

Monitoring centrálních bank

I/2024



ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — I/2024

www.cnb.cz

V tomto čísle

Inflace pokračuje ve svém klesajícím trendu, ve všech sledovaných zemích s výjimkou Švýcarska ale stále převyšuje inflační cíle příslušných centrálních bank. Na posledních zasedáních většina centrálních bank své sazby neměnila, MNB však pokračuje ve výrazném snižování sazeb z předchozích dvouciferných hodnot a k poklesu sazeb přistoupila i ČNB. Fed oznámil ukončení programu na podporu likvidity v bankovním sektoru, který zavedl před rokem v reakci na pády několika bank a napětí v tomto sektoru. Ve Velké Británii pokračuje veřejná debata o digitální libře. Turecká centrální banka má již šestého guvernéra od roku 2019, ke změnám dojde i ve vedení SNB a BoE.

Téma pod lupou se věnuje dánské měnové politice a vysvětluje specifika tamního přístupu, v němž je měna pevně navázána na euro, o jehož přijetí však Dánsko neusiluje. Článek také diskutuje členství Dánska v kurzovém mechanismu ERM II, možná vysvětlení neobvykle vysoké stability režimu fixního kurzu dánské koruny či přenositelnost dánských zkušeností na jiné země. Ve vybraném projevu guvernér kanadské BoC Tiff Macklem hovoří na příkladu Kanady v kontextu minulých krizí o tom, čeho je měnová politika schopná a co od ní naopak nelze očekávat.

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 seznam 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: Vojtěch Molnár (editor), Ivana Kubicová a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 7. března 2024.

Obsah

I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí 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: DÁNSKÁ MĚNOVÁ POLITIKA: TRVALE NAPŮL CESTY K EURU?	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: TIFF MACKLEM: MĚNOVÁ POLITIKA – VHODNÝ NÁSTROJ PRO SPRÁVNÝ ÚKOL	15

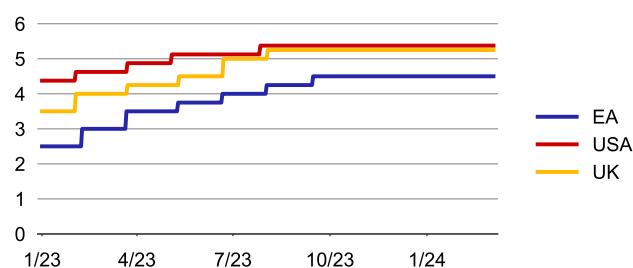
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

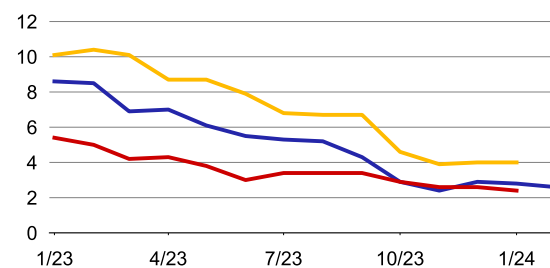
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	2 % (HICP)	2 % (PCE) ¹	2 % (CPI)
poslední inflace	2,6 % (2/2024, flash)	2,4 % (1/2024) ¹	4 % (1/2024)
aktuální klíčová sazba	4,50 %	5,25–5,50 % ²	5,25 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	25. ledna (0,00) 7. března (0,00)	31. ledna (0,00)	1. února (0,00)
očekávaná MP rozhodnutí	11. dubna 6. června	19.–20. března 30. dubna – 1. května	21. března 9. května

Poznámka: ¹ index PCE (Personal Consumption Expenditures); ² v grafu zobrazen střed pásma.

Klíčové úrokové sazby



Inflace



ECB ponechala úrokové sazby beze změny na úrovni 4,5 % a usuzuje, že dostatečně dlouhé působení sazeb na této úrovni výrazně přispěje k návratu inflace k cíli. ECB v březnové prognóze revidovala inflaci směrem dolů, a to zejména pro rok 2024, což odráží především nižší příspěvek cen energií. Inflace by měla letos dosáhnout průměrné hodnoty 2,3 % a v roce 2025 již bude na úrovni 2% cíle. I když se většina ukazatelů jádrové inflace dále zmírnila, domácí cenové tlaky zůstávají vysoké, částečně v důsledku silného růstu mezd. Podmínky financování jsou restriktivní a minulá zvyšování úrokových sazeb nadále tlumí poptávku, což pomáhá snižovat inflaci. HDP letos poroste tempem 0,6 % a hospodářská aktivita zůstane v blízkém horizontu utlumená. Následně dojde k oživení a eurozóna poroste v následujících dvou letech tempem okolo 1,5 %. Tento vývoj by měla zpočátku podporovat spotřeba a později také investice. Ohledně portfolia PEPP platí, že během první poloviny letošního roku ECB v plném rozsahu reinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů, od poloviny roku hodlá snižovat objem portfolia PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně a reinvestice plánuje ukončit na konci roku 2024.

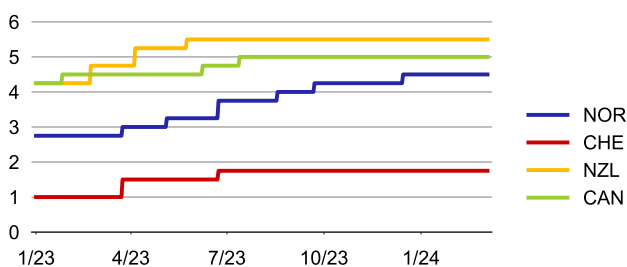
Fed na lednovém zasedání v souladu s očekáváními ponechal pásmo pro hlavní úrokovou sazbu na úrovni 5,25–5,50 % a pokračuje v kvantitativním utahování, když i nadále snižuje objem bilance tempem 95 mld. USD měsíčně. Detailní debatu ohledně zastavení či zpomalení kvantitativního utahování lze podle minutes očekávat v březnu. Úrokové sazby jsou v tomto cyklu zpřísňování pravděpodobně na svém vrcholu, a pokud se ekonomika bude vyvíjet podle očekávání, bude podle vyznění minutes nejspíš vhodné začít letos s jejich snižováním. Podle J. Powella je však nepravděpodobné, že se úrokové sazby sníží již v březnu, nicméně bude záležet na příchozích datech. Ekonomická aktivita roste solidním tempem (HDP za rok 2023 vzrostl o 3,1 %). Nárůst pracovních míst se od začátku loňského roku zmírnil, ale zůstává silný a míra nezaměstnanosti je stále nízká (v prosinci 3,7 %). Inflace se za poslední rok zmírnila, ale zůstává zvýšená. Podle stávající (prosincové) prognózy FOMC letos reálný HDP poroste tempem 1,4 %, jádrová inflace i PCE inflace budou letos na úrovni 2,4 %.

BoE v únoru ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5,25 %. Pro zachování základní sazby na stávající úrovni hlasovalo šest členů Výboru, dva členové preferovali zvýšení sazby o 25 b. b. a jedna členka snížení o 25 b. b. Celková inflace poměrně výrazně klesla. Restriktivní nastavení měnové politiky zatěžuje aktivitu v reálné ekonomice a vede k uvolnění trhu práce. V únorové prognóze BoE jsou rizika pro inflaci vyrovnanější než v té předchozí. Klíčové ukazatele perzistence inflace zůstávají zvýšené, přestože inflace cen služeb a růst mezd zvolnily o něco více, než se očekávalo. Výbor proto bude nadále sledovat náznaky přetrvávajících inflačních tlaků a na základě toho určí, jak dlouho by měla být klíčová úroková sazba udržována na stávající úrovni. Inflace by podle BoE měla ve 2Q 2024 dočasně klesnout k 2% cíli a ve 3Q a 4Q se opět zvýší. Tento profil inflace ve druhé polovině roku je způsoben vývojem přímého příspěvku cen energií k 12měsíční inflaci, který se stává méně záporným. Inflace by měla být za dva roky 2,3 % a za tři roky 1,9 %.

