

Monitoring centrálních bank

I/2022



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — I/2022

ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

www.cnb.cz

V tomto čísle

Centrální banky momentálně čeká období výrazné nejistoty plynoucí z důsledků tragických událostí na Ukrajině. Z pohledu ekonomických dopadů válka dále zvýší inflační tlaky (zejména skrze vyšší ceny energií či komodit a v některých zemích také oslabení měny) a zároveň bude negativně působit na ekonomickou aktivitu. Centrální banky tak budou v příštích měsících čelit výzvě nastavení optimálního tempa měnověpolitické normalizace v situaci, kdy v období vysoké inflace a křehkého ekonomického růstu nastal další negativní nabídkový šok. Odvetné sankce jsou zacílené i na ruskou centrální banku. U většiny námi sledovaných bank se válka na Ukrajině do samotných dosud provedených kroků a zveřejněných prognóz ještě nestihla výrazně promítnout, ČNB a NBP však začaly intervenovat na devizovém trhu.

Klíčové centrální banky (ECB, Fed) dosud spíše vyčkávaly s růstem úrokových sazeb a postupně omezují nekonvenční měnověpolitické stimulační nástroje. Naproti tomu ta část bank, která nekonvenční nástroje používala jen v omezené míře nebo vůbec, své klíčové úrokové sazby již výrazně zvýšila (ČNB, NBP, RBNZ).

Aktuální Téma pod lupou se věnuje probíhajícímu ukončování kvantitativního uvolňování a v některých případech i zahajování procesu snižování velikosti bilance v těch centrálních bankách, které QE prováděly. Ve vybraném projevu popisuje guvernér francouzské centrální banky François Villeroy de Galhau problematiku forward guidance a provádění měnové politiky v období vysoké nejistoty, což zároveň zasazuje do kontextu současné komunikace ECB.

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 a Ivana Kubicová.

Uzávěrka tohoto čísla je 10. března 2022.

Obsah

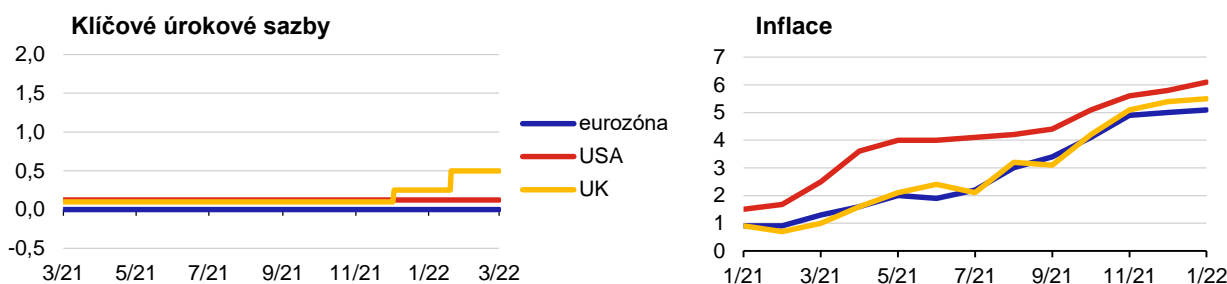
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: AKTUÁLNÍ UKONČOVÁNÍ QE V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU: MĚNOVÁ POLITIKA V DOBĚ NEJISTOTY	14

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)	3. února (0,00);(0,00) ² 10. března (0,00);(0,00) ²	25.–26. ledna (0,00)	2. února (+0,25)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ²	0–0,25 % ³	0,50 %
poslední inflace	5,8 % (únor 2022) ⁴	6,1 % (leden 2022) ⁵	5,5 % (leden 2022)
očekávaná MP zasedání	14. dubna 9. června	15.–16. března ⁶ 3.–4. května	17. března 5. května
další očekávané události	9. 6. zveřejnění prognózy	20. 4. zveřejnění Beige Book 1. 6. zveřejnění Beige Book	5. 5. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁷	→	↑	↑

Poznámka: ¹ dlouhodobý průměr (definice ze srpna 2020), měřeno indexem PCE (Personal Consumption Expenditures); ² depozitní sazba; ³ v grafu je zobrazen střed pásma; ⁴ tzv. flash odhad; ⁵ index PCE; ⁶ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



ECB ponechala úrokové sazby beze změny a revidovala harmonogram programu APP. Měsíční čisté nákupy dosáhnou v dubnu 40 mld. EUR, v květnu 30 mld. EUR a v červnu 20 mld. EUR. Pokud aktuální údaje podpoří očekávání, že střednědobý výhled inflace neoslabí ani po skončení čistých nákupů, ECB nákupy ve 3Q ukončí. Úpravy úrokových sazeb proběhnou po určité době po skončení čistých nákupů v rámci APP, budou uměřené a postupné. Jak ECB avizovala dříve, nákupy aktiv v rámci PEPP ukončí na konci března 2022. Vzhledem k vysokým nejistotám plynoucím z války na Ukrajině ECB prodloužila repo facilitu Eurosystemu pro centrální banky (EUREP) do 15. 1. 2023. EUREP doplní stálé dohody s CB mimo eurozónu o poskytování likvidity v eurech. Prognóza ECB zahrnuje první hodnocení důsledků války. Růst reálného HDP v eurozóně je očekáván o 3,7 % (dříve 4,2 %), pro 2023 o 2,8 % (2,9 %) a v 2024 o 1,6 % (1,6 %). Prognóza inflace byla výrazně revidována směrem nahoru, letos na 5,1 % (3,2 %), v 2023 na 2,1 % (1,8 %) a v 2024 na 1,9 % (1,8 %).

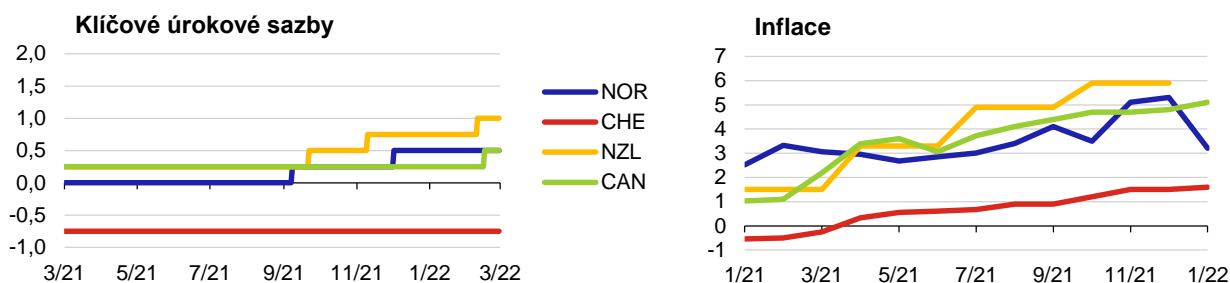
Fed ponechal hlavní úrokovou sazbu (FFR) nezměněnou v rozmezí 0–0,25 %. FOMC se rozhodl od února snížit tempo čistých nákupů aktiv o dalších 30 mld. USD měsíčně. Ze zápisu FOMC vyplývá shoda na potřebě růstu úrokových sazeb z titulu mixu rostoucí inflace a vysoké zaměstnanosti. Klíčová tak pro členy FOMC bude dynamika poklesu inflace, přičemž většina členů očekává rychlý pokles inflace ve 2H 2022. Pokud se tak nestane, lze očekávat zrychlení tempa odstraňování akomodacních opatření. První růst sazeb trhy očekávají na březnovém zasedání. Program nákupů aktiv by měl být ukončen v březnu a byl představen i obecný rámec snižování bilance (viz Téma pod lupou), kterému bude předcházet zvýšení klíčových úrokových sazeb a primárně bude probíhat skrze snižování reinvestic splatných jistin. Poslední zveřejněná prognóza FOMC je z 15. prosince 2021 – dle [mediánových prognóz členů FOMC](#) lze letos očekávat růst reálného HDP o 4 %, v 2023 o 2,2 % a v 2024 o 2 %. Letos i v příštích dvou letech bude míra nezaměstnanosti na úrovni 3,5 %. PCE inflace bude dle mediánových prognóz v roce 2022 na úrovni 2,6 %, v 2023 na 2,3 % a v 2024 na 2,1 %. Úroková sazba (střed rozpětí) je pro letošní rok prognózována na úrovni 0,9 %, v roce 2023 na 1,6 % a v 2024 na 2,1 %.

