

Monitoring centrálních bank

IV/2024



V tomto čísle

ECB v říjnu i prosinci pokračovala ve snižování úrokových sazeb, k prvnímu snížení sazeb v září a následně k druhému v listopadu přistoupil i americký Fed. Také ostatní sledované centrální banky kromě norské NB a polské NBP v uplynulých třech měsících své sazby snižovaly. Vrcholní představitelé ECB poskytli v posledních měsících několik vyjádření naznačujících možné posuny ve strategii měnové politiky ECB. ČNB zveřejnila výsledky externí revize analytického a modelového rámce měnové politiky. Bank of England rozhodla o tempu poklesu své bilance pro další rok.

Téma pod lupou se zaměřuje na vývoj bilancí centrálních bank ve vybraných zemích a popisuje jeho vliv na hospodaření centrálních bank. Ve vybraném projevu se viceprezidentka německé Bundesbank Sabine Mauderer věnuje ekonomickým dopadům klimatické změny a zelené tranzice a hovoří o jejich implikacích pro centrální banky a měnovou politiku.

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), Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 12. prosince 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: POHLED DO BILANCÍ A HOSPODAŘENÍ VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: SABINE MAUDERER: KORMIDLOVÁNÍ V NEPROBÁDANÝCH VODÁCH – MĚNOVÁ POLITIKA TVÁŘÍ V TVÁŘ ZMĚŇ KLIMATU	15

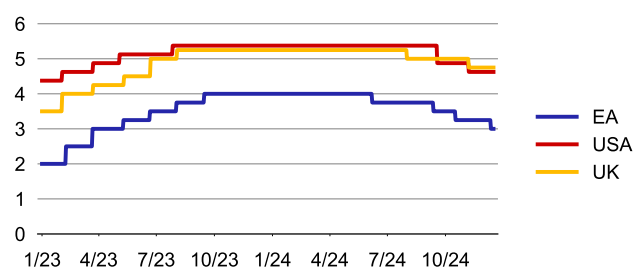
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

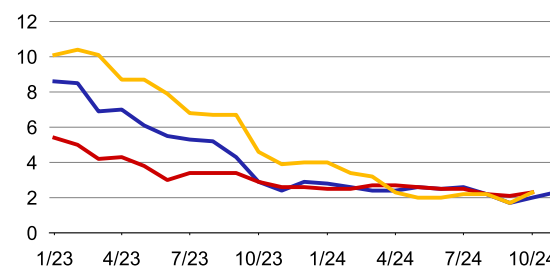
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	2 % (HICP)	2 % (PCE) ¹	2 % (CPI)
poslední inflace	2,3 % (11/2024, flash)	2,3 % (10/2024) ¹	2,3 % (10/2024)
aktuální klíčová sazba	3,00 %	4,50–4,75 % ²	4,75 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	17. října (-0,25) 12. prosince (-0,25)	18. září (-0,50) 7. listopadu (-0,25)	19. září (0,00) 7. listopadu (-0,25)
očekávaná MP rozhodnutí	30. ledna 6. března	17.–18. prosince 28.–29. ledna	19. prosince 6. února

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

Klíčové úrokové sazby



Inflace



ECB na svých zasedáních v říjnu a prosinci snížila své úrokové sazby v souhrnu o 0,5 p. b., v případě depozitní sazby na úroveň 3 %. Na konci letošního roku budou v rámci nouzového pandemického programu PEPP kompletně ukončeny reinvestice splatných cenných papírů. Inflace v listopadu dle předběžného odhadu vzrostla na 2,3 %, což bylo způsobeno primárně nízkou srovnávací základnou v oblasti cen energií. Naproti tomu zpomalila inflace v kategoriích potravin a služeb. Ekonomika eurozóny ve třetím čtvrtletí vzrostla mezičtvrtletně o 0,4 %, k čemuž přispěly zejména spotřeba (zčásti odrážející nárůst turismu v letních měsících) a tvorba zásob podniků. Pracovní trh zůstává odolný. Zaměstnanost vzrostla o 0,2 % a nezaměstnanost zůstala v říjnu na historicky nejnižší úrovni 6,3 %, ačkoliv poptávka po pracovní síle oslabovala. Ekonomika eurozóny bude v budoucnu silnit, nicméně pomalejším tempem, než se dříve očekávalo. Podle prognózy ECB ekonomický růst v letošním roce dosáhne 0,7 %, v příštím roce dosáhne 1,1 % a v roce 2026 bude činit 1,4 %. Prognózovaný růst se opírá hlavně o rostoucí reálné příjmy domácností, což by mělo umožnit růst jejich spotřeby, a o zvýšení podnikových investic. Proces dezinflace bude dle prognózy nadále pokračovat. Letos bude inflace činit 2,4 %, v příštím roce 2,1 % a v roce 2026 1,9 %. Prognóza jádrové inflace zůstává nezměněna na 2,9 % v letošním roce s jejím očekávaným poklesem v dalších letech.

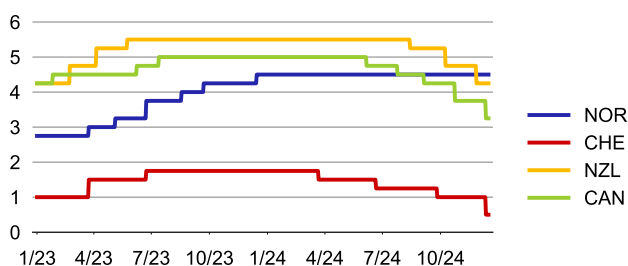
Fed na posledních dvou zasedáních snížil pásmo pro hlavní úrokovou sazbu v souhrnu o 0,75 p. b. na úroveň 4,50–4,75 %. Mimo to Fed pokračuje ve snižování objemu své bilance. Americká ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla o 2,8 %, posilována nadále solidním růstem spotřebních výdajů a zrychlující dynamikou investic. Podmínky na trhu práce zůstávají nadále solidní a jeho metriky se pohybují na úrovních konzistentních s mandátem Fedu. Nezaměstnanost v posledních měsících přestala růst a v říjnu činila 4,1 %. Inflace PCE v říjnu činila 2,3 %. Zářijová prognóza FOMC očekávala ekonomický růst v letošním a příštím roce na úrovni 2 %. Inflace PCE bude v letošním roce činit 2,3 %, v příštím roce pak 2,1 %. Jádrové ceny porostou mírně více, a to o 2,6 %, resp. o 2,2 %.

BoE v listopadu snížila svou základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na úroveň 4,75 %. Měnová politika BoE se nyní zaměřuje na potlačení zbývajících inflačních tlaků v ekonomice, aby bylo udržitelně dosahováno 2% inflačního cíle. Podle prvního odhadu statistického úřadu dosáhl ve třetím čtvrtletí meziroční růst HDP ve Spojeném království 1 %. Trh práce se dále uvolňuje, ačkoliv z historického hlediska zůstává relativně napjatý. Inflace v říjnu vzrostla na 2,3 %, což je v souladu s prognózou BoE, že se inflace dostane na konci roku do blízkosti 2,5 %, jelikož z meziročního srovnání vypadá loňský pokles cen energií. Zároveň BoE očekává, že opatření obsažená v nově zveřejněném podzimním rozpočtu britské vlády zvýší inflaci v následujících letech až o půl procentního bodu.

