

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2017

V tomto čísle

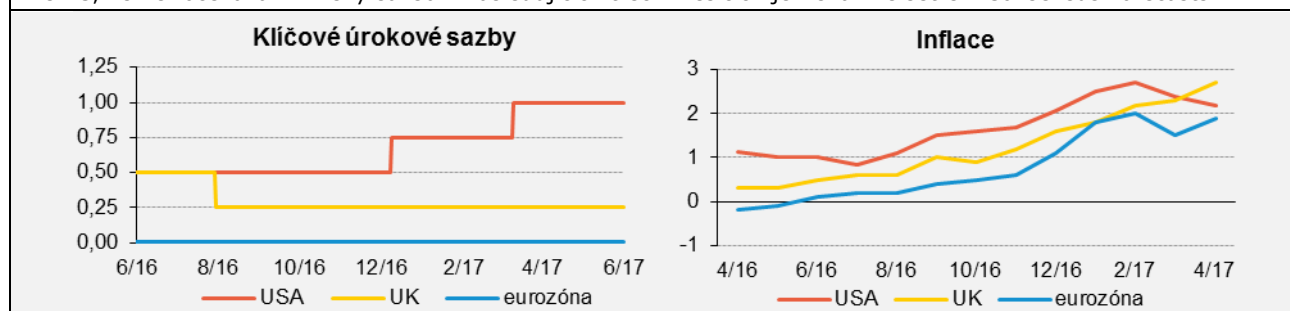
Většina sledovaných centrálních bank včetně ECB udržuje své úrokové sazby stále na nízké úrovni, pouze americký Fed v souladu s očekáváními svou klíčovou úrokovou sazbu zvýšil o dalších 0,25 p.b. na 0,75 – 1,00 % a řeší problematiku snižování velikosti své bilance. Inflace se ve všech sledovaných ekonomikách kromě Švýcarska nachází v blízkosti inflačních cílů centrálních bank, nicméně většina z nich pokračuje v programech nekonvenční měnové politiky. Švédská Riksbank zvýšila cílový objem nákupu vládních dluhopisů. Téma pod lupou se věnuje možnostem a strategiím snížení velikosti rozvahy amerického Fedu. Ve vybraném projevu guvernér švýcarské SNB Thomas J. Jordan hovoří o vlivu nárůstu bilance SNB na její investiční politiku.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
inflační cíl	<2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	27. dubna (0,00) 8. června (0,00)	14. – 15. března (+0,25) 2. – 3. května (0,00)	16. března (0,00) 11. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	0,75 - 1,00 %	0,25 %
poslední inflace	1,4 % (květen 2017) ⁴	2,2 % (duben 2017)	2,7 % (duben 2017)
očekávaná MP zasedání	20. července 7. září	13. – 14. června 25. – 26. července	15. června 3. srpna
další očekávané události	7. září zveřejnění prognózy ECB zaměstnanců	12. července zveřejnění Beige Book, červen Monetary Policy Report	3. srpna zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ⁶	→	↑	→

¹ definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; ² definice cíle pro inflaci z ledna 2012; ³ depozitní sazba; ⁴ tzv. Flash odhad; ⁵ zasedání spojeno se souhrnem ekonomický prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; ⁶ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB své klíčové úrokové sazby nezměnila a potvrdila měsíční objem nákupů cenných papírů (APP) na úrovni 60 mld. EUR. APP potvrzuje minimálně do prosince 2017 či déle, pokud to bude nutné, a není zcela vyloučené ani zvýšení objemu nákupů, to se však za současných podmínek neočekává. M. Draghi přímo vyjádřil důvěru v efekty APP. ECB současně potvrdila, že s nízkými úrokovými sazbami na stávající úrovni počítá i po skončení APP. Nižší úrokové sazby by připadaly v úvahu pouze tehdy, pokud by si to ekonomická situace vynutila. Aktuální prognóza ECB je pouze mírně vyšší oproti březnové a předpokládá růst HDP o 1,9 % v roce 2017, pro rok 2018 ECB předpokládá 1,8 %. Prognóza inflace byla pro letošek snížena z 1,7% na 1,5 % a pro rok 2018 z 1,6 % na 1,3 % zejména vlivem snížení cen ropy a potravin. Podle Draghiho definitivně vymizelo riziko deflace.

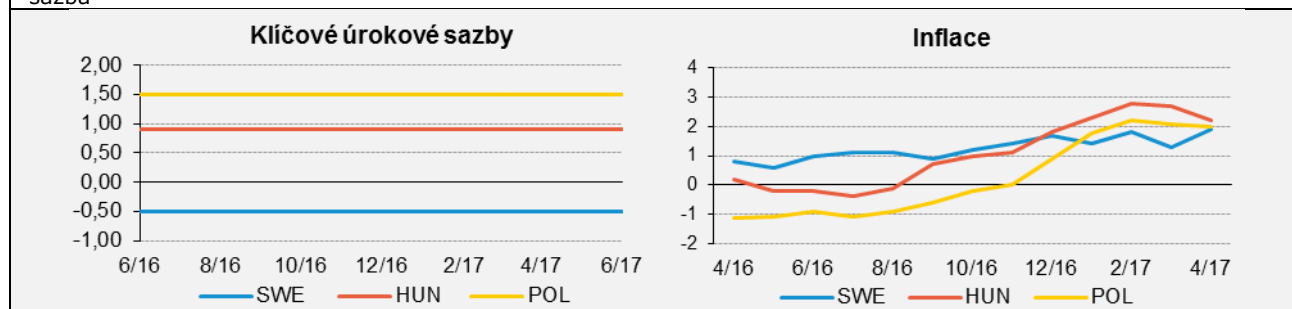
Fed v březnu 2017 přistoupil k očekávanému zvýšení klíčové úrokové sazby o 0,25 p. b. na 0,75 – 1,00 %. Na květnovém zasedání k další změně úrokových sazeb nedošlo. Podle predikcí jednotlivých členů FOMC (z březnového zasedání) by v tomto roce mělo dojít přibližně k dalším dvěma zvýšením úrokových sazeb o 0,25 p. b., celkově se tedy čeká nárůst sazeb vůči stávající hladině o 0,50 p. b. Zpomalení růstu HDP v 1Q 2017 považuje FOMC za přechodné a trh práce i přes toto zpomalení pokračuje v posilování. Míra nezaměstnanosti dále klesla a činí 4,4 %. Inflace se pohybuje blízko dvouprocentního inflačního cíle. Na květnovém zasedání byl diskutován možný proces snižování bilance Fedu (více v Tématu pod lupou).