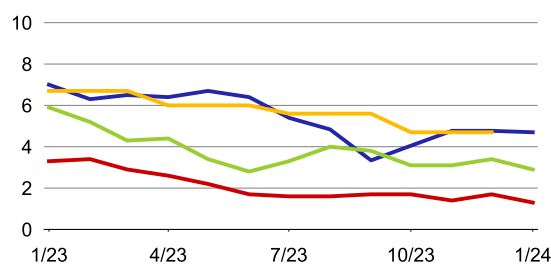
I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 % (CPI)	0–2 % (CPI)	2 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	4,7 % (1/2024)	1,3 % (1/2024)	4,7 % (4Q 2023)	2,9 % (1/2024)
aktuální klíčová sazba	4,50 %	1,75 %	5,50 %	5,00 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	25. ledna (0,00)	Žádné zasedání se nekonalo	28. února (0,00)	24. ledna (0,00) 6. března (0,00)
očekávaná MP rozhodnutí	21. března 3. května	21. března	10. dubna 22. května	10. dubna 5. června

Klíčové úrokové sazby



Inflace



NB na lednovém zasedání v souladu se svou předchozí komunikací ponechala úrokové sazby nezměněny na úrovni 4,5 %. Na základě aktuálního hodnocení výhledu a bilance rizik ze strany NB bude úroková sazba pravděpodobně na této úrovni ještě nějakou dobu držena (v prosincovém prohlášení bylo uvedeno do podzimu 2024). Inflace dále poklesla, ale je stále zvýšená. Nezaměstnanost je nízká, ale ekonomický růst je slabý. Inflace i ekonomická aktivita se prozatím vyvíjely zhruba v souladu s projekcemi ve Zprávě o měnové politice z prosince 2023. Norská koruna je silnější, než se očekávalo. Celkové vyhlídky norského hospodářství se od předchozí Zprávy podstatně nezměnily. Nicméně ohledně budoucího vývoje norské ekonomiky panuje nejistota a NB komunikovala připravenost reagovat na oba možné směry dalšího vývoje inflace. Pokud inflace zůstane zvýšená nebo koruna opět oslabí, inflace může zůstat vysoká déle, než se původně předpokládalo, a v takovém případě je NB připravena úrokovou sazbu znovu zvýšit. Pokud dojde k výraznějšímu zpomalení norské ekonomiky nebo dojde-li k rychlejšímu poklesu inflace, může být základní sazba snížena dříve, než se v prosinci předpokládalo.

SNB neměla od prosince naplánované žádné měnové zasedání a základní úroková sazba tak setrvala na úrovni 1,75 %. Růst švýcarské ekonomiky pohledem reálného růstu obrátu firem (tj. SNB sledovaných [cyklických ukazatelů](#)) byl ve 4Q 2023 mírný. V sektoru služeb a stavebnictví došlo k mírnému nárůstu obrátu firem, ve zpracovatelském průmyslu naopak obchodní aktivita stagnovala. Vzhledem k poklesu inflace a utlumené podnikatelské aktivitě očekávají společnosti v příštím roce zpomalení růstu mezd na zhruba 2 %. Nedostatek zaměstnanců se zmírnil, ale najímání specializovaných zaměstnanců nadále vyžaduje značné úsilí. Podle prosincové prognózy SNB se letos i v příštím roce bude inflace nacházet pod 2 %. Švýcarská ekonomika v letošním roce poroste tempem mezi 0,5 % a 1 %. Hlavním rizikem prosincové prognózy bylo výraznější ekonomické zpomalení v zahraničí.

RBNZ v únoru ponechala základní úrokovou sazbu na 5,5 % a i nadále ji bude držet na restriktivní úrovni, aby zajistila návrat inflace do cílového pásma 1–3 %. Inflace se ve 4Q 2023 snížila na 4,7 % a byla tak nižší, než se očekávalo. Podle RBNZ jsou nedávné poklesy jádrové inflace a inflačních očekávání podniků povzbudivé, ale obě hodnoty zůstávají nad 2 %. Celková poptávka nyní lépe odpovídá nabídkové kapacitě ekonomiky. Kombinace nižší poptávky a rostoucí nabídky snižuje domácí inflaci. Globální růst pod trendem a mírný pokles cen dováženého zboží a služeb také pomohly snížit celkovou inflaci v posledních čtvrtletích. RBNZ se také zabývala nízkým tempem růstu produktivity vyplývajícím z posledních údajů o HDP. Pokud by se udržel snížený růst produktivity, přispěl by ke zpomalení potenciálního růstu ekonomiky. To by omezilo rychlost, kterou může ekonomika růst udržitelným způsobem, aniž by generovala inflaci.

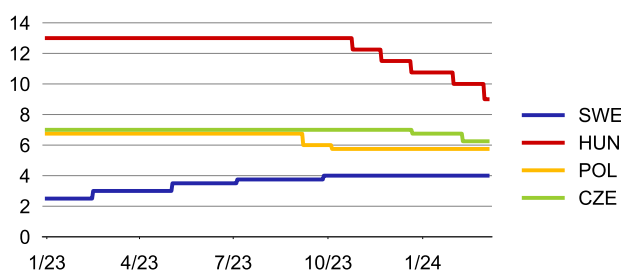
BoC ponechala v lednu i v březnu úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5 % a nadále pokračuje v kvantitativním utahování. Inflační tlaky přetrvávají, meziroční a tříměsíční ukazatele jádrové inflace se pohybují v rozmezí 3 až 3,5 %. Ekonomika rostla ve 4Q 2023 více, než se očekávalo, i když tempo jejího růstu zůstalo slabé a pod svou potenciální hodnotou. Rada guvernérů chce vidět další a trvalé zvořňování jádrové inflace a nadále se zaměřuje na rovnováhu mezi poptávkou a nabídkou v ekonomice, inflační očekávání, růst mezd a chování podniků v oblasti nastavování cen. Podle lednové prognózy BoC bude inflace v první polovině tohoto roku blízko 3 % a následně se bude postupně snižovat, v příštím roce se vrátí k 2% cíli. Kanadský HDP letos vzroste o 0,8 % a v 2025 o 2,4 %.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

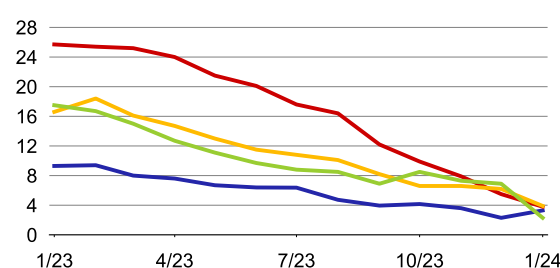
	Švédsko (<u>Riksbank</u>)	Maďarsko (<u>MNB</u>)	Polsko (<u>NBP</u>)	Česko (<u>ČNB</u>)
inflační cíl	2 % (CPIF) ¹	3 % (CPI)	2,5 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	3,3 % (1/2024) ¹	3,8 % (1/2024)	3,9 % (1/2024)	2,0 % (2/2024) ²
aktuální klíčová sazba	4,00 %	9,00 %	5,75 %	6,25 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	1. února (0,00)	19. prosince (-0,75) 30. ledna (-0,75) 27. února (-1,00)	9. ledna (0,00) 7. února (0,00) 6. března (0,00)	21. prosince (-0,25) 8. února (-0,50)
očekávaná MP rozhodnutí	27. března 8. května	26. března 23. dubna 21. května	3.–4. dubna 8.–9. května 4.–5. června	20. března 2. května

Poznámka: ¹ CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu); ² údaj meziroční inflace v únoru pro Česko uvedený v tabulce byl zveřejněn až po datu uzávěrky tohoto čísla a v grafu tak není zobrazen.

Klíčové úrokové sazby



Inflace



Riksbank v únoru ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 4 %. Ke stabilizaci inflace blízko cíle je stále zapotřebí takto zpřísněná měnová politika. Výkonná rada nicméně vyhodnotila, že se snížilo riziko usazení inflace na příliš vysokých úrovních. Základní sazba tedy pravděpodobně může být snížena dříve, než se očekávalo. V aktuálním prohlášení Riksbank uvedla, že pokud vyhlídky inflace zůstanou příznivé, nelze vyloučit možnost snížení měnověpolitické sazby již v průběhu první poloviny tohoto roku, neboť inflace výrazně poklesla, inflační očekávání se blíží cíli a mzdy rostou mírným tempem. V rámci procesu normalizace rozvahy Riksbank od února zvýší prodej nominálních státních dluhopisů ze 4,2 mld. SEK na 5,7 mld. SEK měsíčně. To znamená, že celkově se tempo prodeje aktiv zvyšuje z 5 mld. SEK na 6,5 mld. měsíčně.

