

Monitoring centrálních bank

— I / 2020



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — I / 2020

ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

V tomto čísle

Počínaje tímto číslem je okruh sledovaných centrálních bank rozšířen o Českou národní banku. Růst HDP napříč všemi sledovanými ekonomikami zpomaluje a v souvislosti s hrozící pandemií koronaviru existuje riziko značného útlumu globální ekonomické aktivity. V souvislosti s tím snížily některé centrální banky své klíčové sazby a podporují ekonomiky i dalšími opatřeními. Fed na mimořádném zasedání počátkem března snížil úrokové sazby o 0,5 p. b., o den později ve stejném rozsahu snížila své sazby i kanadská centrální banka a týden poté následovalo snížení sazeb o 0,5 p. b. britskou centrální bankou, která zavedla i podpůrná opatření spojená s financováním firem a domácností. ECB své úrokové sazby nezměnila, přijala však řadu opatření na podporu hladkého fungování finančního trhu a na podporu úvěrování. Ještě před propuknutím epidemie koronaviru švédská centrální banka zvýšila své úrokové sazby o 0,25 p. b. a, ve stejném rozsahu sazby zvýšila i Česká národní banka. ECB letos zahájila revizi své měnové politiky a diskutuje v té souvislosti zejména potenciální změnu a definici inflačního cíle a míru flexibility při jeho dosahování. Téma pod lupou se věnuje revizím měnové politiky centrálních bank. Ve vybraném projevu členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel obhajovala měnovou politiku ECB a vysvětlovala důvody vedoucí k potřebě použití nekonvenčních nástrojů.

Po uzávěrce tohoto čísla centrální banky pokračovaly v opatřeních zaměřených na podporu ekonomiky v souvislosti s dopady pandemie koronaviru. Toto dění (shrnuté v následujícím odstavci) však není v textu publikace zahrnuto.

Norská centrální banka snížila 12. 3. základní úrokovou sazbu o 0,5 p. b. na 1 %. Mimořádné opatření 13. 3. představila také švédská Riksbank, která prostřednictvím komerčních bank půjčí švédským podnikům až půl bilionu švédských korun, aby jim zabezpečila přístup k úvěrům. Americký Fed na již druhém mimořádném zasedání (15.3.) snížil úrokové sazby o dalšího 0,5 p. b. na pásmo 0–0,25 %. Zároveň zahajuje masivní program kvantitativního uvolňování ve výši 700 miliard dolarů. Mimořádné kroky oznámila i novozélandská RBNZ, která 16.3. snížila hlavní úrokovou sazbu o 0,75 p. b. na rekordní minimum 0,25 %. Slíbila, že na této úrovni zůstanou úroky nejméně 12 měsíců.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i soubor se seznamem všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Lucie Matějková (editorka), Kateřina Arnoštová a Ivana Kubicová.

Uzávěrka tohoto čísla je 12. března 2020.

Obsah

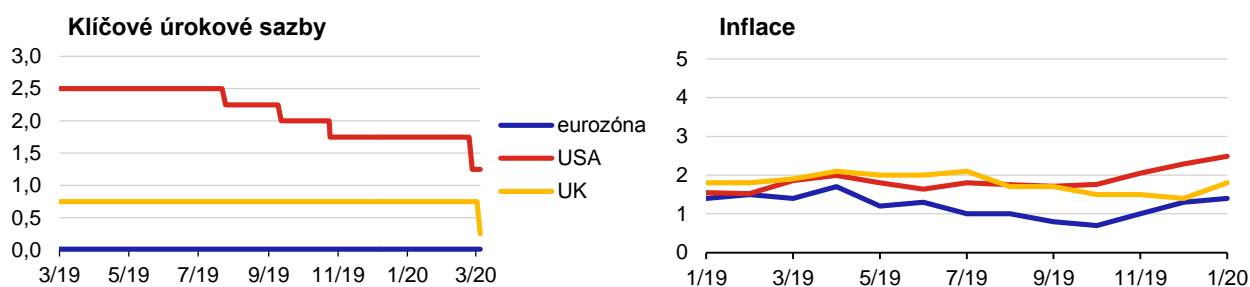
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané země mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: REVIZE MĚNOVÉ POLITIKY V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: ISABEL SCHNABEL (ECB): CO SE ŘÍKÁ O MĚNOVÉ POLITICE ECB A KDE JE PRAVDA	12

I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	<2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	23. ledna (0,0);(0,0) ³ 12. března (0,0);(0,0) ³	28. – 29. ledna (0,00) 3. března (-0,50) mimořádné	19. prosince (0,00) 30. ledna (0,00) 10 března (-0,50) mimořádné
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ³	1,00 – 1,25 % ⁴	0,25 %
poslední inflace	1,2 % (únor 2020) ⁵	2,5 % (leden 2020)	1,8 % (leden 2020)
očekávaná MP zasedání	30. dubna 4. června	17. – 18. března ⁶ 28. – 29. dubna 9. – 10. června ⁶	26. března 7. května
další očekávané události	4. června zveřejnění prognózy	pol. července 2020 zveřejnění Monetary Policy Report	7. května zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁷	→	→	→

