

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2016

V tomto čísle

Rizika či dopady zpomalení globální ekonomiky pociťuje většina států a jejich centrální banky jsou nuceny přistupovat k dalšímu uvolňování měnové politiky. Často diskutovaným tématem jsou záporné úrokové sazby použité jako nekonvenční nástroj měnové politiky v některých zemích, a to jak s ohledem na možné rozšíření jejich použití v dalších centrálních bankách, tak s ohledem na možnost jejich snižování hlouběji do záporných hodnot. Cenový vývoj ovlivňují stále nízké ceny ropy, a některé centrální banky se potýkají s nízkými inflačními očekáváními. ECB představila balík opatření vedoucích k uvolnění měnových podmínek, švédská Riksbank snížila svou klíčovou sazbu dále do negativního teritoria a novozélandská RBNZ snížila svou hlavní měnověpolitickou sazbu. Ostatní centrální banky ponechaly svá konvenční i nekonvenční opatření beze změny. Odlišnou cestu díky zlepšující se kondici americké ekonomiky již nastoupil Fed, který v prosinci loňského roku zvýšil svou klíčovou úrokovou sazbu.

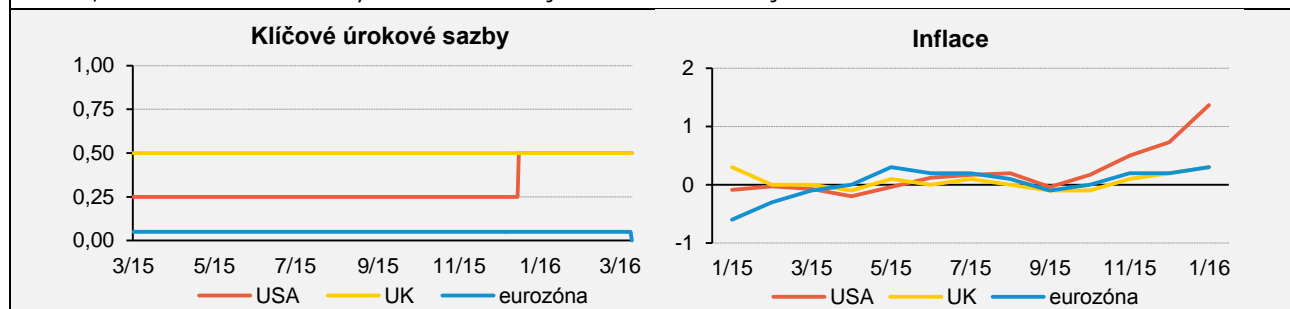
Od tohoto čísla Monitoringu zařazujeme do úvodního přehledu vývoje měnové politiky ve vybraných centrálních bankách kanadskou centrální banku (Bank of Canada). Téma pod lupou se v souvislosti s tím věnuje její měnové politice. Ve vybraném projevu je shrnut pohled místopředsedy Rady guvernérů Fedu Stanleyho Fischera na problematiku nízkých úrokových sazeb.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	< 2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. ledna (0,00) 10. března (-0,05);(-0,10) ³	15. – 16. prosince ⁵ (0,25) 26. – 27. ledna (0,00)	9. – 10. prosince (0,00) 14. ledna (0,00) 4. února (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	0,25–0,50 %	0,50 %
poslední inflace	-0,2 % (únor 2016) ⁴	1,4 % (leden 2016)	0,3 % (leden 2016)
očekávaná MP zasedání	21. dubna 2. června	15. – 16. března ⁵ 26. – 27. dubna 14. – 15. června ⁵	17. března 14. dubna 12. května
další očekávané události	2. června zveřejnění prognózy	13. dubna zveřejnění Beige Book	12. května 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 na březnovém zasedání představila balík opatření vedoucích k dalšímu uvolnění měnových podmínek. Klíčová úroková sazba byla snížena o 0,05 b.b. na nulovou úroveň, sazba depozitní facility o 10 b.b. na -0,40 % a sazba zápůjční facility o 5 b.b. na 0,25 % s platností od 16. března. ECB zároveň rozhodla o zvýšení objemu nákupu dluhopisů o 20 mld. na 80 mld. měsíčně; nově budou nakupovány i korporátní dluhopisy v investičním pásmu ratingu. Došlo také k ohlášení cílených dlouhodobých refinančních operací (nyní TLTRO II) se čtyřletou splatností a první operací v červnu 2016.

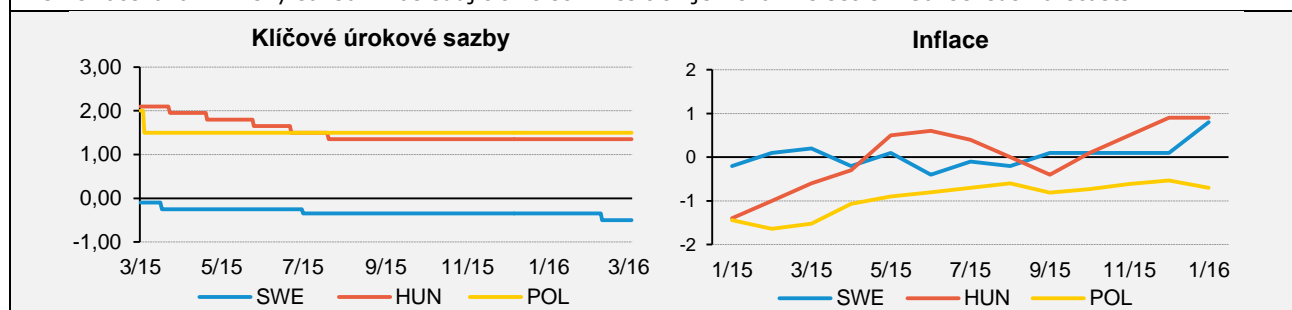
Fed v prosinci přistoupil k očekávanému zvýšení úrokových sazeb o 25 b.b., cílovaná hlavní úroková sazba tedy nyní leží v rozmezí 0,25–0,50 %. Další zvyšování sazeb má být postupné, nikoli mechanické. Přebytková likvidita bude sterilizována prostřednictvím nabízeného O/N reverzního repa v podstatě neomezeném objemu. V lednu pak Fed ponechal úrokové sazby beze změny. Oproti prosincové prognóze došlo k posunu ekonomického vývoje protiinflačním směrem. Inflation bude podle Fedu v krátkém období nízká a dosažení 2% cíle se kvůli velmi nízkým cenám komodit oddaluje. Zaměstnanost i nadále roste rychlým tempem, zatímco hospodářský růst v závěru roku spíše zpomaloval.