MNB na uplynulých třech měnových zasedáních pokaždé výrazně snížila základní úrokovou sazbu v souhrnu o 2,5 p. b. na 9 %. Koridor sazeb kolem základní sazby byl již snižován symetricky a ve stejném rozsahu jako základní sazba, tj. O/N depozitní sazba je aktuálně na úrovni 8 % a O/N kolateralizovaná výpůjční sazba na úrovni 10 %. S účinností od 31. ledna MNB ukončila dlouhodobou depozitní facilitu. Maďarská inflace v lednu dále poklesla (na 3,8 %) a již se tak nachází v tolerančním pásmu. Podle lednové prognózy MNB se bude inflace držet poblíž horní hranice tolerančního pásma, poté v polovině roku dočasně vzroste vlivem srovnávací základny. Letos tak MNB očekává inflaci mezi 4–5,5 % a v příštím roce mezi 2,5–3,5 %. Pro letošní rok MNB očekává růst HDP mezi 2,5–3,5 % a v příštím roce mezi 3,5–4,5 %.

NBP na uplynulých třech měnových zasedáních základní úrokové sazby ponechala na úrovni 5,75 %. Příchozí údaje nadále naznačují nízké poptávkové i nákladové tlaky v polské ekonomice, což při klesajících cenových tlacích v zahraničí podpoří pokračování postupného poklesu domácí inflace. NBP soudí, že pokles inflace je podpořen i zhodnocením kurzu zlotého, které je v souladu s fundamenty polské ekonomiky. Podle březnové prognózy NBP se bude inflace v tomto roce pohybovat mezi 2,8–4,3 % a v roce 2025 mezi 2,2–5 %. Aktuální prognóza inflace je zatížena značnou nejistotou související s nastavením vládních ochranných opatření v oblasti cen energií a potravin a s horizontem, ve kterém budou platit. HDP letos poroste tempem mezi 2,7–4,3 % a v 2025 3,2–5,3 %.

ČNB na dvou posledních zasedáních snížila 2T repo sazbu kumulativně o 75 b. b. Na posledním – únorovém – zasedání byla sazba snížena o 50 b. b., přičemž jeden člen bankovní rady hlasoval pro snížení sazeb o 75 b. b. Základní scénář zimní prognózy předpovídal rychlý pokles úrokových sazeb v průběhu letošního roku, dle vyjádření bankovní rady se však budou sazby snižovat oproti prognóze pomaleji. Prognóza ČNB očekává, že do konce roku inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma a v příštím roce klesne k 2% cíli. Za celý letošní rok tak inflace v průměru dosáhne 2,6 %, v příštím roce 2 % (již v lednu však inflace klesla výrazněji, na 2,3 %). Jádřová inflace by ale měla být v letošním roce zvýšená, a to v průměru na úrovni 2,9 %. Prognóza očekává pro letošní rok obnovení růstu domácí poptávky, která bude podpořena oživením reálných příjmů domácností. HDP podle prognózy letos vzroste o 0,6 % a v příštím roce jeho růst zrychlí na 2,4 %.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Fed oznámil ukončení programu na podporu likvidity v bankovním sektoru

Americký Fed v lednu [oznámil](#), že 11. března přestane bankám poskytovat nové půjčky v rámci nástroje *Bank Term Funding Program* (BTFP). K ukončení přitom dojde rok po zavedení tohoto nástroje, kterým Fed reagoval na tehdejší nárůst napětí v americkém bankovním sektoru, kdy loni v březnu došlo k pádu banky SVB (Silicon Valley Bank) a dalších menších bank. V rámci BTFP si banky mohly od Fedu brát půjčky s až roční splatností a jen malou úrokovou přírůžkou oproti zástavě v podobě cenných papírů, které byly oceňovány nominální hodnotou.

Velká Británie pokračuje ve veřejné debatě o CBDC

Bank of England společně s HM Treasury (britský ekvivalent ministerstva financí) vydaly [zprávu](#), v níž reagují na veřejnou konzultaci na téma digitální libry, která probíhala během uplynulého roku (podkladovým materiálem pro veřejnou konzultaci byl loni v únoru zveřejněný [článek](#), o němž jsme psali v Zajímavých událostech v [loňském březnovém Monitoringu centrálních bank](#)). V rámci konzultace se sešlo přes 50 000 podnětů a reakcí od veřejnosti, zástupců byznysu či z akademických kruhů. Častou obavou v rámci těchto podnětů byly otázky ochrany soukromí či tzv. programovatelnosti peněz. Zpráva BoE a Treasury se proto věnuje zejména těmto oblastem a deklaruje, že centrální banka ani vláda by neměly přístup k osobním datům uživatelů CBDC a digitální libra by nebyla programovatelná (tj. centrální banka ani vláda by neměly žádnou kontrolu nad tím, jak uživatelé své finanční prostředky využívají). Fáze designu digitální měny nyní pokračuje a měla by trvat přibližně do roku 2025, poté by mělo dojít k rozhodnutí, zda dojde k zavedení digitální libry do praxe či nikoliv. Tomu by musely rovněž předcházet i některé legislativní úpravy.

ECB oznámila ztrátu za rok 2023

Loni – poprvé od roku 2004 – [skončila Evropská centrální banka ve ztrátě](#), která dosáhla necelých 1,3 mld. EUR (po započítání 6,6 mld. EUR uvolněných z rezerv na krytí finančních rizik, bez kterých by ztráta byla výraznější). Hlavním důvodem byl nárůst úrokových nákladů v důsledku zvyšování úrokových sazeb. ECB očekává, že ve ztrátě zůstane i v několika příštích letech, následně by se však měla vrátit k ziskovosti. Zároveň ujišťuje, že svůj mandát cenové stability je schopná plnit bez ohledu na hospodářský výsledek.

ECB začala zveřejňovat nová data o rozdělení majetku mezi domácnostmi

Evropská centrální banka [představila nový datový soubor](#), který by měl podávat bližší informace o rozdělení bohatství domácností v zemích eurozóny. Tento datový soubor byl připraven v návaznosti na revizi měnověpolitické strategie ECB z roku 2021, mezi jejíž závěry patřilo i systematické zohledňování interakcí mezi měnovou politikou a rozdělením majetku i příjmů. Nová data propojují informace z šetření mezi domácnostmi s makroekonomickými údaji z národních účtů. Zpracovávána budou čtvrtletně a zveřejňována s odstupem pěti měsíců od uplynutí příslušného období. Z prvních zveřejněných dat vyplývá, že během posledních 5 let se čistý majetek domácností zvýšil nominálně o 29 %, přičemž více narostl u majitelů nemovitostí. Nerovnost se během stejného období mírně snížila.

Další změna ve vedení turecké centrální banky

H. G. Erkan začátkem února rezignovala na post guvernérky turecké CBRT, který zastávala od loňského června. Resignaci předcházela mediální tlak související s obviněním, že její otec měl významný neformální vliv na chod centrální banky a zajistil i propuštění jednoho zaměstnance. Guvernérka tato obvinění odmítla, nicméně rozhodla se svůj post opustit. V tomto případě se tak podle všeho nejednalo o změnu způsobenou rozhodnutím prezidenta Erdogana (zatímco některé z předchozích změn na guvernerském postu pramenily právě z nespokojenosti prezidenta s měnověpolitickými kroky turecké centrální banky). Banka pod jejím vedením zásadně změnila přístup k boji s vysokou inflací a zvýšila během osmi měsíců úrokovou sazbu z 8 % na 45 %. K poslednímu zvýšení došlo v lednu, kdy banka zároveň komunikovala, že se pravděpodobně již nachází na vrcholu úrokových sazeb. [Novým guvernérem se stal dosavadní viceguvernér F. Karahan](#) – od roku 2019 se jedná již o šestého guvernéra. Zásadní změnu v měnové politice pod jeho vedením oproti předchozím osmi měsícům analytici neočekávají. Na prvním zasedání od jeho nástupu do funkce CBRT v únoru ponechala – v souladu s předchozí komunikací – sazby beze změny.

