

Monitoring centrálních bank

III/2022



V tomto čísle

Globální ekonomika prochází turbulentním obdobím, když se potýká s několika dekád nevídanou inflací, s energetickou krizí, dopady ruské agrese na Ukrajině či stále ještě přítomnými komplikacemi ve fungování světových dodavatelských řetězců spojenými s covidem. Objevují se diskuze o tom, zda či kdy vypukne v jednotlivých ekonomikách recese, ačkoli na druhou stranu trh práce je v řadě zemí stále značně napjatý. V tomto prostředí většina centrálních bank pokračuje v rychlém zpřísnění měnové politiky s cílem zkrotit vysokou inflaci a zajistit ukotvenost inflačních očekávání. Ke zvýšení úrokových sazeb přistoupila již i ECB (spolu se zavedením „antifragmentačního“ nástroje nákupu dluhopisů) a švýcarská SNB, a tak v posledních třech měsících zvýšily své úrokové sazby bez výjimky všechny námi sledované centrální banky, a to minimálně o 0,5 procentního bodu – a například v případě maďarské MNB dokonce o téměř 6 procentních bodů.

Aktuální Téma pod lupou se věnuje trhům nemovitostí, na nichž došlo v posledních letech v řadě zemí k prudkému cenovému růstu, a jejich návaznostem na měnovou politiku ve sledovaných zemích. Článek popisuje vývoj posledních let, diskutuje, jak se náklady na bydlení promítají do inflace, a představuje současné poznatky o vlivu měnové politiky na vývoj na nemovitostním trhu. Ve vybraném projevu se člen Rady guvernérů Fedu Christopher Waller věnuje výhledu měnové politiky v USA a zejména se zamýšlí nad implikacemi protichůdně vyznívajících nových dat, která naznačují na jedné straně pokles ekonomické aktivity a na druhé straně velmi napjatý trh práce.

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), Petr Kaštánek, Ivana Kubicová a Barbara Livorová.

Uzávěrka tohoto čísla je 8. září 2022.

Obsah

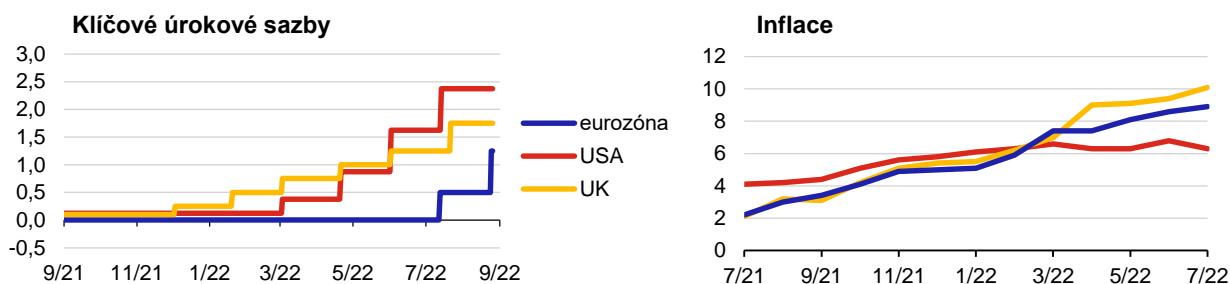
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: TRHY NEMOVITOSTÍ A NÁVAZNOSTI NA MĚNOVOU POLITIKU	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: CH. J. WALLER: MĚNOVÁ POLITIKA VE SVĚTĚ PROTICHŮDNÝCH DAT	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 %	2 % ¹	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. července (+0,50) 8. září (+0,75)	14. – 15. června (+ 0,75) 26. – 27. července (+ 0,75)	16. června (+0,25) 4. srpna (+0,50)
aktuální klíčová sazba	1,25 %	2,25 – 2,5 % ²	1,75 %
poslední inflace	9,1 % (srpen 2022) ³	6,3 % (červenec 2022) ⁴	10,1 % (červenec 2022)
očekávaná MP zasedání	27. října 15. prosince	20. – 21. září ⁵ 1. – 2. listopadu 13. – 14. prosince ⁵	15. září 3. listopadu 15. prosince
další očekávané události	15. 12. zveřejnění prognózy	19. 10. a 30. 11. zveřejnění Beige Book	3. 11. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁶	↑	↑	↑

Poznámka: ¹ dlouhodobý průměr (definice ze srpna 2020), měřeno indexem PCE (Personal Consumption Expenditures); ² v grafu je zobrazen střed pásma; ³ tzv. flash odhad; ⁴ index PCE; ⁵ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁶ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



ECB dvakrát za sebou zvýšila základní úrokové sazby kumulativně o 125 b. b. Zvýšení odůvodnila jako zásadní krok zrychlující přechod od převládající vysoce akomodativní úrovně úrokových sazeb k hodnotám, které zajistí včasný návrat inflace k 2% cíli. Na příštích několika zasedáních ECB plánuje další zvyšování úrokových sazeb s cílem utlumit poptávku a ochránit před rizikem setrvalého nárůstu inflačních očekávání. Cenové tlaky nadále zesilují, šíří se napříč ekonomikou a inflace může v blízkém horizontu dále růst. ECB výrazně revidovala prognózu inflace směrem vzhůru, tj. 8,1 % (dříve 6,8 %) v 2022, 5,5 % (3,5 %) v 2023 a 2,3 % (2,1 %) v 2024. Prognóza HDP byla pro celý rok 2023 výrazně revidována směrem dolů, tj. v roce 2022 3,1 % (dříve 2,8 %), 0,9 % (2,1 %) v 2023 a 1,9 % (2,1 %) v 2024. Po zvýšení depozitní sazby nad nulu již není dvoustupňový systém úročení přebytečných rezerv (tzv. tiering) nezbytný a byl tak od 8. 9. pozastaven stanovením multiplikátoru na nulu. Objemy reinvestic zůstaly nezměněny, tj. jistiny ze splatných CP v rámci APP budou i nadále reinvestovány v plném rozsahu, reinvestice jistin z PEPP budou probíhat alespoň do konce roku 2024.

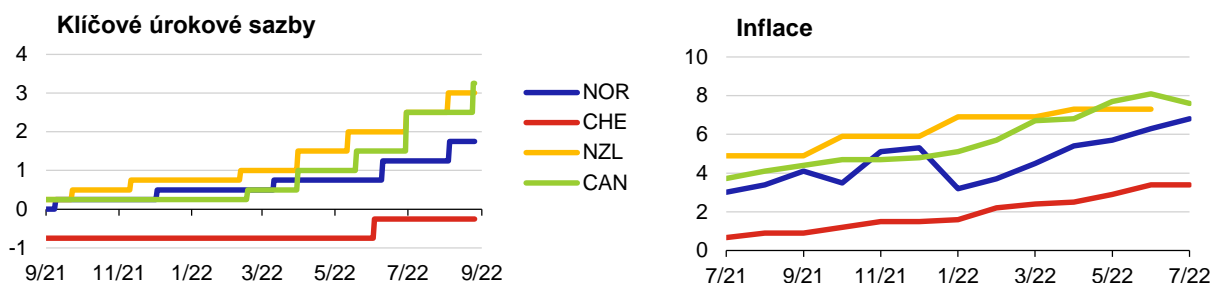
Fed nadále zvyšoval hlavní úrokovou sazbu (FFR), na posledních dvou zasedáních tentokrát v souhrnu o 150 b. b. na rozmezí 2,25–2,5 % a od září v souladu s předchozím plánem zvýšil tempo v červnu zahájeného kvantitativního utahování. Z červnové [prognózy členů FOMC](#) vyplývá jednomyslná preference členů FOMC ke zvýšení sazeb nad 3 % v letošním roce, jejichž úroveň by v tomto cyklu zvyšování sazeb měla v příštím roce dosáhnout 3,8 % s následným mírným snížením ve 2024. Sazba Fed Funds by se tak měla v příštích dvou letech pohybovat citelně nad dlouhodobě neutrální úrovní kolem 2,5 %. Konkrétně tedy střed rozpětí Fed Funds je pro konec letošního roku prognózován na úrovni 3,4 % (oproti březnovým 1,9 %), v roce 2023 na 3,8 % (2,8 %) a v 2024 na 3,4 % (2,8 %). Dále z prognózy vyplývá, že letos reálný HDP v USA poroste o 1,7 % (2,8 %), v 2023 o 1,7 % (2,2 %) a v 2024 o 1,9 % (2 %), tj. v blízkosti dlouhodobého průměru (1,8 %). Letos i v dalších dvou letech bude míra nezaměstnanosti mezi 3,7 % - 4,1 %, tj. poblíž přirozené (4%) nezaměstnanosti. PCE inflace bude letos na úrovni 5,2 % (4,3 %), v 2023 na 2,6 % (2,7 %) a v 2024 na 2,2 % (2,3 %).