BoE ponechala i nadále svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a objem držených cenných papírů zůstal na úrovni 375 mld. GBP. Inflation se koncem minulého roku přehoupla ze záporných hodnot na mírně kladné, když v prosinci dosáhla 0,2 %. BoE očekává, že se do konce letošního roku bude pohybovat pod úrovní 1 %. Meziroční růst HDP zpomalil a ve 4. čtvrtletí 2015 činil necelá 2 %. To bylo způsobeno zejména zpomalením růstu složek poptávky, které jsou ovlivňovány vývojem úvěrů, jako jsou investice do bydlení, dále snížením dynamiky vládní spotřeby a poklesem poptávky po exportech vlivem aprecie britské libry.

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)	14. prosince (0,00) 10. února (-0,15)	15. prosince (0,00) 26. ledna (0,00) 23. února (0,00)	13. – 14. ledna (0,00) 2. – 3. února (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %	1,35 %	1,50 %
poslední inflace	0,8 % (leden 2016)	0,9 % (leden 2016)	-0,7 % (leden 2016)
očekávaná MP zasedání	20. dubna	22. března	10. – 11. března 5. – 6. dubna 12. – 13. května
další očekávané události	21. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	22. března zveřejnění Inflation Report	14. března zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ¹	→	→	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



Riksbank na svém únorovém zasedání překvapivě snížila svou základní úrokovou sazbu hlouběji do záporu, o 15 b.b. na -0,50 %. Trhy přitom očekávaly snížení pouze o 10 b.b. Riksbank dále nakupuje vládní dluhopisy v souladu s plánem oznámeným v říjnu a nově reinvestuje jistiny a kupóny z vládního dluhopisového portfolia. Podle výhledu Riksbank se období nízké inflace letos dále prodlouží, a to i přes poměrně dobrý ekonomický růst a klesající nezaměstnanost. Konkrétně došlo k přehodnocení inflace na bázi indexu CPIF pro rok 2016 z 1,7 % na 1,3 % a inflace na bázi indexu CPI z 1,3 na 0,7 %. Inflační cíl by měl být dosažen v roce 2017. Riksbank je připravena měnovou politiku dále uvolňovat a intervenovat na devizovém trhu (více v Zajímavých událostech).

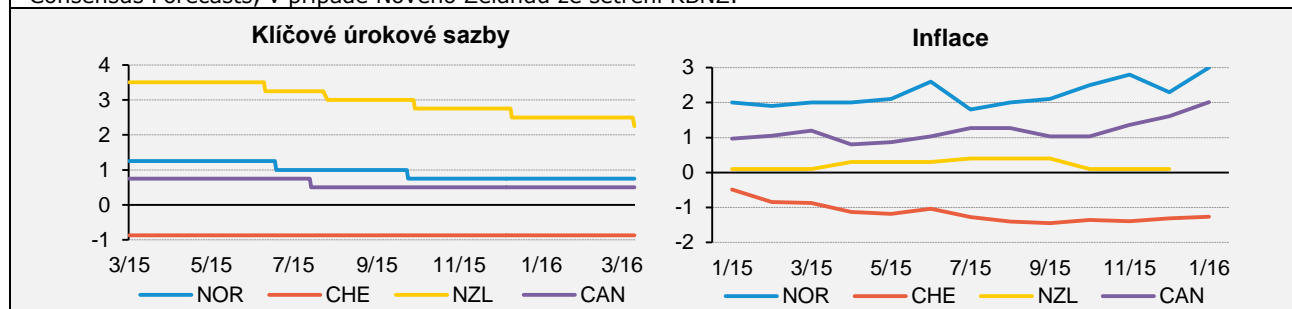
V uplynulém období ponechala **MNB** svou úrokovou sazbu na úrovni 1,35 %, a drží ji tak i nadále na historicky nejnižší úrovni. Maďarská ekonomika dle předběžného odhadu rostla ve 4. čtvrtletí mezitím tempem 3,2 %, což podpořil růst maloobchodních prodeje a zvyšující se průmyslová výroba. Za celý rok 2015 vykázala maďarská ekonomika, i přes zpomalení ve 2. a 3. čtvrtletí, přírůstek HDP o téměř 3 %. V polovině letošního roku MNB očekává zpomalení růstu, zejména vlivem poklesu vládních investic spojených se snížením čerpání z EU fondů, následně dojde k obnově vyšší dynamiky vlivem zvýšení exportů a působení prorůstových programů. MNB očekává i nadále inflaci hluboce pod 3% cílem, k němuž se tempo cenového růstu přiblíží až koncem roku 2017.

Také **NBP** ponechala svou úrokovou sazbu v lednu a v únoru beze změny na úrovni 1,50 %. Pokračuje ekonomický růst (ve 4. čtvrtletí dosáhl 3,9 %), který je tažen převážně spotřebou, podporovanou robustním trhem práce. V celoročním vyjádření loni polská ekonomika vzrostla o 3,6 %. Inflace zůstává záporná (v lednu dosáhla -0,7 %) převážně vlivem nízkých cen komodit a inflační očekávání zůstávají velmi nízká. NBP očekává i v následujících čtvrtletích zápornou inflaci, přičemž jádrová inflace se bude pozvolna zvyšovat, což bude taženo stabilním ekonomickým růstem a příznivými podmínkami na trhu práce.

