúmaných časových rad (Obrázok 1), a tak nepotvrdila dopad QE na reálnu ekonomiku.

Mierny pozitívny dopad je vidieť iba vzhľadom k akciovému trhu, ktorý však v danom období mohli ovplyvniť výraznejšie i ďalšie faktory, a preto vplyv QE nemožno presne identifikovať. Uvoľnené úverové podmienky a prudký nárast rezerv sa celkovo neprejavil v reálnej ekonomike (Graf 6), čo je i v súlade s modelmi prezentovanými v Ugai (2006), ktoré vykazujú iba mierny alebo zanedbateľný dopad na cenovú hladinu.

Obrázok 1
Impulz-responz analýza, VAR(1)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Zdroj: vlastná analýza, oneskorenie zvolené na základe informačných kritérií, model naplňuje podmienku stability

BoJ uskutočnila UMP v rokoch 2001–2006 za značne obmedzených ekonomických a finančných podmienok. Ekonomika trpela dlhodobou stagnáciou a hrozila deflačná špirála. Celkovo je UMP v Japonsku medzi 2001–2006 často stotožňované s nákupmi dlhodobých JGBs, ale BoJ dodala najvýznamnejšiu časť rezerv do systému prostredníctvom krátkodobých operácií a CP, uskutočnila nákupy akcií a sekuritizovaných CP (ABS, ABCP), ako aj flexibilne upravila technické aspekty refinančných operácií. Vplyv QE je potrebné v Japonsku chápať i v kontexte sploštenej Phillipsovej krivky, ktorá je pre ekonomiku typická. Až výrazný nárast ekonomickej aktivity by sa v ekonomike prejavil vo vývoji spotrebiteľských cien.

Vysoká nestabilita dopytu po rezervách mohla spôsobiť ľahko krízu likvidity, pokiaľ by medzibankový trh nefungoval hladko, alebo by sa na peňažnom trhu vyskytol problém s redistribúciou rezerv. Popri stabilizačných účeloch bolo druhotným cieľom QE podporiť obnovu ekonomickej aktivity a prispieť k zníženiu reálnej IR.

Pokiaľ sa ekonómovia zhodnú na pozitívnych stabilizačných účinkoch na finančný systém, celkovo je politika QE medzi teoretikmi prezentovaná ako neúspešná, nakoľko prudký rast (následne ani pokles) menovej bázy neovplyvnil vývoj hlavných makroekonomických veličín. To potvrdzuje ich nezmenená trajektória (Graf 6). Dopad pozitívneho vplyvu na ponuku úverov sa nemusí odraziť v agregátном výstupe, nakoľko dopyt po úveroch dlhodobo stagnoval a v čase QE výrazne klesal.

I napriek pod úpisu aukcií sa BoJ v priemere vďaka stimulovaniu dopytu po rezervách podarilo naplňovať celkový cieľ a vtlačiť voľné rezervy do bankového systému. BoJ dodávala likviditu hlavne na krátkodobom základe, čo determinovalo úspešný únik z UMP, ale naopak mohlo obmedzovať účinnosť nepriameho portfóliového efektu. Únik ani vstup do UMP nevedol k distorziám a poškodeniu funkčnosti finančných trhov.

Transmisia akomodatívnych finančných podmienok nemusí byť úspešná, pokiaľ zostáva investičná aktivita a agregátny dopyt slabý. Z pohľadu bilančnej recesie vytvorila BoJ akomodatívne podmienky pre oddĺženie ekonomických subjektov. Základné fundamentálne problémy v ekonomike prevážili pozitívny efekt posilneného úrokového transmisného mechanizmu.

Kvantitatívne uvoľňovanie BoJ v rokoch 2001–2006, i keď nemalo výraznejšie podporné makroekonomické dopady, malo významný stabilizačný charakter a dokázalo znížiť finančnú neistotu. Je otázne, do akej miery sa podarilo zabrániť hroziacemu prepadu v cenovej hladine a produkcii. Centrálna banka nedokáže „zabezpečiť“ dlhodobý hospodársky rast a infláciu v čase bilančnej recesie. Celkovo sa dá zhrnúť, že netradičná menová politika BoJ mala pozitívne dopady na uvoľnenie korporátneho financovania a pôsobila preventívne a stabilizačne i na banky. Dopyt po úveroch zostával v Japonsku oproti 90-tym rokom výrazne oslabený, a tak ani uvoľnené menové podmienky nemusia byť dostatočným stimulom k dlhodobému nárastu výstupu ekonomiky. V Japonsku QE potvrdilo, že centrálna banka môže slúžiť ako významná inštitúcia stabilizujúca očakávania a neistotu v čase volatility finančného trhu a reálnej ekonomiky.