Poznámka: ¹ definice cenové stability dle ECB „pod, ale blízko 2%“; ² definice cíle pro inflaci z ledna 2012; ³ depozitní sazba; ⁴ v grafu je zobrazena horní hranice pásma; ⁵ tzv. Flash odhad; ⁶ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB na svém březnovém zasedání úrokové sazby nezměnila, přijala však sadu opatření, která by měla přinést měnověpolitický stimul v reakci na ekonomické dopady pandemie. Rozhodla o provádění dalších dlouhodobých refinančních operací (LTRO), aby poskytla likviditní podporu finančnímu systému eurozóny. Dále rozhodla o zvýhodnění podmínek při poskytování TLTRO III, zejména v období od 6/2020 – 6/2021, úrokové sazby budou po celé toto období 0,25 p.b. pod průměrnou sazbou hlavních refinančních operací, také dojde ke zvýšení částky, na kterou mají banky v tomto programu nárok. Kromě toho ECB navýší program čistých nákupů aktiv do konce roku o dodatečných 120 miliard EUR. Březnová prognóza ECB pouze částečně zohledňuje nejnovější události. Výhled HDP byl výrazně snížen zejména pro tento rok a poroste tempem 0,8 %, v roce 2021 poroste tempem 1,3 %, v roce 2022a 1,4 %. Prognóza ECB předpokládá inflaci v roce 2020 na úrovni 1,1 %, 1,4 % v roce 2021 a 1,6 % v roce 2022.

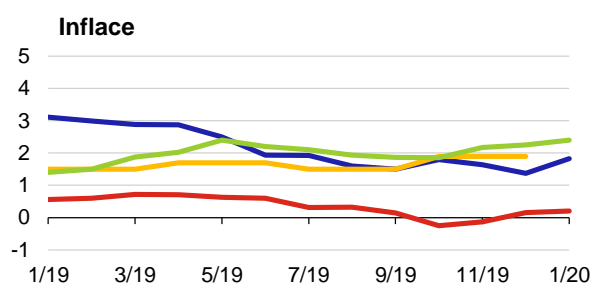
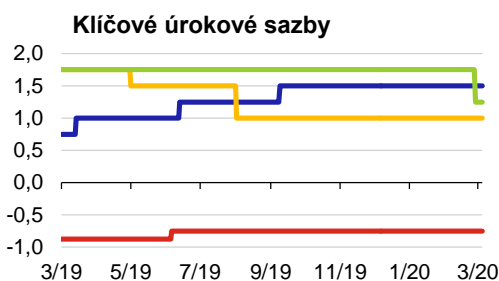
Fed na mimořádném zasedání 3. března snížil svou klíčovou úrokovou sazbu (Fed funds) o 0,5 p. b. na úroveň pásma v rozmezí 1–1,25 %. K tomuto kroku Fed přistoupil z důvodu obav z poklesu ekonomické aktivity v souvislosti s šířící se epidemií koronaviru. Trh očekává během následujících 3 až 4 měsíců snížení základních sazeb o dalších 0,5 p. b. Výkon americké ekonomiky zůstává silný. V prosinci ponechal FOMC výhled HDP oproti zářijové prognóze beze změny, očekává růst HDP letos o 2,2 %, pro rok 2020 o 2 % a v roce 2021 o 1,9 %. Prognóza inflace pro tento rok je 1,6 % (oproti zářijovým 1,8 %) a pro následující dva roky zhruba 2 %. Výhled míry nezaměstnanosti se pohybuje okolo 3,6 %.

BoE na mimořádném zasedání 10. 3. snížila hlavní úrokovou sazbu o 0,5 p. b. na 0,25 %. Objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů ponechala beze změny. Zavedla také program financování pro malé a střední podniky (TFSME), ve kterém si po dobu 1 roku mohou půjčovat finanční prostředky od komerčních bank za sazbu blízkou klíčové úrokové sazbě. FPC s okamžitou platností rozpustila proticyklickou kapitálovou rezervu a ponechá ji na nulové úrovni alespoň 1 rok. Opatření mají zmírnit dopady šíření koronaviru na ekonomiku a překonat krátkodobý šok. Loni ekonomická aktivita zpomalila v souvislosti s nejistotami okolo brexitu. Ve čtvrtém čtvrtletí 2019 dosáhl meziroční růst HDP 1,1 %. Pro následující roky BoE snížila výhled růstu HDP (ještě před zavedením mimořádných opatření) pro rok 2020 z 1,25 % na 0,75 %, pro rok 2021 z 1,75 % na 1,5 %. Lednová inflace se přiblížila cíli, když dosáhla 1,8 %. Jeho plné dosažení však BoE předpokládá až koncem roku 2022.

I.2 VYBRANÉ ZEMĚ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>	<u>Kanada (BoC)</u>
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. prosince (0,00) 23. ledna (0,00)	12. prosince (0,00)	12. února (0,00)	22. ledna (0,00) 4. března (-0,50)
aktuální klíčová sazba	1,5 %	-0,75 % ¹	1,0 %	1,25 %
poslední inflace	1,8 % (leden 2020)	0,2 % (leden 2020)	1,9 % (Q4 2019)	2,4 % (leden 2020)
očekávaná MP zasedání	19. března 7. května	19. března	25. března 13. května	15. dubna
další očekávané události	19. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	18. 3. zveřejnění Quarterly Bulletin	13. 5. zveřejnění Monetary Policy Statement	15. 4. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	→	→

Poznámka: ¹ nová klíčová MP sazba SNB; ² směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB ponechala v posledních třech měsících svou základní úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 1,5 %. To bylo v souladu s předchozí rétorikou NB. Změnu sazby NB neočekává ani v následujícím období. Inflace se nachází v blízkosti cíle a růst ekonomiky zůstává poměrně silný. Dle odhadů NB se norská ekonomika nachází pravděpodobně blízko vrcholu svého ekonomického cyklu. Na základě prognózy z prosince 2019 očekává NB v průběhu letošního roku inflaci (CPI-ATE, tj. inflaci očištěnou o změny daní na energetické produkty) zhruba na 2% cíli a následně po zbývajícím část predikčního období mírně nad cílem. Proticyklický kapitálový polštář se nachází na nejvyšší možné úrovni, tj. 2,5 %. Růst úvěrů domácnostem dle předpovědi NB mírně zpomalí k 5 % a růst úvěrů nefinančním podnikům k necelým 7 %.