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)	17. prosince (0,00)	10. prosince (0,00)	10. prosince (-0,25) 28. ledna (0,00) 10. března (-0,25)	20. ledna (0,00) 9. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	od -1,25 do -0,25 % ¹	2,25 %	0,5 %
poslední inflace	3,0 % (leden 2016)	-1,3 % (leden 2016)	0,1 % (Q4 2015)	2,0 % (leden 2016)
očekávaná MP zasedání	17. března 23. června	17. března 16. června	28. dubna 9. června	13. dubna 25. května
další očekávané události	17. března zveřejnění Monetary Policy Report	23. března zveřejnění Monetary Policy Report	9. června zveřejnění Monetary Policy Statement	13. dubna zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ²	→	→	↓	→

¹ v grafu znázorněn střed pásma; ² směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB ponechala svou úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 0,75 %. Na norské ekonomice se začínají negativně projevovat důsledky snížených cen ropy; očekávání ohledně spotřeby domácností a investic soukromého sektoru se snížila. Opačně sice působí expanzivní fiskální politika s pozitivním vlivem na poptávku po zboží a službách, nicméně celkové růstové vyhlídky jsou horší, než NB očekávala a nezaměstnanost mírně poroste oproti zářijové prognóze. Proticyklický kapitálový polštář nastavený v červnu 2015 na úrovni 1,5 % zůstává na této úrovni a v platnost vejde počínaje 30. červnem 2016.

SNB ponechala na prosincovém zasedání interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %; také sazba, jíž se úročí zůstatky bank u SNB, zůstala na úrovni -0,75 %. SNB je i nadále připravena k dalším intervencím na devizovém trhu. Výhled cenového vývoje se proti zářijové prognóze změnil pouze mírně, pro rok 2016 je očekáván pokles cen ve výši -0,5 %, pro rok 2017 míra inflace ve výši 0,3 %. SNB očekává pro letošní rok, že ekonomická aktivita poroste tempem 1,5 % zejména vlivem vývoje domácí poptávky.

RBNZ svou hlavní měnověpolitickou sazbu snížila v prosinci a v březnu vždy o 0,25 p.b. na současnou úroveň 2,25 % z důvodu nízké inflace (0,1 % ve 4. čtvrtletí) a rizika poklesu inflačních očekávání, a [nevyloučila](#) další uvolňování měnové politiky. Nízká inflace, která je ovlivněna hlavně propadem cen ropy a poklesem dalších dovozních cen, dosáhne podle RBNZ hodnot v tolerančním pásmu cíle (tj. 1,0–3,0 %) až koncem roku 2016. Růst cen nemovitostí v Aucklandu se zmírnil, nicméně trh nemovitostí se dostává pod tlak v dalších oblastech.

Kanadskou centrální banku (BoC) představujeme v Monitoringu centrálních bank poprvé. Historii a současnosti její měnové politiky se věnuje aktuální Téma pod lupou. BoC ponechala v lednu i v březnu svou klíčovou sazbu beze změny na úrovni 0,5 %. Nízké ceny ropy brzdí kanadský ekonomický růst, HDP však mezičtvrtletním růstem 0,2 % ve 4. čtvrtletí překonal nízká očekávání. BoC očekává pro letošní rok růst HDP ve výši 1,4 % a pro rok 2017 na úrovni 2,4 %. CPI inflace dosáhla v lednu meziročně 2 %, nicméně BoC očekává, že se její úroveň v průběhu 2016 bude pohybovat pod cílovanou úrovní.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Nejužší vedení Riksbank získalo pravomoc zahájit okamžité intervence

Na mimořádném měnověpolitickém zasedání počátkem ledna udělila výkonná rada švédské Riksbank guvernérovi S. Ingvesovi, resp. první viceguvernérce K. af Jochnick, pravomoc dát pokyn k okamžitým intervencím k oslabení švédské koruny, a to bez nutnosti získat souhlas celé rady (na uvedeném mimořádném zasedání k tomuto rozhodnutí [vyjádřil výhradu](#) pouze viceguvernér M. Flodén). Přijaté rozhodnutí je reakcí na posilování švédské měny a na – i přes předchozí prohlášení centrální banky – nedostatečnou důvěru trhů v její připravenost intervenovat. V [zápisu](#) z lednového jednání vyjádřila navíc výkonná rada připravenost použít k dosažení 2% inflačního cíle vedle intervencí i další měnověpolitické nástroje.

Měnová politika Riksbank prošla nezávislým posouzením

Finanční komise švédského parlamentu dohlížející na Riksbank nechává každé čtyři roky posoudit nezávislími experty měnovou politiku centrální banky (dosud proběhla dvě hodnocení, pokrývající období 1995-2005 a 2005-2010). V červnu 2014 komise požádala o další posouzení bývalého guvernéra BoE M. Kinga a profesora M. Goodfrieda. Jejich analýza pokrývá období 2010-2015, na jehož počátku došlo ze strany Riksbank k později kritizovanému zvýšení sazeb. Výsledná [zpráva](#) analyzuje procesy, které k tomuto rozhodnutí vedly, a dochází k závěru, že zvýšení sazeb v letech 2010-2011 odpovídalo tehdejší úrovni znalostí výkonné rady a bylo dobře prodiskutováno. Kriticky však pohlíží na následné období, kdy podle ní Riksbank pomalu reagovala na měnící se situaci, příliš se spoléhala na modely vyvinuté bankou při určování budoucí trajektorie úrokových sazeb a nebrala v potaz očekávání trhů. Hromadící se názorové rozpory mezi členy výkonné rady (mimo jiné na vztah měnové politiky a finanční stability) se navíc začaly projevovat i v komunikaci Riksbank, a ohrožovaly tak její pověst a kredibilitu. Zpráva zároveň uvádí doporučení ke zlepšení situace, týkající se čtyř oblastí: měnové politiky, finanční stability, mandátu a organizace Riksbank. V oblasti měnové politiky zpráva doporučuje přejít k cílování inflace měřené indexem CPIF místo stávajícího CPI (rozdíly v indexech viz [MCB z prosince 2015](#)) a přehodnocovat cíl každých deset let. Doporučen je také přezkum modelů prognózování inflace a trajektorie úrokových sazeb. Zpráva také doporučuje rozšíření mandátu Riksbank v oblasti finanční stability a větší spolupráci se švédským finančním regulátorem (FSA), když současně navrhuje přezkum pravomocí těchto dvou institucí v roce 2020. Doporučena je také jiná forma zápisů z měnověpolitických jednání a přejmenování a mírně pozměněná struktura výkonné rady.