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,25 %, když členka MPC Kristin Forbes však již hlasovala pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 % (poměr hlasování 7:1). Současně nákupy BoE dosáhly avizovaného cílového objemu nákupu vládních i firemních cenných papírů, tj. 435 mld. GBP vládních a 10 mld. GBP firemních dluhopisů. Dubnová inflace vzrostla na 2,7 % a setrvává tak nad dvouprocentním inflačním cílem. BoE předpovídá její další nárůst až k úrovni kolem 3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2017.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	26. dubna (0,00)	28. března (0,00) 25. dubna (0,00) 23. května (0,00)	4. – 5. dubna (0,00) 16. – 17. května (0,00) 6. – 7. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % ²	0,9 %; -0,05 % ²	1,50 %
poslední inflace	1,9 % (duben 2017)	2,2 % (duben 2017)	2,0 % (duben 2017)
očekávaná MP zasedání	3. července 7. září	20. června 18. července 22. srpna	4. – 5. července 5. – 6. září
další očekávané události	4. července zveřejnění Monetary Policy Report	20. června zveřejnění Inflation Report	10. července zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ¹	→	→	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, ² depozitní sazba



Riksbank ponechala v dubnu svou základní úrokovou sazbu na úrovni -0,5 % a neočekává růst této sazby do poloviny roku 2018 a rozhodla se rozšířit program nákupu vládních dluhopisů o 15 mld. SEK pro druhou polovinu roku 2017. Pro první polovinu roku 2017 zůstávají v platnosti nákupy vládních dluhopisů v objemu 30 mld. SEK. Celkově tak objem nákupů dosáhne 290 mld. SEK. Riksbank zvažuje změnu cílované veličiny, a to z inflace CPI na inflaci CPIX s fixní úrokovou sazbou (více v Zajímavých událostech). Banka ponechala výhled inflace CPI pro rok 2017 na 1,6 % a výhled CPIF mírně zvýšila na 1,8 %. Výhled růstu HDP pro letošní rok zvýšila z 2,5 % na 2,8 % a pro příští rok očekává 2,3 %.

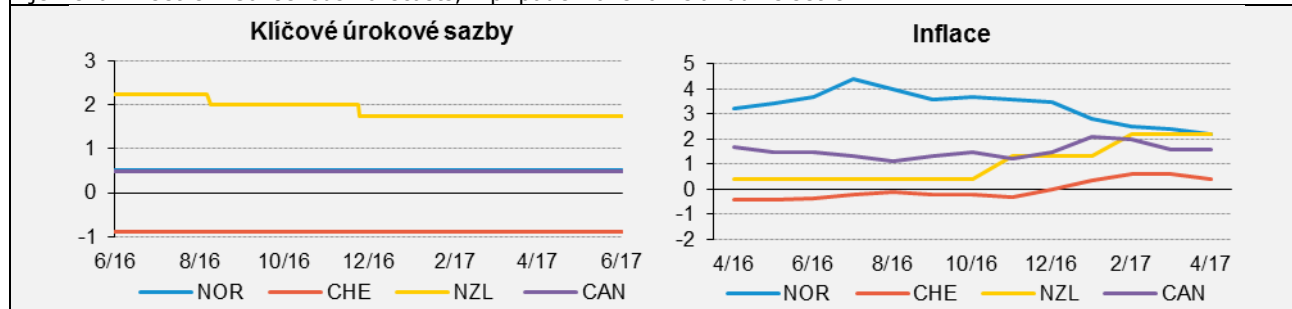
MNB ponechala svou hlavní úrokovou míru na úrovni 0,9 %, depozitní sazbu na -0,05 % a jednodenní výpůjční sazbu na zajištěné úvěry bankám na 0,9 %. Maďarská ekonomika rostla v prvním čtvrtletí rychlým meziročním tempem 4,1 %. Pro rok 2017 očekává MNB ekonomický růst mezi 3 až 4 %. Na konci března tohoto roku byl ukončen program Funding for Growth Scheme. Program podpory úvěrování malých a středně velkých firem (SME) prostřednictvím Market-Based Lending Scheme nadále pokračuje. V rámci tzv. programu samofinancování MNB od října omezovala objem peněz, který si u ní komerční banky mohly uložit. Na březnovém zasedání tento objem dále snížila ze 750 mld. HUF na 500 mld. HUF.