Thomas Jordan odejde z čela SNB, BoE bude mít novou viceguvernérku

Předseda tříčlenné Rady guvernérů švýcarské centrální banky Thomas Jordan [oznámil](#) svou rezignaci ke konci září letošního roku. Jordan nastoupil do SNB v roce 1999, v roce 2007 byl jmenován členem rady guvernérů a v roce 2010 jejím místopředsedou. Roli předsedy rady guvernérů zastával od roku 2012. Jeho nástupce zatím jmenován nebyl.

Bank of England [oznámila](#), že od července se novou viceguvernérkou pro měnovou politiku stane Clare Lombardelli, která nahradí Bena Broadbenta, jemuž vyprší druhý pětiletý mandát ve vedení BoE. Lombardelli je aktuálně hlavní ekonomkou OECD, v minulosti pracovala i v britském Treasury (podobně jako řada dalších členů nejvyššího vedení BoE) či v Mezinárodním měnovém fondu a svou kariéru začínala právě v BoE.

Produktivita předmětem pozornosti výzkumu ECB

ECB v závěru února vydala tři výzkumné články zaměřené na téma produktivity, a to v souvislosti s [digitalizací, klimatickou změnou a souvisejícími politikami](#) a s [covidovou pandemií a podpůrnými opatřeními](#). Rozvoj digitálních technologií může dle studie střednědobě zvyšovat produktivitu firem, ale nárůst produktivity je nerovnoměrně rozložen mezi jednotlivými firmami, sektory i státy a evropským zemím se nedaří plně využívat potenciálu digitalizace. Článek rovněž zkoumá faktory stojící za pomalejším než očekávaným růstem produktivity v souvislosti s digitalizací – nachází je například v institucionální oblasti či v kvalifikačním nesouladu na trhu práce. Dle druhé studie zaměřené na klimatickou změnu bude posun k nízkouhlíkové ekonomice znamenat přesun práce i kapitálu jak mezi sektory, tak v rámci jednotlivých sektorů. Článek zaměřený na pandemii covidu pak konstatuje, že během pandemie ukončilo svůj provoz méně podniků než při předchozích krizích. Pandemie také změnila preference spotřebitelů i pracovní návyky zaměstnanců s možnými dlouhodobými dopady na produktivitu.

III. TÉMA POD LUPOU: DÁNSKÁ MĚNOVÁ POLITIKA: TRVALE NAPŮL CESTY K EURU?

Dánsko je jednou ze zemí Evropské unie, které nejsou členy eurozóny, ale používají vlastní měnu. Dánsko má na přijetí eura vyjednanou trvalou výjimku, dánská koruna je s eurem nicméně pevně svázána v rámci zvoleného režimu pevného (fixního) kurzu, s nímž tato země funguje již přes 40 let (před vznikem eura šlo o navázání na německou marku). Dánsko je také členem mechanismu směnných kurzů ERM II. Dánskou měnovou politikou ale nejlépe definuje zejména samotný režim fixního kurzu spíše než členství v ERM II, jelikož kurz kolísá výrazně méně, než by odpovídalo fluktuálnímu pásmu spojenému s tímto mechanismem. Tento článek popisuje dánskou volbu kurzového režimu, nástroje používané k jeho zajišťování, důvody stojící za jeho vysokou stabilitou či rozdíly mezi režimem fixního kurzu a samotným členstvím v eurozóně. V závěru článek shrnuje, že ačkoli Dánsko s fixním kurzem úspěšně funguje, jeho zkušenosti nejsou jednoduše přenositelné na jiné země.

Mandátem Danmarks Nationalbank (DN), dánské centrální banky, je zajišťování cenové stability, bezpečného platebního systému a stabilního finančního systému. Ačkoli má Dánsko vlastní měnu, dánskou korunu, nevyužívá k plnění mandátu cenové stability režim cílování inflace, ale režim fixního kurzu vůči euru, což je mezi rozvinutými zeměmi poměrně ojedinělý případ. V oblasti finanční stability pak má dánská centrální banka sice podstatnou, ale formálně pouze poradní roli.^{1,2}

Fixní kurz a mechanismus ERM II

Dánsko funguje v současném režimu fixního kurzu již od roku 1982. Nejprve se jednalo o navázání na německou marku, od roku 1999 se vznikem eura pak právě na společnou evropskou měnu. Přes blízké propojení s eurozónou však Dánsko neusiluje o přijetí eura, naopak na něj má vyjednanou trvalou výjimku, tzv. opt-out. Kořeny této výjimky sahají do období vyjednávání o Maastrichtské smlouvě, jejíž ratifikaci Dánsko nejprve v referendu v roce 1992 těsně zamítlo. Země si následně sjednala několik výjimek, mezi nimi právě výjimku ze závazku vstoupit do eurozóny po jejím vzniku. V takto upravené podobě pak dánští občané v referendu v roce 1993 vyjádřili s ratifikací Maastrichtské smlouvy souhlas (ta následně vešla v platnost v rámci celé tehdejší EU v listopadu téhož roku). Po vzniku eurozóny se v Dánsku v roce 2000 konalo další referendum, tentokrát bylo jeho tématem přímo přijetí eura (a tedy zrušení oné sjednané výjimky), 53,2 % voličů hlasujících proti však rozhodlo o ponechání dánské koruny.³

Dánsko však vstoupilo do mechanismu směnných kurzů ERM II, a to již při jeho vzniku v roce 1999 (předtím se účastnilo i jeho předchůdce, mechanismu ERM). V současnosti tak je Dánsko jednou ze dvou členských zemí ERM II mimo eurozónu – druhou je Bulharsko. Zatímco ale Dánsko je členem ERM II s vidinou zůstat vně eurozóny dlouhodobě, Bulharsko do mechanismu vstoupilo v roce 2020 s cílem euro v dohledné době přijmout (přičemž alespoň dvouleté úspěšné členství v ERM II je jedním z maastrichtských kritérií nutných pro vstup do eurozóny).

Měny účastníci se mechanismu ERM II mají stanovenou centrální paritu kurzu vůči euru, která je obklopena fluktuálním pásmem. V případě tlaků na prolomení hranic tohoto pásma jsou národní centrální banka i ECB zavázány svými intervencemi hranice fluktuálního pásma bránit (byť v případě rozporu s cílem cenové stability mohou být intervence pozastaveny).⁴ Ačkoli standardním pásmem pro fluktuaci kurzu v rámci mechanismu ERM II je $\pm 15\%$ od centrální parity,⁵ Dánsko již při vstupu uzavřelo s ostatními účastníky mechanismu dohodu o udržování kurzu v užším pásmu $\pm 2,25\%$ od centrální parity.⁶ Vzhledem k paritě stanovené na 7,46038 dánských korun za euro by to dánské měně umožňovalo pohyb mezi přibližně 7,29 a 7,63 korunami za euro. V praxi však dánská koruna fluktuuje ještě výrazně méně a drží se velmi

¹ Významným orgánem v oblasti finanční stability je v Dánsku Rada pro systémové riziko, v jejímž čele stojí předseda tříčlenné Rady guvernérů centrální banky (v současnosti Ch. K. Thomsen) a mezi jejíž další členy patří vedle zástupců jiných institucí ještě jeden další zástupce DN. Rada pro systémové riziko je však orgánem poradním – opatření v oblasti finanční stability spadají do pravomocí ministra průmyslu, obchodu a finančních záležitostí. Ten je nicméně povinen vysvětlit důvody, pokud nebude následovat doporučení Rady. Kromě toho může role centrální banky v oblasti finanční stability v případě krize ležet i v dodávání likvidity bankovnímu sektoru.

² DN je rovněž centrální bankou Grónska a Faerských ostrovů, tedy dvou autonomních území Dánského království, v nichž je oficiální měnou také dánská koruna (respektive platidlem na Faerských ostrovech je faerská koruna, která je však spíše jen místní verzí dánské koruny, s níž je směnitelná v poměru 1:1. Faerská koruna zároveň nemá vlastní mince, ale využívá těch dánských). DN proto pravidelně analyzuje i obě tato území.

³ Referendum z roku 2000 v kontextu tehdejší politické a společenské debaty v Dánsku blíže popisují Marcussen a Zolner (2001).