BoE po neočekávaném prosincovém zvýšení o 15 b. b. v únoru dále zvýšila hlavní úrokovou sazbu o 25 b. b. na 0,5 % ve snaze udržitelně zajistit návrat inflace k 2% cíli. Čtyři z devíti členů MPC hlasovali dokonce pro zvýšení sazby o 50 b. b. BoE také začala snižovat objem držených státních dluhopisů prostřednictvím zastavení reinvestic maturujících jistin, obdobné platí i pro firemní dluhopisy. K aktivním prodejům státních dluhopisů z portfolia BoE dojde – v závislosti na ekonomickém vývoji – nejdříve ve chvíli, kdy klíčová úroková sazba dosáhne 1 %. Dle únorové prognózy vrchol inflace BoE očekává v dubnu na hodnotě 7,25 %, což je téměř o 2 p. b. výše, než očekávala listopadová prognóza. Britský HDP rostl v loňském roce tempem 7,5 %.

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)	20. ledna (0,00)	16. prosince (0,00)	23. února (+0,25)	26. ledna (0,00) 2. března (+0,25)
aktuální klíčová sazba	0,5 %	-0,75 %	1 %	0,5 %
poslední inflace	3,2 % (leden 2022)	1,6 % (leden 2022)	5,9 % (4Q 2021)	5,1 % (leden 2022)
očekávaná MP zasedání	24. března 5. května	24. března	13. dubna 25. května	13. dubna 1. června
další očekávané události	24. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	30. 3. zveřejnění Quarterly Bulletin	25. 5. zveřejnění Monetary Policy Statement	13. 4. 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 v lednu ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,5 %, zvýšení bylo avizováno a je očekáváno na březnovém zasedání, kdy bude současně představena i nová prognóza ekonomického vývoje. Dle stávající prognózy NB měnověpolitická úroková sazba vystoupá v následujících dvou letech na úroveň 1,75 %. Vyšší úrokové sazby pomohou vedle inflačních rizik čelit také hromadění finančních nerovnováh. Podle NB je postupná normalizace měnověpolitické sazby rovněž v souladu s pokračující vysokou zaměstnaností. Stávající prognóza NB očekává inflaci v tomto roce na úrovni 2,7 % a v roce 2023 na 1,5 %. Růst HDP pro tento rok bude 4,3 % a v příštím roce 2,5 %.

SNB ponechala v prosinci 2021 úrokovou sazbu na úrovni -0,75 % a zopakovala svoji připravenost intervenovat na devizovém trhu proti zhodnocování švýcarského franku. Od prosince loňského roku se měnové zasedání nekonalo, nejbližší se uskuteční 24. 3. Prosinčová prognóza SNB předpokládala v letošním roce inflaci na 1 % z titulu vyšších dovozních cen, zejména zdražení ropy a zboží zasaženého narušenými dodavatelskými řetězci; pro příští rok pak očekávala inflaci na úrovni 0,6 %. Lednová inflace činila 1,6 %. HDP letos dle prognózy poroste tempem okolo 3 %. **SNB v lednu navrhla reaktivaci** sektorové kapitálové rezervy SNB ve výši 2,5 %. Ta se vztahuje na rizikově vážené expozice zajištěné rezidenčními nemovitostmi a termín pro její vytvoření je do 30. 9. 2022. Švýcarský frank v posledních týdnech citelně posílil v důsledku eskalace konfliktu na Ukrajině.

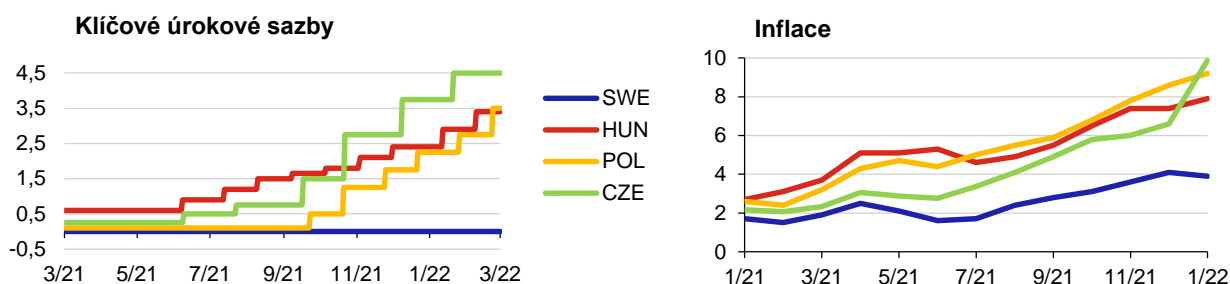
RBNZ v únoru zvýšila úrokovou sazbu o 25 b. b. na 1 %. Také rozhodla o zahájení snižování objemu držených aktiv z programu LSAP, a to nejen skrze neprovádění reinvestic maturujících dluhopisů, ale i řízenými odprodeji aktiv. Tlak na ekonomickou kapacitu novozélandské ekonomiky nadále zesiloval. Zaměstnanost je nyní nad maximální udržitelnou úroveň a široká škála dalších ukazatelů rovněž dokládá, že ekonomika nadále dosahuje výkonu nad svým současným potenciálem. Celková inflace je výrazně nad cílem, podle prognózy RBNZ dosáhne vrcholu v březnu (6,6 %) a v příštích dvou letech se vrátí ke 2 %. Krátkodobý nárůst inflace je způsoben zdražením ropy, rostoucími náklady na dopravu a výpadky dodávek. Tyto cenové šoky mohou vést k obecnějšímu růstu cen vzhledem k současným kapacitním omezením.

BoC v lednu opustila forward guidance a v březnu zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 25 b. b. na 0,5 %. BoC udržuje zhruba konstantní nakoupený objem vládních dluhopisů prostřednictvím jejich reinvestic a také bude zvažovat, kdy ukončí tuto fázi a začne svou rozvahu snižovat. Vzhledem ke svižnému růstu ekonomiky (ve 4Q 2021 o 6,7 %) a i nadále zvýšeným inflačním tlakům BoC očekává, že úrokové sazby dále porostou. Růst cen se stal více plošným a všechny ukazatele jádrové inflace vzrostly. Špatná úroda a vyšší náklady na dopravu zvýšily ceny potravin. Invaze na Ukrajinu vytváří další tlak na růst cen jak energetických, tak potravinových komodit. Podle lednové prognózy BoC poroste HDP v tomto roce tempem 4 %, v příštím roce pak 3,5 %.