SNB ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu (SNB policy rate) beze změny na úrovni -0,75 % a i nadále si vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. Prozatím je aktuální pouze prosincová prognóza inflace (nová prognóza bude zveřejněna 19. 3.), ve které SNB očekává pro tento rok inflaci na úrovni 0,1 % a v roce 2021 0,5 %. Růst švýcarské ekonomiky za rok 2019 dosáhl 0,9 % (SNB předpokládala 1 %), přičemž za čtvrté čtvrtletí dle předběžného odhadu dosáhl 0,3 % mezičtvrtletně a 1,5 % meziročně. SNB očekává růst HDP v letošním roce v rozmezí 1,5 – 2 %.

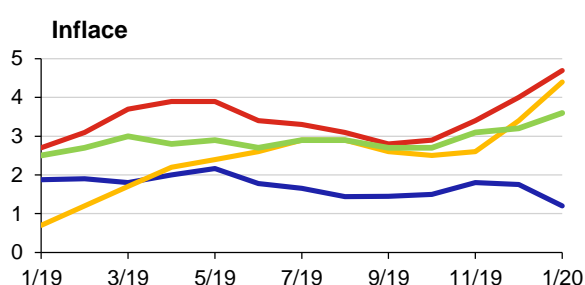
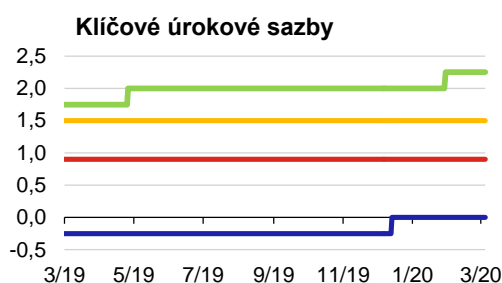
RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu beze změny na 1 %. Zaměstnanost se nachází mírně nad svou maximální udržitelnou úrovní a inflace je blízko inflačního cíle. Podle RBNZ nízké úrokové sazby zůstávají nezbytné pro udržení zaměstnanosti a inflace blízko svých cílů. RBNZ očekává zrychlení ekonomického růstu ve druhé polovině 2020 tažené zejména měnovým a fiskálním stimulem. Inflace se aktuálně nachází těsně pod inflačním cílem (ve 4Q na 1,9 %) v průběhu 1Q tohoto roku se dočasně zvýší (na 2,2 %) a následně se přimkne k 2% cíli. Růst HDP ve 3Q mírně zrychlil na 2,3 % (z 2,1 %); pro 4Q 2019 i 1Q 2020 je očekáván RBNZ na úrovni 1,6 %. V roce 2020 se růst ekonomiky bude pohybovat nad 2 %.

BoC snížila svou klíčovou sazbu o 0,5 p. b. na úroveň 1,25 %, a to i přesto, že se ekonomika nachází blízko svého potenciálu a inflace je poblíž cíle. Důvodem je očekávaná materializace negativního šoku způsobeného domácí i světové ekonomice epidemií COVID-19. Inflace za leden dosáhla 2,4 %, což představuje přechodné zvýšení vlivem zrychlení růstu cen paliv. Následně se inflace navrátí k 2% cíli. Kanadská ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí meziročně zpomalila na 0,3 % (1,1 % ve 3Q). Pro první čtvrtletí tohoto roku je na základě lednové prognózy očekáván růst HDP tempem 1,3 % a dále jeho zrychlení ke 2 %.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)	ČNB
inflační cíl	2 % ¹	3 %	2,5 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. prosince (+0,25) 11. února (0,00)	17. prosince (0,00) 28. ledna (0,00) 25. února (0,00)	7. – 8. ledna (0,00) 4. – 5. února (0,00) 3. – 4. března (0,00)	18. prosince (0,00) 6. února (+0,25)
aktuální klíčová sazba	-0,25 %; -1,00 % ²	0,9 %; -0,05 % ²	1,50 %	2,25 %
poslední inflace	1,2 % (leden 2020)	4,7 % (leden 2020)	4,4 % (leden 2020)	3,7 % (únor 2020)
očekávaná MP zasedání	27. dubna	24. března 28. dubna 26. května	7. – 8. dubna 5. – 6. května 2. – 3. června	26. března 7. května ³
další očekávané události	28. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	24. března zveřejnění Inflation Report	pol. března zveřejnění Inflation Report	14. května zveřejnění Zprávy o inflaci
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	→	→	→

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ zveřejnění nové prognózy; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



Riksbank v prosinci zvýšila základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na úroveň 0 %, v únoru již sazbu neměnila. Toto rozhodnutí bylo bankou předem avizováno a veřejností očekáváno. Po celý predikční horizont Riksbank očekává sazby beze změny. Riksbank od července loňského roku nakupuje vládní dluhopisy v objemu 45 mld. SEK (tj. za zhruba polovinu částky získané z jistiny a kupónu, které obdrží v daném období z již existujícího dluhopisového portfolia) a nákupy potvrzují do prosince 2020. Důvodem nákupů je udržení adekvátní úrovně portfolia a zachování přítomnosti na trhu. Výhled inflace (CPIF) se pro tento rok snížil na 1,3 % (z 1,7 %), pro následující rok je nezměněn na úrovni 1,7 %. Výhled růstu HDP je téměř nezměněn, pro rok 2020 činí 1,3 % a pro rok 2021 1,8 %.

MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na úrovni -0,05 %. Inflace v lednu zřejmě jen přechodně stoupla na 4,7 %, zejména vlivem vyšších cen paliv a potravin. MNB očekává návrat inflace do tolerančního pásma koncem prvního čtvrtletí tohoto roku. Maďarská ekonomika rostla ve čtvrtém čtvrtletí tempem 4,5 %. Tomu napomohl zejména vývoj ve službách. Růst HDP za loňský rok dosáhl 4,9 % a v dalších dvou letech zpomalí k 3,7 %, resp. k 3,5 %. Od září 2019 nakupuje MNB firemní dluhopisy, aby diverzifikovala financování domácího podnikového sektoru. Cílový objem programu (Bond Funding for Growth Scheme) navýšila z 300 mld. HUF na 450 mld. HUF. V rámci doplňkového programu Funding for Growth Scheme Fix měly zúčastněné úvěrové instituce ke konci ledna uzavřeny úvěrové kontrakty s domácími SME v hodnotě přes 400 mld. HUF, což je cca o 100 mld. více než koncem října 2019.

NBP ponechala úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Růst HDP pozvolna zpomaluje, ale udržuje si solidní tempo, když ve čtvrtém čtvrtletí 2019 dosáhl 3,2 %. Dynamika je tažena zejména spotřebou domácností, podpořenou rychlým mzdovým růstem a pozitivním spotřebitelským sentimentem. Podle březnové prognózy NBP poroste letos HDP s 50% pravděpodobností tempem v intervalu 2,5–3,9 % (oproti 2,7–4,4 % v listopadu 2019) a v příštím roce jeho růst mírně zpomalí na 2,1–3,9 % (oproti 2,3–4,2 %). Prognóza spotřebitelské inflace pro tento rok dosahuje intervalu 3,1–4,2 % (2,1–3,6 % v listopadové prognóze), pro rok 2021 NBP s 50% pravděpodobností očekává 1,7–3,6 % (proti 1,5–3,6 % v listopadu).

ČNB v únoru zvýšila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 2,25 % zejména z titulu domácích inflačních tlaků. Inflace i v únoru 2020 setrvala nad horní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle (3,7 %). Růst české ekonomiky na konci roku 2019 znatelně zvolnil (na 1,8 % ve 4Q 2019, za celý rok HDP vzrostl o 2,4 %). Prognóza růstu HDP pro letošní rok činí 2,3 % a pro příští rok 2,8 %. Růst HDP bude i nadále tažen zejména zvyšujícími se spotřebními výdaji českých domácností. Na horizontu měnové politiky bude inflace mírně nad cílem, tj. v prvním čtvrtletí 2021 dosáhne 2,3 %, ve druhém čtvrtletí 2,1 %.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB zahájila revizi své měnové politiky

Koncem ledna ECB [oznámila zahájení](#) avizovaného přezkumu své měnověpolitické strategie (viz [prosincový MCB](#)), který měl být hotov do konce roku 2020, a spustila k této revizi informační [webovou stránku](#). V reakci na epidemii koronaviru však na březnovém zasedání rozhodla o odložení projednávání [této revize o 6 měsíců](#). V rámci revize bude ECB také pořádat pro veřejnost tzv. akce „Nasloucháme“ (ECB Listens) a náměty z těchto akcí použije při revizi (první taková akce za účasti Ch. Lagarde a P. Lanea se měla konat 26. března v Bruselu, kvůli epidemii koronaviru však byla odložena). ECB také otevřela [webový portál](#), kde veřejnost může do 24. dubna předkládat k revizi své náměty.

Revize bude přezkoumávat zejména kvantitativní vyjádření inflačního cíle a soubor měnověpolitických nástrojů, jeho součástí bude také makroekonomické modelování, komunikace ECB, finanční stabilita, zaměstnanost a environmentální udržitelnost. Poslední revize měnověpolitické strategie ECB proběhla v roce 2003, kdy byla mj. zpřesněna specifikace inflačního cíle (z definice „o méně než 2 %“ (below 2%) na „pod, ale blízko 2 %“ (below, but close to 2%“); samotná měnověpolitická strategie byla přijata při vzniku eura (ECB) v roce 1998.

Revize probíhají nebo se chystají také v dalších centrálních bankách. V americkém Fedu byla už na konci roku 2018 zahájena [revize měnové politiky](#) (viz [MCB z prosince 2018](#)), v jejímž průběhu Fed také pořádal veřejné akce „Fed naslouchá“ (Fed Listens); výsledky revize by měly být zveřejněny do poloviny letošního roku. V letošním roce se podle [projevu](#) odcházejícího guvernéra britské BoE Marka Carneyho bude konat interní výzkumná revize měnověpolitického rámce BoE, příští rok bude probíhat pravidelná pětiletá revize měnové politiky kanadské BoC. O revizích měnové politiky v centrálních bankách pojednává aktuální Téma pod lupou.

Centrální banky reagují na rostoucí ohrožení ekonomik koronavirem

Centrální banky reagují na zvyšující se hrozby plynoucí ze šířící se epidemie koronaviru. Svými opatřeními, například snižováním sazeb nebo dodáváním likvidity, se snaží napomáhat hladkému fungování finančních trhů. V jihovýchodní Asii přistoupily banky ke konkrétním krokům již počátkem února; čínská centrální banka PBoC poskytla trhům dodatečnou likviditu ve výši přes 170 mld. USD, centrální banky Thajska a Filipín snížily své úrokové sazby (o 0,25 p. b.); po polovině února se k nim připojila i centrální banka Indonésie (také o 0,25 p. b.). K centrálním bankám se v postižených oblastech přidávají také vlády s fiskálními stimuly, daňovými úlevami či levnými půjčkami pro postižené firmy (například Jižní Korea, Singapur nebo v Evropě nejvíce postižená Itálie).