BoE dále zvýšila hlavní úrokovou sazbu v souhrnu o 75 b. b. na 1,75 %. Inflační tlaky doma i ve zbytku Evropy výrazně zesílily, zejména zdvojnásobením velkoobchodních cen plynu od května. BoE očekává promítnutí zdražení plynu do výrazného poklesu reálných příjmů domácností v letech 2022 a 2023 a s tím související záporný růst spotřeby domácností. Inflace CPI přesáhne ve 4Q 2022 13 % a zůstane na velmi vysokých úrovních po většinu roku 2023. UK vstoupí do recese od 4Q 2022 a v letech 2023 a 2024 bude dle prognózy růst HDP záporný. BoE snižuje objem držených státních a firemních dluhopisů prostřednictvím ukončení reinvestic maturujících jistin. K aktivním prodejem státních dluhopisů z portfolia BoE zatím nedošlo, pravděpodobně však budou zahájeny brzy po zářijovém zasedání.

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

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	23. června (+0,50) 18. srpna (+0,50)	16. června (+0,50)	13. července (+0,50) 17. srpna (+0,50)	13. července (+1,00) 7. září (+0,75)
aktuální klíčová sazba	1,75 %	-0,25 %	3 %	3,25 %
poslední inflace	6,8 % (červenec 2022)	3,4 % (červenec 2022)	7,3 % (2Q 2022)	7,6 % (červenec 2022)
očekávaná MP zasedání	22. září 3. listopadu 15. prosince	22. září 15. prosince	5. října 23. listopadu	26. října 7. prosince
další očekávané události	22. 9. a 15. 12. zveřejnění Monetary Policy Report	28. 9. zveřejnění Quarterly Bulletin	23. 11. zveřejnění Monetary Policy Statement	26. 10. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb¹	↑	↑	↑	↑

Poznámka: ¹ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ, v případě Norges Bank z prognózy.



NB dvakrát za sebou zvýšila základní úrokovou sazbu o 50 b. b. na 1,75 % a pravděpodobně ji dále zvýší na svém zářijovém zasedání (což představuje rychlejší zvyšování sazeb, než bylo předpokládáno v červnu). Podle guvernérky Ily Wolden Bache je zapotřebí výrazně vyšší úroková sazba, aby se zmírnila tlaky v norské ekonomice a inflace se snížila směrem k cíli. Existuje riziko, že malá volná kapacita v norské ekonomice a přetrvávající globální cenové tlaky povedou k dalšímu zrychlení inflace. Na druhou stranu může růst úrokových sazeb a vysoká inflace ochladit trh s bydlením a omezit spotřebu domácností rychleji, než se v současnosti předpokládá.

SNB v červnu překvapivě zvýšila základní úrokovou sazbu o 50 b. b. na úroveň -0,25 %, aby čelila zvýšeným inflačním tlakům. Nelze vyloučit, že pro stabilizaci inflace v cílovaném pásmu ve střednědobém horizontu bude v dohledné době nutné další zvyšování základní sazby SNB. Pro zajištění vhodných měnových podmínek je SNB rovněž ochotna v případě potřeby působit na devizovém trhu. Nová podmíněná prognóza inflace SNB (předpokládající, že základní sazba SNB bude na celém horizontu prognózy -0,25 %) očekává inflaci pro rok 2022 na 2,8 %, pro rok 2023 na 1,9 % a pro rok 2024 1,6 %. Pro rok 2022 SNB stále počítá s růstem HDP kolem 2,5 %. Nezaměstnanost pravděpodobně zůstane nízká. Tato příznivá prognóza je založena mimo jiné na předpokladu, že globální ekonomika nadále poroste a že válka na Ukrajině dále neeskaluje. Ekonomický růst by mohly zpomalit globální problémy v zásobování či další zvyšování cen komodit.

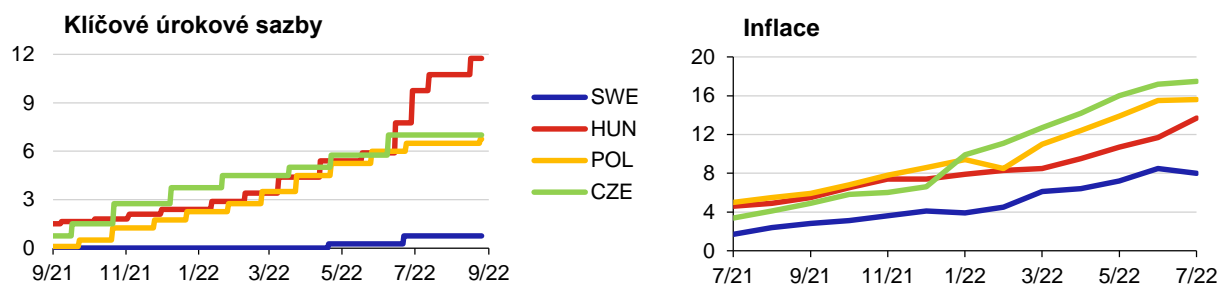
RBNZ pokračovala ve zpřísnění své měnové politiky a zvýšila dvakrát za sebou úrokovou sazbu o 50 b. b. na 3 %. Jádřová inflace zůstává příliš vysoká a trh práce napjatý. Vysoká míra zaměstnanosti, pokračující fiskální podpora, zlepšené směnné relace a celkově zdravé rozvahy domácností podporují spotřebu domácností. Výrobu naopak omezuje akutní nedostatek pracovních sil, který zvyšují sezónní i covidová onemocnění. Za těchto okolností spotřební výdaje a investice nadále převyšují kapacitu nabídky a zvyšuje se tlak na mzdy. Řada ukazatelů zdůrazňuje široce založené domácí cenové tlaky. Měnové podmínky je tak třeba dále zpřísnovat, aby se inflace vrátila zpět do cílového rozmezí 1-3 %.

BoC zvýšila měnověpolitickou úrokovou sazbu dvakrát za sebou kumulativně o 175 b. b. na 3,25 %, pokračuje ve své politice kvantitativního utahování a vzhledem k výhledu inflace bude dle BoC úroková sazba i dále růst. Přes mírný pokles červencové inflace způsobený snížením cen benzínu se celkové cenové tlaky dále rozšířily, zejména ve službách. Průzkumy naznačují, že krátkodobá inflační očekávání zůstávají vysoká. S vyššími hypotečními sazbami se trh s bydlením podle očekávání ochlazuje po neudržitelném růstu během pandemie. HDP Kanady vzrostl ve 2Q o 3,3 %. Se slabší globální poptávkou a přísnější kanadskou měnovou politikou se ve 2H 2022 růst ekonomiky zmírní. Podle červencové prognózy BoC kanadská ekonomika poroste v roce 2022 o 3,5 %, v roce 2023 o 1,75 % a v roce 2024 o 2,5 %. Inflace do konce roku 2023 klesne na přibližně 3 % a do konce roku 2024 se vrátí k 2% cíli.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)	Česko (ČNB)
inflační cíl	2 % ¹	3 %	2,5 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	29. června (+0,50)	28. června (+1,85) 13. července (+2,00) ² 26. července (+1,00) 30. srpna (+1,00)	7. července (+0,50) 7. září (+0,25)	22. června (+1,25) 4. srpna (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	11,75 %	6,75 %	7 %
poslední inflace	8 % (červenec 2022)	15,6 % (srpen 2022)	16,1 % (srpen 2022)	17,5 % (červenec 2022)
očekávaná MP zasedání	19. září 23. listopadu	27. září 25. října 22. listopadu	5. října 9. listopadu 7. prosince	29. září 3. listopadu
další očekávané události	20. 9. a 24. 11. zveřejnění Monetary Policy Report	27. 9. zveřejnění Inflation Report	16. 11. zveřejnění Inflation Report	11. 11. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb³	↑	↑	↑	→

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnujícího fixní úrokovou sazbu; ² ke zvýšení sazby došlo na neměnovém zasedání; ³ směr očekávaní změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě ČNB z prognózy centrální banky.