⁴ Mechanismus ERM II podrobněji popisuje například blogový příspěvek ČNB dostupný zde.

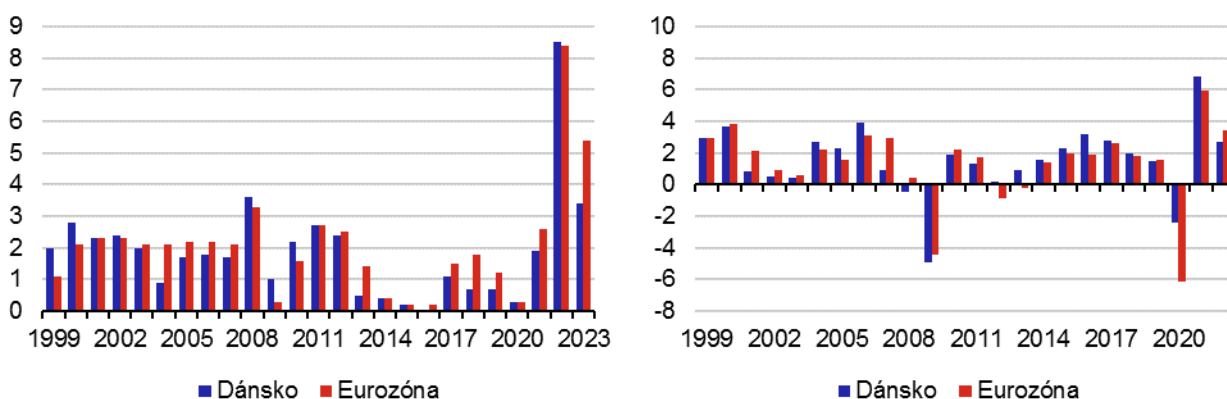
⁵ Viz smlouva mezi ECB a centrálními bankami zemí EU mimo eurozónu o ERM II či popis mechanismu na webu Evropské komise.

⁶ U zemí se záměrem vstoupit do eurozóny by při hodnocení maastrichtského kritéria účasti v mechanismu směnných kurzů nemuselo stačit udržení kurzu ve standardním pásmu $\pm 15\%$. Na základě historických zkušeností s přístupem Komise k posuzování plnění kritéria stability měnového kurzu lze konstatovat, že na straně oslabení lze za bezproblémovou považovat hranici právě 2,25 % vůči centrální paritě. Viz článek z předchozí poznámky pod čarou.

blízko centrální parity – od roku 2010 prakticky neopustila rozmezí 7,43–7,473.⁷ Proto spíše než členství v mechanismu ERM II je to právě samotný režim fixního kurzu, který nejlépe charakterizuje dánskou měnovou politiku.

Využíváním takto pojatého režimu fixního kurzu se Dánsko de facto vzdalo provádění autonomní měnové politiky a otázku cenové stability tak v podstatě delegovalo na Evropskou centrální banku. Výhodou tohoto přístupu je zejména výrazná redukce kurzového rizika a s tím spojené usnadnění mezinárodního obchodu se zeměmi eurozóny. Nevýhodou pak představuje hlavně nemožnost reagovat na aktuální vývoj v domácí ekonomice a přizpůsobovat domácí měnové podmínky výhledu inflace, stejně jako nemožnost podílet se na rozhodování v otázkách měnové politiky ECB. DN (2022) popisuje tři hlavní faktory napomáhající stabilizaci ekonomiky v takovém režimu. Za prvé, vzhledem k vysoké provázanosti a sladěnosti s eurozónou (viz graf 1) jsou většinou potřeby dánské ekonomiky podobné eurozóně a měnová politika ECB tak obvykle pomáhá stabilizovat vývoj i v Dánsku. Pokud se však cyklická pozice dánské ekonomiky od eurozóny odchyluje, přicházejí do hry zbylé dva faktory.

Graf 1: Inflace (vlevo) a růst HDP (vpravo) v Dánsku a eurozóně



Pozn. Průměrná roční míra inflace měřená indexem HICP, meziroční růst reálného HDP.
Zdroj: Eurostat.

Jedním z nich je přizpůsobení skrze konkurenceschopnost – dochází-li například k většímu nárůstu inflace v Dánsku oproti eurozóně (což při fixním nominálním kurzu znamená posílení reálného kurzu), dochází k relativnímu zdražení zboží dánských výrobců oproti těm zahraničním, klesá tak poptávka po dánském zboží, zisky dánských firem klesají a snižuje se prostor ke zvyšování mezd, a to ve výsledku vede k utlumení ekonomiky a poklesu inflace. V situaci prvotní nižší inflace oproti eurozóně je celý mechanismus pochopitelně obdobný, jen s opačným znaménkem. Celý tento přizpůsobovací proces však trvá jistý čas a mezitím může přetrvávat odlišný vývoj v Dánsku a v eurozóně. Zbývajícím významným přizpůsobovacím mechanismem pak je fiskální politika, která – je-li vhodně prováděna – může vyhlazovat ekonomický cyklus a alespoň částečně kompenzovat absenci autonomní měnové politiky. Důraz na roli fiskální politiky je patrný i ze zmíněného článku DN (2022), v němž je právě fiskální politice věnován značný prostor. DN také v rámci svých ekonomických analýz pravidelně hodnotí působení fiskální politiky a zveřejňuje doporučení pro to, jak restriktivně či expanzivně by měla být nastavena. Vedle toho jsou v důsledku nastavení systému daní a transferů v Dánsku oproti většině jiných zemí významnější automatické fiskální stabilizátory.

Nástroje k udržení fixního kurzu

K udržení kurzu dánské koruny v bezprostřední blízkosti stanovené parity využívá dánská centrální banka dvou hlavních nástrojů – devizových intervencí a úrokových sazeb.⁸ Vede-li tržní vývoj k tlakům na posilování dánské koruny, centrální banka v první řadě přistoupí k prodeji korun a nákupu eur, naopak při tlaku na oslabení DN začne prodávat eurové devizové rezervy. Počátkem každého měsíce DN zveřejňuje objem intervencí provedených v předchozím měsíci. Poměrně vysoký objem devizových rezerv⁹ dává centrální bance dostatek prostoru k intervencím a rovněž jí pomáhá udržovat si vysokou důvěryhodnost u finančních trhů a předcházet tak spekulativním útokům. DN nemá stanovený konkrétní cíl pro objem devizových rezerv ve svém držení, považuje však za důležité udržovat je dostatečně vysoký.

⁷ V první dekádě existence eura byly odchylky kurzu od centrální parity v některých obdobích o něco větší, ale nikoli výrazně. Volatilita kurzu byla významnější v období navázání na německou marku, a to zejména v souvislosti s krizí mechanismu ERM v letech 1992–1993.

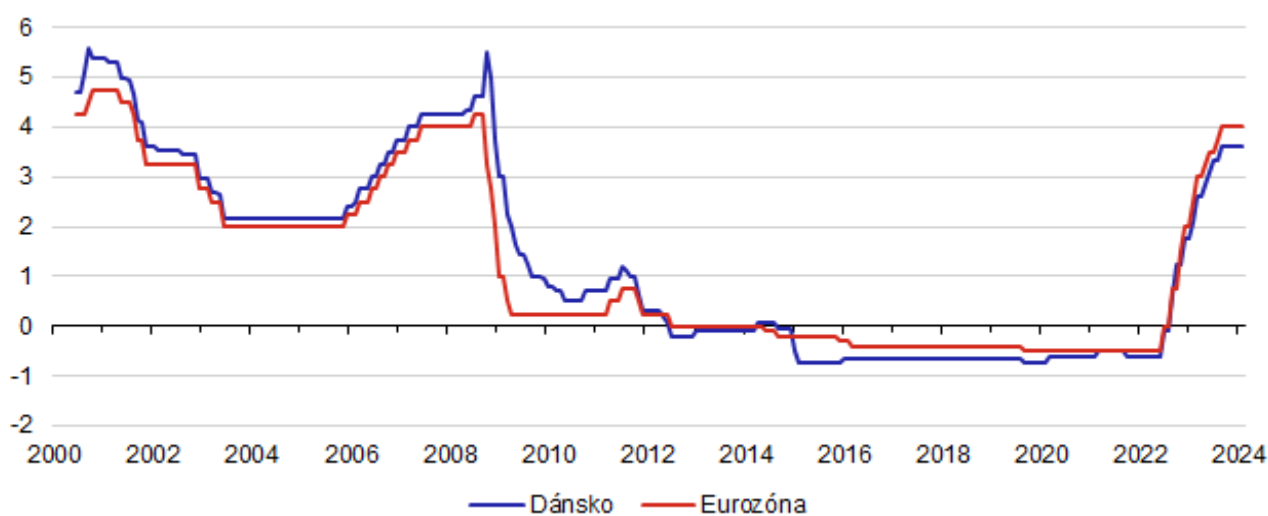
⁸ Fungování a efektivitu devizových intervencí v Dánsku podrobněji rozebírá DN (2016). Implementaci nástroje úrokových sazeb v prostředí tamního kurzového režimu rozebírá DN (2014).