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)	9. února (0,00)	25. ledna (+0,50) 22. února (+0,50)	4. ledna (+0,50) 8. února (+0,50) 8. března (+0,75)	22. prosince (+1,00) 3. února (+0,75)
aktuální klíčová sazba	0 %; -0,1 % ²	3,4 %	3,5 %	4,5 %
poslední inflace	3,9 % (leden 2022)	8,3 % (únor 2022)	9,2 % (leden 2022) ³	11,1 % (únor 2022)
očekávaná MP zasedání	27. dubna	22. března 26. dubna 31. května	6. dubna 5. května 8. června	31. března 5. května
další očekávané události	27. 4. zveřejnění Monetary Policy Report	24. 3. a 30. 6. zveřejnění Inflation Report	15. 3. a 15. 7. zveřejnění Inflation Report	12. 5. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	↑	↑	→ ⁵

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnujícího fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ tzv. flash odhad; ⁴ směr očekávaných změn sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě ČNB z prognózy centrální banky; ⁵ zimní prognóza ČNB již další růst úrokových sazeb neočekává, její rizika však bankovní rada vyhodnotila jako mírně proinflační.



Riksbank v únoru ponechala repo sazbu na úrovni 0 % a depozitní sazbu na úrovni -0,1 %. Prognóza repo sazby naznačuje její zvýšení ve druhé polovině roku 2024, což je o něco dříve než v listopadové prognóze. Jak již Riksbank avizovala, nakoupí během 2Q 2022 dluhopisy za 37 miliard SEK, což odpovídá objemu dluhopisů splatných v tomto období. Momentální vysoká inflace je důsledkem rychlého růstu cen elektřiny a pohonných hmot – bez započtení cen energií se inflace blíží 2 %. Podle Riksbank se ceny energií v letošním roce již nezvýší a inflace proto klesne. Prognóza tak očekává inflaci (CPIF) v roce 2022 na úrovni 2,9 % a v 2023 1,9 %. HDP v tomto roce vzroste o 3,6 % a v 2023 o 2 %.

MNB v lednu a únoru zvýšila hlavní úrokovou sazbu pokaždé o 50 b. b. na úroveň 3,4 % s cílem ukotvit inflační očekávání a zmírnit sekundární inflační rizika. Stejnou hodnotu má nyní i O/N depozitní sazba, přičemž zajištěná zápůjční sazba (lombard) dosáhla 5,4 %. Tento asymetricky nastavený koridor směrem k vyšším sazbám přispívá ke zpřísnění měnových podmínek. Státní dluhopisy nakoupené v rámci kvantitativního uvolňování hodlá MNB držet do splatnosti. Růst maďarského HDP za rok 2021 dosáhl 7,1 %, v tomto roce MNB očekává zpomalení růstu HDP na 5 %. Lednová inflace dosáhla 7,9 %, za celý letošní rok MNB očekává inflaci mezi 4,7–5,1 %. Vzhledem k rekordně oslabujícímu forntu v důsledku války na Ukrajině MNB na začátku března oznámila, že je připravena intervenovat na devizovém trhu.

NBP opět zvyšovala úrokové sazby, v souhrnu o 175 b. b. na úroveň 3,5 %. Pokračující zpřísnění je vedeno značnou potřebou snížit inflaci zpět k inflačnímu cíli a snahou omezit nárůst inflačních očekávání. HDP dle předběžného odhadu vzrostl ve 4Q 2021 o 7,3 %. Polský export do Ruska a na Ukrajinu má nízký podíl, proto NBP očekává pokračování příznivých domácích ekonomických podmínek. Podle březnové prognózy letos polský HDP vzroste o 4,4 % a příští rok o 3 %. V tomto a příštím roce dosáhne inflace dle prognózy 10,8 %, resp. 9 %, což je výrazně více (cca o 5 p. b.), než očekávala minulá prognóza. NBP po vypuknutí války intervenovala na devizovém trhu proti oslabování zlotého.

ČNB v prosinci a únoru pokračovala v razantním zvyšování své hlavní úrokové sazby, v souhrnu o 175 b. b. na úroveň 4,5 %, a to v reakci na mimořádně silné cenové tlaky ze zahraničí i z domácí ekonomiky. Zvýšení úrokových sazeb zabezpečí návrat inflace do blízkosti 2% cíle na horizontu měnové politiky a podpoří ukotvenost inflačních očekávání. S únorovou prognózou je konzistentní výrazný nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku. Česká ekonomika letos vzroste o 3 % a v příštím roce o 3,4 %. Inflace letos výrazně vzroste, v 1H bude kulminovat a následně bude postupně zvolňovat, přičemž v roce 2022 dosáhne 8,5 % a v 2023 2,3 %. Po vypuknutí války na Ukrajině začala ČNB intervenovat na devizovém trhu proti oslabování koruny (viz Zajímavé události). ČNB dále rozhodla o zvýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy na 2,5 % s účinností od 1. 4. 2023.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Sankce zavedené v reakci na válku na Ukrajině cílí i na ruskou centrální banku

Invaze ruských vojsk na Ukrajinu vyvolala řadu odvetných opatření významné části světového společenství zaměřených zejména na ruskou ekonomiku. Jednou ze silných ekonomických sankcí bylo i zmrazení devizových rezerv ruské centrální banky, které oznámili ve [společném prohlášení](#) vrcholní představitelé Evropské komise, Francie, Německa, Itálie, Spojeného království, Kanady a USA; ke kroku se později připojilo i Japonsko.

Bank of Russia tím přišla o možnost využívat významnou část ze svých přibližně 630 mld. USD devizových rezerv – k dispozici jí zůstaly v zásadě jen rezervy v čínském renminbi a ve zlatě (jehož likvidita je však za daných okolností nízká), případně v hotovosti. V situaci, kdy v důsledku řady dalších sankcí i všeobecného sentimentu výrazně poklesla důvěra v ruskou ekonomiku a ruský rubl, má tak ruská centrální banka značně omezené možnosti, jak mírnit ekonomické dopady těchto událostí prostřednictvím odprodeje devizových rezerv a podpory kurzu rublu. V prvních dvou dnech války – ještě než byly tyto sankce uvaleny – přitom ruská centrální banka dle svých slov na trhu aktivně intervenovala, když využila na podporu rublu devizové rezervy v hodnotě přes 1 mld. USD (kromě toho zavedla také programy na podporu likvidity).

V pondělí 28. února (tedy první pracovní den po oznámení zmrazení devizových rezerv a dalších sankcí) Bank of Russia ve snaze alespoň částečně bojovat s oslabováním rublu zvýšila svoji hlavní měnověpolitickou sazbu z 9,5 % na 20 %. Zároveň byla uvolněna kapitálová rezerva v bankovním sektoru. Centrální bankou či státem byla rovněž zavedena řada kapitálových kontrol a dalších omezení, mimo jiné bylo podnikům příkázáno směňovat alespoň 80 % z jejich příjmů v zahraničních měnách za rubly, omezen byl výběr i vývoz hotovosti v zahraničních měnách a nerezidentům byl zakázán prodej cenných papírů denominovaných v rublu. Moskevská akciová burza zůstala zavřena úplně.