Riksbank v červnu zvýšila repo sazbu o 50 b. b. na úroveň 0,75 %. Podle své prognózy se úroková sazba bude dále zvyšovat a na začátku 2023 se přiblíží 2 % (což představuje rychlejší zvyšování oproti minulé prognóze). Ve 2H 2022 se bude držba aktiv v rozvaze snižovat rychleji, než bylo rozhodnuto v dubnu (Riksbank reinvestuje splatné dluhopisy za 18,5 mld. SEK namísto dříve rozhodnutých 37 mld. SEK). S touto měnovou politikou Riksbank očekává, že inflace příští rok klesne a od roku 2024 se bude blížit 2 %. Aktuální prognóza očekává inflaci CPIF v roce 2022 na úrovni 6,9 %, v 2023 na 4,2 % a v 2024 na 2 %. HDP letos vzroste o 1,8 %, v 2023 o 0,7 a v 2024 o 1,3 %.

MNB pokračuje ve výrazném zpřísnění měnových podmínek, kdy zvýšila základní úrokovou sazbu v souhrnu o 585 b. b. na 11,75 %, aby potlačila sekundární inflační dopady vyplývající z negativních nabídkových efektů a ukotvila inflační očekávání. MNB bude pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb, dokud se výhled inflace udržitelně nestabilizuje kolem cíle a dokud se inflační rizika na horizontu měnové politiky nestanou vyrovnanými. Také sleduje vývoj rizik na finančním trhu a je připravena intervenovat s využitím všech nástrojů své měnové politiky. MNB od července denně pořádá swapové tendry zajišťující cizoměnovou likviditu pro tamní banky a dále zavedla tři nástroje k podpoře transmise měnové politiky (viz Zajímavé události).

NBP se opět rozhodla zvýšit základní úrokové sazby, kumulativně o 75 b. b. na 6,75 %, což by mělo mj. omezit nárůst inflačních očekávání. NBP uvedla, že může intervenovat na devizovém trhu, zejména kvůli omezení výkyvů zlotého, které nejsou v souladu se směrem měnové politiky. Podle předběžného odhadu dosáhl meziroční růst HDP ve 2Q 2022 5,5 %. Za celý letošní rok by měl dle červencové prognózy NBP růst HDP dosáhnout 4,7 % a v následujících dvou letech zpomalí na 1,4 % a 2,2 %. NBP očekává letošní inflaci ve výši 14,2 %, v roce 2023 12,3 % a v roce 2024 4,1 %.

ČNB v červnu zvýšila 2T repo sazbu o 125 b. b. na 7 % a v srpnu ji ponechala beze změny. ČNB z důvodu mimořádných nákladových tlaků v podmínkách výjimečně vysoké míry nejistoty momentálně hledí na horizont měnové politiky, který je o 2Q vzdálenější než jeho předchozí nastavení. Inflace během nadcházejících měsíců vzroste lehce nad 20 % a i po část příštího roku bude dvouciferná. To bude odrážet pokračující zdražování plynu a elektřiny pro domácnosti, další zrychlení růstu cen potravin a přetrvávající vysokou jádrovou inflaci. Podle prognózy dosáhne inflace v roce 2022 16,5 %, v 2023 9,5 % a v 2024 2,4 %. HDP v 1Q 2022 meziročně vzrostl o 4,8 %, avšak během 2022 jeho růst výrazně zpomalí a ve 2H2022 meziročně mírně poklesne. K tomu významně přispěje zejména útlum spotřeby domácností. Prognóza v tomto roce očekává růst HDP tempem 2,3 %, v roce 2023 1,1 % a v 2024 3,8 %.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB připravila nový instrument nákupu dluhopisů pro ochranu měnověpolitické transmise

Na svém červencovém zasedání Evropská centrální banka souběžně se zvýšením úrokových sazeb o 0,5 p. b. představila tzv. [Transmission Protection Instrument](#) (TPI). Ten by měl podpořit efektivní transmisi měnové politiky do jednotlivých zemí, což v praxi znamená zejména omezení rizika, že se zvyšování úroků spolu s ukončením čistých nákupů aktiv v boji s inflací přenesou do přílišného nárůstu spreadů mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí (zejména mezi výnosem německého státního dluhopisu a výnosy dluhopisů zemí jižního křídla eurozóny v čele s Itálií). To by citelně zvýšilo náklady na obsluhu státního dluhu jižních zemí a vyvolalo značný tlak na jejich fiskální udržitelnost. Jinými slovy nástroj má za cíl bojovat s fragmentací na dluhopisovém trhu zemí eurozóny (proto se někdy označuje za antifragmentační nástroj).

V případě aktivování TPI by Eurosystem na sekundárním trhu nakupoval dluhopisy zemí postižených nefundamentálním zhoršením finančních podmínek. Jednat by se mělo o dluhopisy se splatností mezi jedním a deseti lety. Dluhopisy mohou být nakupovány pouze v případě zemí splňujících několik stanovených podmínek zejména z oblasti dodržování fiskálních pravidel EU a fiskální udržitelnosti. Naopak k nákupu dluhopisů by nemělo docházet v případě, že nárůst výnosů je výsledkem fundamentálních faktorů daného státu. O aktivaci TPI bude rozhodovat Rada guvernérů ECB na základě vyhodnocení tržního vývoje, splnění zmíněných podmínek a konzistence s mandátem cenové stability.

ECB kromě toho dále provádí reinvestice jistin splatných aktiv nakoupených v rámci programů APP a PEPP. V případě programu PEPP plánuje v reinvesticích pokračovat v plném objemu alespoň do konce roku 2024. K těmto reinvesticím přitom ECB přistupuje flexibilně a ty tak představují první obrannou linii proti rizikům pro měnověpolitickou transmisi (fragmentace) spojeným s pandemií (narozdíl od reinvestic splatných jistin však nejsou nákupy v programu TPI ex-ante omezeny). Zatímco k aktivaci nástroje TPI dosud nedošlo, z dat ECB vyplývá, že v rámci programu PEPP byla v posledních měsících významná část prostředků plynoucích ze splácení německých, francouzských a nizozemských dluhopisů reinvestovaná do dluhopisů Itálie, Španělska či Řecka.

Forward guidance na ústupu

Klíčové centrální banky ECB a Fed opouštějí využívání forward guidance. Tou se v minulosti snažily zvýšit předvídatelnost své politiky a posílit její účinky skrze formování očekávání tržních účastníků. Na druhou stranu si jí ale v některých případech uzamkly možnost reagovat na nově přicházející situace a data v současném období vysoké nejistoty. Například ECB v minulosti deklarovala, že ke zvýšení sazeb dojde nejdříve po ukončení čistých nákupů aktiv, ke kterému pak mělo dojít nejdříve v polovině letošního roku – čímž sama sobě znemožnila přistoupit ke zvýšení sazeb již v červnu, pokud si chtěla zachovat kredibilitu. Dle vyjádření guvernérky Lagarde nyní ECB nenabízí žádnou forward guidance a bude se rozhodovat zasedání od zasedání na základě přicházejících dat. Do komplikované situace se dostal i Fed – poté, co jeho šéf J. Powell po květnovém zasedání prohlásil, že nárůst sazeb o 75 b. b. na budoucím zasedání centrální banka nezvažuje, následná nová proinflační data situaci změnila a Fed nakonec ke zvýšení sazeb o 75 b. b. v červnu přistoupil. J. Powell pak v červenci prohlásil, že (podobně jako ECB) bude Fed nyní postupovat zasedání od zasedání na základě přicházejících dat a nebude poskytovat příliš konkrétní výhledy svých kroků.

J. Powell v Jackson Hole potvrdil prioritu snížení inflace

V závěru srpna se uskutečnilo tradiční každoroční setkání centrálních bankéřů v Jackson Hole, jehož nejsledovanějším momentem byl [projev šéfa amerického Fedu J. Powella](#). Ten ve své řeči zopakoval odhodlání Fedu bojovat s aktuální vysokou inflací. Snížení inflace si pravděpodobně vyžádá delší období ekonomického růstu pod dlouhodobým trendem a vyšší úrokové sazby, pomalejší ekonomický růst a méně napjatý trh práce nutně přinesou náklady pro domácnosti a podniky. Selhání v obnovení cenové stability by ale podle Powella představovalo ještě daleko horší výsledek.

MNB zavedla tři nové instrumenty na podporu své politiky

Maďarská centrální banka na svém srpnovém zasedání [rozhodla](#) vedle zvýšení sazeb o 1 procentní bod rovněž o zavedení tří nových instrumentů, jimiž chce podpořit transmisi své restriktivní měnové politiky v období vysoké volatility na finančních trzích. Jedná se za prvé o zvýšení sazby povinných minimálních rezerv, za druhé o zřízení pravidelných aukcí směnek centrální banky a za třetí o vytvoření dlouhodobějšího depozitního nástroje s účelem stahovat likviditu z bankovního systému i s delšími splatnostmi než dosud.