⁹ K lednu 2024 zhruba [630 mld. DKK](#) (cca 84,5 mld. EUR), což odpovídá přibližně [23 % HDP](#) za rok 2023.

Aby mohly devizové rezervy sloužit svému primárnímu účelu – kterým je zajišťování fixního kurzu – klíčovým aspektem pro jejich umístění je vysoká likvidita. Druhořadým cílem je dosahování zisku při přijatelných podstoupených rizicích.¹⁰ Devizové rezervy jsou proto uloženy převážně v podobě vkladů v zahraničních centrálních bankách či investovány do zahraničních vládních dluhopisů, jen malá část pak je investována do potenciálně výnosnějších, ale rizikovějších aktiv jako akcie či korporátní dluhopisy.

Dalším nástrojem, který má DN vedle devizových intervencí k dispozici, jsou úrokové sazby. Na rozdíl od centrálních bank cílujících inflaci je však nenastavuje podle aktuálního výhledu inflace a cyklického vývoje ekonomiky, nýbrž s cílem stabilizovat kurz. Vzhledem k podobnosti fundamentálního vývoje dánské ekonomiky s eurozónou pak po většinu času dánské úrokové sazby zpravidla velmi těsně kopírují vývoj sazeb ECB (viz graf 2) – rozhodne-li ECB na svém zasedání o změně úrokových sazeb, zpravidla téhož odpoledne oznámí stejnou změnu sazeb také dánská centrální banka (během uplynulé dekády tak bylo Dánsko jednou ze zemí aplikujících záporné úrokové sazby – podobně jako v eurozóně). Pokud jsou ale na trhu patrné tendence k posilování či oslabování kurzu dlouhodobějšího charakteru, DN může vedle devizových intervencí upravit úrokové sazby také jednostranně (tj. aniž by tomuto kroku předcházela změna sazeb ECB). Změnou úrokového diferenciálu vůči eurozóně zvýší či naopak sníží atraktivitu dánské koruny, a vyváží tak tlaky na odchýlení kurzu od centrální parity.

Graf 2: Měnověpolitické úrokové sazby



Pozn. Hodnoty k poslednímu dni měsíce. Pro Dánsko je zobrazena úroková sazba pro depozitní certifikáty, pro eurozónu je do září 2008 zobrazena minimální sazba pro tendry s variabilní sazbou (která přestala být v říjnu 2008 využívána), od října 2008 depozitní sazba.

Zdroj: ECB a Danmarks Nationalbank.

Stabilita kurzového režimu

Eichengreen (2023) označuje dlouhodobě vysokou stabilitu kurzu dánské koruny k euru za výjimečnou (ve srovnání s režimy fixních kurzů v jiných zemích). Ve svém článku dále rozebírá několik hypotéz, které se snaží tuto neobvyklou stabilitu vysvětlit. Zmiňuje například vysoký objem držených devizových rezerv, který dává centrální bance dostatek prostoru pro intervence – nicméně v poměru k objemu krátkodobého dluhu již množství devizových rezerv nijak zvlášť vysoké není. Další hypotézu představuje kvalitní provádění fiskální politiky. Dánsko má mezi rozvinutými zeměmi neobvykle nízký podíl zadlužení sektoru vládních institucí vůči HDP (okolo 30 %), poměrně striktní přístup k fiskální politice, a těší se tak vysoké důvěryhodnosti u zahraničních věřitelů. Na druhou stranu dle Eichengreena nelze v praxi pozorovat, že by Dánsko oproti jiným zemím využívalo fiskální politiku aktivněji, byť v teorii je aktivní využívání proticyklické fiskální politiky jedním z mechanismů, kterými může země alespoň částečně kompenzovat chybějící vlastní měnovou politiku, a odkazuje se na něj i sama centrální banka (viz výše).¹¹

Dalším důvodem stojícím za stabilitou kurzového režimu by mohl být dánský trh práce. Ten je známý svým modelem (označovaným termínem *flexicurity*) vysoké flexibility v najímání a propouštění zaměstnanců, štedré záchranné sítě v podobě podpory propuštěných zaměstnanců a propracovaného systému aktivní politiky trhu práce. Tento model vede v dobrých časech k nižší nezaměstnanosti ve srovnání s průměrem EU. Nízká nezaměstnanost pak omezuje spekulace,

¹⁰ V roce 2022 vytvořila DN ztrátu přibližně **8,4 mld. DKK** (cca 1,1 mld. EUR), a to zejména v důsledku tehdejšího poklesu cen dluhopisů v držení banky. Výše vlastního jmění činí k únoru 2024 zhruba **73 mld. DKK** (cca 9,8 mld. EUR).

¹¹ Jistou roli však mohou mít zmiňované poměrně významné automatické fiskální stabilizátory, ačkoli těmi se Eichengreen ve svém článku nezabývá.

že dánské autority kurzový režim změní ve snaze začít aktivněji využívat měnovou politiku k podpoře ekonomiky (jak by tomu mohlo být v případě vysoké nezaměstnanosti a recese). Nicméně nárůst nezaměstnanosti v období po roce 2008 byl jeden z nejprudších mezi zeměmi OECD, takže ani tento argument trhem práce neplatí bezvýhradně.

Eichengreen ve svém článku diskutuje ještě několik dalších hypotéz (věnuje se mj. bankovnímu systému, institucionálnímu propojení s ECB, či tomu, že DN se historicky častěji potýkala s tlaky ve směru posilování koruny, vůči nimž může intervenovat z principu neomezeně – zatímco v opačném směru je limitována objemem devizových rezerv). V souhrnu tedy existuje celá řada možných důvodů vysoké stability současného kurzového režimu dánské koruny, ovšem s každým jsou spojeny jisté výhody a žádný tak nenabízí kompletní vysvětlení. Je to tedy spíše jejich kombinace, která dává fixnímu kurzu vysokou důvěryhodnost.¹²

Jedním z klíčových faktorů pak může být samotná délka fungování režimu fixního kurzu. Čím déle tento režim funguje a čím déle dánské autority zachovávají závazek k fixnímu kurzu, tím větší by byly reputační a ekonomické náklady z jeho opuštění a tím větší důvěru má trh v jeho udržování i v budoucnu. Tento argument pochopitelně sám o sobě nevysvětluje prvotní stabilitu kurzového režimu v období po jeho zavedení, nicméně s časem jeho význam roste.¹³ Režim fixního kurzu přečkal období krize mechanismu ERM v letech 1992–1993, velkou finanční krizi a navazující dluhovou krizi eurozóny, období po opuštění švýcarského kurzového závazku v roce 2015¹⁴ i covidovou pandemii a navazující inflační vlnu, přestože během nich musel čelit tlakům na posílení či oslabení dánské koruny od centrální parity. To zvyšuje důvěru, že režim bude zachován i v případě krizí budoucích.

Vlastní měna s fixním kurzem, nebo euro?

Svou volbou měnověpolitického, potažmo kurzového, režimu je Dánsko úzce navázáno na eurozónu. Může tak využívat některých výhod jednotné evropské měny (minimalizace kurzového rizika a s tím související usnadnění mezinárodního obchodu), to však za cenu vzdání se nezávislé měnové politiky a plovoucího kurzu jako možného stabilizačního mechanismu. Některé z výhod případného vstupu do eurozóny však v tomto režimu realizovány nejsou. Stále existují transakční náklady z převodu měn, Dánsko není součástí Rady guvernérů ECB a nemá v ní svého zástupce, navíc stále existuje i jisté kurzové riziko v podobě případného opuštění režimu fixního kurzu či úpravy centrální parity (byť vzhledem k dlouhodobě budované vysoké důvěryhodnosti současného režimu lze toto riziko považovat za malé). Nabízí se proto otázka, zda by místo udržování fixního kurzu vůči euru nebylo pro Dánsko výhodnější euro rovnou přijmout.