NBP ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. V prvním čtvrtletí ekonomický růst zrychlil na 4 % meziročně, zejména vlivem spotřebitelské poptávky tažené mzdovým růstem a dobrým spotřebitelským sentimentem. Exporty i importy rostly, oproti tomu růst investic je prakticky nulový. Dle prognózy NBP (zveřejněné 13. března) poroste ekonomika v roce 2017 tempem 3,7 % a v roce 2018 3,3 %. Dubnová inflace dosáhla 2 %, ukazatele jádrové inflace jsou stále nízké. NBP očekává v roce 2017 i 2018 inflaci na úrovni 2 %, tj. pod inflačním cílem.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	16. března (0,00) 4. května (0,00)	16. března (0,00)	23. března (0,00) 11. května (0,00)	12. dubna (0,00) 24. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %; -0,50 reserve rate ¹	od -1,25 do -0,25 % ² ; -0,75 % ³	1,75 %	0,5 %
poslední inflace	2,2 % (duben 2017)	0,4 % (duben 2017)	2,2 % (Q1 2017)	1,6 % (duben 2017)
očekávaná MP zasedání	22. června	15. června	22. června 10. srpna	12. července 6. září
další očekávané události	22. června zveřejnění Monetary Policy Report	21. června zveřejnění Monetary Policy Report	10. června zveřejnění Monetary Policy Statement	12. července zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁴	→	→	→	→

¹ pouze na rezervy překračující kvótu; ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ záporná depozitní sazba, již se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB na březnovém i květnovém zasedání ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a předpokládá její udržování po delší dobu, než bylo původně očekáváno. Stabilita sazeb je výsledkem úvah, kdy výhled inflace pod inflačním cílem a slabší ekonomický růst by na jedné straně implikovaly nižší úrokové sazby, a na druhé straně rychlý růst cen nemovitostí, rostoucí zadlužení domácností a z toho vyplývající finanční nerovnováhy dále snížit sazby neumožňují. V souladu s těmito úvahami tak Ministerstvo financí na doporučení NB zvýšilo bankám sazbu proticyklického kapitálového polštáře z 1,5 % na 2 % s účinností od 31. prosince 2017.

SNB ponechala na březnovém zasedání interval měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %; také sazba, již se úročí zůstatky bank u SNB, zůstala nezměněná na úrovni -0,75 %. Komunikace vyjadřující ochotu intervenovat na devizovém trhu, bude-li to nutné, zůstává, a současně v SNB delší dobu převládá přesvědčení, že hodnota švýcarského franku je nadhodnocená. Prognózu růstu HDP SNB nemění a pro tento rok očekává 1,5 %. Pro tento rok SNB očekává inflaci ve výši 0,3 % a pro rok 2018 0,4%.

RBNZ v únoru ponechala svou hlavní sazbu na úrovni 1,75 %. Měnová politika podle RBNZ zůstane uvolněná po dostatečně dlouhou dobu. Růst HDP byl ve druhé polovině roku 2016 slabší, než RBNZ očekávala. Avšak výhled růstu HDP zůstává slibný, podpořený uvolněnou měnovou politikou, silným růstem populace, vysokou spotřebou domácností i aktivitou ve stavebnictví. K nárůstu inflace v prvním čtvrtletí (na 2,2 %) přispěl zejména růst cen obchodovatelných statků, ten je však pouze přechodný. Ceny neobchodovatelných statků rostou jen pozvolna. Došlo také ke zmírnění růstu cen nemovitostí, což je částečně odrazem předchozích omezení ze strany RBNZ na poměr LTV a zpřísnění úvěrových podmínek.

BoC ponechala svou klíčovou sazbu beze změny na úrovni 0,5 %. Inflace v dubnu poklesla na 1,6 %, zejména vlivem poklesu cen potravin vyplývajícího z retailového konkurenčního boje. Indikátory jádrové inflace (více v [prosincovém MCB](#)) se nacházejí v intervalu 1,3 až 1,6 %. BoC po silném (anualizovaném) růstu HDP v 1Q 2017 (o 3,7 %) očekává v následujících čtvrtletích zpomalení. BoC předpovídá, že letos HDP vzroste o 2,5 %, v roce 2018 o 1,9 %.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Riksbank zvažuje změnu cílované veličiny a toleranční pásmo

Riksbank uvažuje o přechodu k cílování inflace měřené indexem CPIF, tj. indexu za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték, místo inflace měřené doposud indexem CPI (více o předcházejících úvahách a doporučeních pro Riksbank viz [MCB z prosince 2015](#) a [MCB z března 2016](#)). Index spotřebitelských cen CPI je z pohledu Riksbank stále obtížnější používat jako vodítko pro nastavování měnové politiky (tím už nyní de facto je index CPIF), neboť je přímo ovlivněn úpravami úrokových sazeb, což navíc v situaci výrazných změn úrokových sazeb komplikuje komunikaci centrální banky. Další změnou je zavedení tolerančního pásma ve výši ± 1 p. b. kolem inflačního cíle, jehož záměrem je komunikovat nejistotu v dosahování cíle, nikoli měnit cílovanou hodnotu inflace, která zůstává stále na úrovni 2 %. Navrhované pásmo odráží historickou kolísavost inflace a mělo by být přezkoumáváno dle potřeby.

Zvažované změny nepředstavují změnu stávající měnové politiky Riksbank a procházejí v současné době konzultacemi. Pokud budou odsouhlaseny, očekává se jejich zavedení na měnověpolitickém zasedání v září 2017.

Norges Bank zvýší počet měnověpolitických zasedání a bude zveřejňovat zápisy z jednání

Norská centrální banka se snaží zvýšit transparentnost své měnové politiky a počínaje letošním červnem začne zveřejňovat zápisy z měnověpolitických zasedání. Zápis, včetně záznamů o hlasování výkonné rady, bude součástí rozhodnutí výkonné rady publikovaného zároveň s oznámením rozhodnutí ohledně úrokových sazeb. Výkonná rada NB se také rozhodla zvýšit počet měnověpolitických zasedání ze současných šesti na osm ročně, počínaje rokem 2018.

Fed zmodernizoval své webové stránky

Koncem března zavedl Fed modernější design, zlepšil funkčnost a zpřehlednil strukturu svých [webových stránek](#). Web je nyní přizpůsoben požadavkům mobilních zařízení. Fed se tak připojil k řadě dalších centrálních bank, jejichž webové stránky jsou již plně responzivní (více k tématu internetových stránek a moderní komunikace centrálních bank viz [březnový MCB](#)).