MNB ukončuje dvoutýdenní depozitní facilitu

Maďarská centrální banka dokončila svůj program reforem měnověpolitických nástrojů započatý v roce 2014 a rozhodla o ukončení dvoutýdenní depozitní facility k dubnu letošního roku. Dříve klíčová měnověpolitická sazba, která byla v září 2015 nahrazena facilitou tříměsíční (viz [MCB z června 2015](#)), tak bude definitivně vyřazena z instrumentária centrální banky. Od ukončení platnosti dvoutýdenní facility si MNB slibuje, že banky místo uložení peněz u centrální banky navýší své nákupy vládních dluhopisů v objemu 400–800 mld. HUF. Reforma měnověpolitických nástrojů je součástí tzv. programu samofinancování (Self-Financing Programme), kterým se MNB snaží podpořit přechod bank od ukládání likvidity u centrální banky k nákupům vládních dluhopisů, a snížit tak závislost vlády na zahraničním financování státního dluhu.

Japonská centrální banka zavedla záporné úrokové sazby

Japonská centrální banka (BoJ) ve snaze dosáhnout 2% inflace snížila koncem ledna nečekaně úrokové sazby o 0,2 p.b. na hodnotu -0,1 %, a nevyločila možnost jejich dalšího snížení. Nově zavedené záporné sazby se vztahují pouze na některé vklady komerčních bank u BoJ

(vklady byly rozděleny na tři kategorie, úročené kladnou, nulovou a zápornou úrokovou sazbou). Snížení sazeb bylo přijato jen těsnou většinou pěti hlasů proti čtyřem. BoJ zároveň (a také nečekaně) ponechala beze změny stávající program nákupu aktiv v objemu 80 bilionů jenů ročně. BoJ rovněž prodloužila termín dosažení cíle z konce roku 2016 na polovinu roku 2017 s poukazem na klesající ceny ropy. O několik dní později guvernér Kuroda ve svém [projevu](#) zdůraznil, že pro BoJ neexistuje limit pro další uvolňování měnové politiky, čímž se snažil vyvrátit možné pochybnosti o nedostatku aktiv pro nákupy centrální banky (obava z vytvoření takového dojmu byla ostatně jedním z důvodů, proč někteří členové BoJ hlasovali proti zavedení záporných sazeb v tak krátkém horizontu po zavedení nákupů dluhopisů).

Konference centrálních bankéřů o nízkých úrokových sazbách

Při příležitosti loňského odchodu Christiana Noyera z čela francouzské centrální banky (BdF) a zároveň z čela Banky pro mezinárodní platby (BIS) se v lednu v Paříži konala [konference](#) centrálních bankéřů věnovaná problematice velmi nízkých úrokových sazeb a výzvám, kterým v souvislosti s nimi čelí centrální banky. K řečníkům a diskutérům patřili vedle Ch. Noyera také jeho nástupci – v čele BdF F. Villeroy de Galhau a v čele BIS J. Weidmann, dále viceguvernér Fedu S. Fischer, guvernér BoJ H. Kuroda, člen Rady guvernérů ECB P. Praet, guvernér BoE M. Carney, ale také generální ředitelka MMF Ch. Lagarde a řada dalších. Řečníci mimo jiné varovali před náhlými změnami inflačních cílů vedoucími k možné ztrátě kredibility centrální banky (de Galhau, Noyer, Fischer), možnými riziky vyplývajícími z dnes netušené adaptace bank na prostředí nízkých sazeb (Carney) nebo riziky vyplývajícími z příklonu finančních trhů k rizikovým produktům (Noyer – Exchange-traded funds).

Korejská centrální banka stanovila 2% inflační cíl pro tři nadcházející roky

Jihokorejská centrální banka (BoK) stanovila pro roky 2016 až 2018 cíl pro inflaci spotřebitelských cen ve výši 2 %. Inflační cíl pro roky 2013-2015 byl přitom definován jako pásmo hodnot 2,5–3,5 %, v předcházejících obdobích banka používala střed tolerančních pásem (viz [přehled BoK](#)).

Dánská centrální banka zvýšila depozitní sazbu

Dánská centrální banka (DNB) zvýšila počátkem ledna depozitní sazbu o 0,1 p.b. na -0,65 %, v kroku nezávislém na pohybu sazeb ECB, jejichž trajektorii obvykle kopíruje (ECB svou depozitní sazbu v prosinci 2015 naopak snížila). Cílem měnové politiky DNB je udržení fixního kurzu dánské koruny k euru prostřednictvím diferenciálu úrokových sazeb DNB a ECB a v krátkém období též intervencemi na devizovém trhu. Rozhodnutí DNB následuje po devíti měsících intervencí, jejichž snahou bylo posílit dánskou korunu, a které vedly k poklesu devizových rezerv. Lednové zvýšení sazeb potřebu intervencí mírně snížilo.

Měnový výbor polské centrální banky pracuje v novém složení

Osmi z deseti členů měnového výboru (Monetary Policy Council, MPC) polské centrální banky (NBP) skončil v tomto čtvrtletí šestiletý mandát. Zatím bylo nahrazeno sedm členů MPC, jejichž jmenování je výsledkem rozhodnutí prezidenta a obou komor parlamentu, v nichž má dominantní vliv vládní Strana práva a spravedlnosti (PiS). V červnu končí mandát současnému guvernérovi M. Belkovi, kterého v březnu polská vláda nominovala do čela Evropské banky pro obnovu a rozvoj (EBRD). Podle mediálních [informací](#) by ho mohl nahradit A. Glapinski, do února člen MPC, který byl v březnu [jmenován](#) členem správní rady NBP.

3. TÉMA POD LUPOU: KANADSKÁ MĚNOVÁ POLITIKA DŘÍVE A DNES

Od tohoto čísla Monitoringu přidáváme mezi centrální banky sledované v úvodním přehledu aktuálního dění v měnové politice kanadskou centrální banku (Bank of Canada, BoC). Ta cíluje inflaci, podobně jako Česká národní banka a některé v Monitoringu pravidelně sledované centrální banky, a to v relativně malé otevřené ekonomice silně provázané s velkým obchodním partnerem. V Tématu pod lupou proto představujeme Bank of Canada, její měnovou politiku a historii a věnujeme se výzvám, které musí BoC řešit v současné době.