Riksbank bude mít nového guvernéra, personální změny i v jiných centrálních bankách

Na konci letošního roku skončí ve funkci guvernéra švédské Riksbank Stefan Ingves. Ten tuto roli zastává od roku 2006 a nyní se blíží ke konci jeho již čtvrtý mandát. Generální rada Riksbank (parlamentem jmenovaný orgán, který na centrální banku dohlíží a jmenuje její vedení, aniž by však zasahoval do jejího samotného rozhodování) již schválila Ingvesova nástupce, kterým se od začátku příštího roku stane Erik Thedéen. Ten doposud stál v čele švédského úřadu pro regulaci finančních trhů.

Novým viceguvernérem norské NB byl jmenován Pål Longva, který zaplní místo ve vedení banky uvolněné poté, co se předchozí viceguvernerka Ida Wolden Bache posunula v březnu letošního roku na pozici guvernerky. V Bank of Canada v září odejde z pozice viceguvernéra Timothy Lane, který v ní strávil přes 13 let. Do Rady guvernerů amerického Fedu pak senát definitivně schválil Michaela Barra, který má před sebou čtyři roky v pozici místopředsedy pro dohled nad bankovním systémem (samotný mandát člena Rady guvernerů však trvá až do roku 2032). Poprvé od roku 2013 je tak všech sedm míst v Radě guvernerů obsazených (více o jejich nedávných personálních obměnách viz Zajímavé události v předchozích vydáních Monitoringu centrálních bank).

RBA považuje exit z cílování výnosové křivky za neuspořádaný a čeká ji nezávislý přezkum...

Australská centrální banka v červnu [publikovala vyhodnocení](#) své politiky cílování výnosové křivky (YCC). Tu zahájila po vypuknutí pandemie v březnu 2020, kdy stanovila cílový výnos tříletých vládních dluhopisů na 0,25 %. V listopadu téhož roku pak cílový výnos snížila na 0,1 %. V listopadu 2021 se RBA nepodařilo udržet výnos na úrovni odpovídající cíli a politiku následně opustila. Dle zpětného vyhodnocení YCC zpočátku splnilo svůj účel, postupně však jeho transmise slábla a jeho ukončení bylo neuspořádané a spojené se zvýšenou volatilitou na dluhopisovém trhu, což ve výsledku vedlo k určité reputační ztrátě centrální banky. Případné opětovné využití YCC někdy v budoucnu považuje RBA za málo pravděpodobné, ačkoli zcela vyloučeno nebylo.

Poté, co byla australská centrální banka kritizována za přílišné oddalování zvyšování úrokových sazeb při nárůstu inflačních tlaků a co i její guvernér uznal určité chyby, tamní vláda v červenci vyhlásila rozsáhlou [revizi RBA](#). Ta má zahrnovat cíle centrální banky, implementaci jejích politik, řízení instituce či její komunikaci s veřejností a má rovněž vzít v úvahu interakce mezi měnovou, fiskální a makrobezpečnostní politikou. Revizi povede nezávislý tříčlenný expertní panel a výsledná zpráva má být předložena vládě do března 2023.

...a revize mandátu může čekat i BoE

Nová předsedkyně britské vlády Liz Truss ještě před svým zvolením do této funkce prohlásila, že chce změnit mandát Bank of England tak, aby centrální banka dokázala efektivněji kontrolovat inflaci. V aktuální ekonomické situaci BoE podle tamní nové premiérky selhala. Z jejich vyjádření však není zřejmé, k jakým konkrétním úpravám mandátu by případně mohlo dojít. Kromě toho probíhají v Británii diskuze i o nastavení regulace finančního sektoru – Truss i její oponent v boji o premiérské křeslo Rishi Sunak podpořili větší pravomoce ministrů vstupovat do regulatorního procesu. Guvernér BoE Andrew Bailey ale varoval před politizací finanční regulace.

III. TÉMA POD LUPOU: TRHY NEMOVITOSTÍ A NÁVAZNOSTI NA MĚNOVOU POLITIKU

Tento článek popisuje vývoj cen nemovitostí zejména v zemích pravidelně sledovaných v rámci Monitoringu centrálních bank, věnuje se tématu, jak ovlivňuje trh nemovitostí výši celkové inflace a tím i měnověpolitická rozhodnutí, a představuje současné poznatky o vlivu měnové politiky na vývoj na trhu nemovitostí.

Centrální banky sledují vývoj cen na trhu nemovitostí mimo jiné proto, že významně nerovnovážný vývoj na tomto trhu a jeho případná silná korekce představují rizika pro finanční a obecně makroekonomickou stabilitu. V posledních letech ceny nemovitostí v mnoha zemích světa rostly – ze sledovaných zemí zejména v Maďarsku, na Novém Zélandě či v České republice. Ceny nemovitostí se navíc v řadě zemí propisují do inflace a investice do nemovitostí tvoří část HDP, a jsou tak relevantní i pro politiku měnovou. Na otázku vlivu měnové politiky na trh nemovitostí se zaměřuje i akademický výzkum, nenabízí však jednotnou odpověď.

Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

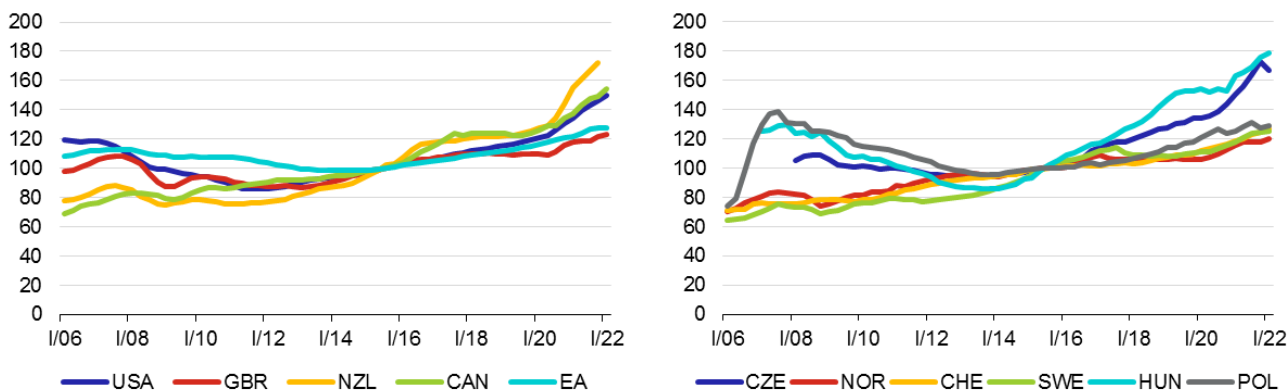
Centrální banky sledují vývoj na trhu nemovitostí z řady důvodů – například prasknutí realitní bubliny je potenciálním rizikem pro finanční stabilitu, investice do nemovitostí tvoří část HDP a ceny nemovitostí nebo od nich odvozené ukazatele jsou rovněž v mnoha zemích zahrnuty do indexu spotřebitelských cen. Díky příznivým podmínkám financování, nízké nezaměstnanosti a dlouhodobému růstu HDP v poslední době ceny nemovitostí ve vyspělých ekonomikách dynamicky rostly. Navíc se kvůli nízkým sazbám stala investice do nemovitostí pro řadu lidí zajímavou investiční příležitostí. Vývoj cen nemovitostí byl také velmi silně ovlivněn pandemií, která způsobila změnu v poptávce, kdy vzrostl zájem zejména o nemovitosti s větší obytnou plochou a více místnostmi a nemovitosti mimo centra měst. Nedostatek stavebního materiálu způsobený porušenými, resp. přetíženými dodavatelskými řetězci vedl ke komplikacím na nabídkové straně. Zpomalení ekonomiky bylo v posledních čtyřech dekadách obvykle následováno poklesem cen nemovitostí, avšak po ekonomickém propadu v roce 2020 – i kvůli jeho velkým specifickým – růst cen nemovitostí naopak ještě zrychlil. Až v posledních čtvrtletích a ve výhledech na další čtvrtletí se tento trend v mnoha zemích otáčí. Igan a kol. (2022) ukazují, že se zvýšila podobnost vývoje na trhu nemovitostí napříč jednotlivými státy, kdy globální charakter pandemie a podobná reakce centrálních bank a vlád na ní způsobila, že nyní je 60 % změn v cenách nemovitostí v rozvinutých zemích světa a eurozóně možné vysvětlit pomocí společných globálních faktorů.