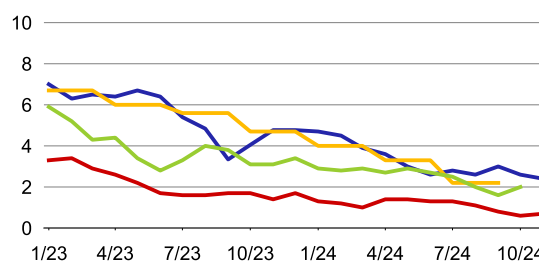
I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 % (CPI)	0–2 % (CPI)	2 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	2,4 % (11/2024)	0,7 % (11/2024)	2,2 % (3Q 2024)	2,0 % (10/2024)
aktuální klíčová sazba	4,50 %	0,50 %	4,25 %	3,25 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	19. září (0,00) 7. listopadu (0,00)	26. září (-0,25) 12. prosince (-0,50)	9. října (-0,50) 27. listopadu (-0,50)	23. října (-0,50) 11. prosince (-0,50)
očekávaná MP rozhodnutí	19. prosince 23. ledna	20. března	19. února	29. ledna

Klíčové úrokové sazby



Inflace



NB ponechala svou úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 4,50 % a očekává, že na této úrovni zůstane do konce letošního roku. Od prvního čtvrtletí 2025 bude podle prognózy úroková sazba pozvolna klesat. Měnověpolitický výbor usuzuje, že restriktivní měnová politika je nadále potřebná pro snížení inflace k cíli v přiměřeném časovém horizontu. Norská inflace se v listopadu snížila na 2,4 %, inflace očištěná o daňové změny a energie naproti tomu vzrostla na 3 %. Růst norské ekonomiky zůstává nízký, ačkoliv spotřeba domácností od jara ožívuje. Počet nových prodaných domů se oproti minulému roku mírně zvýšil, ale počet nově zahájených rezidenčních staveb je nadále nízký. Nezaměstnanost zůstává stabilní na 4 %.

SNB v září a prosinci snížila svou úrokovou sazbu v souhrnu o 0,75 p. b. na úroveň 0,5 %. Pokud to bude nutné, je SNB i nadále ochotna být aktivní na devizovém trhu. Inflace od zářijového zasedání poklesla více, než SNB očekávala, a v listopadu činila 0,7 %. K jejímu poklesu od zářijového zasedání přispěly zboží i služby. Švýcarský HDP vzrostl ve třetím čtvrtletí jen mírně, solidní byl růst v sektoru služeb, zatímco přidaná hodnota v průmyslu poklesla. Nezaměstnanost dále mírně roste a růst zaměstnanosti je slabý. Nová prognóza SNB očekává inflaci uvnitř cílového pásma na celém svém horizontu a je založena na předpokladu, že měnověpolitické sazby zůstanou na úrovni 0,5 %. Prognóza pro švýcarskou ekonomiku je však podle SNB obestřena významnými nejistotami plynoucími zejména ze zahraničí.

RBNZ v říjnu a listopadu snížila svou základní úrokovou sazbu v souhrnu o 1 p. b. na úroveň 4,25 %. HDP se ve druhém a dle očekávání RBNZ i ve třetím kvartále mezičtvrtletně lehce snížil. Inflace ve třetím čtvrtletí klesla na 2,2 % a nachází se uvnitř cílového pásma 1–3 %. Za poklesem inflace stojí snížení cen obchodovatelných statků o 1,6 % reflektující pokles dovozních cen, slabé výdaje v maloobchodu a zlevnění paliv. Inflace cen neobchodovatelných statků zůstává zvýšená, ale též klesá v důsledku volných kapacit v ekonomice. Jádrová inflace pokračovala v poklesu a inflační očekávání podniků se nacházejí poblíž 2 %. RBNZ předpokládá, že bude svou úrokovou sazbu dále snižovat s tím, jak budou inflační tlaky dále ustupovat.

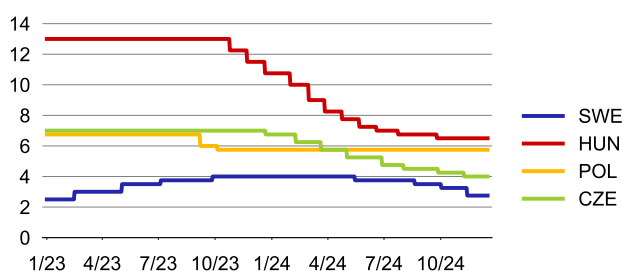
BoC v říjnu a prosinci snížila svou úrokovou sazbu v souhrnu o 1 p. b. na 3,25 %. Inflace se od léta drží v blízkosti 2 % a BoC očekává, že v blízkosti inflačního cíle setrvá i v příštích letech. Kanadská ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla meziročně o 1 %. Růst ekonomiky brzdily podnikové investice, změna zásob a vývoz. Naproti tomu ožívují spotřebitelské výdaje a aktivita v realitním sektoru, k čemuž přispívají nižší úrokové sazby. Nezaměstnanost v listopadu vzrostla na 6,8 %, jelikož zaměstnanost nadále rostla pomaleji než pracovní síla. Růst mezd vykazuje známky zpomalení, ale zůstává vysoký v poměru k růstu produktivity. Ekonomický výhled je dle BoC opředen nejistotou plynoucí z možnosti uvalení cel na kanadský vývoz nově nastupující administrativou USA. V Kanadě bylo oznámeno několik opatření, která budou mít vliv na krátkodobý výhled ekonomického růstu a inflace (snížení imigrace, dočasné zrušení některých daní na zboží a služby, jednorázové transfery domácnostem či změny v pravidlech pro hypotéky). BoC bude při svých rozhodnutích přehlížet dočasné dopady těchto opatření a soustředit se na základní trendy.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

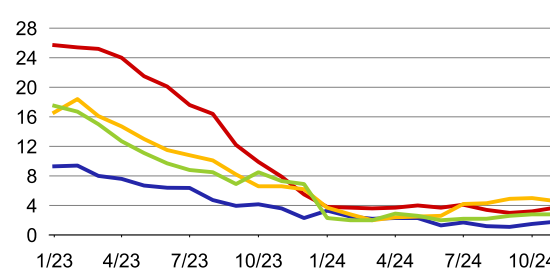
	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)	Česko (ČNB)
inflační cíl	2 % (CPIF) ¹	3 % (CPI)	2,5 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	1,8 % (11/2024) ¹	3,7 % (11/2024)	4,6 % (11/2024, flash)	2,8 % (11/2024)
aktuální klíčová sazba	2,75 %	6,50 %	5,75 %	4,00 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	25. září (-0,25) 7. listopadu (-0,50)	24. září (-0,25) 22. října (0,00) 19. listopadu (0,00)	1.–2. října (0,00) 5.–6. listopadu (0,00) 3.–4. prosince (0,00)	25. září (-0,25) 7. listopadu (-0,25)
očekávaná MP rozhodnutí	19. prosince 29. ledna	17. prosince 28. ledna 25. února	15.–16. ledna 4.–5. února	19. prosince 6. února

Poznámka: ¹ CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu).

Klíčové úrokové sazby



Inflace



Riksbank v září a listopadu snížila svou úrokovou sazbu v souhrnu o 75 b. b. na 2,75 %. Zrychlení poklesu úrokových sazeb v listopadu bylo ovlivněno snahou více podpořit ekonomickou aktivitu, která dle Výkonné rady Riksbank nadále vykazuje jen málo známek oživování. Švédská ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla meziročně o 0,7 %. Slabost vykazuje trh práce, kde nezaměstnanost ve třetím čtvrtletí činila 8,5 %. Reálné mzdy přesto po předchozím poklesu inflace rostou. V listopadu inflace CPIF činila 1,8 %, na její mírný nárůst oproti posledním měsícům mělo vliv zejména zvýšení nákladů na bydlení. Riksbank avizuje, že pokud se bude naplňovat její výhled inflace a ekonomické aktivity, úrokové sazby budou moci být v prosinci a první polovině příštího roku opět sníženy.

MNB v září snížila své úrokové sazby o 25 b. b. na 6,50 %, v říjnu a listopadu byly sazby ponechány beze změny. Inflace v listopadu vzrostla na 3,7 %, přičemž vyšší růst cen reflektoval zejména rostoucí ceny paliv. Jádrová inflace činila 4,4 % a její mírný pokles byl tažen pokračující dezinflací v sektoru tržních služeb. Růst cen v sektoru služeb hodlá MNB nadále pečlivě sledovat. Oproti zářijové prognóze nižší inflace v říjnu indikuje nižší inflaci v krátkodobém výhledu, v příštím roce bude nicméně opačným směrem působit oslabování forintu v posledních měsících a změny spotřebních daní. Za důležité podmínky pro setrvalý návrat inflace k inflačnímu cíli považuje MNB ukotvená inflační očekávání, udržování stability na finančním trhu a disciplinovanou měnovou politiku.