ČNB a NBP zahájily intervence na devizovém trhu

Ruská agrese na Ukrajině se projevila v citelném oslabení středoevropských měn, které bývají globálně investory považovány za rizikové měny. Česká ČNB, polská NBP i maďarská MNB proto nejprve deklarovaly, že jsou připraveny vstoupit na devizový trh a intervenovat ve prospěch svých měn. [Polská](#) a [česká](#) centrální banka následně na devizovém trhu skutečně začaly aktivně intervenovat proti oslabování svých měn a ve snaze tlumit nadměrné výkyvy kurzu. Bližší podrobnosti o těchto krocích banky nezveřejnily. Devizové rezervy ČNB přesahují 60 % českého ročního HDP a NBP má k dispozici rezervy v hodnotě převyšující 20 % polského ročního HDP.

Norský suverénní fond odchází z Ruska

Jednou z řady reakcí na rozpoutání války na Ukrajině bylo i rozhodnutí norské vlády rozprodat investice tamního suverénního fondu v Rusku. Aktiva fondu, který spravuje Norges Bank, dosahují přibližně 1,3 bil. USD, hodnota aktiv držených v Rusku pak ke konci roku 2020 (dle Financial Times) dosahovala přibližně 3,3 mld. USD. Norges Bank byla vládou instruována okamžitě přestat s novými investicemi v Rusku a zároveň začít prodávat tamní aktiva (což však může zkomplikovat regulatorní omezení prodeje aktiv zahraničními subjekty z ruské strany).

Do čela Norges Bank míří dosavadní šéf NATO

Guvernérem norské centrální banky byl tamní vládou jmenován současný generální tajemník NATO a bývalý norský premiér Jens Stoltenberg. Dosavadní guvernér Norges Bank Øystein Olsen na tento post rezignoval k únoru 2022 z důvodu věku. Stoltenbergovi vyprší jeho současný mandát v NATO v září tohoto roku, do Norges Bank by měl nastoupit následně ke konci roku. Do té doby Norges Bank dočasně vede dosavadní viceguvernerka Ida Wolden Bache.

Novým šéfem Bundesbank Joachim Nagel

Německá vláda vybrala na pozici prezidenta tamní centrální banky Joachima Nagela, který do funkce nastoupil na začátku letošního roku. Nagel má s prací v Bundesbank bohaté zkušenosti, v minulosti v ní strávil na různých pozicích více než 15 let své kariéry a byl i členem její Výkonné rady. Před svým jmenováním do čela této instituce pracoval v Bank for International Settlements (BIS). V pozici prezidenta Bundesbank (s níž je spojeno i členství v Radě guvernérů ECB, tedy orgánu rozhodujícím o měnové politice v eurozóně) Nagel nahradil Jense Weidmanna, který na podzim ohlásil svoji rezignaci ke konci roku 2021.

Nominace do Rady guvernérů Fedu stále čekají na schválení

Americký prezident J. Biden v lednu [oznámil tři nominace](#) na uvolněná místa v Radě Guvernérů Fedu: Sarah Bloom Raskin (která by zároveň měla být místopředsedkyní pro dohled nad bankovním systémem), Lisa Cook a Philip Jefferson. První jmenovaná však vyvolala určité kontroverze u republikánských senátorů, kteří prozatím zablokovali hlasování. Kvůli tomu zatím nedošlo ani na hlasování o zbývajících dvou nominacích a na potvrzení své pozice ve vedení Fedu tak kromě Raskin stále čeká i Cook a Jefferson.

Fed vydal článek shrnující problematiku CBDC...

Americký Fed zveřejnil [publikaci](#), v níž se zabývá dopady hypotetického zavedení americké digitální měny centrální banky (central bank digital currency, CBDC). Článek shrnuje současný stav platebního systému a následně zkoumá potenciální přínosy a rizika CBDC. K samotnému přijetí CBDC se publikace staví neutrálně – neobsahuje konkrétní doporučení, pouze shrnuje jednotlivé aspekty tématu a představuje tak spíše první krok v diskuzi o možné implementaci CBDC v USA. Fed rovněž vyzval veřejnost, aby k této diskuzi přispěla a vyjádřila se k jednotlivým otázkám, které ohledně CBDC zatím zůstávají otevřené.

...a britská parlamentní komise před CBDC varuje...

Komise Sněmovny lordů, horní komory Parlamentu Spojeného království, vydala [zprávu](#), v níž zpochybňuje některé přínosy CBDC a naopak zdůrazňuje rizika pro finanční stabilitu a ochranu soukromí. Komise rovněž prohlašuje, že případné přijetí CBDC by mělo vyžadovat rozhodnutí britského parlamentu a nikoli pouze Bank of England. Komise dle své zprávy prozatím nenašla přesvědčivé důvody pro zavedení CBDC a označila tento koncept jako „řešení hledající problém“.

...zatímco v řadě rozvojových zemí jsou CBDC v pokročilé fázi

Ačkoli v rozvinutých zemích je postoj k CBDC spíše opatrný, v mnoha rozvojových zemích je zájem o digitální měny centrálních bank naopak značný, jelikož v nich řeší mimo jiné problém špatné dostupnosti bankovních služeb a chybějícího přístupu řady obyvatel k elektronickým platbám. Aktuálně chystá spuštění CBDC například [Jamajka, jejíž pilotní testování konceptu dopadlo úspěšně](#). Indická RBI by měla [spustit digitální rupii do roku 2023](#). [Mexická vláda oznámila](#), že tamní centrální banka zavede CBDC do roku 2024. Problémy se svým rozsáhlým pilotním projektem CBDC naopak zaznamenala Východokaribská centrální banka, která musela tento projekt v lednu [přerušit kvůli technickým problémům](#) a [obnovila ho až v březnu](#). V ostré verzi (tedy nikoli pouze v rámci testů a pilotních projektů) zatím CBDC fungují na [Bahamách](#) či [v Nigérii](#).

III. TÉMA POD LUPOU: AKTUÁLNÍ UKONČOVÁNÍ QE V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH

V reakci na vypuknutí koronavirové pandemie řada centrálních bank zavedla či rozšířila programy nákupů aktiv, neboli kvantitativní uvolňování, ve snaze zmírnit ekonomické dopady pandemie. V současné době však většina centrálních bank čelí výrazné inflační vlně, postupně zpřísňuje svoji měnovou politiku a kvantitativní uvolňování omezuje. Některé centrální banky ukončily nákupy aktiv již v loňském roce a nyní začínají s jejich odprodejem, jiné centrální banky zaujaly pozvolnější přístup a teprve snižují tempo nákupů aktiv.

Kvantitativní uvolňování (quantitative easing, QE) je nekonvenčním nástrojem měnové politiky, který začala řada centrálních bank aplikovat po roce 2008 v důsledku vypuknutí globální finanční a hospodářské krize.¹ QE představuje program rozsáhlého nákupu aktiv (zejména státních dluhopisů) centrální bankou a s tím spojený nárůst bilance centrální banky. Nástroj se obvykle používá v situaci, kdy nominální úrokové sazby jakožto standardní měnověpolitický nástroj dosáhnou své dolní hranice a není již možné či žádoucí snižovat je dále, a kdy zároveň ekonomická situace vyžaduje další uvolnění měnové politiky.