Rostoucí ceny nemovitostí, které bylo možno v mnoha zemích v posledních letech pozorovat, samy od sebe nemusí signalizovat nerovnovážný vývoj. Ekonomickými důvody pro fundamentálně podložený růst cen nemovitostí mohou být změny v disponibilních příjmech, levné úvěry, šoky v nabídce, klesající nezaměstnanost, rostoucí cena materiálů či demografické faktory. Ceny nemovitostí se však mohou od základních tržních ukazatelů odpoutat, pokud je mezi spotřebiteli rozšířeno očekávání, že současný růst cen nemovitostí bude pokračovat. Pokud má taková očekávání většina kupujících, mohou být ceny nemovitostí dále taženy vzhůru koupí „ze strachu z promeškání příležitosti“ a očekávanými vysokými zisků z koupě nemovitostí. Tento sebenaplňující se mechanismus může vést k exponenciálnímu růstu cen nemovitostí s potenciálním důsledkem, že trh nemovitostí bude odtržen od vývoje ekonomických fundamentů (zejména příjmové základny) do doby, než investoři začnou být opatrní, změní se nastavení hospodářských politik, tok peněz do realitního trhu se zastaví a dojde ke korekci cen nemovitostí či přímo k prasknutí realitní bubliny.

Následující odstavce nabízejí náhled na vývoj na trhu nemovitostí pomocí standardně používaných poměrových ukazatelů. V Grafu 1 pro reálný index cen bydlení (House Price Index očištěný o inflaci) je vidět, že ceny nemovitostí ve všech zemích pravidelně sledovaných v rámci Monitoringu centrálních bank mají minimálně od roku 2018 rostoucí trend, který se od roku 2020 u většiny zemí ještě zvýraznil. Hodnoty reálného indexu cen bydlení dokonce převyšují v mnoha zemích hodnoty z období kolem světové finanční a hospodářské krize. Nejvyšší nárůst reálných cen nemovitostí oproti roku 2015 má dle posledních dat Nový Zéland, Maďarsko a Česká republika.

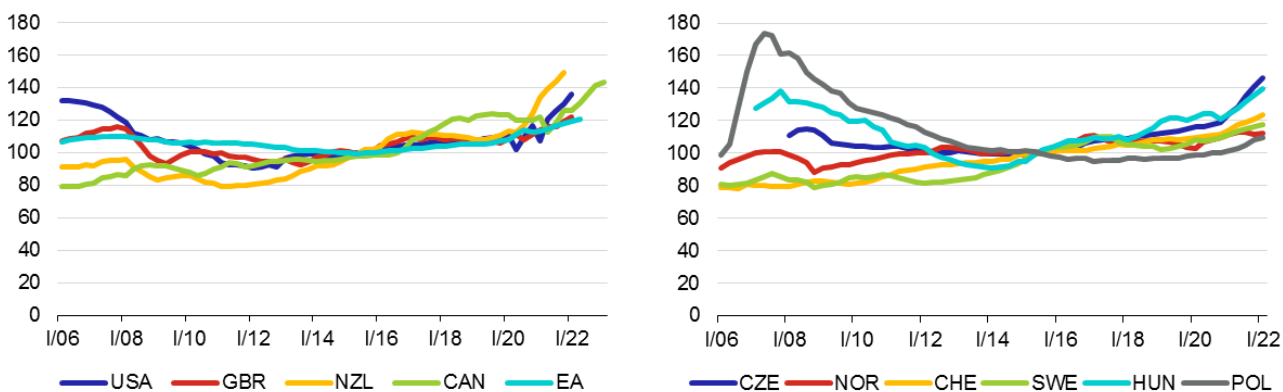
Dalším indikátorem vývoje je poměr Price-to-Income, tedy poměr nominálního indexu cen bydlení a nominálního disponibilního příjmu na hlavu. Tento indikátor může sloužit jako ukazatel dostupnosti vlastnického bydlení – čím nižší hodnoty indikátor nabývá, tím dostupnější koupě nemovitosti je. Z Grafu 2 je vidět, že nejméně se dostupnost bydlení zhoršila v Polsku, Švédsku a Norsku. Naopak největší zhoršení dostupnosti vlastnického bydlení nastalo v České republice, Maďarsku, Kanadě a na Novém Zélandu. Na dostupnost bydlení v České republice se v roce 2021 zaměřila i [studie OECD](#), která zmiňuje problémy s dostupností bydlení zejména ve městech pro mnoho českých domácností a nedostatečnou nabídku bydlení ve městech. Zajímavý je vývoj dostupnosti bydlení v Polsku, kde vidíme výrazné zlepšení dostupnosti bydlení ve srovnání s obdobím kolem velké světové hospodářské krize. Toto zlepšení je způsobeno jak poklesem ceny nemovitostí, kdy v Polsku došlo k nafouknutí realitní bubliny v letech 2002 až 2008 a jejímu následnému

Graf 1: Vývoj reálného indexu cen bydlení



Poznámka: Reálný index cen bydlení, čtvrtletní data, 2015=100.
Zdroj: OECD.

Graf 2: Vývoj poměru Price-to-Income



Poznámka: Poměr nominálního indexu cen bydlení a nominálního disponibilního příjmu na hlavu, čtvrtletní data, 2015=100.
Zdroj: OECD.

splasknutí, tak také rostoucím disponibilním příjmem, který v letech 2019 a 2020 patřil mezi nejrychleji se zvyšující na světě.¹

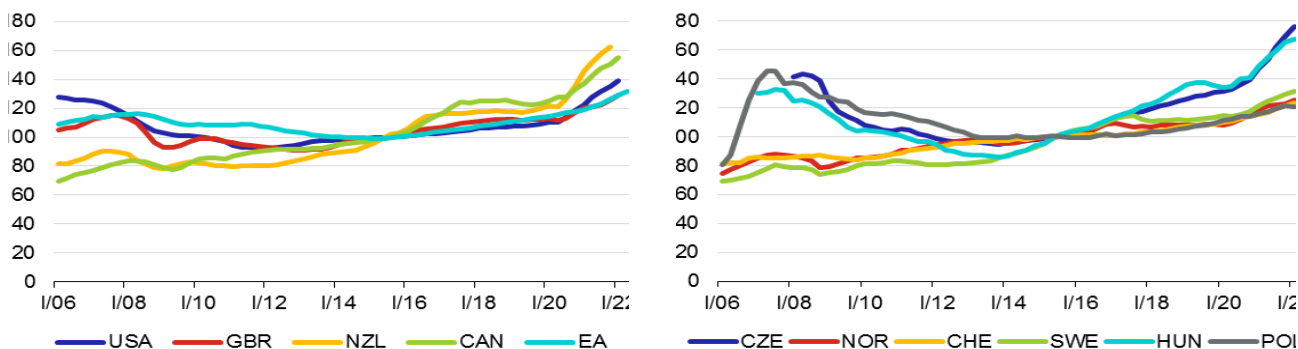
Dalším sledovaným indikátorem vývoje na trhu nemovitostí je poměr Price-to-Rent, tedy podíl nominální ceny nemovitosti a ceny pronájmu. Vývoj tohoto indikátoru ukazuje, jak se v průběhu času mění výhodnost koupě nemovitosti oproti pronájmu, případně obecně, jak se mění výhodnost vlastnictví nemovitosti. V Grafu 3 vidíme nejvyšší hodnoty pro Českou republiku, Maďarsko, Kanadu a Nový Zéland. V těchto zemích rostla od roku 2015 nominální cena nemovitostí oproti cenám pronájmů nejrychleji. Poměr Price-to-Rent ale rostl i v dalších zemích – například v USA během pandemie sice rostly ceny pronájmů bezprecedentní rychlostí, ale ceny nemovitostí rostly od začátku pandemie ještě rychlejším tempem než ceny pronájmů.² Nejnižší hodnoty tohoto indexu jsou v Norsku, Švýcarsku a Polsku. Například v Norsku se nyní projevuje nedostatečná nabídka nemovitostí k pronájmu, která ceny pronájmů dále zvyšuje a ty tak rostou podobnou rychlostí jako ceny nemovitostí.

Z námi sledovaných zemí mají všechny tři zmíněné indikátory největší změnu hodnoty indikátoru pro Českou republiku, Maďarsko, Nový Zéland a Kanadu, což naznačuje, že růst cen nemovitostí na daných trzích byl v posledních letech velmi rychlý. [Analýzu trhů nemovitostí](#) na základě poměrů Price-to-Rent a Price-to-Income společně s reálným a nominálním cenovým růstem a růstem úvěrů vyhotovil v červnu letošního roku tým Bloomberg Economics, který vyhodnotil jako nejriskantnější trhy nemovitostí právě na Novém Zélandu, v České republice, Maďarsku, Austrálii a Kanadě (na základě dat k Q1 2022).