3. TÉMA POD LUPOU: NÁVRAT MĚNOVÉ POLITIKY FEDU K NORMÁLU A OTÁZKA SNIŽOVÁNÍ BILANCE

Měnová politika amerického Fedu se postupně navrácí k normálu. Po dlouhém období kvantitativního uvolňování v podmínkách nulových úrokových sazeb přistoupil Fed koncem roku 2015 ke zpřísnění měnové politiky formou zvýšení své klíčové úrokové sazby. Tu od té doby zvýšil ještě dvakrát, stále však udržuje svou bilanci ve stejně vysokém objemu, kterého dosáhla po předchozích nákupech dluhopisů. Ke snížení bilance by však na základě pozitivních výhledů vývoje americké ekonomiky mohlo dojít relativně brzy, možná již v letošním roce. Nevyzkoušený proces snižování bilance však otevírá mnoho otázek nejen ohledně způsobu provedení, ale také ohledně cílové výše bilance nebo vlivu tohoto procesu na standardní způsob zpřísnování měnové politiky, tedy zvyšování úrokových sazeb. Těchto témat se dotýká následující Téma pod lupou, které zároveň navazuje na předchozí články zabývající se návratem měnové politiky centrálních bank k normálu a kvantitativním uvolňováním Fedu.¹

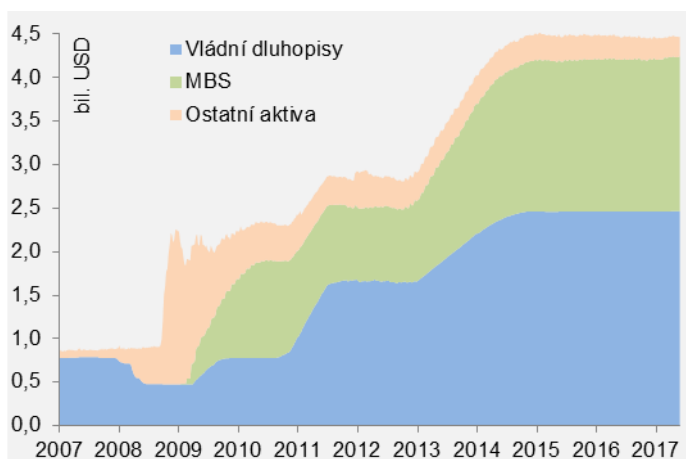
V reakci na finanční krizi spustil na sklonku roku 2008 americký Fed program kvantitativního uvolňování (QE), v jehož rámci nakupoval zejména vládní dluhopisy a dluhopisy kryté hypotékami (Mortgage Backed Securities, MBS). Cílem tohoto programu bylo zpočátku rychle dodat chybějící likviditu do finančního systému a zabránit tak jeho zamrznutí. Poté, co byla klíčová úroková sazba snížena na fakticky nulovou úroveň, začal být program QE používán jako nekonvenční nástroj měnové politiky, jehož pomocí byly dále uvolňovány měnové podmínky.

Nákupy dluhopisů probíhaly v několika vlnách od prosince 2008 do října 2014 a v jejich důsledku vzrostla bilance Fedu z přibližně 900 mld. USD (tj. cca 6 % HDP Spojených států) na téměř 4,5 bil. USD, tj. přibližně 25 % HDP. Od ukončení nákupů dluhopisů je portfolio udržováno ve stejné výši reinvestováním splátek jistin držení aktiv a rolování maturujících vládních dluhopisů (viz graf 1).

Klíčovou sazbou měnové politiky amerického Fedu je sazba federálních rezervních fondů (FFR). V předkrizovém období relativního nedostatku bankovních rezerv byla sazba udržována v cílové výši pomocí operací na volném trhu (nákupů a prodejů cenných papírů), kterými Fed udržoval v systému takovou výši bankovních rezerv, která byla potřeba pro dosažení této sazby.

Objem bankovních rezerv však díky nákupům Fedu vzrostl, a klíčová sazba je proto v současnosti udržována v cílovém pásmu prostřednictvím sazeb, kterými se úročí přebytečné rezervy finančních institucí, tedy prostřednictvím sazby na přebytečné bankovní rezervy (IOER), která tvoří horní hranici cílového pásma sazby FFR, a sazby pro jednodenní reverzní repo facilitu (ON RRP) i pro nebankovní subjekty, která tvoří dolní hranici pásma. Spread mezi těmito sazbami je 25 b.b.

Graf 1: Celková aktiva Fedu (květen 2017)



Zdroj: FRED

¹ Prvními úvahami o návratu měnové politiky k normálu se věnoval Monitoring centrálních bank ze [září 2014](#), popisem kvantitativního uvolňování amerického Fedu a jeho makroekonomickými efekty GEV z [listopadu 2014](#) a GEV z [května 2015](#).

Návrat měnové politiky Fedu k normálu

O návratu měnové politiky k normálu členové FOMC diskutovali již nedlouho po zahájení nekonvenční měnové politiky; přehled vybraných diskuzí, rozhodnutí a akcí podává tabulka 1. Návrat měnové politiky k normálu probíhá v zásadě na dvou úrovních, formou zvyšování klíčové sazby FFR a formou snižování bilance Fedu.