NBP ponechala svou úrokovou sazbu beze změny na 5,75 %. Podle předběžného odhadu meziroční růst polského HDP ve třetím čtvrtletí zpomalil na 2,7 %, k čemuž přispělo zpomalení růstu spotřeby a investic a pokles čistého vývozu. Nezaměstnanost zůstává nízká a růst mezd značný. Podle předběžného odhadu inflace v Polsku v listopadu činila 4,6 %. Inflace se oproti první polovině letošního roku zvýšila zejména kvůli růstu regulovaných cen přenosu energie a v menší míře i kvůli růstu cen potravin a nealkoholických nápojů. Inflace očištěná o ceny potravin a energií zůstává též zvýšená v důsledku relativně vysokého růstu cen služeb. V příštích čtvrtletích zůstane inflace zřetelně nad 2,5% cílem NBP zejména vlivem předchozího nárůstu cen energií a plánovaného zvýšení spotřebních daní a cen regulovaných služeb. Následně se vzhledem k úrovni úrokových sazeb a postupnému zmírnění dynamiky mezd inflace navrátí k cíli.

ČNB snížila 2T repo sazbu v září a listopadu v souhrnu o 50 b. b. na úroveň 4 %. Její podzimní prognóza implikovala nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku. Inflace se bude dle prognózy na přelomu letošního a příštího roku pohybovat v blízkosti horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle, následně však bude klesat zpět ke 2 %. Jádrová inflace se zvýší jen nepatrně. Trh práce pokračuje v postupném zchlazování souvisejícím s tlumením domácí ekonomické aktivity v minulém roce. Tempo růstu nominálních mezd však zůstává zvýšené. Růst HDP letos dosáhne 1 %, dále zrychlí na 2,4 % v příštím roce i v roce 2026. K tomu přispějí spotřebitelské výdaje domácností podpořené růstem reálných mezd a zrychlující dynamika investic. Naproti tomu bude růst ekonomické aktivity tlumen čistým vývozem.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Vrcholní představitelé ECB naznačují vývoj v některých oblastech její měnověpolitické strategie

Několik členů Výkonné rady ECB se v uplynulých týdnech vyjádřilo k tématům souvisejícím s budoucí měnověpolitickou strategií centrální banky. Viceprezident ECB Luis de Guindos [hovořil](#) o nadcházející měnověpolitické revizi (ECB prošla komplexní revizí měnové politiky v letech 2020–2021, přičemž tehdy avizovala, že svou měnověpolitickou strategii plánuje vyhodnocovat periodicky a další revize by se měla uskutečnit v roce 2025). De Guindos uvedl, že nadcházející revize bude odrážet posuny v ekonomickém a inflačním prostředí oproti předešlé revizi, možnou deglobalizaci či další strukturální faktory a zaměří se také na dopady dříve přijatých kroků například v rámci kvantitativního uvolňování. Toto opatření podle něj bylo velmi užitečné v boji s deflací a dopady pandemie, nicméně jsou s ním spojené také vedlejší efekty (například vliv na finanční stabilitu či ziskovost centrální banky), s nimiž má ECB nyní více zkušeností a může tak dopady kvantitativního uvolňování lépe hodnotit. Naopak předmětem revize by neměla být současná definice inflačního cíle.

Členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel ve svém [projevu](#) hodnotila jednotlivé měnověpolitické nástroje na základě zkušeností z posledních let. Hlavním nástrojem pro ni zůstávají úrokové sazby, přičemž za užitečné považuje i případné využití záporných úrokových sazeb, přestože mohou být kontroverzní. Nákupy aktiv považuje za užitečné pro stabilizaci finančních trhů v období jejich napětí (a tedy v případě dočasných nákupů aktiv z finančněstabilitních důvodů). V případě kvantitativního uvolňování jakožto měnověpolitického nástroje, který má snížit dlouhodobé úrokové sazby a stimulovat tak ekonomiku, je její hodnocení méně jednoznačné – aby bylo dosaženo požadovaného efektu, musí být objemy nakupovaných aktiv značné, s čímž jsou spojeny i nezanedbatelné náklady. V budoucnu by tak dle I. Schnabel měla být laťka pro zavedení kvantitativního uvolňování vyšší než v minulosti. Užitečné však mohou být například cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO). Pokud jde o forward guidance, měl by tento nástroj být podle I. Schnabel využíván obezřetně a centrální banka by si neměla svazovat ruce tvrdými závazky (tj. případné využití forward guidance by mělo být podmíněné ekonomickým vývojem).

Hlavní ekonom ECB Philip Lane v [rozhovoru pro Financial Times](#) uvedl, že ECB by se měla v budoucnu (až bude považovat proces dezinflace po období předchozí vlny vysoké inflace za dokončený) vrátit k více vpředhledící měnové politice, kterou v uplynulých letech po vypuknutí inflační vlny upozadila ve prospěch přístupu závislého na datech.

Riksbank odhaduje výši měnověpoliticky neutrální úrokové sazby

Členka Výkonné rady švédské Riksbank Anna Seim [uvedla](#), že na základě posledních analýz se dlouhodobá měnověpoliticky neutrální (nominální) úroková sazba ve Švédsku pravděpodobně nachází mezi 1,5 a 3 %. Dřívější odhad z roku 2017 uváděl interval 2,5–4 %, dle Riksbank tedy pokračoval pokles dlouhodobé neutrální úrokové sazby, který byl důsledkem kombinace řady faktorů – významnou roli pravděpodobně hrál například globální demografický vývoj. (Od roku 2017 až dosud žádný konkrétní odhad centrální banka nezveřejnila, ačkoli se tématu průběžně věnovala a v letech 2019 a 2022 komunikovala, že neutrální úroková sazba se pravděpodobně nachází v dolní části intervalu z roku 2017 či lehce pod ním).

ČNB zveřejnila výsledky externí měnověpolitické revize...

Bankovní rada ČNB začátkem letošního roku zadala zpracování externího posouzení analytického a modelového rámce měnové politiky. V listopadu byly [zveřejněny všechny tři zpracované nezávislé posudky](#), které bude ČNB následně interně vyhodnocovat. Vedle externích posudků byl zveřejněn i podrobný [popis prognostického rámce ČNB](#) a [výsledky dotazníku](#) provedeného mezi 23 centrálními bankami cílujícími inflaci o roli predikčních makroekonomických modelů v jejich prognostických procesech.

... a zvýšila povinné minimální rezervy

Bankovní rada ČNB v říjnu [rozhodla](#) o zvýšení sazby povinných minimálních rezerv ze 2 % na 4 %. Nová sazba začne platit 2. ledna 2025. K tomuto kroku ČNB přistoupila s cílem snížit náklady provádění měnové politiky při zachování její efektivity. Od října 2023 ČNB povinné minimální rezervy neúročí.

Bank of England rozhodla o pokračování snižování své bilance dosavadním tempem

Britská BoE na svém [zářijovém zasedání](#) vedle ponechání úrokových sazeb beze změny také provedla každoroční vyhodnocení probíhajícího kvantitativního utahování a zveřejnila plán na dalších 12 měsíců. Dle měnověpolitické komise (MPC) probíhá snižování bilance centrální banky hladce. MPC jednohlasně rozhodla, že mezi říjnem 2024 a zářím 2025

se objem vládních dluhopisů držených v rámci programu APF sníží o 100 mld. GBP (stejným tempem poklesla bilance BoE mezi říjnem 2023 a zářím 2024). 87 mld. GBP budou představovat splatné dluhopisy a zbývajících 13 mld. GBP prodeje dluhopisů centrální bankou. Tímto snížením by se měl objem držených dluhopisů dostat na hodnotu 558 mld. GBP.