¹ Dle [dat OECD](#) roce 2019 se disponibilní příjem v Polsku meziročně zvýšil o 5,2 % a v roce 2020 o 4,2 %, průměrné zvýšení v členských zemích OECD za stejná období bylo 1,5 %, respektive 3,2 %.

² Např. v září 2021 se meziročně průměrně zvýšila cena pronájmu o 11 % a cena nemovitosti o 18,9 %. [Joint Center for Housing Studies Harvardské univerzity](#) vidí příčiny růstu cen nemovitostí v nedostatečné nabídce ve spojení se silnou poptávkou a nízkými úrokovými sazbami. Potenciální kupci s vyššími příjmy zůstávají kvůli nedostatečné nabídce a vysokým cenám nemovitostí déle v pronajímaných nemovitostech, což tlačí nahoru výši pronájmů.

Graf 3: Vývoj poměru Price-to-Rent



Poznámka: Poměr nominálního indexu cen bydlení a indexu ceny pronájmu, čtvrtletní data, 2015=100.
Zdroj: OECD.

V mnoha zemích již ale v návaznosti na poslední ekonomický vývoj a zvyšování úrokových sazeb dochází k určitému ochlazení na nemovitostním trhu. V rámci výše zmíněných zemí očekává novozélandská [RBNZ pokles cen nemovitostí](#) v příštím roce i díky svému utahování měnové politiky. Česká republika se svým vysokým podílem vlastnictví nemovitostí (spolu s vysokou preferencí obyvatelstva bydlet ve vlastním a s rozšířeným vnímáním koupě nemovitosti jako výhodné a bezpečné investice) má nejvyšší rozdíl mezi cenami nemovitostí a příjmy z celé Evropské unie, což jen zvyšuje obavy z dalšího vývoje na trhu nemovitostí. V posledních měsících je však již evidentní zchlazování českého nemovitostního trhu. Naopak v Maďarsku vláda představila [program na podporu koupě vlastní nemovitosti pro rodiny](#) s cílem zvýšit porodnost. Ceny domů v Maďarsku navíc nyní rostou i kvůli vysokým cenám energií a omezenému počtu stavebních dělníků, dvěma faktorům spojeným s ruskou agresí vůči Ukrajině (tyto faktory přitom hrají roli ve vývoji nemovitostního trhu i v dalších zemích). [Desjardins Economics předpovídají pokles cen nemovitostí v Kanadě o 23%](#) do konce příštího roku, například v Torontu již od února [ceny nemovitostí klesají](#).

Na sedmém místě v žebříčku nejriskantnějších trhů nemovitostí skončily USA, kde se na vývoj trhu nemovitostí zaměřil výzkumný tým z dallaského Fedu, který vyjádřil obavu, že se ceny nemovitostí v USA odklonily od vývoje základních tržních ukazatelů. Tuto obavu ve svém [komentáři](#) podporují argumentem, že Price-to-Rent ratio v USA roste od počátku pandemie rychleji, než by odpovídalo vývoji základních tržních ukazatelů.

Vývoj na trhu nemovitostí a spotřebitelská inflace

Jedním z důležitých aspektů, skrze nějž vstupuje vývoj na trhu nemovitostí do měnověpolitického rozhodování centrálních bank, je koncept nákladů vlastnického bydlení (owner occupied housing), které jsou prostřednictvím tzv. imputovaného nájemného zahrnuty ve spotřebitelských cenových indexech řady zemí. Imputované nájemné tvoří náklady spojené s vlastnictvím, údržbou a bydlením ve vlastní nemovitosti a mnohde tvoří ne nevýznamné procento spotřebního koše. Mezinárodně však neexistuje shoda na jednotné standardní metodě, jak imputované nájemné měřit, což komplikuje srovnávání výše inflace mezi jednotlivými státy.

Většina námi sledovaných centrálních bank tedy vývoj na trhu nemovitostí bere při svém měnověpolitickém rozhodování v potaz díky tomu, že imputované nájemné je součástí cenového indexu, jehož vývoj centrální banky cílí.³ Běžně používané metody, jak imputované nájemné měřit, jsou user cost approach (přístup nákladů užívání), rental equivalence approach (ekvivalent nájemného) a net acquisition approach (čistý akviziční přístup). V rámci přístupu user cost jsou náklady na bydlení měřeny přímo – zahrnují provozní náklady, náklady z opotřebení a kapitálové náklady. Přístup user cost je používán například ve Švédsku. V přístupech rental equivalence a net acquisition se náklady měří jako vývoj cen pronájmu za srovnatelné domovy, respektive vývoj cen nových nemovitostí. V rental equivalence přístupu se domácnosti objevují hned ve dvou rolích, jsou jak poskytovateli služeb, tak jejich spotřebiteli. Tento přístup využívá pouze implicitní cenu služeb, kdy je zahrnuta výše tržního nájmu za ekvivalentní nemovitost ve stejné oblasti. V rámci net acquisition přístupu se nákup nemovitosti zaznamenává jako spotřeba domácností v době jejího uskutečnění, přičemž se nerozlišuje, zda je nemovitost koupena za účelem investice či spotřeby. V tomto přístupu se zohledňuje pouze nákup nové nemovitosti – pokud se nemovitost dále přeprodává mezi jednotlivými domácnostmi, její cena se do imputovaného nájemného při užití tohoto přístupu nezapočítává. Rental equivalence přístup se používá v Norsku, Švýcarsku nebo Spojených státech amerických. Naopak net acquisition přístup je používán v České republice či na Novém Zélandu. Samotné ceny nemovitostí tedy do výpočtu celkové inflace více méně přímo vstupují v přístupech user cost a net acquisition. Pokud stát

³ Různé teoretické možnosti přístupu centrálních bank k reflektování cen nemovitostí při svém měnověpolitickém rozhodování, především vstup cen nemovitostí do spotřebitelských indexů, v minulosti popisovalo Téma pod Lupou [Monitoring centrálních bank v zájmovém čísle z roku 2008](#).

nepoužívá koncept imputovaného nájemného, je možné při měření inflace náklady na bydlení zohledňovat pouze skrze provozní náklady (např. poplatky za vodu a energie), což je aplikováno například ve Velké Británii.

Imputované nájemné v spotřebitelských cenových indexech jednotlivých států se tedy liší v metodě, kterou je zachycováno, a odlišností vah, kterou imputované nájemné v spotřebitelských cenových indexech má. Například v České republice tvoří imputované nájemné 12,22 % spotřebního koše, v Norsku 13,85 % a ve Švýcarsku dokonce 20,31 %.⁴

Odlišný přístup při svém měnověpolitickém rozhodování k trhu nemovitostí mají ECB a BoE. ECB ve své měnové politice cíluje inflaci měřenou indexem HICP, který nereflektuje vývoj na trzích nemovitostí, resp. neobsahuje položku imputovaného nájemného (neboť HICP měří ceny explicitních peněžních transakcí). V rámci revize své měnověpolitické strategie v roce 2021 však došla Rada guvernérů ECB k závěru, že index HICP sice je obecně vhodným nástrojem pro hodnocení, zda je dosahováno cenové stability, ale zachycení nákladů vlastnického bydlení by lépe reprezentovalo inflaci relevantní pro domácnosti. Začlenění nákladů vlastnického bydlení je ale [dle jejich prohlášení](#) projekt na několik let a než k němu dojde, bude Rada guvernérů alespoň brát v rámci svého měnověpolitického rozhodování v úvahu ostatní pomocné ukazatele inflace, které berou ohled na vývoj na reálním trhu. Ve Velké Británii začal statistický úřad zveřejňovat v roce 2017 jako oficiální státní index inflace CPIH, což je index, který zahrnuje imputované nájemné. Tento index však není používán pro inflační cílování, BoE cíluje inflaci počítanou prostřednictvím indexu CPI bez imputovaného nájemného (do výpočtu vstupují pouze provozní náklady bydlení – viz výše).