Kanada, federace složená z deseti provincií (a tří teritorií), je rozlohou téměř 10 mld. km² druhou největší zemí světa, má však pouhých 35 mil. obyvatel. Objem kanadského HDP v roce 2014 činil přibližně 1 785 mld. USD (pro srovnání HDP Spojených států, hlavního obchodního partnera Kanady, byl v témže roce 17 420 mld. USD).¹ Kanada se řadí k relativně otevřeným ekonomikám s rozvinutým zahraničním obchodem, vývoz i dovoz představují přibližně třetinu HDP. Do Spojených států směřuje 77 % kanadského vývozu a pochází z nich 54 % kanadského dovozu (dalšími obchodními partnery v pořadí jsou Evropská unie a Čína s podílem na kanadském vývozu i dovozu kolem 10 %).² Kanada je proto silně ovlivňována zahraničním, zejména americkým ekonomickým vývojem. Na rozdíl od jiných vyspělých zemí má silně rozvinutý primární sektor, zejména dřevařství a těžbu ropy, jejímž je čistým vývozcem, a která se spolu s navazujícími produkty podílí přibližně třetinou na celkovém kanadském exportu.

Krátce z historie

Zákon o centrální bance ([Bank of Canada Act](#)) byl přijat v roce 1934. Kanadská centrální banka (Bank of Canada, BoC) začala fungovat v březnu 1935. Původně byla v soukromém vlastnictví, v roce 1938 byla znárodněna a veškeré její akcie drží (jménem anglické královny, neboť Kanada je součástí Commonwealthu) kanadské ministerstvo financí.

Mandátem kanadské centrální banky je od té doby „provádět měnovou politiku tak, aby podporovala ekonomickou a finanční prosperitu Kanadčanů“. Konkrétní cílem měnové politiky BoC je zachovat hodnotu národní měny tím, že bude zajišťovat cenovou stabilitu – neboli nízkou, stabilní a předvídatelnou inflaci – a přispívat tak k vytváření stabilního ekonomického prostředí, podpoře dlouhodobých investic, tvorbě pracovních míst a k vyšší produktivitě.

Válkou iniciovaný růst inflačních tlaků, který pokračoval i na sklonku 40. let, a kterému se BoC společně s vládou marně snažily čelit, vedl roku 1950 k rozhodnutí Kanady vystoupit z brettonwoodského systému pevných měnových kurzů. Jako jediná z významných světových ekonomik nastoupila Kanada následně režim plovoucího měnového kurzu, jehož apreciaci měla zabránit nadměrnému přílivu kapitálu a snížit inflační tlaky. S cílem snížit vysokou inflaci zavedla navíc ve 2. polovině 50. let BoC restriktivní měnovou politiku. Inflace poklesla pod úroveň 1 %, došlo však ke slábnutí ekonomické aktivity a růstu nezaměstnanosti, což nakonec vládu dovedlo v roce 1961 k odvolání guvernéra BoC. Veřejně propírané kontroverze kolem jeho odvolání i verbální intervence vlády vedly v roce 1962 k prudkému oslabení kanadského dolaru a k opětovnému vstupu Kanady do brettonwoodského systému. Do roku 1970 pak fungovala kanadská měnová politika v režimu pevného měnového kurzu. Po rozpadu brettonwoodského systému se BoC snažila kontrolovat inflaci spíše reaktivně ve vazbě na vládní fiskální aktivity.

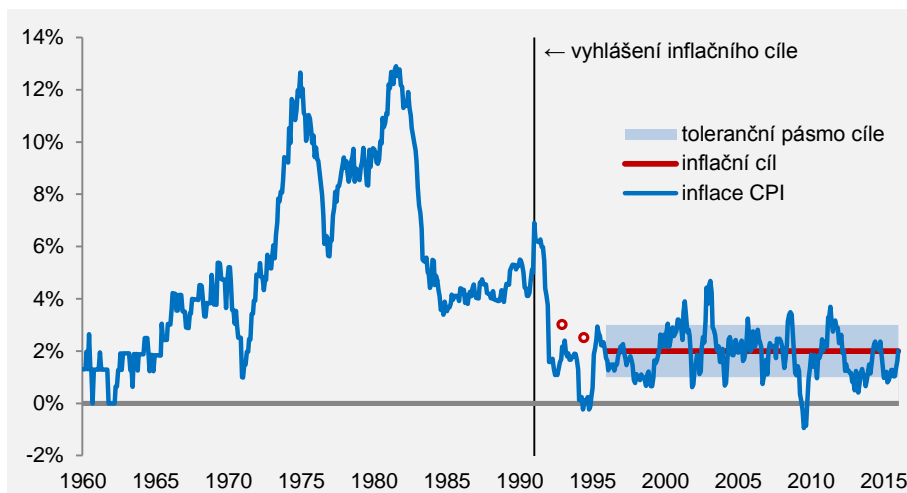
V roce 1975 se BoC rozhodla reagovat na vysokou a volatilní inflaci zavedením režimu cílování peněžní zásoby. Vztah mezi M1 a inflací, na němž byl tento režim založen, však postupně slábl, mimo jiné i kvůli mnoha v té zaváděném finančním inovacím, a měnová politika nepřinášela kýžené výsledky. V roce 1982 BoC režim opustila, nenahradila ho však jiným formálním režimem a její měnová politika byla pro trhy špatně čitelná, a to až do počátku 90. let.

¹ World Bank.

² WTO, září 2015.

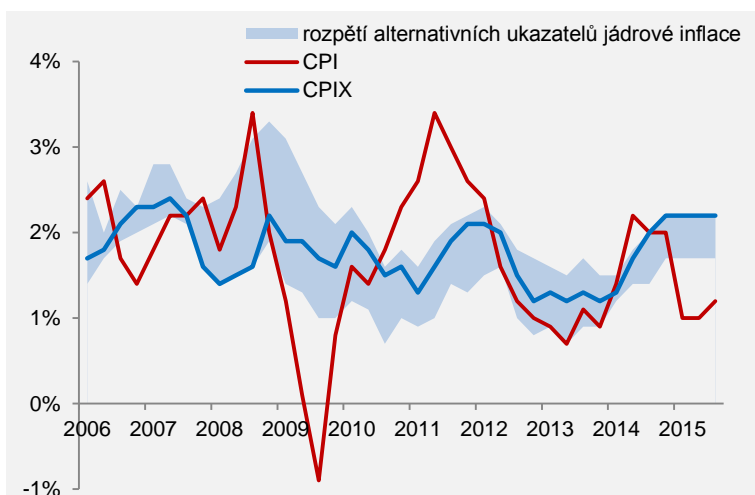
Současný režim cílování inflace

Změna nastala až 26. února 1991, kdy byl guvernérem BoC společně s kanadským ministrem financí [vyhlášen](#) režim cílování inflace, a Kanada se tak stala po Novém Zélandu druhou zemí, jejíž centrální banka začala uplatňovat tento moderní režim. Cílem bylo postupně snížit inflaci měřenou indexem spotřebitelských cen z tehdejší výchozí úrovně pohybující se kolem 5 % na hodnotu 2 % do roku 1995. Od roku 1995 byl stanoven cíl ve výši 2 % s tolerančním pásmem jednoho procentního bodu symetricky na obě strany.