Dopady potenciálního vstupu do eurozóny ve srovnání s režimem fixního kurzu analyzovala například zpráva Dánské ekonomické rady (2009).¹⁵ Článek diskutuje jednotlivé oblasti, na které by přijetí eura mělo vliv, a uzavírá, že ekonomický dopad případného vstupu do eurozóny by byl pravděpodobně malý (jelikož většinu výhod i nevýhod jednotné měny již Dánsko prostřednictvím zafixovaného kurzu realizuje), v souhrnu však mírně pozitivní (jelikož výhody eura by Dánsko začalo realizovat v plné míře). Také Codogno a De Grauwe (2015) tvrdí, že pro Dánsko nemá význam ponechávat si vlastní měnu v situaci, kdy je její kurz pevně svázan s eurem a země odmítá, že by v budoucnu za jakýchkoli okolností mohlo dojít k úpravě tohoto kurzového režimu (což dánské autority komunikují). Podle autorů může být zachování vlastní měny s fixním kurzem – i přes jeho dosavadní stabilitu – zbytečně náchylné ke spekulativním útokům a dříve či později způsobit nutnou úpravu centrální parity s nezanedbatelnými ekonomickými náklady.

Na druhou stranu, díky své vysoké důvěryhodnosti dánský kurzový režim funguje solidně. Ekonomické argumenty hovořící pro ponechání vlastní měny současně s jejím trvalým navázáním na euro se hledají obtížně, nicméně nic nenasvědčuje ani tomu, že by Dánsko na tomto režimu ekonomicky významně trafil. Přehodnotit svůj postoj k euru se každopádně Dánsko podle všeho aktuálně nechystá.

Dánsko jako vzor?

Dánsko je prosperující západní ekonomikou úzce svázanou s eurozónou a tamní režim fixního kurzu lze označit za dobře fungující. Mohlo by proto sloužit jako inspirace i pro jiné země (v kontextu české veřejné debaty o euru posledních měsíců

¹² Řada z diskutovaných oblastí – např. fiskální politika či trh práce – představuje důležité přizpůsobovací mechanismy i pro země, které ztratí vlastní měnovou politiku v důsledku přijetí eura. Situace Dánska je odlišná v tom, že opustit režim fixního kurzu je jednodušší než opustit eurozónu a tedy tento režim je z povahy věci více náchylný ke spekulacím a méně stabilní než téměř nevratné přistoupení k měnové unii. Udržet jeho stabilitu tak klade vyšší nároky na ostatní oblasti hospodářské politiky.

¹³ Pro tento argument lze najít i empirickou podporu. Například Bizuneh (2022) na analýze režimů fixního kurzu od roku 1970 ukazuje, že s přijetím režimu fixního kurzu nejprve s časem roste pravděpodobnost jeho opuštění. Pokud však zůstane režim zachován a vybuduje si důvěru trhů, s přibývajícím časem pak začne naopak pravděpodobnost opuštění režimu klesat.

¹⁴ V letech 2011–2015 švýcarská centrální banka v reakci na předchozí výrazné posilování švýcarského franku udržovala jeho kurz na minimální úrovni 1,2 za euro (tj. neumožnila jeho posílení za tuto úroveň). Po opuštění této politiky v roce 2015 se vyskytovaly spekulace, že by svůj kurzový režim mohla opustit také dánská centrální banka, což vyvolalo tlaky ve směru silnější dánské koruny a vedlo DN k nutnosti rozsáhle intervenovat a také snížit své úrokové sazby.

¹⁵ Ačkoli je článek 15 let starý, většina uvedených argumentů je poměrně nadčasová a lze je tak považovat za stále platné.

například pro Českou republiku)? Tuto otázku můžeme rozdělit na dvě části – na členství v mechanismu ERM II a na samotný fixní kurz. Pokud jde o ERM II, jak je diskutováno výše, není to ani tak samotné formální členství v tomto mechanismu jako spíše dlouhodobě uplatňovaný režim fixního kurzu, co definuje dánskou měnovou a kurzovou politiku. Pokud by některá země vstoupila do ERM II s plánem setrvat v něm dlouhodobě bez kredibilního výhledu na brzký vstup do eurozóny a nechala kurz kolísat výrazněji, než je případ dánské koruny (ať už v pásmu $\pm 15\%$ od centrální parity nebo v pásmu užším), riskovala by, že by se časem mohlo udržení fluktuálního pásma stát nekonzistentní s inflačním cílem. Taková země by pak hazardovala se zachováním důvěryhodnosti své měnové politiky. Výhody a nevýhody jednotlivých kurzových režimů a suboptimalitu smíšených režimů bez jasné nominální kotvy diskutoval blog ČNB dostupný [zde](#), před vstupem České republiky do ERM II bez konkrétního plánu na vstup do eurozóny pak nedávno varoval mj. článek J. Aliapuliose a E. Zamrazilové [zde](#).¹⁶

Budeme-li nyní uvažovat samotný režim fixního kurzu aplikovaný po dánském způsobu, jedná se o srozumitelnější měnověpolitický režim než dlouhodobé udržování širšího fluktuálního kurzového pásma. Nicméně i takový režim by si nejprve musel vybudovat důvěryhodnost a mohl by být zejména v úvodní fázi náchylný ke spekulativním útokům. Změny měnověpolitických režimů bývají zpravidla nákladné, a je proto žádoucí, aby k nim docházelo pouze výjimečně a z jasných důvodů. Režim fixního kurzu by při absenci politiky měnové rovněž kladl vysoké nároky na zbývající hospodářské politiky, přičemž Dánsko je provádí na nadstandardní úrovni (mj. si udržuje dostatečný fiskální prostor pomocí nízkého podílu zadluženosti veřejného sektoru). Důvěryhodnost svého režimu fixního kurzu navíc buduje již několik desetiletí. Jeho zkušenosti s fixním kurzem proto nelze považovat za jednoduše přenositelné na jiné země.

Závěr

Dánská centrální banka neprovádí samostatnou měnovou politiku, ale dlouhodobě zajišťuje fixní kurz dánské koruny k euru, čímž de facto přebírá měnovou politiku ECB. Dánsko má na přijetí eura vyjednanou trvalou výjimku, je však již od roku 1999 členem mechanismu směnných kurzů ERM II. V praxi se přitom dánská koruna pohybuje v těsné blízkosti stanovené centrální parity, ani zdaleka tedy nevyužívá nejen standardně definované fluktuální pásmo $\pm 15\%$ vyplývající ze členství v ERM II, ale ani užší pásmo $\pm 2,25\%$ od centrální parity, které má Dánsko dojednáno s ostatními členy mechanismu. K zajištění stabilního kurzu centrální banka používá dva hlavní nástroje – devizové intervence a úrokové sazby.

Dánský kurzový režim přečkal bez zásadních změn již řadu krizí a lze jej považovat za mimořádně stabilní. Možných vysvětlení této stability můžeme najít celou řadu (např. kvalitní fiskální politika, vysoký objem devizových rezerv, flexibilní trh práce...), každé z těchto vysvětlení však má i svá omezení a je to nejspíše jejich kombinace, která napomáhá objasnit takto úspěšné fungování režimu fixního kurzu. Narůstající doba existence tohoto kurzového režimu navíc dále posiluje důvěru v jeho další pokračování a stabilitě kurzu tak napomáhá i mechanismus sebenaplnujících se očekávání. Platí přitom, že ekonomické argumenty pro ponechání vlastní měny v situaci, kdy je tato stejně pevně a trvale navázána na euro, se v případě Dánska nacházejí jen obtížně. I přesto však Dánsko v tomto režimu dlouhodobě funguje poměrně úspěšně a nic nenasvědčuje tomu, že by plánovalo svůj postoj k euru přehodnotit. Vzhledem k popsaným dánským specifikům však nelze považovat tamní pozitivní zkušenost s režimem fixního kurzu (a s dlouhodobým pobytem v ERM II) za jednoduše přenositelnou na jiné země.