Literatúra

- BABA, N. et al. 2005). Japan's deflation, Problems in the financial system and Monetary policy. Monetary and economic studies. February 2005, , Vol. 23, No. 1, pp. 47–112.
- BABA, N.; NISHIOKA, S. 2004. Negative interest rates under the quantitative monetary policy, [Bank of Japan WP series No. 04-E-8], July 2004.
- BERNANKE, B. 2009. The crisis and the policy response, Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, January 13, 2009.
- BERNANKE, B.; REINHART, V.; SACK, B. 2004. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brooking Papers on Economic Activity*. 2004, No. 2, pp. 1–100. doi 10.1353/eca.2005.0002.
- BLENCK, D.; HASKO, H.; HILTON, S.; MASAKI, K. 2009. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem, BIS papers No. 9, Conference on the operational framework of the Eurosystem held at the ECB, May 2000.
- BOJ. 2011. Market operations. In: *Function and operations of the Bank of Japan*. IMES – BoJ, 2011, 105–144 pp.
- BORDO, M.; LANE, L.; REDISH, A. 2004. Good vs. bad deflation: Lessons from the gold standard era, [NBER WP No. 10329], February 2004.
- CARGILL, T. F.; HUTCHINSON, M.; ITO, T. 2000. *Financial policy and Central banking in Japan*. M.I.T. Press, 2001.
- FUKUI, M. 2006. *New framework for the conduct of monetary policy – toward achieving sustainable economic growth with price stability*. Speech to the Japan Chamber of Commerce and Industry, Tokyo, 16 March 2006.
- GAGNON, J.; CHABOUD, A. 2007. What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen? International finance discussion papers no. 899, Board of Governors of the Federal reserve system, July 2007.
- GERTLER, M.; GILCHRIST, S. 1991. Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms, [NBER WP 3892], November 1991.
- ITO, T. 2005. Interventions and Japanese Economic Recovery. *International Economics and Economic Policy*. 2005, Vol. 2, No. 2–3, pp. 219–239.
- INABA, N.; KOZU, T.; SEKINE, T.; NAGAHATA, T. 2005. Non-performing loans and the real economy: Japan's experience, BIS paper No. 22, 7. April 2005.
- JORGENSON, D. W.; MOTOHASHI, K. 2005. Information Technology and the Japanese Economy. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2005, Vol. 19, No. 4, pp. 460–481.
- JOYCE, M.; MILES, D.; SCOTT, A.; VAYANOS, D. 2012. Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction. *The Economic Journal*. 2012, Vol. 122, No. 564, pp. 271–288.
- KEYNES, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New Delhi: Atlantic Publishers, 2006. 400 s. ISBN 8126905913.
- KIYOTAKI, N.; MOORE, J. 2002. Balance sheet contagion. *The American Economic Review*. 2002, Vol. 92, No. 2, pp. 46–50.
- KOO, R. 2008. *The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan's Great recession*. Wiley (Asia) Pte. Ltd., 2008, 256 s. ISBN 974-0470-82387-3.
- KOO, R. C. 2011. The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-world economics review*. 2011, Vol. 12, No. 58, pp. 19–37.
- KRUGMAN, P. 1998. It's back: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1998, No. 2, pp. 137–205.
- KRUGMAN, P. 2000. Thinking about the liquidity trap. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2000, Vol. 14, No. 4, pp. 221–237.
- MAEDA, E.; FUJIWARA, B.; MINESHIMA, A.; TANIGUSCHI, K. 2005. *Japan's open market operations under the Quantitative easing*, [Bank of Japan WP series No. 05-E-3], April 2005.