Zdroj: Datastream

Po vyhlášení inflačního cíle došlo k poklesu a následné stabilizaci inflace, která se od té doby pohybuje kolem 2 % a její variabilita se ve srovnání se 70. a 80. lety snížila přibližně o dvě třetiny. S růstem kredibility inflačního cíle se inflační očekávání také začala přibližovat k 2%.



Zdroj: BoC

Cílovanou veličinou je inflace měřená jako meziroční růst indexu spotřebitelských cen (CPI), který byl stanoven jako nejvhodnější měřítko životních nákladů. Kromě indexu CPI však banka sleduje také řadu indikátorů tzv. jádrové inflace, které lépe zobrazují dlouhodobé inflační trendy. Hlavním indikátorem, který v současnosti slouží jako operační vodítko při stanovování měnové politiky, je index CPIX, což je index CPI očištěný o nejvíce volatilní položky (ovoce a zeleninu, pohonné hmoty, městskou dopravu, tabák, úroky z hypoték) a o vlivy nepřímých daní.³

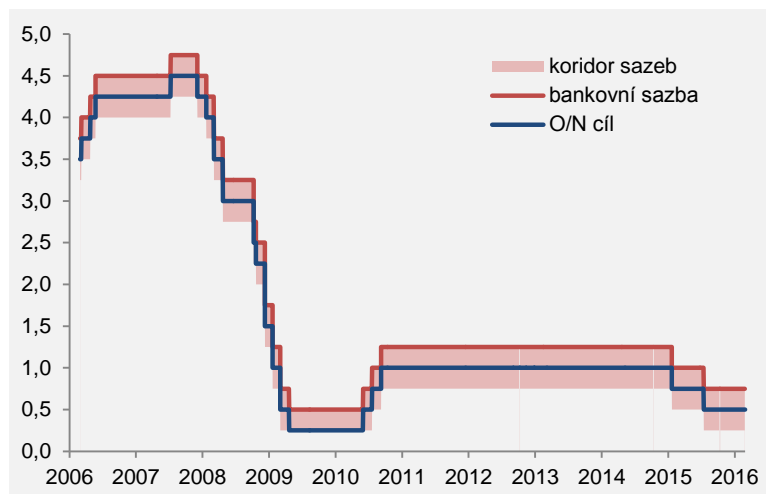
Hlavním nástrojem měnové politiky BoC je klíčová úroková sazba, kterou je od roku 2001 tzv. Target for Overnight Rate (cíl pro jednodenní sazbu, tedy pro tržní úrokovou míru, za kterou si komerční banky půjčují mezi sebou tzv. „přes noc“; dále v textu označovaná jako „O/N cíl“). Tento O/N cíl je středem koridoru shora omezeného bankovní sazbou (Bank Rate, zápůjční sazba, za kterou BoC bankám poskytuje jednodenní úvěry) a zdola jednodenní depozitní sazbou BoC.⁴ Tržní úroková míra se pohybuje uvnitř tohoto koridoru, jehož šíře je ve

³ Definice jednotlivých ukazatelů jádrové inflace jsou uvedeny na stránkách BoC, viz <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/capacity-and-inflation-pressures/inflation/>

⁴ Před rokem 2001 představovala klíčovou měnověpolitickou sazbu bankovní sazba (Bank Rate). Nicméně již od poloviny 90. let začala BoC kladt důraz na O/N cíl, pohybující se v koridoru širokém 0,5 p.b. a shora ohraničeném právě bankovní sazbou. V únoru 1999, společně se zavedením zúčtovacího mezibankovního systému LVTS (Large

standardních podmínkách 0,5 p.b.⁵ O/N cíl lze mezinárodně přirovnat např. k cílovému pásmu pro klíčovou sazbu Fedu - Fed Funds nebo cílovému pásmu pro sazbu Libor švýcarské SNB.

Změny klíčové sazby jsou od prosince 2000 vyhlášovány osmkrát ročně ve stanovených termínech na měnověpolitických zasedáních (před tímto datem BoC neměla stanovené fixní termíny zasedání, ani jejich konání předem neohlašovala). Po každém druhém zasedání (tedy čtyřikrát ročně) zveřejňuje BoC Zprávu o měnové politice (Monetary Policy Report).



Zdroj: BoC

Měnová politika BoC je vpředhledící, vzhledem k tomu, že transmise měnové politiky trvá přibližně šest až

osm čtvrtletí. V prostředí silných a déletrvajících ekonomických šoků se však horizont měnové politiky může flexibilně zkrátit či prodloužit, což již BoC několikrát uplatnila.

Důležitou roli v kanadské měnové politice i hospodářském vývoji celé země hraje flexibilní měnový kurz, který pomáhá tamní otevřené ekonomice vyrovnat se s vnějšími šoky. V současnosti kanadský dolar oslabuje zejména vlivem poklesu cen ropy a posilování amerického dolaru vůči ostatním měnám, což je považováno za stimulační – a v dané situaci tedy stabilizující – pro kanadskou ekonomiku.