Novou vlnu QE vyvolalo vypuknutí koronavirové pandemie na jaře 2020, kdy mnoho centrálních bank zavedlo nové programy nákupů aktiv (případně rozšířilo stávající programy) ve snaze zmírnit ekonomické dopady pandemie a podpořit hospodářské zotavení.² Poté, co se ekonomiky odrazily ode dna a během loňského roku začaly čelit silným globálním inflačním tlakům, naopak přišlo na řadu zpřísňování měnové politiky a s ním související omezování či ukončování QE. V tomto článku nejprve představujeme obecné principy ukončování QE a následně porovnáváme přístup jednotlivých centrálních bank k této otázce.

Průběh a načasování ukončování QE

Proces ukončování QE a následné normalizace měnové politiky můžeme rozdělit do několika fází. Nejprve centrální banka začne zpomalovat tempo nákupů aktiv (tzv. tapering) – centrální banka tedy stále provádí expanzivní měnovou politiku, nakupuje aktiva a zvyšuje tak velikost své bilance, ale zároveň zpomaluje intenzitu této činnosti. Dalším krokem je ukončení čistých nákupů aktiv, kdy centrální banka přestane kupovat nová aktiva, ovšem stále reinvestuje splátky jistin držených cenných papírů. Velikost bilance centrální banky tak zůstává zhruba konstantní. Třetí fází je omezení či ukončení reinvestování splátek (tj. centrální banka buď reinvestuje pouze část splátek jistiny, nebo je přestane reinvestovat úplně). Bilance centrální banky se následně začne postupně snižovat s tím, jak jsou jednotlivé dluhopisy postupně spláceny. Závěrečným krokem pak může být aktivní prodej aktiv držených centrální bankou, a tedy rychlejší redukce bilance centrální banky než v případě samotného ukončení reinvestic splátek.³ Politiky vedoucí ke snížení bilance centrální banky (tedy poslední dvě popsané fáze) lze souhrnně označit termínem kvantitativní utahování (quantitative tightening, QT).

Není přitom nezbytně nutné, aby centrální banka prošla všemi popsanými fázemi. Centrální banka se například může rozhodnout snižovat velikost své bilance pouze pomalejším tempem formou ukončení reinvestic splatných dluhopisů a k aktivnímu odprodeji aktiv nepřistoupí. Rolí ve zvoleném přístupu může hrát rovněž durace držených aktiv neboli jejich (vážená) průměrná doba do splatnosti. Pokud značnou část aktiv centrální banky tvoří aktiva s relativně krátkou dobou do splatnosti, i samotné ukončení reinvestic splatných aktiv povede k poměrně rychlému snížení bilance centrální banky; naopak v případě většího zastoupení aktiv s dlouhou dobou do splatnosti může být potřebné přistoupit k aktivnímu odprodeji aktiv.

Pokud ekonomická situace po předchozím zavedení QE přestane vyžadovat další monetární stimuly a začne být naopak na místě zpřísňování měnové politiky, přirozeně vyvstává otázka časové koordinace ukončování QE a začátku zvyšování úrokových sazeb. Standardním přístupem je zvýšení sazeb až poté, co dojde k ukončení všech čistých nákupů aktiv. Centrální banka ale může sazby postupně zvyšovat i v období, kdy zároveň stále reinvestuje splatné dluhopisy. Přesná koordinace zvyšování úroků a kvantitativního utahování pak je již otázkou konkrétních specifik dané ekonomiky a jemné kalibrace měnové politiky. Určitou výhodu zvyšování sazeb představuje jejich lépe prozkoumaný transmisní mechanismus.

Proces ukončování QE můžeme ilustrovat na příkladu amerického Fedu v minulé dekádě (viz obrázek 1), kdy právě Fed dosáhl v tomto procesu nejpokročilejší fáze. Fed provedl po vypuknutí Velké recese v roce 2008 tři vlny QE a ukončování poslední vlny oznámil v závěru roku 2013. Nejprve v lednu 2014 Fed spustil tapering a začal tedy snižovat tempo nákupů aktiv – samotné nákupy pak ukončil v říjnu téhož roku a pokračoval již jen s reinvesticemi splatných aktiv. K prvnímu zvýšení úrokových sazeb došlo v prosinci 2015. Na podzim 2017 pak Fed omezil reinvestice splatných aktiv a velikost jeho

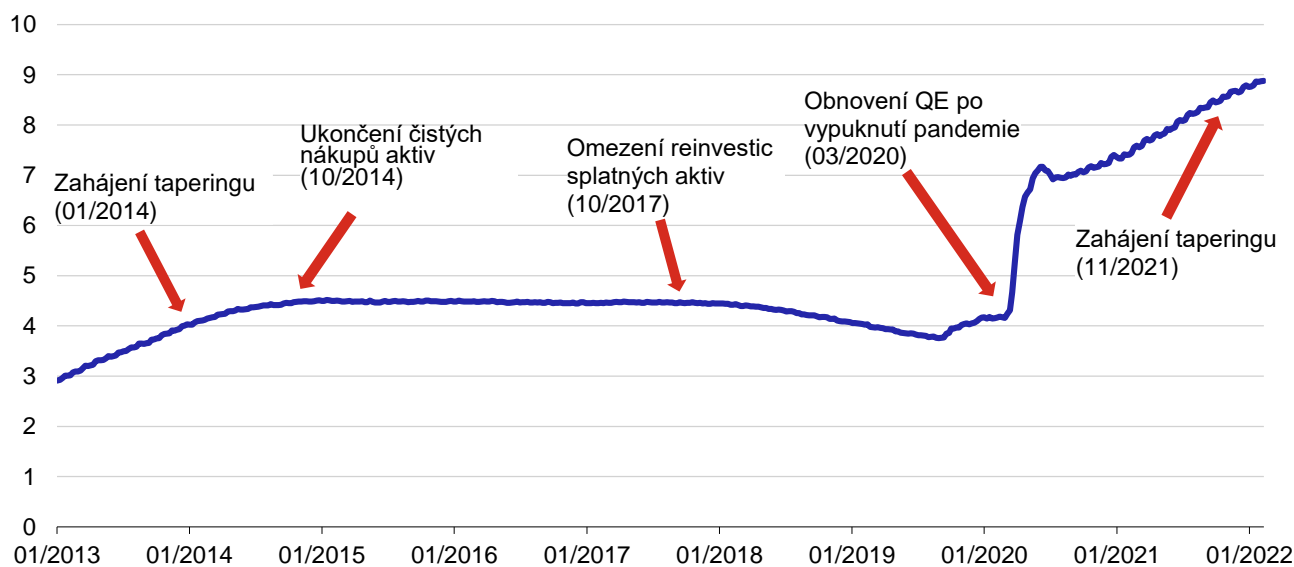
¹ Již před zmíněnou krizí bylo QE používáno v Japonsku.

² Podrobný přehled opatření zavedených v reakci na vypuknutí pandemie přineslo Téma pod lupou v [Monitoringu centrálních bank v červnu 2020](#).

³ V případě držby aktiv bez splatnosti (např. akcií) je pak aktivní odprodej jediná možnost snížení bilance. V rámci QE však centrální banky nakupovaly ve výrazně většině dluhopisy, zejména ty vládní.

bilance se tak začala snižovat (část splatných aktiv však Fed investoval i nadále a tempo zmenšování bilance tak bylo poměrně pozvolné). Na podzim 2019 začal Fed nakupovat vládní pokladniční poukázky, což však nebylo považováno za obnovení QE, jelikož důvodem bylo zajištění dostatečné likvidity na mezibankovním trhu a nikoli podpora ekonomiky – v důsledku tohoto kroku bilance Fedu opět mírně narostla. K definitivnímu uzavření tohoto cyklu ukončování QE a následného provádění QT pak došlo v březnu 2020, kdy Fed po vypuknutí pandemie znovu zahájil QE a razantně navýšil svoji bilanci.