Na přelomu února a března reagovaly na šířící se výskyt koronaviru i další centrální banky, které zároveň vyzývají vlády, aby ekonomikám napomohly fiskálními stimuly a dalšími opatřeními. Prohlášení o monitorování situace a připravenosti jednat vydal americký [Fed](#) (28.2.), [ECB](#) nebo japonská [BoJ](#) (2.3.), guvernér Bank of England se ve stejném smyslu vyjádřil na slyšení v britském parlamentu (3.3.). Společně [prohlášení](#) vydali také guvernéři centrálních bank a ministři financí zemí G7 (3.3.). Japonská centrální banka po svém prohlášení poskytla bankám dodatečnou likviditu ve výši přes 4,5 mld. USD. Americký [Fed](#) jen několik dní po svém prohlášení (3.3.) snížil úrokové sazby o 0,5 p. b.; tentýž den sazby snížila i [australská RBA](#) (o 0,25 p. b.) a [centrální banka Malajsie](#) (o 0,25 p. b.) a následně (4.3.) také [kanadská BoC](#) (o 0,5 p. b.). Týden poté (11.3.) se ke snížení sazeb připojila také [Bank of England](#) (o 0,5 p. b.), která zároveň snížila proticyklickou kapitálovou rezervu a vyhlásila další opatření na podporu úvěrování. ECB se ke snížení sazeb nepřipojila, nicméně (12.3.) na [přijala řadu opatření](#) na podporu úvěrování a hladkého fungování finančního trhu. Na podporu finančního trhu zvýšil objem poskytované likvidity také [newyorský Fed](#).

V Norges Bank začal fungovat Výbor pro měnovou politiku a finanční stabilitu

Na základě nového zákona o norské centrální bance, který vešel v platnost 1. ledna 2020, byl v Norges Bank [ustanoven](#) pětičlenný Výbor pro měnovou politiku a finanční stabilitu ([Monetary Policy and Financial Stability Committee](#)). Výbor je zodpovědný za provádění měnové politiky a měl by přispívat i k podpoře finanční stability (v oblasti finanční stability však v Norsku rozhoduje ministerstvo financí, které stanovuje výši proticyklické kapitálové rezervy; Norges Bank má pouze poradní roli a publikuje své doporučení o výši této rezervy ve Zprávě o měnové politice). V čele Výboru stojí guvernér NB a jeho dalšími členy jsou dva viceguvernéři NB a dva externí členové. Jiné parametry norské měnové politiky a její komunikace se nezměnily. Po měnovém zasedání bude i nadále jako součást tiskového prohlášení publikováno tzv. „Hodnocení“, ve kterém bude popsáno výsledné rozhodnutí a odrazí se v něm i případný disent členů. První měnověpolitické zasedání Výboru proběhlo [23. ledna](#).

ČNB přistoupila ke zveřejňování jmenovitých zápisů z měnověpolitických jednání bankovní rady

ČNB [začala](#) od letošního roku v záznamech z měnových jednání bankovní rady zveřejňovat hlavní jmenovité argumenty jejích jednotlivých členů. Jmenovité argumenty v zápise z těchto jednání dosud zveřejňovala pouze švédská Riksbank. Účelem přiřazování jmen k jednotlivým argumentům je umožnit veřejnosti, aby lépe pochopila uvažování členů bankovní rady a důvody jejich hlasování. To může přispět k větší předvídatelnosti rozhodování jednotlivých členů bankovní rady, a tím i bankovní rady jako celku. První jmenovitý zápis byl zveřejněn [po měnověpolitickém jednání 6. února](#).

Novým guvernérem Bank of England je Andrew Bailey

[Novým guvernérem BoE](#) se v polovině března stal Andrew Bailey, bývalý šéf britského finančního regulátora FCA. Jeho funkční období je osm let. Ve funkci nahradí Kanadana Marka Carneyho. Hlavním úkolem nového guvernéra bude zajistit hladký chod britské ekonomiky po vystoupení UK z Evropské unie. Jeho nejaktuálnějším úkolem však je omezit ekonomické dopady současné epidemie koronaviru. Mark Carney se po svém odchodu z čela BoE stane zvláštním zmocněncem OSN pro oblasti financí a klimatu.

Hledá se nový guvernéř kanadské centrální banky

Stávající guvernéř kanadské BoC S. Poloz [oznámil](#), že po vypršení svého sedmiletého mandátu počátkem letošního června nebude usilovat o další funkční období. Výběrové řízení na nového guvernéra v současnosti probíhá a by mělo skončit během jara.

III. TÉMA POD LUPOU: REVIZE MĚNOVÉ POLITIKY V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH

Ve dvou nejvýznamnějších centrálních bankách euroatlantického prostoru – v Evropské centrální bance a v americkém Fedu – probíhají v současné době hlubkové revize měnové politiky. V souvislosti s těmito revizemi se hovoří o možnosti různých, často i radikálních změn. Je však otázkou, zda taková očekávání nejsou nadsazená. Revize totiž častokrát k podstatným úpravám měnověpolitického rámce nevedly. Tento článek podává přehled nedávných revizí v námi sledovaných centrálních bankách a sleduje, jaké byly na jejich základě provedeny změny v nastavení měnové politiky.¹

Banky s režimem inflačního cílování jsou více pod drobnohledem

Centrální banky s režimem inflačního cílování jsou z povahy svého režimu otevřené a snaží se komunikovat s veřejností, vysvětlovat principy a důvody svého rozhodování. Otevřenost a efektivní komunikace přispívá k ukotvení inflačních očekávání a ke správnému fungování transmise měnové politiky. Zároveň banky staví před nutnost neustále prověřovat, zda základní stavební kameny jejich měnové politiky stále odpovídají okolní ekonomické realitě a zda není možno je dále zlepšit. Tento fakt je důvodem, proč právě banky cílující inflaci jsou mezi těmi, které nejčastěji provádějí přezkumy své měnové politiky. Tyto přezkumy mohou být pouze interní, prováděné ekonomickými experty a výzkumníky banky samotné, nebo také za přispění externích hodnotitelů, případně výhradně svěřené nezávislému externímu týmu.² Výsledky revizí se mohou promítnout do změny parametrů měnové politiky, případně – podle zákonného nastavení v daném státě – i do zákona o centrální bance, případně do dalších předpisů. Často však revize vyústí pouze v doporučení, která se nepromítnou do provádění měnové politiky, nebo se do ní promítnou až s víceletým zpožděním.