Australský parlament schválil reformu RBA

Zákon upravující fungování australské centrální banky úspěšně prošel v závěru listopadu tamním parlamentem. Hlavním důsledkem nového zákona je rozdělení dosavadní bankovní rady RBA (*Reserve Bank Board*) na dvě různé rady – *Monetary Policy Board* zodpovědnou za provádění měnové politiky a *Governance Board* zodpovědnou za řízení centrální banky. K této změně by mělo dojít v příštím roce po únorovém měnověpolitickém zasedání. Tento krok představuje naplnění jednoho z doporučení rozsáhlé revize měnové politiky RBA, která byla zveřejněna v dubnu loňského roku (blíže viz [Téma pod lupou z Monitoringu centrálních bank, červen 2023](#)). Řadu dalších doporučení revize, která bylo možné implementovat bez úpravy zákona, již centrální banka provedla (například od letošního roku snížila počet měnověpolitických jednání na osm ročně a po každém jednání pořádá tiskovou konferenci).

III. TÉMA POD LUPOU: POHLED DO BILANCÍ A HOSPODAŘENÍ VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Během posledních patnácti let došlo k značnému nárůstu velikosti bilancí centrálních bank, které v řadě případů dosáhly okolo roku 2022 rekordních úrovní. Od té doby se již bilance ve většině případů zmenšují, nicméně z historického pohledu se stále nacházejí na vysokých hodnotách. Kombinace velkých bilancí a razantního zpřísnění měnové politiky vedla u většiny centrálních bank ke značnému zhoršení jejich hospodaření a v některých případech i k posunu jejich vlastního jmění do záporných hodnot. Pro centrální banky nicméně není jejich cílem tvorba zisku, ale plnění mandátu v oblasti cenové a finanční stability.

V období od globální finanční krize přistoupila řada centrálních bank k nekonvenčním opatřením (např. kvantitativní uvolňování, různé programy poskytování likvidity, kurzové závazky, cílování výnosové křivky). Společným jmenovatelem těchto opatření byl výrazný nárůst bilancí těchto centrálních bank. K dalšímu značnému růstu bilancí centrálních bank vedla opatření přijatá po vypuknutí pandemie covidu. V posledních zhruba 2–3 letech se bilance centrálních bank ve většině případů zmenšují, v historickém pohledu jsou však stále na vysokých úrovních. Kombinace velkého objemu bilancí a razantního zpřísnění měnové politiky v posledních letech vedla v řadě případů k výraznému zhoršení hospodaření centrálních bank. Tento článek se po stručném teoretickém úvodu zaměřuje na přehled vývoje bilancí vybraných centrálních bank, popisuje dopad do jejich hospodaření, věnuje se praxi v rozdělování zisků a diskutuje některá specifika jednotlivých zemí.¹

Vliv bilancí centrálních bank na jejich hospodaření

Nastavení měnové politiky a velikost bilance centrální banky jsou s jejím hospodařením provázány několika způsoby. V případě centrálních bank, které nakoupily v minulosti velký objem státních dluhopisů (mnohdy s nízkým výnosem a dlouhodobou splatností – a tedy s vysokou citlivostí cen dluhopisů na změny úrokových sazeb), se razantní zvýšení úrokových sazeb v posledních letech projevilo v poklesu cen dluhopisů a tedy v poklesu hodnoty aktiv těchto centrálních bank. Nákupy aktiv centrálními bankami byly na straně pasiv financovány nárůstem objemu rezerv, za které v rámci provádění měnové politiky v prostředí přebytku likvidity centrální banky vyplácí komerčním bankám úroky. Růst úrokových sazeb pak při vysokém objemu rezerv znamená výrazný nárůst nákladů měnové politiky. Razantní zpřísnění měnové politiky okolo roku 2022 tak oběma těmito kanály zhoršovalo hospodaření mnoha centrálních bank. Vliv na vykázaný zisk či ztrátu mají rovněž účetní standardy, které se mezi jednotlivými zeměmi liší – některé centrální banky oceňují držená aktiva podle jejich tržní hodnoty (mark-to-market), zatímco jiné se řídí účetní hodnotou (v takovém případě pak výše zmíněný pokles cen dluhopisů způsobený nárůstem úrokových sazeb nevede k účetní ztrátě, dokud není ztráta realizována prodejem těchto dluhopisů – nicméně některé centrální banky v rámci kvantitativního utahování dluhopisů neudrží do doby splatnosti, ale postupně je prodávají a ztráty tak realizují).²

U centrálních bank, u nichž představují významnou část aktiv devizové rezervy, pak vysoká bilance znamená rovněž vyšší citlivost na pohyby kurzu domácí měny – v případě posílení domácí měny hodnota aktiva denominovaného v zahraniční měně po přepočtu na domácí měnu klesá. Posílení domácí měny tak působí za jinak stejných podmínek k horšímu hospodářskému výsledku centrální banky, zatímco oslabení domácí měny jej naopak zlepšuje.

Vliv konkrétních měnověpolitických kroků na ziskovost centrální banky nelze interpretovat jako indikátor toho, zda byly tyto kroky správné či nikoli. Například výše zmíněný výrazný nárůst sazeb v nedávném období měl viditelně negativní dopad na ziskovost centrálních bank, a pokud by centrální banky místo toho ponechaly sazby v blízkosti nuly, dosáhly by lepších hospodářských výsledků – znamenalo by to však rezignaci na boj s vysokou inflací.³ Cílem centrálních bank je cenová a finanční stabilita (případně v některých zemích také např. nízká nezaměstnanost), nikoli dosahování zisku. Centrální banky se navíc nemohou stát nesolventními a mohou dlouhodobě fungovat i se záporným vlastním jměním (což dokazuje řada příkladů z praxe).

¹ Téma bilancí centrálních bank je poměrně široké a pokrýt všechny relevantní aspekty je nad rámec tohoto článku – související témata jako například detailní struktura bilancí centrálních bank či konkrétní průběh kvantitativního uvolňování a utahování v posledních letech zde nejsou podrobně diskutovány. Jednotlivé programy kvantitativního uvolňování a následně přístup ke kvantitativnímu utahování, stejně jako transmisí těchto kroků, popisovalo např. [Téma pod lupou v Monitoringu centrálních bank, březen 2022](#). Strukturu bilance centrálních bank popisuje např. Rule (2015).

² Pro podrobnější diskusi odlišných účetních standardů mezi centrálními bankami – a rovněž rozdílů mezi jednotlivými zeměmi v posílání zisků centrální banky do státního rozpočtu – viz Chaboud a Leahy (2013).

³ V případě konvergujících ekonomik s vysokým objemem devizových rezerv v bilanci centrální banky zároveň platí, že pokud se dané ekonomice bude dařit, bude docházet ke konvergenci k vyspělejšími zemím a centrální banka bude úspěšná v zajišťování cenové stability, lze očekávat posilování nominálního kurzu a tedy negativní dopad do ziskovosti centrální banky. Naopak případná špatná ekonomická situace vedoucí k oslabení domácí měny by vedla k vyššímu zisku centrální banky – z pohledu ekonomiky jako celku by však nešlo o pozitivní stav.

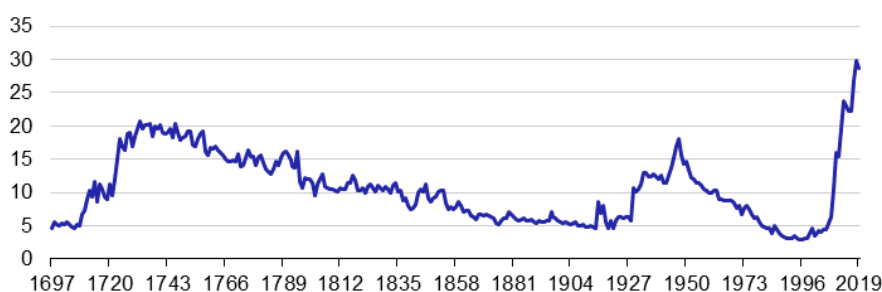
Na druhou stranu nelze považovat hospodářský výsledek centrální banky za zcela irrelevantní. Některé centrální banky⁴ v minulosti pravidelně přispívaly ze svých zisků do státního rozpočtu své země, v případě jejich posunu do ztráty státní rozpočet o tyto prostředky přichází. Další země musí na základě platné legislativy pokrýt centrální bance některé ztráty či v případě poklesu kapitálu pod stanovenou hranici centrální banku rekapitalizovat. I u zemí, v nichž v minulosti nebylo vyplácení zisků centrální banky do státního rozpočtu běžnou praxí a centrální banka nemusí být ze zákona rekapitalizována – a tedy ztrátovost centrální banky nemá na státní rozpočet bezprostřední dopad – existuje dopad dlouhodobý, jelikož i v těchto zemích by centrální banka v budoucnu potenciálně do státního rozpočtu přispívala při dosažení dostatečně vysoké úrovně vlastního jmění a současná ztráta tento budoucí okamžik oddaluje.