Měnová politika BoC v době krize a dosažení dolní hranice úrokových sazeb

V podmínkách globální finanční a ekonomické krize poskytla BoC ekonomice monetární stimul snížením hlavní měnověpolitické sazby až na efektivně nulovou úroveň ve výši 0,25 % v dubnu 2009 (viz poznámka 2). Zároveň identifikovala ve [Zprávě o měnové politice](#) další možné nástroje měnové politiky, které by mohla využít v prostředí nízkých úrokových sazeb. Zařadila mezi ně tzv. forward guidance (komunikaci ohledně budoucí trajektorie úrokových sazeb s prvky závazku), kvantitativní uvolňování formou nákupu finančních aktiv centrální bankou a úvěrové uvolňování (credit easing). Na rozdíl od jiných centrálních bank (Fedu či Bank of England) však k opatřením typu kvantitativního uvolňování nakonec nepřistoupila, a místo toho uplatnila pouze forward guidance tak, že se v závislosti na hodnotách výhledu pro inflaci verbálně zavázala zachovat parametry měnové politiky do poloviny roku 2010. Toto opatření se pro uvolnění měnové politiky ukázalo jako dostatečné. Banka také prodloužila horizont, ve kterém se má inflace navrátit ke 2% cíli, na dobu delší než dva roky. Díky transparentnosti a kredibilitě zůstala důvěra trhů v BoC během krize neotřesená, což se odrazilo ve stabilitě inflačních očekávání, která zůstala ukotvena u 2 %.

V prosinci 2015 BoC [přidala](#) do zásoby použitelných nástrojů měnové politiky záporné úrokové sazby, když na základě zahraničních zkušeností a vlastních analýz snížila teoretickou hodnotu

Value Transfer Systém), nad nímž BoC vykonává regulaci a dohled, byl O/N cíl definován jako střed zmíněného koridoru. Od května 2001 pak začal být O/N cíl stanovován jako klíčová měnověpolitická sazba, a hodnoty bankovní sazby a depozitní sazby jsou po jeho vyhlášení nastaveny automaticky.

⁵ Ve výjimečných podmínkách, kdy se O/N cíl nachází na velice nízkých hodnotách, což nastalo např. v roce 2009, kdy dosáhl v dubnu tzv. efektivní dolní meze (Effective Lower Bound, ELB) ve výši 0,25 %, byl koridor zúžen na 0,25 p.b. a O/N cíl tvořil jeho spodní hranici, rovnající se depozitní sazbě; bankovní sazba byla ve výši 0,5 %. V prosinci 2015, po zkušenostech zahraničních bank se zápornými sazbami, byla výše ELB určena stanovena na přibližně -0,5 %. V současné době je širší koridoru opět 0,5 p.b. a hodnota O/N cíle je stanovena jako 0,5 %.

tzv. efektivní nulové úrovni pro O/N cíl z dosavadních 0,25 % na přibližně -0,5 %. Zmínila také možnost podpory úvěrování vybraných sektorů ekonomiky prostřednictvím specializovaných facilit. Použití záporných sazeb zatím zůstává pouze teoretickou možností; v současnosti (březen 2016) je O/N cíl stanoven na úrovni 0,5 %, depozitní sazba je na úrovni 0,25 % a bankovní sazba na úrovni 0,75 %.

Pravidelné obnovování inflačního cíle a související výzkum

Ke specifickým znakům kanadského cílování inflace patří pravidelné obnovování cíle společným prohlášením BoC a kanadské vlády, které probíhá již od zavedení režimu, a to standardně jednou za pět let.

K prvnímu obnovení cíle došlo již v prosinci 1993 v souvislosti s volbou nového guvernéra BoC. Inflační cíl ve výši 2 % s tolerančním pásmem ± 1 % byl prodloužen do konce roku 1998. V roce 1998 pak byl 2% cíl obnoven na dalších pět let (tj. do konce roku 2001) se zdůvodněním, že je třeba ještě dále sledovat vývoj ekonomiky v prostředí nízké inflace, než se přistoupí k jeho případným změnám. V letech 2001, 2006 a 2011 byl pak inflační cíl potvrzován vždy na dalších pět let v nezměněné podobě. V závěru letošního roku by měla BoC společně s vládou o nastavení cíle na dalších pět let opět rozhodnout.

Od roku 2001 jsou spolu s obnovením inflačního cíle publikovány také odpovědi na vybraná měnověpolitická témata daného období, k nimž je na webu BoC průběžně zveřejňován relevantní výzkum. V listopadu 2014 viceguvernerka BoC A. Côté představila aktuální výzkumná a „policy“ témata, kterými jsou vhodnost zvýšení inflačního cíle, další otázky vztahu mezi měnovou politikou a finanční stabilitou a možnost změny hlavního sledovaného indikátoru jádrové inflace, kterým je dnes index CPIX. Relevantní výzkum je již dnes k dispozici na webu BoC, o otázkách probíhá diskuze a odpovědi budou předloženy koncem letošního roku při obnovení inflačního cíle.

Současné výzvy

K současným výzvám pro kanadskou měnovou politiku patří – kromě fungování měnové politiky v prostředí nízkých úrokových sazeb nebo vztahu mezi měnovou politikou a finanční stabilitou – zejména efekt propadu cen komodit, což je téma pro Kanadu obzvláště relevantní, neboť země patří mezi významné producenty a čisté vývozce ropy.

V období růstu cen ropy v letech 2001 až 2014 se v kanadské ekonomice přesouvaly zdroje do odvětví zaměřených na těžbu ropy a ropných produktů. S klesajícími cenami ropy začalo docházet k významným přesunům práce i kapitálu opačným směrem, a to mezi provinciemi i odvětvími. V první fázi ropného šoku došlo ke zpomalení růstu, poklesu investic a růstu nezaměstnanosti v ropných sektorech, následně se však zpomalení aktivity šířilo i do ostatních sektorů. V této fázi BoC překročila v lednu 2015 k trhy v té době nečekanému snížení sazeb o 0,25 p.b. Své rozhodnutí zdůvodnila obavami z prudkého poklesu cen ropy v předchozích šesti měsících, pomalejšího hospodářského růstu Kanady vůči zahraničí a ze snižujícího se výhledu inflace. V červenci 2015 pak snížila úrokovou sazbu o dalších 0,25 p.b. mimo jiné s odkazem na zpomalení ekonomického růstu Číny doprovázené poklesem cen komodit, důležitých pro kanadský export.