Měnová politika a ceny nemovitostí

Kromě přímého vlivu cen nemovitostí na míru inflace, kterou centrální banky cílí, dlouhodobě probíhají diskuze jednak o tom, jaký vliv má měnová politika na ceny nemovitostí, a jednak o tom, zda by měla měnová politika usilovat o přímé ovlivnění cen nemovitostí (nad rámec jejich příspěvku k celkové míře inflace). Diskuze o vlivu měnověpolitické sazby na trh nemovitostí se často objevuje mimo jiné v souvislosti s příčinami poslední velké hospodářské krize ve Spojených státech, kdy Fed bývá kritizován, že svými nízkými sazbami přispěl k nafouknutí reální bubliny – v době nízkých sazeb se hypotéky staly velmi levnými a atraktivními pro zákazníky. Taylor (2007) ukazuje vliv uvolněné měnové politiky na přehřívání reálního trhu. Naopak Dokko a kol. (2011) argumentují, že měnová politika sice na reální trh vliv má, ale pouze omezený. K podobnému závěru dochází ve své meta-analýze i Havránek a kol. (2021), kteří ukazují, že v průměru není reakce cen nemovitostí na měnovou politiku příliš silná (zvýšení sazby o 1 % sníží v průměru ceny nemovitostí o max. 1,2 % v příštích dvou letech), ale že měnověpolitické úrokové sazby mohou pomoci zpomalit během pozdější fáze hospodářského cyklu růst reální bubliny v zemích, kde je trh nemovitostí rozvinutý. Efekt zvyšování měnověpolitické sazby na trhy nemovitostí v zemích eurozóny našli Nocera a Roma (2018), avšak i v jejich výsledcích je vidět rozdílná velikost efektu měnové politiky mezi jednotlivými státy.

Akademický výzkum zkoumá i téma nekonvenčních měnověpolitických nástrojů a jejich vlivu na trhy nemovitostí. Rahal (2016) se zaměřuje na vliv rostoucího objemu aktiv centrální banky a ve svém výzkumu nachází statisticky významný vliv nekonvenčního měnověpolitického šoku na cenu nemovitostí i objem hypoték. Kvantitativní uvolňování ECB ovlivňuje ceny nemovitostí v Německu, Francii, Španělsku a Itálii, přičemž velikost reakce se mezi jednotlivými státy liší (Lenza a Slačálek, 2018).⁵ Rosenberg (2019) srovnává vliv měnověpolitické sazby a změn v rozvaze centrální banky ve skandinávských zemích. Jeho výsledky ukazují, že vliv nekonvenční měnové politiky na trhy nemovitostí je v těchto zemích silnější a dlouhodobější než vliv konvenční měnové politiky.

Dalším diskutovaným tématem v rámci odborné literatury je, že ke zpomalení fundamentálně nepodloženého růstu dochází za cenu změny výše inflace (což někdy nemusí být konzistentní s dosažením inflačního cíle) a vyšší nezaměstnanosti. Svensson (2017) ukazuje, že ve většině případů výrazně převažují náklady tzv. politiky *leaning against the wind*⁶ nad jejími benefity. Politika *leaning against the wind* vede ke slabší ekonomice i ve chvíli, kdy ke krizi nedojde, navíc Svensson vidí dodatečné náklady spojené s velikostí krize, pokud krize zasáhne ekonomiku oslabenou právě politikou *leaning against the wind*. Adrian a kol. (2020) ukazují, že pokud do své měnověpolitické reakční funkce zahrne centrální banka i finanční proměnné, přinese to s sebou značné výhody ve snížení pravděpodobnosti recese díky menšímu zadlužení domácností, a že tedy závěry Svenssona (2017) platí jen ve zjednodušeném modelu. Benati (2021) zkoumá kompromis mezi stabilitou reálných cen nemovitostí a stabilitou ekonomické aktivity, v jeho výsledcích vidíme, že jednoprocentní pokles v HDP je spojen s poklesem 3 % v reálných cenách nemovitostí.

⁴ Uvedená procenta platí pro rok 2022 a jsou převzata od Českého statistického úřadu, Statistics Norway a Swiss Federal Statistical Office.

⁵ Ostatní země eurozóny nebyly předmětem analýzy tohoto článku.

⁶ Politika *leaning against the wind* je taková měnová politika, která je utaženější, než jaká by byla konzistentní se standardním flexibilním inflačním cílováním neberoucím zřetel na efekty na finanční stabilitu.

Úzce souvisejícím tématem je otázka vhodné reakce měnové politiky na případný vnímaný nerovnovážený vývoj na trzích nemovitostí. Jeden proud literatury tvrdí, že měnová politika by se měla zaměřovat pouze na své obvyklé cíle, jelikož její vliv na trh s úvěry i trh nemovitostí je omezený a makroobezřetnostní nástroje jsou považovány za efektivnější nástroje pro ovlivnění obou zmíněných trhů. Pohled, že měnová politika by se měla zaměřit pouze na cenovou stabilitu, zatímco na finanční stabilitu by se měla zaměřit politika makroobezřetnostní (obě politiky by tedy měly fungovat odděleně), představuje Smets (2014) jako takzvaný „upravený konsensus z Jackson Hole.“⁷ Stejný pohled na zaměření měnové politiky podporují například Kockerols a Kok (2019) nebo právě již zmíněný Svensson (2017). Druhý proud literatury naopak říká, že úroková sazba by měla být používána na zpomalování růstu finančních nerovnováh, protože finanční cykly nemohou být plně zkroceny pouze makroobezřetnostními nástroji, tedy měnová politika by měla reagovat na vývoj finančního cyklu společně a koordinovaně s politikou makroobezřetnostní (Borio a Lowe, 2002; Juselius a kol., 2017; Borio a kol., 2018).

Příklady situací, kdy centrální banky komunikují, že berou vývoj na trhu nemovitostí při svém měnověpolitickém rozhodování v potaz (nad rámec přímého zachycení cen nemovitostí ve spotřebním koši skrze výše diskutované imputované nájemné), nabízí [švédská Riksbank](#) či novozélandská RBNZ. Riksbank mezi lety 2010 a 2014 zvýšila svou měnověpolitickou sazbu z 0,25 % na 2 %, aby zpomalila zadlužování domácností a růst cen nemovitostí, ačkoliv tato politika vedla k podstřelování inflačního cíle a zvýšila nezaměstnanost. Norská NB ve své měnověpolitické strategii zmiňuje jako vedlejší cíl zmiřnění růstu finančních nerovnováh a diskutuje důsledky trvalé nízkých úrokových sazeb nebo cenu v podobě nižší poptávky, pokud dojde k nastavení vyšších úroků za účelem zmiřnění růstu finančních nerovnováh. Na Novém Zélandu pak v roce 2021 [nařídil tamní ministr financí Grant Robertson](#) centrální bance, že musí brát při svém rozhodování vliv měnové politiky na trh nemovitostí v úvahu – vláda chce podporovat dostupné bydlení pro majitele prvních domů i pracující s nízkými příjmy. Opačný přístup pak zastával guvernér australské RBA, když se [v listopadu 2021 vyjádřil](#), že RBA nebude zvyšovat úrokovou sazbu, aby zchladila trh nemovitostí, protože by nižší ceny vedly k nižším platům a menšímu počtu pracovních míst, což by byl dle jeho slov nevýhodný kompromis. Zdůraznil, že cesta ke snížení cen nemovitostí vede dle jeho názoru přes snížení hodnoty pozemků, na kterých výstavba stojí, například pomocí změny zdanění.⁸

Závěr

V námi sledovaných zemích ceny nemovitostí v posledních letech dynamicky rostly a některé centrální banky tak řešily otázku, zda mají na vývoj na trhu nemovitostí reagovat i pomocí měnové politiky. Většina sledovaných centrálních bank reflektuje vývoj cen nemovitostí při svém měnověpolitickém rozhodování díky konceptu imputovaného nájemného obsaženého v rámci spotřebního cenového indexu. Mezi jednotlivými centrálními bankami ani akademiky však nepanuje shoda, zda by centrální banka měla pomocí měnové politiky na ceny nemovitostí reagovat i nad rámec jejich zachycení v položce imputovaného nájemného. Akademický výzkum se také věnuje otázce, jak ovlivňuje měnová politika trhy nemovitostí – ačkoli jistý vliv měnové politiky na ceny nemovitostí odborná literatura nachází, nad jeho silou rovněž nepanuje jednotný názor.

Literatura

- Adrian, T., Duarte, F., Liang, N., & Zabczyk, P. (2020): „Monetary and Macroprudential Policy with Endogenous Risk.“ IMF Working Paper 20/236, International Money Fund.
- Benati, L. (2021): „Leaning against house prices: A structural VAR investigation.“ Journal of Monetary Economics, 118, 399-412.
- Borio, C. E., Disyatat, P., Juselius, M., & Rungcharoenkitkul, P. (2018): „Monetary policy in the grip of a pincer movement.“ BIS Working Paper 706, Bank for International Settlements.
- Borio, C. E., & Lowe, P. W. (2002): „Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus.“ BIS Working Paper 114, Bank for International Settlements.
- Dokko, J., Doyle, B. M., Kiley, M. T., Kim, J., Sherlund, S., Sim, J., & Van Den Heuvel, S. (2011): „Monetary policy and the global housing bubble.“ Economic Policy, 26(66), 237-287.
- Havránek, T., Kolcunová, D., & Bajzík, J. (2021): „When Does Monetary Policy Sway House Prices? A Meta-Analysis.“ CEPR Discussion Paper DP16196, Centre for Economic Policy Research.
- Igan, D., Kohlscheen, E., & Rungcharoenkitkul, P. (2022): „Housing market risks in the wake of the pandemic.“ BIS Bulletin, 50, Bank for International Settlements.
- Juselius, M., Borio, C. E., Disyatat, P., & Drehmann, M. (2016): „Monetary policy, the financial cycle and ultralow interest rates.“ Bank of Finland Research Discussion Paper 24/2016, Bank of Finland.
- Kockerols, T., & Kok, C. (2019). „Leaning Against the Wind“, Macroprudential Policy and the Financial Cycle.“ Norges Bank Working Paper 1/2019, Norges Bank.
- Lenza, M., & Slačálek, J. (2018): „How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area.“ ECB Working Paper 2190, European Central Bank.