Ohledně toho, do jaké míry představuje nízká či záporná hodnota vlastního jmění riziko pro plnění mandátu cenové stability, se vede v odborné literatuře debata. Bell a kol. (2023) diskutují, že ztráty centrální banky neohrožují její schopnost plnit své cíle a někdy mohou naopak být nutnou cenou za jejich naplnění. Rizikové by nicméně bylo, pokud by špatná finanční pozice centrální banky vedla k politickému tlaku na centrální banku či ke snížení její důvěryhodnosti. Určité krajní případy, v nichž by (v závislosti na institucionálním nastavení finančních transferů mezi centrální bankou a vládou) udržitelnost financí centrální banky nemusela být konzistentní s plněním inflačního cíle, analyzují např. Hall a Reis (2015). Taková situace je podle autorů v teorii možná, ale v praxi vzdálená.

Bilance klíčových centrálních bank euroatlantického prostoru⁵

Před bližším pohledem do vývoje bilancí vybraných centrálních bank v posledních letech se pro zajímavost nejprve v krátkosti podíváme na vývoj velmi dlouhodobý, a to konkrétně na příkladu Bank of England. Dostupná výzkumná data totiž pro tuto instituci obsahují údaje již od roku 1697 (ačkoli statistické údaje staré několik set let je třeba pochopitelně brát se značnou rezervou). Pohled na Graf 1 ukazuje, že v minulosti již došlo k obdobím výrazného nárůstu i poklesu (alespoň v poměru k HDP) bilance BoE. Zároveň je však vidět, že rychlost i velikost nárůstu bilance BoE od globální finanční krize je bezprecedentní.⁶

Graf 1: Bilance Bank of England 1697–2019



Pozn.: Jedná se o výzkumná data, nikoli o oficiální statistiky.

Zdroj: [Bank of England research datasets](#)

Za účelem lepšího porovnání v dalším textu uvádíme bilance jednotlivých centrálních bank v podílu k nominálnímu HDP dané ekonomiky. Tento poměrový ukazatel je vedle samotného absolutního objemu bilance z definice ovlivňován i (nominálním) ekonomickým růstem – v obdobích, kdy v minulosti docházelo k poklesu bilance jako podílu na HDP, byl tento pokles obvykle způsoben právě růstem jmenovatele (HDP), zatímco objem bilance zůstával víceméně konstantní.⁷ Zejména v posledních cca 2–3 letech nicméně řada bank přistoupila i ke snižování objemu bilance v absolutním vyjádření. Ilustraci může poskytnout příklad amerického Fedu v Grafu 2, který porovnává vývoj nominální hodnoty jeho bilance a podílu bilance k HDP. Nejvíce patrný byl tento jev v letech 2014–2017, kdy Fed již (po předchozích několika vlnách QE v reakci na finanční krizi a její dopady) neprováděl čisté nákupy aktiv, jen reinvestoval splatná aktiva. Nominální hodnota bilance tak zůstávala prakticky konstantní, zatímco podíl bilance na HDP se postupně snižoval. Od konce roku 2017 do začátku pandemie covidu a zejména pak od 2022 do současnosti v důsledku kvantitativního utahování klesá velikost bilance i v absolutním objemu.

⁴ Konkrétní příklady centrálních bank jsou diskutovány v další části článku.

⁵ Ve zbytku článku se zaměřujeme na centrální banky pravidelně sledované v Monitoringu centrálních bank, přičemž se pro snazší orientaci držíme rozdělení těchto bank používaného v první kapitole této publikace. Tento standardní výběr centrálních bank je pro srovnání doplněn Bank of Japan, která dlouhodobě patří mezi centrální banky s největší bilancí v poměru k HDP na světě.

⁶ Tento historický datový soubor navíc končí rokem 2019 a nezahrnuje proto další nárůst bilance BoE nad 45 % HDP po roce 2020 – viz Graf 3. Hodnoty uvedené v obou grafech se od sebe mírně liší v důsledku metodologických odlišností (ačkoli přibližně si odpovídají).

⁷ V případě bank s významnou rolí devizových rezerv hraje roli rovněž hodnota měnového kurzu, za nějž se cizoměnová aktiva přepočtou do domácí měny – viz diskuse výše.

Fed v minulosti pravidelně posílal své zisky americkému Treasury, řádově se jednalo o desetiny procenta HDP ročně (mezi lety 2011 a 2021 se jednalo v součtu o více než 920 mld. USD, blíže viz [blog na webu Fedu St. Louis](#)). Ke změně došlo v září 2022, kdy se Fed překloupil do ztráty a přestal tak Treasury finanční prostředky posílat. Místo toho Fed ve své bilanci vytvořil tzv. odložené aktivum (*deferred asset*), které pokrývá dosahované ztráty. Po návratu k ziskovosti (k němuž by dle [letošních projekcí](#) mělo dojít v roce 2025) Fed nejprve pokryje toto odložené aktivum a následně bude moci obnovit platby Treasury.

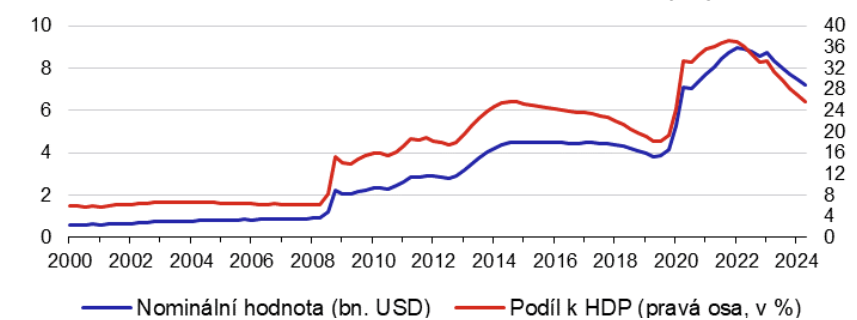
Před finanční krizí Fed implementoval svou měnovou politiku v režimu s nedostatkem likvidity, po zavedení QE se však v důsledku nárůstu likvidity posunul do režimu přebytku likvidity. V něm plánuje setrvat dlouhodobě, i přes probíhající pokles bilance Fedu tedy nelze očekávat návrat až k hodnotám z počátku století. V terminologii používané americkou centrální bankou operoval před finanční krizí Fed v režimu vzácných rezerv (*scarce reserves*), po výrazném nárůstu likvidity v minulých letech fungoval v režimu hojných rezerv (*abundant reserves*) a jeho dlouhodobým záměrem je fungovat v režimu dostatečných rezerv (*ample reserves*), v němž množství rezerv akorát pokrývá poptávku po nich. Okolo otázky, jaký konkrétní objem rezerv (a tomu odpovídající velikost bilance Fedu) odpovídá režimu dostatečných rezerv, nicméně panuje určitá nejistota. Fed tak nemá stanovenou konkrétní cílovou velikost bilance, ale průběžně sleduje a vyhodnocuje tržní podmínky se snahou vyhnout se případným problémům s nedostatkem likvidity na trhu. Od června letošního roku Fed zmínil měsíční tempo poklesu své bilance z maximálního objemu 95 mld. USD na 60 mld. USD.