Obrázek 1: Velikost bilance Fedu (v bilionech dolarů)



Zdroj: Fed

Dopady změn velikosti bilance centrální banky

Když centrální banka provádí QE, financuje nákup cenných papírů – např. vládních dluhopisů – nově vytvořenými rezervami. Na straně aktiv tak bilance centrální banky naroste o nově nakoupené cenné papíry a na straně pasiv o nové rezervy. Podobně se zvýší i bilance komerčních bank – na straně aktiv o tyto nově vytvořené rezervy a na straně pasiv o depozita, která náleží prodejci daných cenných papírů. Pokud prodejce nepovažuje depozita a prodané vládní dluhopisy za dokonalé substituty, využije svá nová depozita k nákupu jiných aktiv, např. korporátních dluhopisů (tzv. kanál rebalancování portfolia). Tím se původní aktivita centrální banky na trhu s vládními dluhopisy přesune i na trhy s dalšími cennými papíry. Vyšší zájem o cenné papíry zvyšuje jejich cenu, a tedy snižuje výnos. Dlouhodobé úrokové sazby proto klesají a při krátkodobých sazbách blízko nuly se výnosová křivka zplošťuje. Následný dopad nízkých úrokových sazeb na ekonomiku je již podobný standardní transmisní konvenční měnové politiky.⁴

QT je de facto opačným procesem oproti QE spočívajícím ve snižování bilance centrální banky. V jádru tak lze očekávat opačné dopady QT ve srovnání s transmisí QE. Pokud například emitent splatí centrální bance splatný dluhopis, bilance centrální banky se sníží o hodnotu daného dluhopisu na straně aktiv a o rezervy na straně pasiv. Bilance komerčních bank se sníží o rezervy na straně aktiv a depozita na straně pasiv. Pokud emitent roluje splacený dluhopis skrze vydání nového dluhu, na trhu již chybí významný kupce v podobě centrální banky a pro ostatní kupce tak je k dispozici větší objem dluhopisů. Jejich cena klesá, výnosy rostou a dlouhodobé úrokové sazby se též zvyšují. Tím dochází ke zpřísňování měnových podmínek. Výše popsané mechanismy QT však nutně neznamenají, že by QT muselo mít stejně silné makroekonomické dopady (jen s opačným znaménkem) jako QE odpovídajícího objemu. Například člen FOMC [James Bullard v roce 2019 vyjádřil názor](#), že dopady změn velikosti bilance centrální banky mohou být asymetrické – měnový stimulus plynoucí z QE je podle něj silnější než následná restrikce plynoucí z QT. Důvodem této asymetrie je spodní hranice úrokových sazeb – QE bývá zpravidla zaváděno právě se sazbami v blízkosti této hranice, zatímco v období QT již tato hranice není limitujícím omezením (QE pak má silnější dopady zejména kvůli signalizační roli tohoto nástroje při sazbách u dolní hranice).

⁴ Jedná se o schematický popis transmisie kvantitativního uvolňování. Ekonomická teorie identifikuje i další možné transmisní kanály QE, přičemž přesné dopady tohoto nástroje závisí na řadě faktorů – např. na tom, jaké cenné papíry a od koho centrální banka kupuje, jaká je míra likvidity na trhu, jaká je doprovodná komunikace centrální banky, jak velká a otevřená je daná ekonomika atd. Podrobnější popis transmisního mechanismu QE nabízí např. Joyce a kol. (2011), Bowdler a Radia (2012) nebo Bernanke (2020).

Vliv změn velikosti bilance centrální banky lze odhadovat pomocí tzv. stínových úrokových sazeb. Ty zachycují hypotetický vývoj sazeb (při neexistenci jejich spodní hranice), který by odpovídal míře uvolnění či zpřísnění měnové politiky doručené nákupy či prodeji aktiv. Odhad stínových sazeb včetně predikce jejich dalšího vývoje pro Fed a ECB nabízí aktuální [čnBlog Luboše Komárka a Petra Poláka](#).

Je třeba rovněž podotknout, že dopady QT na finanční trhy a celou ekonomiku nejsou plně prozkoumané. Ačkoli ani transmisní mechanismus QE není prozkoumán do takové míry jako transmisie úrokových sazeb (jakožto základního měnověpolitického nástroje), s ohledem na četné využívání QE během uplynulé dekády se porozumění tohoto nástroje ekonomickými analytiky a analytiky značně zvýšilo. Zkušeností se snižováním bilance centrální banky je však nemnoho – výše popsaná zkušenost Fedu v letech 2017-2019 je spíše ojedinělá, a navíc se jednalo jen o velmi pozvolné snižování bilance a poměrně krátké časové období. V rámci normalizace měnové politiky proto sice centrální banky vnímají potřebu snížit velikost svých – nyní rekordně vysokých – bilancí, ovšem zároveň k tomuto procesu přistupují spíše obezřetně a deklarují, že primárním nástrojem zpřísnění měnové politiky zůstává zvyšování úrokových sazeb, zatímco snižování velikosti bilance je nástrojem doplňkovým. Lépe prozkoumaný transmisní mechanismus zvyšování úroků ve srovnání s QT ostatně přiznává i [zápis z prosincového jednání FOMC](#) (tedy orgánu určujícího měnovou politiku Fedu), dle kterého panuje „menší nejistota o dopadech změn federal funds rate [hlavní úrokové sazby Fedu] než o dopadech změn v bilanci Fedu.“

Současné ukončování QE ve vybraných centrálních bankách

Fed, který do té doby nakupoval aktiva tempem 120 mld. měsíčně, zahájil v listopadu loňského roku tapering, když začal snižovat čisté nákupy vládních dluhopisů o 10 mld. měsíčně a čisté nákupy MBS (mortgage-backed securities, agenturní cenné papíry zajištěné hypotékami) o 5 mld. měsíčně. Na prosincovém jednání pak oznámil zdvojnásobení tohoto tempa snižování nákupů od ledna letošního roku, na lednovém jednání objem nakupovaných aktiv od února snížil o dalších 30 mld. USD měsíčně a k ukončení čistých nákupů aktiv by mělo dojít v březnu. V návaznosti na lednové zasedání FOMC publikoval Fed obecné [principy pro snižování velikosti jeho bilance](#), podle nichž proces snižování bilance, tedy QT, začne po zahájení zvyšování úrokových sazeb (které jsou stále vnímány jako primární nástroj měnověpolitické normalizace a k jejichž prvnímu zvýšení by mělo dojít brzy, patrně již na březnovém zasedání). QT bude prováděno zejména prostřednictvím omezování reinvestic splatných aktiv. Nejvýrazněji chce Fed omezit množství držených MBS a v budoucnu tak plánuje držet převážně vládní dluhopisy. Konkrétní načasování QT uvedené principy neobsahují a z mnohých vyjádření jednotlivých představitelů Fedu plyne, že na něm zatím v rámci FOMC nepanuje shoda. Dle [zápisu ze zmíněného jednání](#) ale FOMC očekává, že tempo snižování velikosti bilance bude rychlejší než v letech 2017-2019.