Revizí lze rozdělit podle tematické šíře

Revize měnové politiky lze rozdělit podle různých kritérií, například podle zadavatele, podle provádějícího, podle pravidelnosti nebo podle jejich tematické šíře. Podle šíře záběru – tedy zda zkoumají vhodnost nastavení jednotlivých parametrů měnové politiky, nebo zda sledují také efektivitu fungování rozhodovacích procesů v bance, či zda se navíc zabývají také institucionálními vztahy banky vůči ostatním institucím ovlivňujícím měnovou politiku – lze rozlišit následující druhy revizí:

- revize parametrů měnověpolitického režimu
 - například přezkum sledované veličiny (CPI či jiný index), používaného prognostického aparátu (nastavení modelu), používaných nástrojů, sazeb, atd.
 - přezkum výše inflačního cíle – pouze pokud je jeho nastavení v kompetenci centrální banky
 - prováděna většinou interně centrální bankou a jejími experty
- revize efektivnosti měnové politiky a rozhodovacích procesů
 - zahrnuje výše uvedené, plus zkoumá fungování rozhodovacích měnověpolitických orgánů uvnitř banky
 - zpětně zkoumá několik let provádění měnové politiky a hodnotí její efektivitu a správnost
 - prováděna ve spolupráci interních a externích expertů, často například bývalých guvernérů jiných centrálních bank, případně pouze externě
- komplexní revize zahrnující i rozdělení pravomocí mezi centrální banku a další instituce
 - zahrnuje výše uvedené, plus přezkoumává vztahy mezi centrální bankou, dalšími institucemi s vlivem na měnovou politiku (například orgány dohledu a regulace) a rozhodovacími orgány (parlamentem, vládou, apod.)
 - může vyústit v úpravu zákona o centrální bance
 - iniciována většinou externě a prováděna buď pouze externě, nebo ve spolupráci externích a interních expertů

Druh revize, její zadavatel i provádějící ve velké míře závisí na rozdělení pravomocí v oblasti měnové politiky mezi centrální banku a další instituce, například parlament nebo vládu. V některých zemích je nastavení všech parametrů měnové politiky (včetně výše inflačního cíle) v rukou centrální banky; jinde má centrální banka pouze tzv. operační nezávislost, tedy pravomoc ve výběru nástrojů měnové politiky.

¹ Článek využívá informace z materiálu BIS z února 2020, zabývajícím se revizemi měnové politiky v členských zemích BIS.

² Předmětem tohoto článku nejsou pravidelné zprávy o činnosti, které centrální banky předkládají parlamentu či jinému orgánu a shrnují v nich svou činnost za uplynulý rok. Toto pravidelné shrnutí nebývá určeno k provedení změn, může však pomoci vytýpat oblasti, na které by se měla zaměřit revize.

Přehled posledních revizí v námi sledovaných centrálních bankách a jejich výsledků podává následující tabulka. Tabulka také uvádí druh revize, kdo revizi inicioval, kdo ji prováděl a kdo rozhodoval o promítnutí jejích výsledků do změn měnověpolitického rámce, případně do zákona o centrální bance nebo do příslušných předpisů.

Tabulka: Přehled posledních revizí měnové politiky sledovaných centrálních bank

	Rok	Druh revize	Inicioval	Provedl	Rozhodl o změnách	Výsledek
ECB	probíhá 2020	revize parametrů	centrální banka		centrální banka	probíhá, bude se týkat formulace inflačního cíle, nástrojů, analýz, komunikace apod. (ODKAZ)
	2003	revize parametrů	centrální banka	interní a externí	centrální banka	mj. zpřesněno vyjádření inflačního cíle („pod, ale blízko 2 %“) (ODKAZ)
Fed	probíhá 2019–2020	revize parametrů	centrální banka		centrální banka	obsáhla revize, nebude se týkat duálního mandátu a 2% cíle, ale zahrne revizi strategie, nástrojů a komunikace (ODKAZ)
Bank of England	2020	revize parametrů	centrální banka	centrální banka		oznámena roční výzkumná interní revize, bude součástí revize zahájené vládou, která zřejmě proběhne 2020 (měla být 2019) (ODKAZ)
	2013	revize parametrů	vláda	externí	vláda	zpřesněna kompetence MPC, zavedeno roční potvrzování pravomocí BoE vládou (ODKAZ)
Norges Bank	2017 (pokrývala 2001–2016)	revize parametrů	vláda	externí a interní		analýza bez doporučení (ODKAZ)
	2017	komplexní revize	vláda	vláda	parlament	2018 zpřesněna legislativa ohledně měnové politiky NB a snížen inflační cíl z 2,5 % na 2 %; 2020 začal fungovat pětičlenný výbor pro měnovou politiku a finanční stabilitu (ODKAZ)
RBNZ	2018–2020	komplexní revize	vláda	externí i interní	parlament	1. fáze měnová politika promítnuta do Zákona o RBNZ: duální mandát, zaveden výbor pro měnovou politiku (ODKAZ) 2. fáze probíhá; legislativa, institucionální vztahy, finanční stabilita atd. (ODKAZ)
	2001	revize efektivity	vláda	externí		některá doporučení (např. ustanovit formální MPC) přejata až do následné změny zákona (ODKAZ)
Bank of Canada	bude 2021	revize parametrů	vláda a centrální banka			(pravidelná pětiletá revize, ODKAZ)
	2016	revize parametrů	vláda a centrální banka	centrální banka	vláda a centrální banka	2016 zvažován vyšší inflační cíl (nezavedeno), ohled na finanční nerovnováhy při nastavení sazeb (nezavedeno) (ODKAZ)
Riksbank	2016–2019	komplexní	vláda	externí	parlament	navrženy změny v zákoně o Riksbank, včetně přechodu k duálnímu mandátu, mandátu, nezávislosti a reportingu (do 4/2020 otevřeno připomínkám) (ODKAZ)
	2016 (pokrývala 2010–2015)	revize efektivity	parlament	externí		doporučení k měnové politice (např. ke specifikaci cíle), vyjasnit pravomoci k finanční stabilitě, zlepšit mandát a organizaci banky, některá přejata do následné změny zákona (2017): přechod k indexu CPI místo CPI, toleranční písmo ± 1 p. b. kolem cíle (ODKAZ)
	2011 (2005–2010)	revize efektivity	parlament	externí		doporučení vyjasnit mandát Riksbank, zlepšit komunikaci (ODKAZ)
	2006 (1995–2005)	revize efektivity	parlament	externí		doporučení ohledně provádění měnové politiky (ODKAZ)
MNB	bude 2020	revize parametrů	centrální banka		centrální banka	(revize zatím není specifikována, ODKAZ)
	2015	revize parametrů	centrální banka	centrální banka	centrální banka	revize inflačního cíle; zavedení tolerančního pásma ± 1 p. b. kolem stávajícího 3% inflačního cíle (ODKAZ)