V případě eurozóny je na místě hovořit o konsolidované bilanci Eurosystemu, který tvoří ECB a národní centrální banky členských států eurozóny. Ačkoli samotné rozhodování o nákupech aktiv a dalších opatřeních je v kompetenci Rady guvernérů ECB, na jejich implementaci se podílely i jednotlivé národní centrální banky a nakupovaly aktiva do svých bilancí. Na postupný růst celkové bilance Eurosystemu měla v průběhu času nezanedbatelný vliv celá řada programů – od opatření přijatých krátce po začátku globální finanční krize přes klasické kvantitativní uvolňování (od roku 2015 program APP a po roce 2020 také pandemický PEPP) až po cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO). Od roku 2022 se bilance Eurosystemu zmenšuje, a to nejen v podílu k HDP (viz Graf 3), ale i vlivem kvantitativního utahování a splácení TLTRO. Podobně jako v případě Fedu se předchozím nárůstem bilance Eurosystemu dostala eurozóna do režimu přebytku likvidity, což vedlo mj. k tomu, že klíčovou sazbou ECB se stala depozitní sazba, za níž je většina likvidity stahována (zatímco význam dříve hlavní sazby MRO se snížil).

ECB část svých zisků posílá do svého rezervního fondu, zbytek rozděljuje národním centrálním bankám eurozóny podle kapitálového klíče. Následná distribuce zisků národních centrálních bank jednotlivým vládám je otázkou daného státu – praxe se mezi zeměmi eurozóny liší.⁸ V posledních dvou letech nicméně ECB žádné zisky nerozdělovala, respektive ani žádných nedosáhla. Ztrátu vytvořenou v roce 2022 byla schopna pokrýt uvolněním rezervy pro krytí finančních rizik, takže výsledný vykázaný zisk byl rovný nule, v roce 2023 již ale poprvé od roku 2004 [skončila ve ztrátě](#), která dosáhla necelých 1,3 mld. EUR (přičemž bez využití 6,6 mld. EUR z rezervy pro krytí finančních rizik by byla ztráta výraznější). ECB zároveň očekává, že ve ztrátě bude i v několika dalších letech, poté by se měla navrátit k ziskovosti.

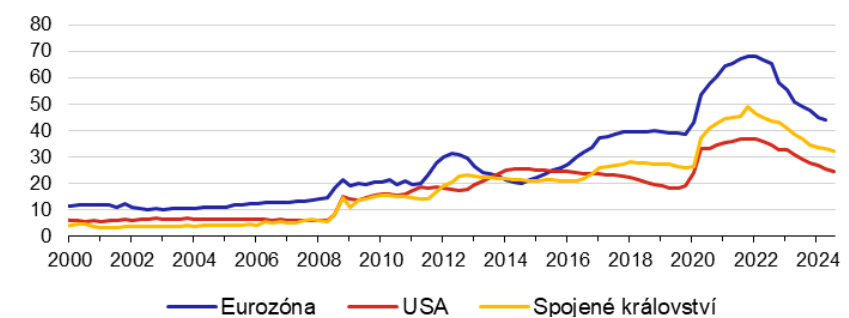
Pokud jde o aktiva nakoupená v rámci kvantitativního uvolňování, specifický systém je zavedený ve Spojeném království. Bank of England prováděla QE prostřednictvím programu *Asset Purchase Facility* (APF), který implementovala separátní instituce (podřízená BoE) vytvořená za tímto účelem na začátku roku 2009. BoE zároveň uzavřela dohodu (tzv. *deed of*

Graf 2: Bilance Fedu v nominální hodnotě a vůči HDP Spojených států



Zdroj: BIS

Graf 3: Velikost bilancí vůči HDP (v %)



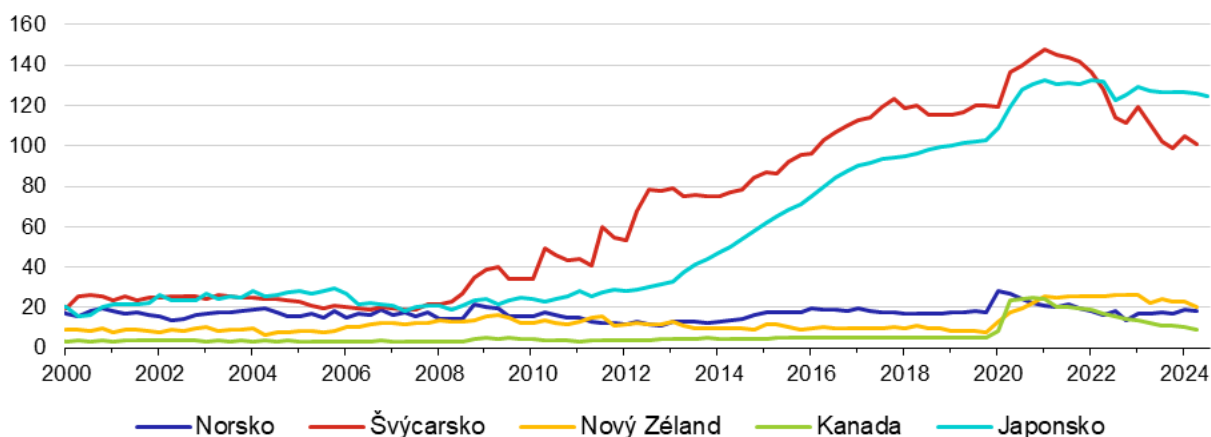
Zdroj: BIS

⁸ Pro přehled institucionálního nastavení transferů mezi centrální bankou a vládou 70 centrálních bank včetně jednotlivých členských zemí eurozóny viz Long a Fisher (2024).

indemnity)⁹ s Treasury (ministerstvem financí), podle níž mají zisky z programu APF být převedeny na Treasury a ztráty má pokrýt rovněž Treasury. Původně měly být platby za tyto zisky či ztráty vypořádány jednorázově po ukončení programu APF, nicméně s tím, jak se prodlužovalo jeho pravděpodobné trvání, bylo v roce 2012 dohodnuto, že budou vypořádávány s čtvrtletní frekvencí. To v minulosti znamenalo platby z APF do státního rozpočtu,¹⁰ nicméně od října 2022 se po nárůstu úrokových sazeb situace otočila a naopak Treasury musí pokrývat ztráty v programu APF. Dle [projekcí](#) zveřejněných letos v listopadu bude muset Treasury financovat ztráty APF i v příštích letech, přičemž odhad čisté současné hodnoty minulého i očekávaného budoucího cash flow se pohybuje v rozmezí 50–95 mld. GBP vyplacených Treasury k pokrytí ztrát z APF.

Bilance vybraných centrálních bank zemí mimo EU s režimem cílování inflace

Graf 4: Velikost bilancí vůči HDP (v %)



Pozn.: Upozorňujeme na dvojnásobné měřítko osy y oproti grafům 3 a 5.
Zdroj: BIS

Bilance Norges Bank se dlouhodobě pohybuje poblíž 20 % norského HDP (viz Graf 4). NB neprováděla kvantitativní uvolňování a až na výjimky (devizové intervence a další opatření po vypuknutí covidu) ani další kroky s významným dopadem na velikost bilance. V roce 2022 sice zaznamenala NB ztrátu, již v následujícím roce však dosáhla několikanásobně vyššího zisku a v posledních letech (včetně zmíněného roku 2022) pravidelně přispívala do státního rozpočtu.

Klíčovým faktorem pro vývoj bilance švýcarské SNB jsou dlouhodobě její devizové intervence. V letech 2011–2015 SNB udržovala veřejně vyhlášenou minimální hodnotu kurzu franku vůči euru, což zajišťovala nákupy zahraniční měny. Na devizovém trhu však nebyla aktivní pouze v těchto letech – ve směru slabšího franku intervenovala od roku 2009 až do roku 2021, což vedlo k postupnému nárůstu bilance až téměř na jedenapůlnásobek švýcarského ročního HDP. V závěru roku 2022 začala SNB v reakci na vzednutí inflace intervenovat naopak ve prospěch franku a zahraniční měny prodávala, což vedlo v posledních dvou letech ke zmenšení bilance, která však přesto v mezinárodním srovnání patří mezi největší. Nárůst bilance SNB znamenal rovněž větší volatilitu jejího hospodářského výsledku. SNB má bohatou historii posílání části svých zisků federální vládě a švýcarským kantonům. V roce 2022 nicméně zaznamenala rekordní ztrátu a ve ztrátě – byť již mnohem mírnější – setrvala i roce 2023,¹¹ platby vládě a kantonům tak musela přerušit.