ECB dosud nakupovala aktiva v rámci dvou různých programů – v dlouhodobějším programu APP započatém již v roce 2014 a v mimořádném programu PEPP zavedeném v březnu 2020 v reakci na vypuknutí koronavirové pandemie. Na svém zasedání v prosinci minulého roku ECB rozhodla o ukončení čistých nákupů aktiv v rámci PEPP v březnu letošního roku. Splatné jistiny z aktiv zakoupených v rámci PEPP budou reinvestovány alespoň do konce roku 2024. Pro zajištění plynulého snižování objemu nakupovaných aktiv ECB v souvislosti s ukončením programu PEPP rozhodla rovněž o dočasném zdvojnásobení čistých nákupů aktiv v rámci APP na 40 mld. EUR měsíčně. Dle březnového rozhodnutí ECB bude tento objem platný pro duben, následně dojde ke snížení na 30 mld. EUR v květnu a 20 mld. EUR v červnu. Ve 3Q 2022 může dojít v závislosti na přicházejících datech k ukončení čistých nákupů (podle předchozího plánu se přitom objem čistých nákupů aktiv měl snížit na 20 mld. EUR měsíčně až od října letošního roku). K prvnímu zvýšení sazeb by mělo dojít až určitou dobu po ukončení čistých nákupů aktiv a následně bude ECB ještě po delší dobu plně reinvestovat splátky jistin svých aktiv.

Britská BoE ukončila čisté nákupy aktiv na konci loňského roku, kdy hodnota cenných papírů držených v rámci programu APF (Asset Purchase Facility) dosáhla cílového objemu ve výši 895 mld. GBP (z toho 875 mld. GBP představují vládní dluhopisy a zbylých 20 mld. GBP korporátní dluhopisy). Před počátkem pandemie přitom BoE udržovala v programu APF dluhopisy v hodnotě 435 mld. GBP (z toho 10 mld. GBP korporátní dluhopisy) – k navýšení cílového objemu postupně přistoupila v průběhu roku 2020. Svůj přístup ke snižování bilance BoE nastínila v srpnu 2021 ve své publikaci [Monetary Policy Report](#), v níž avizovala, že s reinvesticemi splatných dluhopisů přestane poté, co hlavní úroková sazba dosáhne 0,5 %, a aktivní prodej dluhopisů zahájí nejdříve po zvýšení sazby na 1 %. V souladu s tím BoE v únoru letošního roku spolu se zvýšením sazby na 0,5 % oznámila ukončení reinvestic splatných cenných papírů (pro ilustraci – během let 2022–2023 jsou splatné drženy vládní dluhopisy v objemu cca 70 mld. GBP). U korporátních dluhopisů pak BoE rozhodla i o zahájení jejich aktivního odprodeje tak, aby tyto dluhopisy ze své bilance postupně (ne však dříve než na konci 2023) úplně eliminovala.

Novozélandská RBNZ nakupovala vládní dluhopisy v rámci programu LSAP (Large-scale asset purchases). Program měl stanoven cílový objem nakoupených dluhopisů ve výši 100 mld. NZD a nákupy měly probíhat do června 2022. S ohledem na proinflační vývoj ekonomiky a tedy ustupující potřebu uvolněné měnové politiky však byl program ukončen již v červenci 2021, přičemž objem nakoupených dluhopisů dosáhl 53 mld. NZD. V únoru 2022 po několikerém zvýšení úrokových sazeb

pak RBNZ rozhodla o zahájení snižování velikosti bilance, a to jak ukončením reinvestic jistin splatných dluhopisů, tak i řízeným odprodejem dluhopisů.

Bank of Canada nákupy vládních dluhopisů prováděla nejprve během roku 2020 v objemu 5 mld. CAD týdně, ještě v závěru téhož roku však objem snížila na 4 mld. CAD za týden. V průběhu roku 2021 kanadská centrální banka postupně dále snižovala objem nakupovaných dluhopisů na 3 a následně na 2 mld. CAD, aby čisté nákupy aktiv nakonec ukončila v říjnu téhož roku. Od té doby banka reinvestuje jistiny splatných dluhopisů a udržuje tak přibližně konstantní velikost své bilance. Konkrétní časový plán snižování velikosti bilance omezením reinvestic však Bank of Canada zatím nepředstavila a ten tak zůstává otázkou průběžného vyhodnocování dalšího ekonomického dění (k prvnímu zvýšení sazeb BoC přistoupila v březnu letošního roku).

Švédská Riksbank nakupovala aktiva s celkovým cílovým objemem 700 mld. SEK. Program byl ukončen se závěrem loňského roku, během letošního roku Riksbank reinvestováním splatných dluhopisů udržuje velikost svého portfolia přibližně konstantní a od příštího roku by se pak měla její bilance začít postupně snižovat. K prvnímu zvýšení sazeb by ale dle dosavadní komunikace nemělo dojít dříve než v roce 2024.

V rámci středoevropského regionu byla maďarská MNB aktivní na trhu vládních i korporátních dluhopisů, během loňského roku však postupně snižovala objemy obou typů nakupovaných aktiv a v závěru roku pak čisté nákupy aktiv ukončila (přičemž úrokové sazby v Maďarsku rostly již v průběhu roku 2021). Momentálně MNB plánuje držet svá aktiva do splatnosti – tedy ani je nereinvestovat, ani je aktivně neodprodávat. Polská NBP pak prováděla nákupy vládních dluhopisů a vládou garantovaných dluhových cenných papírů v období 2020–2021, aniž by však veřejně specifikovala objem nakupovaných aktiv či další podrobnosti.

Tabulka 1: Přehled aktuálního ukončování QE ve sledovaných centrálních bankách

	Ukončení čistých nákupů aktiv	Ukončení/omezení reinvestic splatných jistin	Odprodeje aktiv
Fed	Očekáváno 03/2022 (tapering od 11/2021)	Avizováno bez časového harmonogramu	-
ECB	PEPP 03/2022 APP 3Q 2022 (v závislosti na přicházejících datech), probíhá tapering	PEPP nejprve po r. 2024	-
BoE	12/2021	02/2022	Nejdříve po zvýšení úrokové sazby na 1 % (korporátní dluhopisy již od 02/2022)
RBNZ	07/2021	02/2022	02/2022
BoC	10/2021	Avizováno bez časového harmonogramu	-
Riksbank	12/2021	Postupné snižování bilance avizováno od 2023	
MNB	12/2021	12/2021	-
NBP	2021	NBP nspecifikovala podrobnosti ohledně ukončování QE	
NB	} Banky nepoužívaly kvantitativní uvolňování		
SNB			
ČNB			

Zdroj: Webové stránky centrálních bank

Na tomto místě je vhodné zmínit rovněž zvýšenou nejistotu plynoucí z napadení Ukrajiny ruskými vojsky a z dopadů odvetných sankcí významné části světového společenství. Z pohledu ekonomických důsledků bude válka podle všeho představovat staglační šok, tedy bude působit na vyšší inflaci (zejména prostřednictvím vyšších cen energií a komodit) a zároveň na nižší ekonomický růst. To dále zesílí již dříve existující dilema vhodné měnověpolitické reakce v situaci, kdy míra inflace dosahuje vysokých hodnot a pomalá reakce měnové politiky ohrožuje ukotvení inflačních očekávání, a kdy je zároveň ekonomický vývoj poměrně křehký a přílišné zpřísnění měnové politiky by tak mohlo naopak vyvolat

ekonomickou recesi. Konkrétní přístup jednotlivých centrálních bank k této problematice je tak otázkou jemné kalibrace měnové politiky v závislosti na detailním vývoji každé příslušné ekonomiky. To ve výsledku zvyšuje rovněž nejistotu ohledně výše popsaných plánů na ukončování QE a zahajování QT v jednotlivých centrálních bankách.