Pro trhy představovalo nečekané lednové snížení sazeb otřes důvěry v guvernéra Stephena Poloze, který nastoupil do čela BoC v červnu 2013 po uznávaném Marku Carneyem (jenž od června 2013 převzal vedení BoE), protože guverner před tímto zasedáním nevyslal žádný signál o takovém vývoji úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že BoC nezveřejňuje zápis z měnověpolitického jednání a že k výslednému rozhodnutí o sazbách nedochází hlasováním, nýbrž dohodou (konsenzem), nedokázaly trhy rozklíčovat, zda nešlo pouze o Polozovo náhlé individuální rozhodnutí, jímž reagoval na pro něj důležitá čerstvá ekonomická data, a zda tedy nejsou vydány napospas náhlým změnám jeho názorů (jejich obavy shrnoval výraz „Polozova

reakční funkce“). Vzhledem k relativnímu zotavení kanadské ekonomiky se však důvěra trhů v BoC opět obnovila.

Pokles cen komodit a z něj vyplývající pokles směnných relací vedly ke zmíněnému oslabení kanadského dolaru, jež ve svém důsledku vede k menším ztrátám z poklesu dolarových cen ropy (i ostatních produktů) a ke zlepšení konkurenceschopnosti kanadských exportérů, a také k růstu cen dováženého zboží. I přes relativní zlepšení situace kanadské ekonomiky lze však očekávat, že reorientace kanadské ekonomiky směrem k sektorům nesouvisejícím s těžbou ropy bude probíhat ještě v následujících letech. BoC bude dle svých vyjádření tento proces bedlivě sledovat, vhodnými nástroji měnové politiky dále přispívat ke stabilitě a rozvoji ekonomiky a v souhrnu tak podporovat ekonomickou a finanční prosperitu Kanadčanů.

4. VYBRANÝ PROJEV: MĚNOVÁ POLITIKA, FINANČNÍ STABILITA A NULOVÁ DOLNÍ MEZ ÚROKOVÝCH SAZEB

Svůj pohled na problematiku nízkých úrokových sazeb představil ve svém lednovém [projevu](#) na výročním zasedání Americké ekonomické asociace v San Franciscu Stanley Fischer, místopředseda Rady guvernérů Fedu.

S tématem nulové dolní meze (ZLB) nominálních úrokových sazeb je podle Fischera spjato několik zásadních otázek. První z nich je, zda jsme se posunuli do světa s permanentně nižší dlouhodobou rovnovážnou reálnou úrokovou sazbou. Z řady poznatků podle něj vyplývá, že aktuální úroveň rovnovážné reálné úrokové sazby (tj. sazby konzistentní s plným využíváním zdrojů) se zřejmě blíží nule. Navíc pouze pozvolna roste ke své dlouhodobé hodnotě, která je z historického hlediska také poměrně nízká. Pro budoucnost to naznačuje, že frekvence a délka trvání epizod, kdy bude měnová politika omezena ZLB, budou zřejmě vyšší než doposud. Provádění efektivní měnové politiky v podmínkách ZLB je dle Fischera přinejmenším výzvou. Nekonvenční měnověpolitické nástroje sice prokázaly svou užitečnost, nicméně s jejich používáním zůstává spjato mnoho nejistot. Zároveň se nedá říci, zda rovnovážná reálná úroková sazba zůstane na dnešních nízkých hodnotách trvale, neboť řada determinujících faktorů, jako například růst produktivity, se dá jen velmi těžko předpovídat.

Druhou otázkou podle S. Fischera je, jakými kroky lze zmírnit omezení vyplývající ze ZLB. Zde cituje možnost zvýšení inflačního cíle, navrhované mnoha ekonomy, nicméně v případě vyšší inflace se obává její vyšší variability spojené s možnými vyššími sociálními náklady a ztíženým dosahováním inflačního cíle. Dále uvádí možnost používání záporných úrokových sazeb. Jejich nedávné použití v několika evropských zemích bylo doprovázeno poklesem krátkodobých sazeb na peněžním trhu, uvolnění se přeneslo také do výnosů aktiv s delší splatností a větším rizikem, a dle předpokladů působilo i prostřednictvím kurzového kanálu. Není sice zřejmé, jak hluboko do záporných hodnot mohou měnověpolitické sazby klesnou, než vzroste držba hotovosti, evropské zkušenosti nicméně ukázaly, že v těchto zemích nula jejich dolní hranicí není. Jako další přístup k uvolnění omezení vyplývajících ze ZLB Fischer předkládá kroky vedoucí ke zvýšení rovnovážné reálné úrokové sazby, například expanzivní fiskální politiku, případně snížení časové premie umožňující zvýšení krátkodobých sazeb při nezměněných dlouhodobých sazbách konzistentních s plnou zaměstnaností a cenovou stabilitou. Posledním způsobem, jak se vypořádat s omezeními spjatými se ZLB, by mohl být přechod k bezhotovostní ekonomice, neboť právě existence měny ve fyzické podobě limituje možnost poklesu úrokových sazeb hlouběji do záporu. Fischer však konstatuje, že přinejmenším v USA je efektivní fungování bezhotovostního finančního systému zatím spíše teoretickou možností.

Potenciální rizika plynoucí z prostředí dlouhodobě nízkých sazeb přivádí Fischera ke třetí otázce: jak by centrální banky měly zahrnout úvahy o finanční stabilitě do provádění měnové politiky, resp. zda mohou jejím prostřednictvím snižovat pravděpodobnost finanční nestability. Dle Fischera by v první řadě měly být použity makroobezřetnostní nástroje. V této souvislosti zmiňuje řadu opatření zavedených v USA v posledních letech, nicméně konstatuje, že Fed má těchto opatření ve srovnání s jinými centrálními bankami k dispozici menší počet, a to zejména v oblasti trhu s nemovitostmi. Nedostatek nástrojů tak vede k potřebě kladení většího důrazu na schopnost finančního systému odolávat finančním šokům bez užití makroobezřetnostních opatření, a zároveň k úvahám o použití měnověpolitických sazeb k obraně finanční stability. Makroekonomické a finanční cíle však nejsou vždy konzistentní a odborná literatura nedává jasnou odpověď na to, zda je pro měnovou politiku optimální používat úrokové sazby proti vzniku finanční nestability. Fischer je toho názoru, že vzhledem k tomu, že finanční proměnné jsou kritickou součástí transmisního mechanismu měnové politiky, je zvýšení sazeb v případě nepřiměřeně vysokých cen aktiv vhodným opatřením proti potenciální finanční nestabilitě.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 10. března 2016. 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.