Novozélandská RBNZ i kanadská BoC sice po roce 2020 prováděly kvantitativní uvolňování, jejich bilance přesto patří v mezinárodním srovnání mezi ty menší. Obě banky mají zároveň podobně jako BoE vyjednanou dohodu o pokrytí ztrát plynoucích z programu nákupu aktiv (*indemnity*). Na Novém Zélandu o výplatě zisků do státního rozpočtu rozhoduje ministr financí, ovšem na základě návrhu RBNZ. Po dvou letech bez výplaty zisků odvedla v účetním roce 2023/2024 RBNZ do státního rozpočtu necelých 600 mld. NZD. Bank of Canada v posledních letech do státního rozpočtu nepřispívala, jelikož se v roce 2022 dostalo její vlastní jmění do záporných hodnot a na konci roku 2023 dosáhlo cca -5,8 mld. CAD.

Pro srovnání se zeměmi pravidelně sledovanými v Monitoringu centrálních bank je v Grafu 4 uvedena i bilance japonské BoJ, jelikož právě Japonsko bylo průkopníkem nekonvenční měnové politiky. BoJ v roce 2001, tedy ještě před globální finanční krizí, jako první centrální banka spustila kvantitativní uvolňování a od roku 2016 až do letošního roku prováděla

⁹ Ačkoli základní principy této dohody byly od počátku známy, její přesné znění bylo až donedávna neveřejné. Po rozhodnutí britského úřadu zabývajícím se ochranou dat a právem na informace však Treasury muselo v listopadu letošního roku zveřejnit znění dohody s Bank of England, které je dostupné [zde](#) (být některé citlivé informace zpřístupněny nebyly).

¹⁰ Od roku 2009 do září 2022 se jednalo v součtu přibližně o 124 mld. GBP.

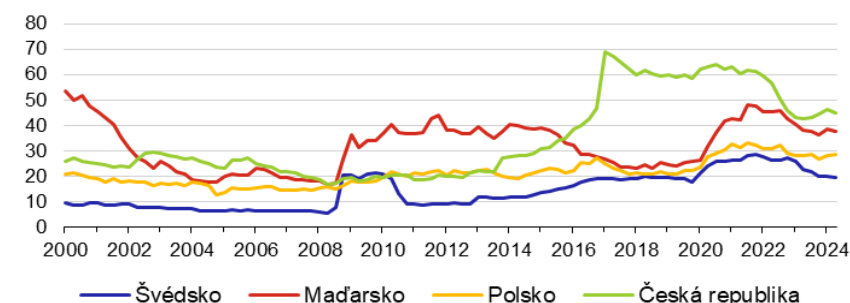
¹¹ Za roky 2020 a 2021 zaslala SNB federální vládě a kantonům každý rok 6 mld. CHF, čímž pokryla zhruba 3 % jejich příjmů. Ztráta SNB v roce 2022 dosáhla cca 132 mld. CHF (tedy několikanásobně více než předchozí rekordní ztráta 23 mld. CHF z roku 2015), v roce 2023 se jednalo o asi 3 mld. CHF. Viz také [projev](#) tehdejšího místopředsedy (současného předsedy) Rady guvernérů SNB M. Schlegela.

také politiku cílování výnosové křivky. V důsledku toho se objem bilance BoJ v poměru k HDP nachází na velmi vysokých hodnotách – ty se dlouhodobě zásadně neliší od bilance švýcarské SNB, oproti ostatním sledovaným centrálním bankám je však bilance BoJ i SNB více než dvojnásobná. BoJ se na rozdíl od řady jiných centrálních bank nepotýkala v posledních letech se ztrátovostí, své zisky pravidelně posílá vládě.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

Švédská Riksbank prováděla QE po roce 2015 a poté znovu po začátku covidové pandemie. Její bilance nicméně narostla oproti řadě jiných centrálních bank méně výrazně a v důsledku probíhajícího kvantitativního utahování se od roku 2022 postupně zmenšuje (viz Graf 5). Přesto však měly uskutečněné nákupy aktiv zřetelný dopad do hospodaření Riksbank, která po nárůstu úrokových sazeb a přecenění držných dluhopisů

Graf 5: Velikost bilancí vůči HDP (v %)



Zdroj: BIS

zaznamenala v roce 2022 ztrátu cca 80 mld. SEK, čímž se její vlastní jmění dostalo do záporných hodnot. Podle zákona účinného od loňského roku musí Riksbank při poklesu vlastního jmění pod určitou hranici podat žádost parlamentu o rekapitalizaci, což [učinila letos v dubnu](#) a zároveň upozornila, že její hospodářské výsledky za rok 2024 budou velmi citlivé na další vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu a hodnota vlastního jmění tak může brzy znovu poklesnout. Kapitálovou injekci Riksbank následně v září obdržela, ačkoli v nižší než původně požadované výši.¹²

Bilance maďarské MNB se v uplynulých dekádách vyvíjela poměrně volatilně, přičemž k výraznějším nárůstům došlo v období finanční krize a poté v důsledku kvantitativního uvolňování po počátku covidové pandemie. MNB byla v letech 2021–2023 ve ztrátě, což vedlo k postupnému poklesu vlastního jmění, které se v roce 2023 dostalo do záporných hodnot. V minulosti by to znamenalo nutnost rekapitalizace centrální banky, ovšem po loňské úpravě zákona je situace posuzována z dlouhodobějšího hlediska, přičemž současná situace byla vyhodnocena tak, že rekapitalizace prozatím není nutná, a žádné prostředky ze státního rozpočtu tak centrální bance poskytnuty nebyly.

Velikost bilance polské NBP je ve srovnání s jinými zeměmi poměrně stabilní, ačkoli určitý nárůst v roce 2020 způsobený kvantitativním uvolňováním pozorovat lze. Vzhledem k významné roli cizoměnových aktiv má na hospodaření NBP podstatný vliv kurz zlotého. Právě jeho posílení bylo hlavním faktorem stojícím za poklesem vlastního jmění NBP do záporných hodnot v roce 2023.

V případě ČNB došlo k výraznému nárůstu bilance v období kurzového závazku v letech 2013–2017, a to zejména v jeho závěru. V roce 2022 opačným směrem působily prodeje devizových rezerv, kterými ČNB bránila nadměrným výkyvům kurzu koruny. V srpnu 2023 pak byl obnoven program odprodeje části výnosů z devizových rezerv, který zpomaluje nárůst bilance. Jelikož naprostou většinu aktiv ČNB tvoří devizové rezervy, vývoj kurzu koruny má dlouhodobě podstatný vliv i na její hospodářský výsledek. ČNB dlouhodobě funguje se záporným vlastním jměním – v kladných hodnotách se vlastní jmění od roku 2000 pohybovalo jen v letech 2014–2016. Podobně jako u řady ostatních centrálních bank v roce 2022 ČNB zaznamenala výraznou ztrátu, zatímco v roce 2023 hospodařila se ziskem cca 55 mld. CZK, čímž se vlastní kapitál posunul na zhruba -426 mld. CZK. Vzhledem k zápornému vlastnímu jmění ČNB neposílá prostředky do státního rozpočtu. Z budoucích zisků bude nejprve uhrazena kumulovaná ztráta z předchozích období, po jejím uhrazení by další vytvořený zisk ČNB použila nejprve k doplnění rezervního fondu a zbývající zisk by byl odveden do státního rozpočtu.