Literatura

Bizuneh, M. (2022). "Are We Floating Yet? Duration of Fixed Exchange Rate Regimes," *Eastern Economic Journal*, No. 48, 63–89. ([ODKAZ](#))

Codogno, L., & De Grauwe, P. (2015). "Why Denmark should either abandon its peg to the euro or join the single currency," *London School of Economics Blog*. ([ODKAZ](#))

Dánská ekonomická rada (2009). "Chapter II: Denmark and the EURO," *Danish Economy*, Spring 2009, English Summary. ([ODKAZ](#))

DN (2014). "Fixed Exchange Rate Policy in Denmark," *Monetary Review Q1 2014*, Danmarks Nationalbank, by M. Spange and M. W. Toftdahl. ([ODKAZ](#))

DN (2016). "Effects of Danmarks Nationalbank's Interventions in the Foreign Exchange Market," *Monetary Review Q4 2016*, Danmarks Nationalbank, by M Spange and J. Sorensen. ([ODKAZ](#))

¹⁶ Vedle diskutovaného měnověpolitického aspektu členství v ERM II můžeme zmínit ještě problematiku bankovní unie. Dánsko není jejím členem, byť v období před pandemií covidu byl možný vstup země do bankovní unie diskutován. Oproti tomu po případných nových kandidátech na vstup do ERM II by vzhledem ke zkušenostem Chorvatska a Bulharska současný vstup do bankovní unie mohl být požadován, ačkoli právo EU toto jako podmínku pro vstup do ERM II nestanovuje.

DN (2022). "Monetary and fiscal policy in Denmark," Danmarks Nationalbank, Analysis No.12, October 2022, by M. Spange. ([ODKAZ](#))

Eichengreen, B. (2023). "The Danish problem," *Economia Politica*, No. 40, 781-794. ([ODKAZ](#))

Marcussen, M., & Zolner, M. (2001). "The Danish EMU Referendum 2000: Business as Usual," *Government and Opposition*, Vol. 36(3), 379–402. ([ODKAZ](#))

IV. VYBRANÝ PROJEV: Tiff Macklem: Měnová politika – vhodný nástroj pro správný úkol

Tiff Macklem, guvernér Bank of Canada (BoC), ve svém lednovém projevu na půdě Montrealské rady pro zahraniční vztahy mluví o možnostech a omezeních měnové politiky na příkladu Kanady.

V úvodu svého projevu Tiff Macklem podotýká, že centrální banky od doby pandemie vedly napříč světem bitvu proti inflaci a jejich odhodlání obnovit cenovou stabilitu přináší své ovoce. Inlace klesá – ve většině zemí je stále příliš vysoká, ale inflační cíle jsou již na dohled. Měnová politika funguje tak, aby řídila inflaci – ne dokonale, ne rychle a ne bezbolestně. Ale funguje. Historie nám toto ukázala, ale též nás naučila, že měnová politika nemůže dělat všechno. Je mnoho ekonomických sil, které ovlivňují inflaci. Centrální bankéři musí těmto silám rozumět, ale většinu z nich nemohou přímo ovlivnit.

Co měnová politika umí dobře

T. Macklem připomíná, že Kanada byla druhou zemí, která přijala cílování inflace. Tento režim byl úspěchem, míra inflace se v průběhu 25 let před pandemií pohybovala v průměru blízko 2 % a ekonomická aktivita stabilně rostla. Ale tento úspěch se nerodil snadno. Kanada prošla v posledních desetiletích řadou globálních otřesů a krátký přehled některých vzestupů a pádů může být poučný.

Když v létě 2000 praskla internetová bublina, objevily se obavy z krachu na burze jako v roce 1929 a mnozí se připravovali na recesi. Teroristické útoky z 11. září 2001 obavy z recese ještě zvýšily. BoC a americký Fed snížily své měnověpolitické sazby, díky čemuž se Kanada vyhnula recesi a v USA trval hospodářský útlum jen krátce. S ekonomickým oživením úrokové sazby sice vzrostly, ale ne na svou původní úroveň. Kombinace silného globálního růstu a poměrně nízkých sazeb přivila americký realitní boom a finanční rizika. V září 2008 padla banka Lehman Brothers, což vyvolalo celosvětovou finanční krizi. Centrální banky reagovaly mimořádnými dodávkami likvidity, snižováním úrokových sazeb a využitím forward guidance. Krize zažehla v USA tvrdou recesi, která stáhla dolů i kanadskou ekonomiku. Byla to vážná krize, ale během druhé poloviny roku 2009 se již dostavovalo ekonomické oživení. V období 2014–2016 se pak Kanada potýkala s výrazným propadem cen ropy, svého největšího vývozního artiklu. BoC reagovala snížením sazeb a pomohla obnovit ekonomický růst a zastavit přílišný pokles inflace.

Podle kanadského guvernéra tento přehled minulých krizí skýtá několik lekcí. Správné nastavení měnové politiky není snadné a centrální banky jej nemohou dosahovat ve všech případech. Po 11. září se ekonomické stimuly stahovaly příliš pomalu. Po globální finanční krizi byly stimuly staženy zase příliš rychle. Ale i když načasování nebylo dokonalé, měnověpolitická rozhodnutí se ukázala být efektivní. Dosud největším šokem byla pandemie. BoC se poučila z globální finanční krize, snížila úrokové sazby téměř na nulu, poprvé v historii zahájila program kvantitativního uvolňování, využila forward guidance a vrátila ekonomiku k růstu a snížila nezaměstnanost. S odstupem času T. Macklem připouští, že BoC mohla začít stahovat stimuly dříve, ale ani tím by se nevyhnula velké části postpandemické inflace.

Co měnová politika neumí dobře

Kanaďané očekávají, že BoC bude kontrolovat inflaci. Přesto T. Macklem podotýká, že v průběhu historie se lidé obraceli na centrální banky, aby vyřešily i jiné problémy, jako jsou dostupnost bydlení a nerovnost. Tyto problémy jsou pro Kanaďany důležité a ovlivňují také celou ekonomiku i inflaci. A proto BoC musí těmto problémům rozumět. To však neznamená snažit se je řešit nástroji měnové politiky.

Někdy ekonomika zažívá to, co centrální banky nazývají „šoky do relativních cen“. Jedná se o výkyvy konkrétních cen, často energií a potravin, z důvodů jako jsou geopolitické události, sucha a narušení přepravy. Dokud se tyto šoky do relativních cen nerozšíří do obecnějších cenových změn, mají na inflaci jen dočasný vliv. T. Macklem přiznává, že centrální banky nemohou předcházet krátkodobým výkyvům inflace způsobeným takovými cenovými šoky, a proto je zpravidla přehlížejí. BoC však si uvědomuje, že tím dochází k dočasným výkyvům inflace, a proto svůj cíl definuje jako střed cílovaného pásma 1–3 %. Významným problémem je podle T. Macklema také dostupnost bydlení, kterou však nelze vyřešit nastavením úrokových sazeb. Nabídka bydlení již mnoho let nestačí poptávce. Důvodů je celá řada – omezení územního plánování, zpoždění a nejistota při schvalovacích procesech i nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Měnová politika může ovlivnit zejména poptávku v krátkém období, ale nemůže řešit dlouhodobé strukturální problémy na straně nabídky. Jako poslední argument T. Macklem uvádí, že ekonomika funguje lépe, když je inflace nízká a předvídatelná. Měnová politika může tlumit výkyvy v ekonomické aktivitě a pomáhat zpomalovat ekonomiku, když se přehřívá, a podporovat ji, když oslabuje. Ale měnová politika ovlivňuje ekonomický růst pouze krátkodobě. Dlouhodobý růst pochází ze dvou zdrojů – růstu populace a růstu produktivity, z nichž ani jeden není výrazně ovlivňován úrokovými sazbami.

Měnová politika není ani všemocná, ani neefektivní. Nezávislé centrální banky s mandátem cenové stability a střednědobým časovým rámcem se ukázaly být schopné kontrolovat inflaci. Ale měnová politika nemůže dělat vše. Centrální banky se musejí vyvarovat pokušení přetěžovat měnovou politiku tím, že od ní budou očekávat více, než může splnit.

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

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