- McCALLUM, B. T. 2000. *Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates*, [NBER WP no. 7677], April 2000.
- MOTOHASHI, K. 2003. Firm level analysis of information network use and productivity in Japan, RIETI Discussion Paper Series 03-E-021, 2003.
- MUTO, T. 2003. *What have we learned from „unconventional“ market operations*, Speech on the occasion of a meeting with participants in market operations, Tokyo, 23 July 2003.
- NASAKO, H. 2001. The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt. *B/S Papers*. 2001, No. 6.
- NASAKO, H. 2014b. What the lost decades left for the future. Keynote Speech at the 2014 International Conference Held by the International Association of Deposit Insurers, Asia-Pacific Regional Committee, April 23, 2014.
- ODA N.; UEDA, K. 2005. The effect of the Bank of Japan's zero interest rate commitment and quantitative monetary easing on the yield curve: A Macro-Finance approach, [Bank of Japan WP No. 05-E-6], April 2005.
- OKINA, K., SHIRAKAWA, M., SHIRATSUKA, S. 2001. The asset price bubble and Monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons. *Monetary and Economic Studies*. 2001 (Special Edition), Vol. 19, No. 2, pp. 395–450.
- ORPHANIDES, A.; WIELAND, V. 2000. Efficient Monetary Policy Design near Price Stability. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2000, Vol. 14, No. 4, pp. 327–365.
- RIXTEL, A. 2009. The Exit from Quantitative Easing (QE): The Japanese Experience. Prepared for the Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Japan and the United States, Harvard Law School, October 2009.
- SHIRAI, S. 2013. Japan's monetary policy in a challenging environment. Speeches at the Bank of Italy and at the Eurasia Business and Economics Society Conference, Rome, 11–12 January 2013.
- SHIRATSUKA, S. 2010. Size and composition of the Central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing policy. *Monetary and Economic Studies*. 2010, Vol. 28, pp. 79–106.
- SLANÝ, M.; SUDO, K. 2006. The causes of deflation and some selected problems in Japanese economy. *Národohospodářský obzor*. 2006, Vol. 6, No. 2, pp. 48–62.
- SVENSSON, L. O. 2001. The Zero Bound in an Open-Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap. *Monetary and Economic Studies*. 2001 (Special Edition), Vol. 19, No. 2, pp. 277–322.
- UGAI, H. 2007. Effects of the Quantitative easing policy: A survey of empirical analysis. *Monetary and Economic Studies*. 2007, Vol. 25, No. 1, pp. 1–48.
- YAMAOKA, H.; SYED, M. 2010. Managing the Exit: Lessons from Japan's reversal of unconventional monetary policy, [IMF WP10/114], May 2010.
- YOSHIKAWA, H. 2002. Japan's lost decade. Tokyo: The international house of Japan/LTCB International Library.

Štatistické údaje

CABINET OFFICE (CAO), <http://www.cao.go.jp/index-e.html>

OECD, <http://www.oecd.org/>

JAPAN MINISTRY OF FINANCE (MOF), <http://www.mof.go.jp/english/>

BANK OF JAPAN (BOJ), <http://www.boj.or.jp/en/>

DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (DIC), <http://www.dic.go.jp/english/>

STATISTICS BUREAU OF JAPAN (NSB), <http://www.stat.go.jp/english/>

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), <http://www.imf.org/external/index.htm>

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY AND QUANTITATIVE EASING IN JAPAN 2001–2006

Miroslav Titze, University of Economics, Prague, W. Churchill Sq. 4, CZ – 130 67, Prague 3
(xtitm02@vse.cz)

Abstract

The paper explains wider economic, financial and macroeconomic context of the unconventional monetary policy during 2001–2006 in Japan. The objective of the article is complex discussion of Bank of Japan's unconventional monetary policy measures from theoretical and practical point of view. The structure of the papers is following: the first part reveals macroeconomic condition behind unconventional monetary policy, the second part describes changes in monetary policy implementation, focuses also on commercial assets purchasing and describes exit strategy as well. The last part of the paper evaluates unconventional monetary policy impacts. Bank of Japan achieved accommodative financial condition and reduced uncertainty in the money market. Large liquidity buffer works preventive in case of unexpected liquidity shocks. Excess ample liquidity did not support prices and real economic activity considering broader deleveraging process and corporate markets fragmentation. Entry and exits strategy was successful without financial markets disruption but exit was not complete. Finally, the paper can conclude, that unconventional monetary policy had positive stabilization effect without significant transmission to the real economy.

Keywords

Bank of Japan, money market operations, quantitative easing, balance sheet recession, reserve targeting

JEL Classification

E40, E50, E58, E43