Závěr

Rychlé zpřísnění měnové politiky okolo roku 2022 se v kombinaci s historicky vysokými bilancemi negativně projevilo na hospodaření sledovaných centrálních bank. Většina z nich se dostala do ztráty a ty banky, které v minulosti ze svých zisků posílaly transfery do státního rozpočtu, je musely pozastavit. Několik centrálních bank nyní operuje se záporným vlastním jměním. To nicméně nepředstavuje překážku pro provádění jejich měnové politiky, jak tyto banky zdůrazňují, a tyto kumulované ztráty postupně uhradí ze svých budoucích zisků. Pokud jde o samotnou velikost bilancí, ta se u většiny

¹² Současný zákon stanovuje tři hranice (které jsou valorizovány o inflaci) pro hodnotu kapitálu Riksbank – cílová hodnota (nyní 62,6 mld. SEK), základní hodnota (na úrovni dvou třetin cílové hodnoty) a minimální hodnota (jedna třetina cílové hodnoty). Při poklesu pod minimální hodnotu musí Riksbank podat žádost o rekapitalizaci. Riksbank v dubnu požádala o kapitálovou injekci přes 40 mld. SEK, což by její vlastní jmění dostalo na základní hodnotu, nakonec v září obdržela 25 mld. SEK, čímž se z lehce záporného vlastního jmění dostala mírně nad minimální hodnotu. Vláda zároveň v září přišla s [návrhem úpravy zákona](#), který by mj. z povinnosti Riksbank požádat o rekapitalizaci učinil pouze možnost.

sledovaných centrálních bank v posledních zhruba 2 letech postupně snižuje, a to jak v poměru k HDP, tak i v absolutních číslech. K tomu u řady centrálních bank přispívá probíhající kvantitativní utahování, v několika případech hrály roli devizové intervence ve směru posílení vlastní měny. Z historického pohledu se však bilance stále nacházejí na vysokých úrovních. Jak velikost bilancí, tak i hospodaření centrálních bank nicméně nejsou cílem, nýbrž vedlejším důsledkem činností centrálních bank usilujících o plnění svých zákonných mandátů.

Literatura

BIS: „Long series on central bank total assets“, dokumentace k použitému datovému souboru (naposledy aktualizováno 20. 8. 2024). ([ODKAZ](#))

Bell, S., Chui, M., Gomes, T., Moser-Boehm, P. & Pierres Tejada, A. (2023): „Why are central banks reporting losses? Does it matter?“, BIS Bulletin No. 68, Bank for International Settlements. ([ODKAZ](#))

Chaboud, A. & Leahy, M. (2013): „Foreign Central Bank Remittance Practices“, The Federal Reserve Board, Division on International Finance. ([ODKAZ](#))

Hall, R. & Reis, R. (2015): „Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking“, NBER Working Paper 21173. ([ODKAZ](#))

Long, J. & Fisher, P. (2024): „Central bank profit distribution and recapitalisation“, Staff Working paper No. 1069, Bank of England. ([ODKAZ](#))

Rule, G. (2015): „Understanding the central bank balance sheet“, Centre for Central Banking Studies, Bank of England. ([ODKAZ](#))

Webové stránky a výroční zprávy centrálních bank.

IV. VYBRANÝ PROJEV: Sabine Mauderer: Kormidlování v neprobádaných vodách – měnová politika tváří v tvář změně klimatu

Sabine Mauderer, viceprezidentka německé Bundesbank, ve svém listopadovém [projevu](#) na konferenci Green Swan mluví o ekonomických dopadech klimatické změny a jejich důsledcích pro centrální banky.

V úvodu svého projevu S. Mauderer tvrdí, že klimatická změna není jen rizikem zítřka. Klimatická změna již dnes přetváří ekonomiky, finanční systémy a společnosti. Opatření pro její zmírnění byla dosud nedostatečná a současné globální politické trendy naznačují, že tento stav může přetrvávat. Tato situace je spojena s velkými nejistotami a pro centrální banky a dohledové orgány znamená řadu výzev.

Materiální dopady klimatické změny

Viceprezidentka Mauderer nejprve uvažuje materiální rizika vyplývající z klimatické změny. Bez významného zmírnění klimatické změny budou tato rizika narůstat. Extrémní počasí způsobuje významné škody na infrastruktuře a výrobních závodech. Extrémní počasí může též ovlivňovat ceny. Například sucha či povodně mohou vést k poklesu zemědělské produkce a růstu cen potravin. Tyto jevy se projevují zejména v rozvojových ekonomikách, které značně závisí na zemědělství. Celkově směr cenových dopadů závisí na rovnováze mezi dopady na straně nabídky a snižováním poptávky. Ekonomické účinky extrémního počasí mohou být zhoršeny finančními kanály. Banky mohou zpřísnit úvěrové podmínky nebo být méně ochotné či schopné půjčovat peníze v reakci na zhoršený ekonomický výhled.

Materiální rizika též vycházejí z dlouhodobého posunu klimatických vzorců, jako jsou rostoucí teploty. Nedávná sada publikací sítě Network for Greening the Financial System (NGFS) ukazuje, že odhadovaná celosvětová ztráta HDP kvůli rostoucím teplotám by do roku 2050 mohla být až čtyřikrát vyšší, než se dříve očekávalo. S. Mauderer tvrdí, že naše planeta je na pokraji překročení několika bodů zlomu, které nás posunou ještě dál do neprobádaných vod. Tyto body zlomu mohou dále destabilizovat klimatický systém a tlačit na jiné ekosystémy napříč zeměkoulí. Tyto dopady v rámci ekosystémů by vedly k dalším hospodářským škodám na celém světě.

Dopady zelené tranzice

Centrální banky musí též věnovat pozornost makroekonomickým dopadům plynoucím ze zelené tranzice. Další nedávná zpráva NGFS se zabývá třemi hlavními hybateli zelené tranzice: politikou zmírňování emisí, jako jsou zpoplatňování emisí uhlíku, zelené dotace a regulace, inovacemi v oblasti ekologických technologií a měnícími se preferencemi spotřebitelů a podniků.

Zelená tranzice zažehne významné strukturální změny. Ve finančním sektoru vyvstanou nové vzorce toků kapitálu, které se přesunou od uhlíkově náročných podniků směrem k nízkouhlíkovým. Tyto změny v investičních tocích mohou vést k přeceňování aktiv a k nevyužití aktiv. Zpoplatňování emisí uhlíku a regulace v reálné ekonomice zvyšují náklady používání uhlíkově náročných vstupů. Tyto politiky vytvářejí motivaci k osvojení technologií, které jsou ke klimatu šetrné, ale jsou dražší. Rostoucí náklady mají nepříznivý vliv na ekonomickou aktivitu. Nicméně poptávka po zelených investicích, inovace a přerozdělování příjmů z cen uhlíku mohou tento negativní nabídkový efekt zmírnit.

Podle S. Mauderer se velikost a povaha ekonomických dopadů budou různit napříč státy a budou záviset na zvolené kombinaci politik. Například uhlíková náročnost a úroveň příjmů každého státu bude ovlivňovat, jak jejich ekonomika zareaguje. Ohledně kombinace politik již pozorujeme, že k podpoře zelené tranzice některé státy využívají dotace, zatímco jiné státy více spoléhají na zpoplatňování uhlíkových emisí.

Důsledky pro centrální banky a měnovou politiku

Měnová politika se musí adaptovat na tyto výzvy a být připravena vyvažovat protichůdné priority spojené s klimatickými šoky. Centrální banky mají tendenci přehlížet krátkodobé šoky způsobené extrémními meteorologickými jevy a klimatickou politikou, pokud inflační očekávání zůstávají ukotvena. Materiální i tranziční rizika však budou silít a inflační dopady by mohly být výraznější. Pak se může stát, že přehlížení těchto šoků může být méně vhodné. Centrální banky mohou stále častěji čelit situacím, ve kterých budou muset reagovat na proinflační šoky ve slabém ekonomickém prostředí.

Klimatická změna též zvyšuje nejistoty, ve kterých centrální banky působí. Centrální banky budou muset počítat s rozkolísaností inflace a ekonomického výstupu spojenou s klimatem. Nejistota panuje též okolo rychlosti a dopadů technologických inovací. S. Mauderer se domnívá, že centrální banky musí rozšířit svůj pohled nad rámec obvyklého prognostického období a zohlednit nové zdroje nejistoty. Své strategie a jejich důvody musí transparentně komunikovat veřejnosti i finančnímu trhu. Efektivní komunikace může pomoci ukotvovat inflační očekávání, snižovat nejistotu a budovat důvěru v jejich schopnost zvládnout výzvy související s klimatem. Mimo to, pro pochopení makroekonomických dopadů klimatické změny a tranzice musí centrální banky a vědci pokračovat ve vývoji a zdokonalování svých analytických nástrojů. S přibýváním dalších dat by je měli využívat k lepšímu pochopení klimatických rizik.

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