Poznámka: Revize měnové politiky v posledních letech neproběhly ve švýcarské SNB, polské NBP ani české ČNB.

Zdroj: Webové stránky centrálních bank, BIS.

Periodicita revizí je úměrná jejich záběru: delší perioda znamená větší hloubku

Obecně lze říci, že čím hlubší a komplexnější revize, tím méně často je prováděna. Je i logické, že na hlubší přezkum měnové politiky se širokým záběrem je třeba více času. Větší změny měnové politiky a případně i institucionálního uspořádání také nelze provádět příliš často, protože by to mohlo vést k poklesu důvěry veřejnosti v centrální banku a její interní procesy.

V současné době provádí pravidelné periodické revize pouze kanadská centrální banka (BoC), a to v pětiletých intervalech. Její pravidelné přezkumy byly avizovány zároveň se zavedením režimu inflačního cílování v roce 1991. Prvotním cílem bylo zjištění, zda stanovená výše inflačního cíle byla vhodně zvolena a zda ji není třeba změnit. Proto se přezkumy oficiálně nazývají „potvrzování výše inflačního cíle“. První přezkum se konal v roce 1993, vhodnost nastavení cíle byla potvrzena. Také další přezkum konaný v roce 1998 výši cíle potvrdil. Periodicita dalších přezkumů byla poté standardně stanovena jako pětiletá. Od roku 2001 se pak součástí těchto pravidelných revizí staly i výzkumné práce na aktuální témata měnové politiky.

I další centrální banky však přistupují k pravidelným revizím, jejich pravidelnost však není oficiálně zakotvena. Patří k nim například Bank of England, jejíž revize iniciuje britské ministerstvo financí přibližně v šestiletých intervalech, nebo RBNZ, kde podle nového zákona budou formální přezkumy měnové politiky nově probíhat v pětiletém cyklu. Objevují se i zmínky, že by i další centrální banky mohly provádět periodické revize, jak například zmínil šéf amerického Fedu Jerome Powell koncem října na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání FOMC.³

Příklon k pravidelnosti je spojován také se snahou centrálních bank posílit svou legitimitu. Pravidelně stanovené revize totiž naznačují, že centrální banka je otevřena změnám a neuzavírá se vůči novým přístupům, je ochotná sebekriticky přezkoumat své minulé rozhodování a konání a celkově "přiznat chybu".

Většina revizí však nevedla k zásadním změnám v nastavení měnové politiky

Přestože revize měnové politiky nabízejí možnost, aby se v rámci nich udály větší změny měnověpolitického rámce, většina dosavadních revizí vedla často pouze k doporučením, nebo k mírným úpravám nastavení měnové politiky. Například přechod k režimu inflačního cílování byl většinou vyvolán vnějšími okolnostmi (například opuštěním režimu pevného devizového kurzu), případně interním výzkumem v rámci centrální banky a jejím následným rozhodnutím. Vůči formálním, pravidelně organizovaným revizím jsou někteří centrální bankéři relativně skeptičtí, jak vyjádřil například bývalý viceguvernér Fedu Stanley Fischer, když prohlásil, že dobře organizovaná centrální banka nepotřebuje pravidelné revize k tomu, aby dokázala reagovat na přicházející strukturální šoky.