Tabulka 1: Vybrané výstupy FOMC vztahující se k normalizaci měnové politiky

červen 2011	minutes	první strategie návratu k normálu: nejprve skončí reinvestice, poté FOMC změni forward guidance ohledně FFR a pak začne samotné zvyšování FFR; poté budou po dobu 3-5 let odprodávány MBS
září 2014	prohlášení	oficiální strategie, tzv. Principy a plány normalizace měnové politiky (dále jen „Principy“): ² nejprve bude zvýšena sazba FFR, pak budou snižovány reinvestice (buď naráz, nebo postupně); při normalizaci nebudou odprodávány MBS
říjen 2014	prohlášení	akce: ukončení nákupů
březen 2015	minutes	rozšíření Principů o používání sazeb: také během normalizace stanovovat pásmo pro FFR v šířce 25 b.b., kde IOER bude horní hranice a ON RRP spodní hranice; kapacita pro ON RRP bude dočasně zvýšena, facilita bude pravděpodobně redukována brzy po začátku normalizace
červenec 2015	minutes	diskuze ohledně stanovení počátku snižování reinvestic: zda specifikovat ekonomické podmínky, a to kvantitativně nebo kvalitativně, nebo zda stanovit časový odstup od prvního zvýšení sazeb; většina se přiklonila ke kvalitativnímu vyjádření
prosinec 2015	prohlášení	akce: první zvýšení sazeb FFR od prosince 2008; vyjádření, že snižování bilance začne poté, co bude zvyšování sazeb „zdárně probíhat“ („well under way“)
březen 2017	minutes	diskuze zda reinvestice skončí naráz (jednodušší ke komunikaci), nebo postupně (to sníží riziko volatility finančních trhů – tato problematika mezi členy FOMC rezonuje zejména po zkušenostech s taper tantrum z roku 2013)
květen 2017	minutes	návrh postupného ukončování reinvestic – zvyšující se limity na aktiva, která po skončení splatnosti nebudou reinvestována

Otázka načasování snižování bilance

Od prosince 2015, tedy zároveň s prvním zvýšením sazeb FFR, je součástí vyjádření FOMC formulace odkazující na počátek snižování bilance Fedu. Udává, že snižování začne, až bude normalizace sazeb FFR „zdárně probíhat“ (v originále „well under way“). Konkrétní význam této formulace se stal pro trhy aktuální v situaci, kdy Fed sazby zvýšil opakovaně, pokaždé o 25 b.b. (v prosinci 2015, v prosinci 2016 a v březnu 2017, na stávajících 0,75 – 1,00 %). Na [tiskové konferenci](#) po březnovém zasedání FOMC šéfka Fedu Janet Yellen uvedla, že „well under way“ neznamena konkrétní hranici, nýbrž jde o vyjádření doby, kdy Fed bude mít

² Podrobný obsah jednotlivých bodů Principů je následující:

(1) Návrat měnové politiky k normálu bude sledovat duální mandát Fedu a bude tedy záviset na ekonomických podmínkách, nikoli následovat přesný časový harmonogram.

(2) Jakmile to umožní ekonomické podmínky, FOMC zvýší cílové pásmo pro sazbu FFR. Pro nastavení tohoto pásma bude primárně využívat sazbu na přebytečné rezervy (IOER). Jako doplňkový nástroj bude využívat mimo jiné jednodenní reverzní repo sazbu (ON RRP), avšak jen v případě nutnosti; jakmile tato facilita nebude ke kontrole FFR pásma nutná, plánuje její používání postupně ukončit.

(3) Snižování držby aktiv Fedu bude prováděno postupně a předvídatelným způsobem a začne až poté, co Fed začne zvyšovat sazbu FFR. Jeho přesné načasování bude záviset na výhledu ekonomických a finančních podmínek. Snižování portfolia bude probíhat primárně zastavením nebo postupným snižováním reinvestic splátek jistiny držných aktiv; FOMC nepředpokládá odprodeje MBS jako součást normalizačního procesu (i když v dlouhodobém výhledu může dojít k limitovaným odprodejům během snižování nebo zbavování se zbytkových držeb, a termín a tempo prodejů budou předem veřejně oznámeny).

důvěru ve stabilní výhled ekonomiky a nebude se obávat ekonomických šoků, které by mohly proces normalizace měnové politiky zvrátit.

Konkrétní načasování snižování bilance Fed prozatím oficiálně neoznámil. Od počátku letošního roku však někteří členové FOMC ([Bullard](#), [Mester](#), [Dudley](#), [George](#)...) vystupují s projevy, v nichž argumentují ve prospěch zahájení snižování bilance již v letošním roce.

Zápis ze zasedání z května letošního roku pak již výslovně uvádí, že se většina členů FOMC přiklání k zahájení snižování bilance v letošním roce, pokud se budou ekonomické podmínky a sazba FFR vyvíjet ve shodě se současnými očekáváními.

Otázka postupu

Na květnovém zasedání byla také vyslovena podpora brzkému rozšíření normalizačního plánu (Principů) ze září 2014. Toto rozšíření zřejmě půjde ve směru operačního návrhu snižování bilance, který byl na květnovém zasedání představen:

- Podle tohoto návrhu FOMC stanoví postupně se zvyšující měsíční limity (caps) na objem dluhopisů, které nebudou reinvestovány poté, co jim v daném měsíci vyprší splatnost. Reinvestován bude objem dluhopisů přesahující tento limit. Postupně zvyšující se limity zajistí, že reinvestice budou klesat a portfolio držných cenných papírů a celá bilance Fedu se budou postupně snižovat.
- Počáteční úroveň těchto měsíčních limitů bude nízká. Po stanovenou dobu se pak bude každé tři měsíce postupně zvyšovat, až dosáhne své konečné úrovně. Konečná výše limitů pak bude udržována do té doby, než dojde k normalizaci bilance (tj. k dosažení takové úrovně bilance, kterou bude FOMC považovat za optimální pro implementaci měnové politiky).
- Konkrétní údaje ohledně výše limitů, doby jejich zvyšování nebo výše optimální bilance nebyly zatím zveřejněny.

Většina členů FOMC se k návrhu vyslovila pozitivně. Ocenili zejména soulad s dosavadní komunikací ohledně postupného a předvídatelného snižování bilance, snadnou komunikovatelnost návrhu limitů, skutečnost, že limity na měsíční snižování bilance pomohou zmírnit riziko nadměrné reakce trhů a extrémních výkyvů úrokových sazeb, a také fakt, že s tímto přístupem bude možné snižovat bilanci Fedu relativně automatizovaně. Právě možnost snižovat bilanci Fedu takzvaně „pomocí autopilota“, tedy bez dalších zásahů FOMC, byla mnoha členy FOMC již vícekrát zdůrazňována.

Podle analytiků lze očekávat zveřejnění tohoto plánu – jako modifikace Principů ze září 2014 – již na červnovém zasedání.

Cílová úroveň bilance Fedu – stále otevřená otázka

Fed tedy cílovou výši své bilance doposud nezveřejnil. Lze však očekávat, že bilance bude vyšší než v předkrizových dobách, neboť bude ovlivněna mimo jiné růstem oběživa v mezidobí a vyšším než předkrizovým objemem rezervních zůstatků bank v systému. V období před krizí se výše aktiv, tvořených převážně vládními dluhopisy, v zásadě rovnala výši oběživa. V současné době výše bilance výrazně vzrostla a rezervní zůstatky bank tvoří téměř polovinu pasiv.

Dnešní vysoké rezervní zůstatky bank budou snižováním bilance Fedu klesat, v současnosti nicméně není stanovena optimální výše, které by měly dosáhnout.³ Existují v zásadě dvě varianty výše rezervních zůstatků, které souvisejí s budoucím implementačním rámcem měnové politiky Fedu:

³ Dosažení optimální výše rezervních zůstatků bank je v procesu snižování bilance Fedu nazýváno „bodem normalizace“.

- (1) Fed se navrátí k původnímu předkrizovému implementačnímu rámci své měnové politiky, založeném na pouze malém množství bankovních rezerv v systému; toto „malé množství“ je odhadováno na úrovni cca 100 mld. USD;
- (2) Fed bude pokračovat v současném způsobu měnové politiky, kdy je v systému přebytek rezerv, které jsou Fedem úročeny; tato potřeba rezerv bude mnohem vyšší než v předkrizovém období a mohla by dosahovat i výše přes 1 bil. USD.⁴

Fed sice oficiálně nezveřejnil cílovou výši bilance, k dispozici jsou nicméně oficiální simulace budoucí výše SOMA portfolia (System Open Market Operations, domácí portfolio cenných papírů, které tvoří cca 95 % bilance Fedu a v rámci něhož jsou prováděny operace na volném trhu; kromě toho obsahuje bilance Fedu ještě např. aktiva denominovaná v cizí měně).

Nejnovější odhad možné výše bilance vydal v každoroční publikaci s přehledem provedených operací na volném trhu [v dubnu 2017](#) newyorský Fed jako správce SOMA portfolia. Odhad vychází z Principů stanovených FOMC a dále z průzkumů sestavovaných před a po zasedání FOMC v prosinci 2016. Základní scénář tohoto odhadu předpokládá bod normalizace portfolia ve chvíli, kdy rezervní zůstatky bank dosáhnou výše 500 mld. USD,⁵ alternativní scénáře pak výše 100 mld. USD a 1 bil. USD. Všechny scénáře předpokládají v souladu s výsledky průzkumů pokračování reinvestic do druhého čtvrtletí 2018 a jejich úplný konec v polovině roku 2019.

Alternativní odhad SOMA portfolia publikoval [v lednu 2017](#) také ekonomický výzkum Fedu v rámci tzv. FEDS Notes. Základní scénář tohoto odhadu vychází z předpovědí členů FOMC ze zasedání v září 2016 a konfidenční interval kolem tohoto základního scénáře je modelovou simulací na základě předpokládaného vývoje sazeb a ekonomiky. K bodu normalizace portfolia dochází v bodě, kdy rezervní bilance bank dosáhnou výše 100 mld. USD, reinvestice se začnou snižovat v červenci 2018. Nejdůležitější výsledky obou odhadů jsou shrnuty v následující Tabulce 2.

Tabulka 2: Predikce SOMA portfolia (bil. USD)

	bod normalizace		výše SOMA portfolia			
	výše rezervních zůstatků	termín dosažení	v bodě normalizace	v roce 2025		
				celkem	vládní dluhopisy	MBS
NY Fed začátek snižování portfolia Q2 2018	0,1 (alternativa)	Q4 2022	2,5	2,7	*	*
	0,5	Q4 2021	2,8	3,1	2,3	0,8
	1,0 (alternativa)	Q4 2020	3,2	3,6	*	*
FEDS Note začátek snižování portfolia Q3 2018	0,1	Q4 2022	2,3 (2,2-2,4)	2,5 (2,3-2,8)	1,7 (1,5-2,0)	0,9 (0,5-0,9)

*Poznámka: Současná výše SOMA portfolia (květen 2017): celkem 4,25 bil. USD, z toho 2,5 bil. USD vládní dluhopisy, 1,8 bil. USD MBS. Rezervní zůstatky bank v bilanci Fedu tvoří 2,2 bil. USD. * = údaj není k dispozici.*

K poklesu portfolia na požadovanou úroveň (tj. k bodu normalizace) dochází v závislosti na cílové výši rezervních zůstatků 2-4 roky po zahájení jeho snižování. Po dosažení optimální úrovně portfolio roste jen mírně při klesajícím podílu MBS a rostoucím podílem vládních dluhopisů.

⁴ Viz „Shrinking the Fed’s balance sheet“, článek Bena Bernankeho z ledna 2017.

<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/01/26/shrinking-the-feds-balance-sheet/>.

⁵ Podle některých analytiků je výše 500 mld. USD rezervních zůstatků z hlediska implementačního rámce měnové politiky Fedu problematická, protože je pro stávající rámec (s úročením přebytečných rezerv) příliš nízká, ale pro původní způsob provádění měnové politiky naopak příliš vysoká.

Vliv snižování bilance na zpříšňování měnové politiky

Snižování bilance Fedu je přirozenou součástí návratu měnové politiky k normálu. Jeho průběh však bude zároveň znamenat zpříšňování měnové politiky nad rámec daný zvyšováním klíčové úrokové sazby Fedu. Současná držba aktiv Fedem stlačuje dlouhodobý konec výnosové křivky, při poklesu průměrné splatnosti držených aktiv a snižování objemu reinvestic se tento tlak bude postupně snižovat.

Snižování bilance tak představuje dodatečný kanál zpříšňování měnové politiky. Při zvyšování krátkodobých úrokových sazeb tedy musí FOMC tento dodatečný kanál (snižování bilance) brát v úvahu, což se samozřejmě již objevuje v projevech členů FOMC i v diskuzích během zasedání. Konkrétní vliv tohoto snižování bude záviset na více faktorech, a to na cílové výši bilance, rychlosti a způsobu snižování portfolia a jeho výsledném poměrném složení.

Konkrétní číselné odhady vlivu změny struktury bilance Fedu naznačují jen pro rok 2017 možné zvýšení dlouhodobých výnosů desetiletých vládních dluhopisů ve výši 15 b.b., což podle minulé empirické skutečnosti odpovídá dvěma zvýšením klíčové úrokové sazby FFR o 25 b.b.⁶

Odhad stínových sazeb

Vliv snižování bilance Fedu na zpříšňování měnové politiky lze zachytit také pomocí tzv. stínových sazeb.⁷ Ty vyjadřují hypotetický vývoj tržních sazeb v případě, že by neexistovalo omezení v podobě nulové spodní hranice sazeb, a zahrnují i vliv nekonvenčních opatření, zejména nákupy státních dluhopisů. Existuje více modelů pro odvozování stínových sazeb pro Spojené státy. Jednou z možností je využít model na stínové sazby podle Krippnera (2014),⁸ který odvozuje stínové sazby z výnosové křivky (tzv. Shadow Short Rates, SSR).⁹

Následující část se pokouší odhadnout možný budoucí vývoj stínových sazeb ve Spojených státech, právě s ohledem na očekávané snižování bilance Fedu. Pro predikci bylo však nutné v prvním kroku modelovat vztah mezi stínovými sazbami a jejich určujícími faktory (tržními sazbami 3M Libor, nekonvenčními opatřeními Fedu či finančním stresem v USA). Jako empirický model byla zvolena regresní metoda ARDL (Autoregressive Distributed Lag).¹⁰ Výsledný model ARDL (3, 1, 3, 1, 3, 1) odhaduje vývoj stínových sazeb relativně dobře, viz graf 2.

⁶ Viz projev Janet Yellen „The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy“ z ledna 2017, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170119a.pdf>.

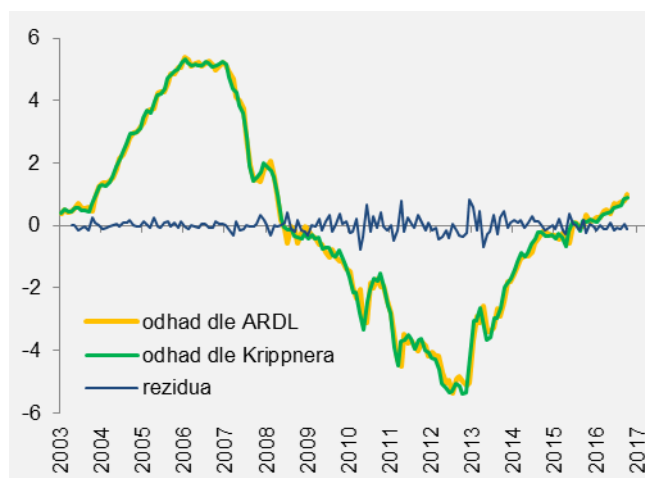
⁷ Analýzu v této části připravila Soňa Benecká, ČNB. Analýza navazuje na obdobnou simulaci v únorovém vydání Globálního ekonomického výhledu, viz https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2017/gev_2017_02.pdf.

⁸ Krippner, L. (2014): "Measuring the stance of monetary policy in conventional and unconventional environments," CAMA Working Papers 2014-06, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, The Australian National University.

⁹ Viz <http://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measures-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy/comparison-of-international-monetary-policy-measures>

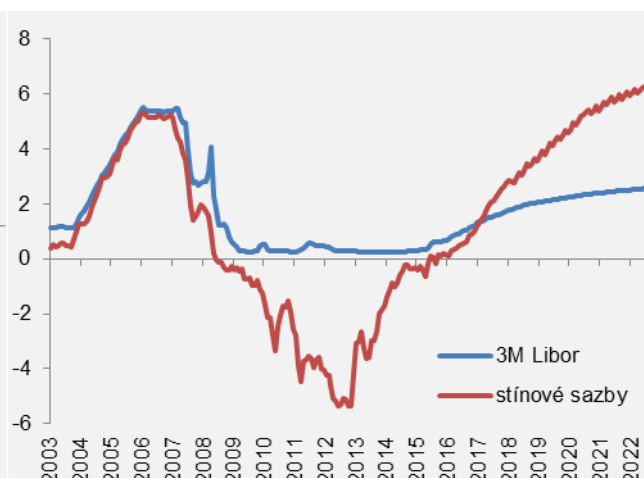
¹⁰ Jedná se o regresní model ve tvaru ARDL (p,q): $y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-p} + \alpha_0 x_t + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + \varepsilon_t$. Mezi vysvětlující proměnné patří 3M Libor, hlavní složky SOMA portfolia (dluhopisy, MBS a ostatní) a finanční stress v USA (Kansas City Financial Stress Index, viz <https://www.kansascityfed.org/research/indicatorsdata/kcfsi>).

Graf 2: Modelování stínových sazeb



Zdroj: výpočty ČNB, Krippner (2014)

Graf 3: Stínové sazby a 3M Libor, vč. predikce



Zdroj: Datastream, Krippner (2014), výpočty ČNB

Pro potřeby simulace byl použit tržní výhled úrokových sazeb 3M Libor, konstantní hodnota finančního stresu a očekávané trajektorie složek SOMA portfolia z lednové FEDS Note (viz výše).¹¹ Výsledná očekávaná trajektorie stínových sazeb (graf 3) je rostoucí a v závěru roku 2022 dosahuje 6 %, tj. více než dvojnásobku očekávaných krátkodobých tržních úrokových sazeb. Implikované zpřísnění měnových podmínek vlivem snižování bilance Fedu/SOMA portfolia je dle výsledků této metody tedy výrazné.

¹¹ Hodnota finančního stresu je fixní na nízké hodnotě (-0,56), odpovídající průměrné hodnotě stresu v předkrizovém období ve vzorku.

4. VYBRANÝ PROJEV: KOMENTÁŘ K MĚNOVÉ A INVESTIČNÍ POLITICE SNB

Na valné hromadě akcionářů Švýcarské národní banky (SNB) v dubnu tohoto roku v Bernu přednesl její guvernér Thomas J. Jordan [projev](#) popisující současnou měnovou politiku SNB a vliv nárůstu bilance SNB na její investiční politiku.

Švýcarská ekonomika podle guvernéra Jordana prokázala po opuštění kurzového závazku na počátku roku 2015 svou flexibilitu, když pokles HDP v důsledku výrazného posílení švýcarského franku trval pouze jedno čtvrtletí. Poté se ekonomika vrátila k růstu, který je očekáván i do budoucna. I nadále však čelí švýcarská ekonomika i SNB značným výzvám, neboť inflace dosahuje jen mírně kladných hodnot a švýcarský frank je stále pod tlakem. Správnou volbou je tedy pokračování expanzivní měnové politiky. V případě potřeby, zejména z důvodu zmírnění tlaku na frank, je navíc SNB připravena snížit svou úrokovou sazbu více do záporu nebo pokračovat v nákupu zahraniční měny.

Vzhledem k výši bilance SNB a jejímu nárůstu v posledních letech (jen za loňský rok vzrostly devizové rezervy o 86 bil. franků) nabírá na důležitosti investiční politika banky. Její měnověpolitický mandát však klade na investice jistá omezení, neboť investiční politika musí sloužit politice měnové, zejména v tom smyslu, že bilance musí být kdykoli k dispozici pro měnověpolitické účely. Zároveň musí investiční politika zajistit, aby si devizové rezervy dlouhodobě uchovaly svou hodnotu. K těmto úkolům se přidává omezení, že se SNB nemůže zajišťovat proti kurzovému riziku, neboť takové transakce by vedly ke zvýšení tlaku na švýcarský frank. Navíc je tu požadavek, aby investiční politika měla co nejmenší dopad na trhy. V tom spočívá základní rozdíl mezi politikou investiční a politikou měnovou: zatímco měnová politika záměrně cílí na změny tržních cen, investiční politika by je ovlivňovat neměla. Z tohoto důvodu bere SNB při investování vždy do úvahy absorpční kapacitu trhů.

Při respektování zmíněných požadavků investuje SNB svá aktiva podle kritérií likvidity, bezpečnosti a výnosu. Likvidita je klíčová vzhledem k nutnosti, aby byla bilance k dispozici pro měnověpolitické účely. Podstatná část vládních dluhopisů, které na konci roku 2016 tvořily 70 % devizových rezerv SNB, proto pochází z nejlikvidnějších světových trhů.

Nutnými podmínkami pro plnění kritéria bezpečnosti je investování do dluhopisů s vysokým ratingem a také co nejširší diverzifikace. Z tohoto důvodu SNB rozšiřuje své investice nejen mezi různé měny, ale také mezi různé investiční kategorie, a k nákupům vládních dluhopisů postupně přidala firemní dluhopisy a akcie, které nyní tvoří 20 % portfolia.

Pro dlouhodobé uchování hodnoty devizových rezerv je klíčová také výnosnost aktiv. S ohledem na možné ztráty plynoucí z posilování švýcarského franku je pro SNB důležité dosáhnout přiměřeného výnosu v domácí měně. V praxi to znamená, že správní rada stanoví pásma pro různé měny a investiční kategorie, v rámci kterých pak správci portfolia usilují o nejlepší alokaci dluhopisů. Naopak akciové portfolio je spravováno co možná nejvíce neutrálně a pasivně. SNB nakupuje akcie konkrétní společnosti v proporcí k její váze v burzovním indexu dané země, čímž zajišťuje co nejmenší dopad na relativní ceny akcií jednotlivých společností. Kvůli potenciálnímu střetu zájmů zároveň neinvestuje do akcií bank a bankovních institucí. SNB rovněž nenakupuje akcie firem vyrábějících mezinárodně zakázané zbraně, ani firem vážně porušujících lidská práva či soustavně vážně poškozujících životní prostředí. Při identifikaci těchto firem spoléhá na doporučení uznávaných externích expertů.

Investiční politika SNB podle guvernéra Jordana nyní čelí dvěma výzvám: růstu bilance a s ní spojené rostoucí fluktuaci výnosů v absolutních hodnotách. Občasné ztráty, ač značné, nicméně nejsou pro měnovou politiku zásadním problémem. SNB může po určitou dobu operovat i se záporným vlastním jměním. Toho se však snaží vyvarovat a svou investiční politikou budovat pevnou kapitálovou základnu.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. června 2017. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo podatelna@cnb.cz.