⁷ Konsensus z Jackson Hole říká, že obavy ohledně finanční stability jsou měnovým úřadem brány v potaz, pouze pokud ovlivňují výhled cenové stability a ekonomické aktivity. Tento pohled na měnovou politiku byl před světovou finanční a hospodářskou krizí všeobecně sdílen.

⁸ Od jeho vyjádření však RBA již třikrát zvýšila sazbu o 0,5 % v reakci na vývoj celkové inflace.

- Nocera, A., & Roma, M. (2018): „House prices and monetary policy in the euro area: Evidence from structural VARs.“ USC-INET Research Paper 18-13, USC Dornsife Institute for New Economic Thinking.
- Rahal, C. (2016): „Housing markets and unconventional monetary policy.“ *Journal of Housing Economics*, 32, 67-80.
- Rosenberg, S. (2019): „The effects of conventional and unconventional monetary policy on house prices in the Scandinavian countries.“ *Journal of Housing Economics*, 46, 101659.
- Smets, F. (2014): „Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?.“ *International Journal of Central Banking*, 35.
- Svensson, L. E. (2017): „Cost-benefit analysis of leaning against the wind.“ *Journal of Monetary Economics*, 90, 193-213.
- Taylor, J. B. (2007): „Housing and Monetary Policy“ NBER Working Paper 13682, National Bureau of Economic Research.

IV. VYBRANÝ PROJEV: Ch. J. Waller: Měnová politika ve světě protichůdných dat

Člen Rady guvernérů Fedu Christopher J. Waller se ve svém červencovém [projevu](#) na ekonomickém summitu v americkém státě Idaho zamýšlí nad tím, co stojí za protichůdnými daty o vývoji americké ekonomiky, a dále diskutuje příčiny dlouhodobě zvýšené inflace a její důsledky pro měnovou politiku Fedu.

Velmi napjatý trh práce a pokles ekonomické aktivity

Nedávné údaje z americké ekonomiky rozpoutaly debatu o tom, co stojí za poklesem HDP v první polovině roku 2022 v situaci, kdy celá řada ukazatelů signalizuje, že trh práce neoslabuje, ale naopak sílí. Otázkou, nad níž si lámou hlavu mnozí ekonomové, se zabývá i guvernér Waller.

Pro posouzení síly trhu práce podle něj existuje celá řada indikátorů. Ty nejdůležitější z nich ukazují, že trh práce je z historického hlediska velmi silný a napjatý. Jen za první polovinu roku 2022 americká ekonomika vytvořila 2,7 milionu pracovních míst, míra nezaměstnanosti se ustálila na předpandemických hodnotách okolo 3,5 % a počet volných pracovních míst zůstává nebývale vysoký – na každého uchazeče připadají téměř dvě volná pracovní místa. I další ukazatele naznačují, že trh práce je zhruba stejně napjatý jako v době těsně před příchodem pandemie.

Na druhé straně se objevují známky zpomalování ekonomické aktivity a někteří analytici tvrdí, že recese již začala. Guvernér Waller ovšem upozorňuje, že toto tvrzení není v souladu s výše zmíněnými daty z trhu práce. Krom toho existují i další důvody, proč je velmi opatrný v interpretaci údajů a prognóz zpomalujícího (či záporného) růstu HDP. Například podle odhadů se reálný HDP v prvním čtvrtletí snížil o 1,6 %, zatímco reálný hrubý domácí důchod se zvýšil o 1,8 %. Tyto dva ukazatele přitom v podstatě měří stejnou ekonomickou aktivitu, jen různým způsobem. Pokud byl v minulosti mezi těmito čísly tak významný rozdíl, většinou došlo po revizi dat k jejich vzájemnému sblížení. Zpomalení lze pozorovat i u ukazatelů výrobní aktivity, kde to ale spíše než na přicházející recesi vypadá, že se spotřebitelé vracejí ke svým dřívějším zvyklostem a dochází k přesunu jejich výdajů od zboží zpět ke službám. Tyto faktory spolu s ukazateli z trhu práce přesvědčují Ch. Wallera o tom, že americká ekonomika v první polovině roku 2022 do recese nevstoupila.

Dlouhodobě vysoká inflace a její důsledky pro měnovou politiku

Dnes již víme, že k současným vysokým hodnotám inflace přispěla úzká hrdla v nabídce, ale také napjatý trh práce. Víme také, že k tomu rovněž přispěla silná poptávka poháněná nadměrnými úsporami, fiskálními stimuly a uvolněnou měnovou politikou. Je proto vhodné zdůraznit, že významnou roli při narůstající inflaci hrály faktory jak na nabídkové, tak na poptávkové straně. Ch. Waller v tomto ohledu ale ujišťuje, že příčiny inflace nemají vliv na jeho přístup k měnověpolitickému rozhodování, neboť vysokou inflaci je potřeba snížit k cíli bez ohledu na to, co je jejím zdrojem. Vysoká inflace může totiž zvýšit dlouhodobá inflační očekávání a tím tlačit ceny ještě více nahoru a zkomplikovat tak návrat inflace k cíli.

FOMC na přetrvávající vysokou inflaci odpověděl nejrychlejším tempem zpřísnování měnové politiky za posledních téměř 30 let. To jasně signalizuje odhodlání dostat inflaci co nejdříve pod kontrolu. Ch. Waller soudí, že rozpětí základní úrokové sazby (FFR) 2,25–2,50 % (dosažené po zvýšení sazeb o 75 b. b., které Waller v projevu podpořil a které bylo později na červencovém zasedání odhlasováno) se již blíží neutrální úrovni, která nestimuluje ani neomezuje poptávku, a to za předpokladu mírně rostoucí ekonomiky a nezaměstnanosti zhruba na takové úrovni, kde se nyní nachází. Na základě toho, co dnes o inflaci víme, Ch. Waller očekává, že k tomu, aby se měnová politika stala restriktivní, bude zapotřebí dalšího zvýšení úrokové sazby. Vše ale bude záležet na nově přicházejících datech, která obdrží před zářijovým zasedáním.

Ch. Waller dále předpokládá, že k poklesu inflace dojde s tím, jak dosavadní a očekávané zvýšení úrokových sazeb ochladí spotřebitelskou poptávku a poptávku na trhu práce. Dále k němu přispěje pokračující odeznívání problémů na nabídkové straně a zvyšování míry účasti na trhu práce, která je stále výrazně nižší než před pandemií. Doufá, že k tomuto zotavení nabídky dojde, nicméně v jeho rozhodnutích to nebude hrát podstatnou roli.

Když je řeč o tom, kam měnová politika směřuje, je užitečné si ujasnit, kde se právě nachází. Někteří tvrdí, že aktuální nastavení měnové politiky je ve skutečnosti stále daleko od své neutrální úrovně, jelikož současná inflace je mnohem vyšší než základní úroková sazba. S tím ovšem Ch. Waller nesouhlasí, neboť rozhodnutí o výdajích, které jsou financovány z úvěrů, vycházejí z výhledu na několik let dopředu. To znamená, že je nutné brát v úvahu dlouhodobé reálné sazby, které závisí na očekávaném nastavení úrokových sazeb a vývoji inflace v příštích několika letech.

V závěru svého proslovu Ch. Waller připomíná, že v současné době si nemůžeme být příliš jisti vývojem ekonomiky na více než několik měsíců dopředu. I přesto si ale myslí, že pravděpodobně dojde k „měkkému přistání“, a to hlavně díky silnému trhu práce. Ačkoli panuje nejistota ohledně budoucího vývoje pandemie a globální rizika spojená s válkou na Ukrajině jsou značná, Ch. Waller potvrzuje své pevné přesvědčení, že ke snížení inflace k 2% cíli bude i nadále zapotřebí pokračovat ve zpřísnování měnové politiky.

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