Závěr

Centrální banky s ohledem na vysokou míru inflace a obnovování ekonomického růstu postupně ustupují od stimulačních programů kvantitativního uvolňování, které byly zavedeny či rozšířeny po vypuknutí koronavirové pandemie. Novozélandská a částečně i britská centrální banka již zahájily odprodej části svých dříve nakoupených aktiv, ECB zatím pouze snižuje objemy nakupovaných aktiv a QE plánuje ještě alespoň několik měsíců provádět, a ostatní sledované centrální banky se pohybují mezi těmito dvěma přístupy – omezování programů nákupů aktiv je však v nějaké podobě společným tématem pro všechny sledované centrální banky, které tyto programy prováděly. Rychlost dalšího omezování QE a následného provádění QT je ovšem předmětem značné nejistoty plynoucí mimo jiné z dosud nejasných dopadů ruské invaze na Ukrajinu.

Literatura

Bernanke, B. (2020): „The New Tools of Monetary Policy.” *American Economic Review*, 110 (4), s. 943-83.

Bowdler, C. a Radia, A. (2012): „Unconventional monetary policy: the assessment.” *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), s. 603-621.

Joyce, M., Tong, M. a Woods, R. (2011): „The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact.” *Quarterly Bulletin* 2011 Q3, Bank of England.

IV. VYBRANÝ PROJEV: François Villeroy de Galhau: Měnová politika v době nejistoty

Guvernér Banque de France François Villeroy de Galhau se ve svém [projevu](#) z 15. února na London School of Economics zabývá signalizací centrálních bank ohledně budoucích kroků měnové politiky (tzv. forward guidance) v době vysoké nejistoty a přibližuje, jak s tímto nástrojem v současnosti pracuje ECB.

Forward guidance v teorii a praxi

Forward guidance je v ekonomické teorii silným nástrojem centrálních bank v situaci, kdy se měnověpolitické úrokové sazby nachází na své efektivní dolní hranici a tradiční měnová politika přestává být dostačující. Jedná se např. o verbální závazek ponechat nízké úrokové sazby po dobu delší než nutnou, čímž se centrální banka odchýlí od své standardní reakční funkce. Dokud to finanční trhy považují za věrohodné, střednědobé úrokové sazby budou nižší, což dodává ekonomice potřebný stimulus. Forward guidance ovšem dokonale funguje pouze v učebnicích – v praxi s sebou přináší dodatečné problémy, a to zejména v obdobích zvýšené nejistoty. Centrální banky mohou s využitím forward guidance snížit nežádoucí volatilitu, na druhé straně si ale nesmí zcela svázat ruce, aby mohly pružně reagovat na nenadálé situace. V souvislosti s tím guvernér Galhau podrobněji rozebírá tři problémy spojené s využíváním tohoto nástroje v praxi:

- **Časový horizont závazku:** I malý závazek směřující do daleké budoucnosti může teoreticky stačit k tomu, aby se silně projevil již dnes. Ovšem v praxi i v běžných dobách platí, že dlouhodobý závazek postupně ztrácí na své síle. S růstem nejistoty bychom proto měli volit kratší časový horizont. V současnosti lze hovořit spíše o čtvrtletích než letech.
- **Definice závazku:** Centrální banky dnes nejčastěji využívají tzv. odysseovskou formu forward guidance, kdy definují časově nebo stavově podmíněný závazek. V prvním případě je závazek jasný a snadno pochopitelný. Centrální banka se ale stává rukojmím štěstěny, neboť se situace může v mezidobí výrazně změnit. Časově podmíněný závazek by se proto měl využívat pouze v krátkém období, kdy je účinným nástrojem pro ovlivnění očekávání ekonomických subjektů. Za horizontem několika měsíců je ovšem vhodnější využít druhého typu závazku, který je podmíněný vývojem některého ekonomického ukazatele (např. inflace). To dává centrální bance flexibilitu ohledně načasování. Takový závazek by se ovšem měl opírat jak o prognózy, tak také o skutečná data, neboť prognostické modely jsou v nejistých dobách křehké.
- **Síla závazku:** Především v dobách zvýšené nejistoty je naprostým základem, aby si centrální banka zcela nesvázala ruce a ponechala si určitou volnost pro nečekané události. Díky tomu bude měnová politika předvídatelná, ale ne předem svázaná.

Jak si může ECB zajistit předvídatelnost a otevřené možnosti?

Základními prvky předvídatelnosti ECB jsou jeden směr – dvouprocentní inflační cíl; a dvě cesty, jak tohoto směru dosáhnout – posloupnost měnověpolitických kroků a forward guidance. Galhau zdůrazňuje, že ECB udělá vše pro to, aby inflaci vrátila bezpečně a dlouhodobě ke 2 %. Aby ECB udržela tento správný směr, musí své kroky dělat postupně – nejprve je potřeba ukončit čisté nákupy aktiv, poté začít zvyšovat úrokové sazby a nakonec také snižovat bilanci ECB. Toto pořadí má své opodstatnění, neboť pokud by např. ECB začala zvyšovat úrokové sazby před ukončením APP, nastalo by riziko zploštění či dokonce inverze výnosové křivky.

Guvernér Galhau připomíná, že použití forward guidance pro program nákupů aktiv APP se liší od toho, které převládalo do prosince 2018. Dříve byl APP nástrojem zcela odděleným od úrokových sazeb. Dnes jej můžeme považovat za doplňkový nástroj, který je úrokovým sazbám hierarchicky podřízený, a to jak z hlediska účelu, tak z hlediska načasování. Hlavní výhodou této změny je, že podpořila tehdejší strategii „dlouhodobě nízkých sazeb“ a posílila dopad na celou výnosovou křivku.

V rámci forward guidance k nastavení úrokových sazeb má ECB definovaná tři stavem podmíněná kritéria: i) inflace dosáhne 2 % výrazně před koncem horizontu projekcí, ii) a trvale i po zbytek horizontu projekcí, iii) dosažený pokrok jádrové inflace bude dostatečný na to, aby došlo ke stabilizaci inflace na 2% cíli ve střednědobém horizontu. Z pohledu guvernéra francouzské centrální banky je dnes již první a třetí kritérium splněno, neboť celková inflace je od léta 2021 výrazně nad 2 % a jádrová inflace se pohybuje poblíž nebo mírně nad 2 %. Dle prosincové prognózy není splněno pouze druhé kritérium. To by se ale mohlo změnit již v následujících měsících. K jakémukoli zvýšení úrokových sazeb by ovšem mělo dojít až po ukončení čistých nákupů aktiv.

Galhau považuje za důležité také připomenout, že forward guidance nikdy nezavazuje centrální banku k nějakému automatickému rozhodnutí, ale vždy ponechává prostor pro posouzení dané situace. Proto ani v momentě, kdy budou tato tři kritéria splněna, nemusí nutně dojít ke zvýšení úrokových sazeb, neboť ECB může vzít v úvahu jiné exogenní nebo mimořádné události, včetně těch geopolitických.

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