³ „I would imagine that this entire monetary policy review will become institutionalized and be done every few years.“ Jerome Powell na tiskové konferenci po zasedání amerického Fedu dne 30. 10. 2019, <<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20191030.pdf>>

IV. VYBRANÝ PROJEV: Isabel Schnabel (ECB): Co se říká o měnové politice ECB a kde je pravda

*Nedávno jmenovaná členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel ve svém únorovém [projevu](#) na půdě *Juristische Studiengesellschaft* obhajovala měnovou politiku ECB a vysvětlovala důvody vedoucí k potřebě použití nekonvenčních nástrojů. Zaměřila se také na nejméně diskutované vedlejší efekty těchto opatření.*

Měnová politika ECB podle Isabel Schnabel přispěla k jedné z nejdelších konjunktur v poválečné německé historii a nízkoinflačnímu prostředí, které je právě pro Německo velmi důležité. Přesto se v eurozóně a zejména v Německu vede čím dál vášnivější debata o měnové politice. Ačkoli se v Německu ekonomický úspěch eura promítá do jeho vysoké podpory obyvatelstvem a nadprůměrné důvěry v ECB, ze strany německých médií a politiků je ECB vystavena nelibostné kritice, která mnohdy přerůstá až do agresivity. Hlavní příčinou nespokojenosti přitom jsou záporné úrokové sazby, které ECB zavedla v červnu 2014. Nabízí se tedy otázka, proč ECB potřebuje tento nástroj používat.

Vysvětlení se skrývá ve vývoji reálné rovnovážné úrokové sazby, od níž se odvíjí potřebné nastavení měnověpolitických sazeb. Úroveň rovnovážné sazby určuje řada strukturálních faktorů, například demografická situace či inovační kapacita. Odhady této nepozorované veličiny naznačují, že v posledních 20 letech v eurozóně znatelně poklesla, podle některých odhadů dokonce do záporu. To svědčí o tom, že nabídka kapitálu je konfrontována s relativně nízkou poptávkou po něm, neboli úmysl spořit se setkává s relativně nízkým sklonem k investicím. Nízká, či dokonce záporná reálná rovnovážná úroková sazba však pro centrální banku znamená omezení prostoru pro snižování úrokových sazeb. Tomuto problému přitom není vystavena jen ECB, rovnovážné reálné sazby klesají ve velké části vyspělého světa. Za tímto trendem stojí pokles dlouhodobého růstového trendu, ve kterém se odráží zpomalení růstu produktivity, demografické změny a nahrazování kapitálově náročného průmyslu méně kapitálově náročnými odvětvími služeb.

Klíčovým závěrem předchozích úvah je to, že centrální banka není primárně zodpovědná za nízké reálné rovnovážné úrokové sazby a ani není v jejích silách změnit strukturální podmínky, které by tento negativní trend otočily. Tento vývoj má zároveň dopad na soubor nástrojů centrálních bank, které se ve snaze o dosažení svých inflačních cílů musely uchýlit k použití řady nekonvenčních nástrojů. Ze strany ECB nešlo pouze o záporné nominální měnověpolitické úrokové sazby, ale také o tzv. forward guidance, dlouhodobé refinanční operace a rozsáhlé nákupy aktiv. Tato opatření nejenže byla nezbytná pro plnění mandátu cenové stability, ale přinesla také znatelně pozitivní efekt na ekonomický růst a zaměstnanost. Neznamená to však, že by nekonvenční nástroje neměly své problémy. ECB a další centrální banky vedlejší dopady svých opatření sledují a berou v úvahu. Isabel Schnabel se ve svém projevu dále soustředila na tři nejdiskutovanější z nich.

V souvislosti s vlivem měnové politiky na příjmy a distribuci bohatství Isabel Schnabel připomíná, že mandátem ECB není zajištění vysokých úroků z úspor. Zároveň vyvrací příběh o vysávání německých střadatelů, neboť průměrné reálné výnosy z úspor v Německu v období od zavedení eura dosahují úrovně průměru předchozích 24 let. Nelze ignorovat ani pozitivní dopady měnové politiky na trh práce, ze kterého profitují zejména chudší příjmové skupiny.

Často diskutovaný je rovněž dopad politiky nízkých sazeb na firemní prostředí, konkrétně podpora tzv. "zombie firem", jejichž ziskovost je tak nízká, že by při vyšších úrokových sazbách nebyly životaschopné. Ziskovost sice není ukazatelem budoucího úspěchu firmy, pokud ji však vezmeme jako měřítko, lze konstatovat, že v eurozóně není pozorován systematický nárůst počtu neziskových podniků. Možným vysvětlením je, že z nízkých sazeb těží všechny firmy, zejména však ty zdravé, kterým banky ochotněji poskytují úvěry. Nízké sazby navíc stimulují ekonomiku a zřejmě tak pomáhají snížit počet neziskových podniků. Toto zlepšení situace firem však nesmí zakrývat existující strukturální problémy, které dusí růst potenciálního produktu eurozóny. K jejich řešení je mimo jiné zapotřebí posílit odolnost bankovního sektoru – k čemuž směřuje založení bankovní unie – a rozvinout kapitálový trh.

Třetím často diskutovaným vedlejším dopadem uvolněné měnové politiky je vznik cenových bublin na finančním trhu a trhu s nemovitostmi. Toto riziko je zapotřebí brát vážně, proto je v současnosti trh s nemovitostmi podrobován zvláštní kontrole. K posouzení rizik pro cenovou stabilitu je zapotřebí sledovat také vývoj zadluženosti. Zatímco zadluženost soukromého sektoru v poměru k HDP v eurozóně jako celku výrazněji neroste, veřejný dluh vzrostl výrazně. Řešení tohoto problému je však úkolem pro politiky, nikoli pro ECB.

Řešení vedlejších účinků nekonvenčních měnověpolitických nástrojů spadá spíše do pravomoci fiskální politiky, sociální politiky a orgánů regulace a dohledu. Centrální banka je však při svém rozhodování také musí brát v úvahu, zejména pokud mají dopad na cenovou stabilitu. Pečlivé zvážení nákladů a přínosů musí být nedílnou součástí rozhodování o měnové politice. Odpověď na otázku, jakým způsobem by ECB měla zohledňovat vedlejší dopady svých rozhodnutí, by měl přinést letošní přezkum její měnověpolitické strategie.

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz