

Monitoring centrálních bank

IV/2022



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — IV/2022

V tomto čísle

Centrální banky se stále potýkají s vysokou inflací, a to v situaci značných výzev a překážek pro ekonomický růst. Zvažují proto, jaká míra zpřísnění měnové politiky je potřebná pro obnovení cenové stability, aniž by přitom ekonomické náklady byly neúměrně vysoké. Ty centrální banky, které začaly v minulém roce se zvyšováním úrokových sazeb jako první, již na posledních zasedáních ponechaly sazby beze změny (MNB, NBP, ČNB). Další centrální banky nadále pokračují ve zvyšování sazeb, ačkoli např. klíčové banky Fed a ECB zmírňují jeho razanci, když poslední zvýšení sazeb bylo o 50 b. b. oproti předchozím 75 b. b. ECB oznámila, že v březnu 2023 zahájí kvantitativní utahování.

Téma pod Lupou se věnuje napětí na trhu s britskými vládními dluhopisy na podzim letošního roku ohrožujícímu finanční stabilitu ve Spojeném království. Článek popisuje následný zásah Bank of England na tomto trhu s cílem uklidnit situaci, včetně potřeby sladit zásah s probíhajícím zpřísněním měnové politiky v prostředí vysoké inflace. Ve vybraném projevu hovoří guvernér australské RBA Philip Lowe o negativních dopadech dlouhodobě vysoké inflace, o aktuální měnové politice RBA a zejména o nabídkové straně ekonomiky, jejím dopadu na inflaci a budoucích výzvách v této oblasti.

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), Barbara Livorová a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 15. prosince 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: BANK OF ENGLAND A JEJÍ ZÁSAH NA TRHU S GILTY	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: PHILIP LOWE: CENOVÁ STABILITA, NABÍDKA A PROSPERITA	14

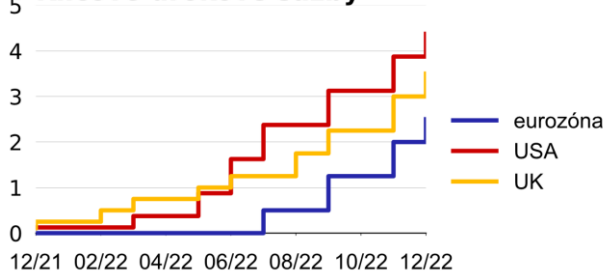
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

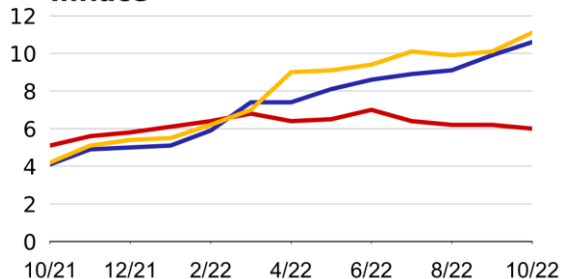
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	2 %	2 % ¹	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	27. října (+0,75) 15. prosince (+0,50)	20. – 21. září (+0,75) 1. – 2. listopadu (+0,75) 13. – 14. prosince (+0,50)	15. září (+0,50) 3. listopadu (+0,75) 15. prosince (+0,50)
aktuální klíčová sazba	2,50 %	4,25–4,5 % ²	3,5 %
poslední inflace	10,0 % (listopad 2022) ³	6,0 % (říjen 2022) ⁴	10,7 % (listopad 2022)
očekávaná MP zasedání	2. února 16. března	31. ledna – 1. února	2. února
další očekávané události	16. 3. zveřejnění prognózy	8. 3. zveřejnění Beige Book	2. 2. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁵	↑	↑	↑

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

5 Klíčové úrokové sazby



Inflace



ECB zvýšila na říjnovém zasedání sazbu o 75 b. b. a následně v prosinci o dalších 50 b. b. Dle komunikace po prosincovém rozhodnutí sazby porostou i v budoucnu. Od března 2023 bude objem aktiv v programu APP až do konce druhého čtvrtletí 2023 snižován průměrně o 15 mld. EUR měsíčně tím, že ECB nebude plně reinvestovat splatná aktiva. Tempo snižování v následujícím období bude určováno postupně. Po únorovém zasedání zveřejní ECB detailní parametry snižování objemu držaných aktiv v rámci APP. Do konce roku 2023 se ECB chystá přezkoumat svůj operační rámec pro určování krátkodobých úrokových sazeb, což by mělo přinést nové informace k ukončení normalizace objemu rozvahy ECB. Dle aktuálního výhledu bude inflace postupně klesat na úroveň 6,3 % v roce 2023, na 3,4 % v roce 2024 a 2,3 % v roce 2025. Výhled růstu HDP je aktuálně na 0,5 % v roce 2023, následně se zrychlí na 1,9 % v roce 2024 a 1,8 % v roce 2025. Rizika prognózy HDP jsou spíše ve směru slabšího růstu, v případě cenového vývoje ve směru vyšší inflace.

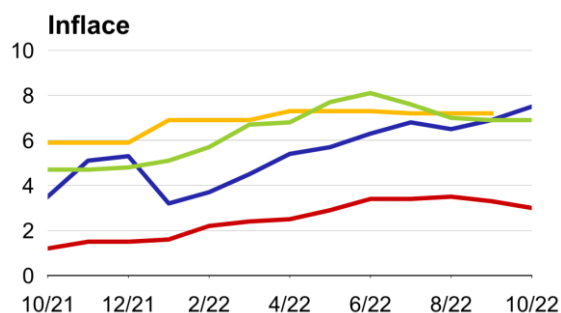
Fed na posledních třech zasedáních zvýšil hlavní úrokovou sazbu (FFR) celkem o 200 b. b. na úroveň 4,25–4,5%, přičemž na prosincovém zasedání zmínil tempo zvyšování na 50 b. b. z předchozích 75 b. b. Fed také pokračoval v kvantitativním utahování. Růst spotřeby domácností oproti loňskému roku zpomalil a snížila se aktivita na trhu nemovitostí. I přes inflaci vysoko nad cílem zůstávají inflační očekávání ukotvena. Podle [mediánových prognóz členů FOMC](#) lze očekávat růst HDP o 0,5 % v roce 2023 (oproti zářijové projekci 1,2 %), o 1,6 % v roce 2024 (1,7 %) a o 1,8 % v roce 2025 (1,8 %). Prognóza nezaměstnanosti se v letech 2023–2025 pohybuje okolo 4,5 %. Hodnota inflace PCE je v prognóze 3,1 % v roce 2023 (dříve 2,8 %), 2,5 % v roce 2024 (2,3 %) a v roce 2025 2,1 % (2,0 %). Prognóza také obsahuje očekávaný vývoj FFR, střed jeho pásma je očekáván na úrovni 5,1 % v roce 2023 (4,6 %), 4,1 % v roce 2024 (3,9 %) a 3,1 % v roce 2025 (2,9 %).

BoE třikrát po sobě zvýšila sazbu kumulativně o 175 b. b. Podle listopadové prognózy bude ekonomika Velké Británie v recesi po delší časový úsek. Míra inflace se očekává v blízké době vysoká a její prudký pokles by měl nastat od poloviny roku 2023. Pod cílovanou 2% úroveň se dostane v letech 2024 (prognóza inflace 1,5 %) a 2025 (očekáváno 0 %). V říjnu byl představen strop na ceny energií (Energy Price Guarantee), který přispěl ke snížení inflace. Prognóza předpokládá záporný příspěvek cen energií a také dopady pomalejšího růstu ekonomiky a rostoucí výše nezaměstnanosti. Prognóza očekává pokles HDP o 1,5 % v roce 2023, pokles o 1 % v roce 2024 a růst o 0,5 % v roce 2025. BoE na přelomu září a října dočasně nakupovala dluhopisy, tomuto tématu se podrobněji věnuje Téma pod Lupou. V listopadu spustila odprodeje nakoupených aktiv v rámci Asset Purchase Facility.

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

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>	<u>Kanada (BoC)</u>
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	22. září (+0,5) 3. listopadu (+0,25) 15. prosince (+0,25)	22. září (+0,75) 15. prosince (+0,50)	5. října (+0,50) 23. listopadu (+0,75)	26. října (+0,50) 7. prosince (+0,50)
aktuální klíčová sazba	2,75 %	1,00 %	4,25 %	4,25 %
poslední inflace	6,5 % (listopad 2022)	3,0 % (říjen 2022)	7,2 % (3Q 2022)	6,9 % (říjen 2022)
očekávaná MP zasedání	19. ledna	23. března	22. února	25. ledna 8. března
další očekávané události		21. 12. zveřejnění Quarterly Bulletin	22. 2. zveřejnění Monetary Policy Statement	25. 1. 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 třikrát po sobě zvýšila sazbu v souhrnu o 100 b. b. a k dalšímu zvýšení pravděpodobně dojde i během prvního čtvrtletí následujícího roku. Prognóza je dle NB spojena s vyšší než obvyklou nejistotou vzhledem k nejasné reakci domácností na vyšší inflaci i zvýšené sazby a také k potenciálním efektům vysoké inflace na mzdy a tvorbu cen. Dle prosincové prognózy zůstane inflace déle a výše nad cílem, než bylo očekáváno v minulých prognózách. Míra inflace je očekávána na 4,8 % v roce 2023, 2,8 % v roce 2024 a 2,6 % v roce 2025. Prognóza ukazuje pokles HDP na norské pevnině v roce 2023 o 0,2 %, v roce 2024 růst o 0,2 % a v roce 2025 růst o 1,4 %. Předpokládané oživení je navázáno na investice do ropného průmyslu a na aktivity spojené s klimatickou transformací.

SNB pokračovala ve zvyšování sazby, na zářijovém zasedání zvýšila sazbu o 75 b. b. (čímž se sazba poprvé od roku 2015 dostala na kladné hodnoty) a na prosincovém zasedání o dalších 50 b. b. SNB také komunikuje, že v případě potřeby bude aktivní na devizovém trhu. Podmíněná prognóza inflace (předpokládající, že měnověpolitická sazba bude na celém horizontu prognózy 1,0 %) je 2,4 % v roce 2023 a 1,8 % v roce 2024. SNB očekává růst HDP v roce 2023 o 0,5 %. Prognóza je postavená na předpokladu, že bude pokračovat nelehká situace, kdy bude oslaben globální ekonomický růst a zahraniční inflace bude zvýšená po delší časové období, ačkoli se bude postupně zmírňovat.

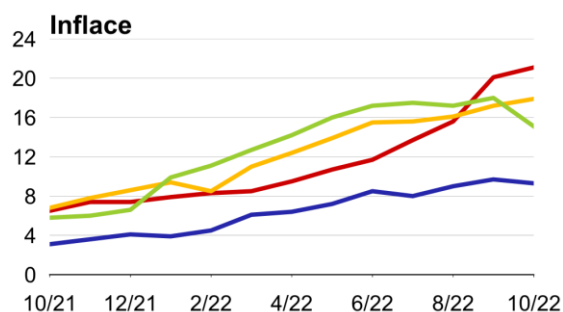
RBNZ pokračovala ve zpříšňování měnové politiky, když v říjnu a v listopadu zvýšila MP sazbu celkem o 125 b. b. RBNZ očekává, že jádrová i celková inflace zůstanou v krátkodobém výhledu zvýšené a začnou klesat v druhé polovině roku 2023. Nezaměstnanost se pohybuje na nízkých hodnotách (v září byla 3,3 %). Oslabená měna tlumí protiinflační dopady poklesu světových cen komodit. Index cen bydlení poklesl na úroveň z poloviny roku 2021, ale stále je dle RBNZ na vyšších než udržitelných úrovních a přesahuje hodnoty před pandemií. RBNZ již od července prodává aktiva dříve nakoupená v rámci LSAP programu a na listopadovém zasedání bylo rozhodnuto, že bude dále pokračovat v nastaveném tempu prodeje.

BoC zvýšila na říjnovém a prosincovém zasedání úrokovou sazbu celkem o 100 b. b. na 4,25 %. BoC také pokračuje v kvantitativním utahování. Ve 3Q 2022 byl růst HDP silnější, než se očekávalo. Prognóza počítá s růstem HDP o 0,9 % v roce 2023 a o 2 % v roce 2024. Trh práce zůstává napjatý s nezaměstnaností na historických minimech. Spotřeba ve 3Q 2022 poklesla a trh s bydlením se nadále ochlazuje. Inflace činila v říjnu stejně jako v září 6,9 %, jádrová inflace zůstala okolo 5 %. Mezičtvrtletní vývoj jádrové inflace však napovídá, že cenové tlaky by mohly ztrácet momentum. BoC očekává inflaci v roce 2023 4,1% a v roce 2024 2,2 %. BoC v budoucnu zváží, zda bude třeba úrokové sazby dále zvyšovat.

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)	19. září (+1,00) 23. listopadu (+0,75)	27. září (+1,25) 14. října (0,00) ² 25. října (0,00) 22. listopadu (0,00)	5. října (0,00) 9. listopadu (0,00) 7. prosince (0,00)	29. září (0,00) 3. listopadu (0,00)
aktuální klíčová sazba	2,50 %	13,00 %	6,75 %	7,00 %
poslední inflace	9,3 % (říjen 2022)	22,5 % (listopad 2022)	17,4 % (listopad 2022) ³	16,2 % (listopad 2022)
očekávaná MP zasedání	8. února	20. prosince 24. ledna 28. února	3. – 4. ledna 7. – 8. února 7. – 8. března	21. prosince 2. února
další očekávané události	9. 2. zveřejnění Monetary Policy Report	20. 12. zveřejnění Inflation Report	Březen: zveřejnění Inflation Report	10. 2. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	↑	→	→	→

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnujícího fixní úrokovou sazbu; ² mimořádné jednání, na němž klíčová měnověpolitická sazba zůstala nezměněna, došlo však k úpravě dalších nástrojů; ³ tzv. flash odhad; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



Riksbank pokračovala v trendu zpřísnování měnové politiky. V září zvýšila poprvé v historii sazbu o 100 b. a následně v listopadu o dalších 75 b. Listopadová prognóza ukazuje, že by se sazba měla na začátku roku 2023 ještě mírně zvýšit a poté zůstat lehce pod 3 %. CPIF inflace v říjnu byla 9,3 %, což je nižší, než ukazovala prognóza, která počítala s vyššími cenami energií, u ostatních položek ale naopak inflace odhady překonala. Prognóza očekává v příštím roce pokles inflace (5,7 %) a v roce 2024 přiblížení se 2% inflačnímu cíli. V roce 2023 Riksbank očekává pokles švédského HDP (-1,2 %) a následně růst v roce 2024 (1 %). Nezaměstnanost již klesla na předpandemickou úroveň, prognóza však očekává, že v následujících letech poroste.

MNB v září oznámila, že naposledy zvedá hlavní měnověpolitickou sazbu, konkrétně o 1,25 %, a poté bude utahovat měnovou politiku pouze alternativními nástroji. Na říjnovém ani listopadovém zasedání se proto sazba neměnila. V polovině října MNB zareagovala na vzrůstající tlak na kurz forintů mj. zvýšením O/N kolateralizované výpůjční sazby z 15,5 % na 25 % a přestala poskytovat týdenní kolateralizované výpůjčky. Na konci listopadu MNB spustila dvouměsíční depo operaci s cílem stažení likvidity z bankovního trhu. V prosinci se banka chystá obchodovat s FX swapy k dodání eurové likvidity. Inflace by dle prognózy měla začít pomalu klesat v 1H 2023 a k tolerančnímu pásmu se vrátit v 1H 2024. Očekává se zpomalení růstu HDP na 0,5–1,5 % v roce 2023 a následné oživení o 3,5–4,5 % v roce 2024.

NBP ponechala na říjnovém, listopadovém i prosincovém zasedání sazbu na stávající úrovni. Podle předběžného odhadu zpomalil meziroční růst HDP ve 3Q 2022 na 3,6 % (oproti 5,8 % ve 2Q). Listopadová prognóza ukazuje, že růst HDP v roce 2023 zpomalí na 0,7 %, v roce 2024 dosáhne 2,0 % a v roce 2025 3,1 %. NBP očekává inflaci v příštím roce na 13,1 %, v roce 2024 na úrovni 5,9 % a v roce 2025 na úrovni 3,5 %. NBP se rozhodla oproti dřívějším zvyklostem prodloužit horizont prognózy až do roku 2025, kdy se má inflace postupně přiblížit k cíli.

ČNB ponechala na zářijovém i listopadovém zasedání 2T repo sazbu beze změny. Úroková sazba je na úrovni, která tlumí domácí poptávkové tlaky. Z důvodu nedávných mimořádných, nicméně dále neeskalujících vnějších nákladových tlaků aktuálně hledí měnová politika ČNB na horizont 15–21 měsíců. Inflace bude v závěru roku dle podzimní prognózy kulminovat nad 18 %, poté začne klesat (na průměrnou hodnotu 9,1 % za rok 2023) a do blízkosti 2% cíle se vrátí v první polovině roku 2024. Růst české ekonomiky v celoročním úhrnu za rok 2022 zvolní ke 2,2 %, v roce 2023 ekonomická aktivita poklesne o 0,7 % a v roce 2024 obnoví svůj růst tempem zhruba 2,5 %. ČNB i nadále brání nadměrným výkyvům kurzu koruny.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB upravila podmínky programu TLTRO III

Evropská centrální banka na říjnovém zasedání rozhodla o [změně v nastavení svého programu](#) na podporu bankovního úvěrování (targeted longer-term refinancing operations, TLTRO III). V rámci tohoto programu si banky mohly po splnění stanovených podmínek výhodně půjčovat od ECB dlouhodobou likviditu. Program byl zaveden v roce 2019 (předchozí dvě vlny TLTRO byly vyhlášeny v letech 2014 a 2016) a zahrnoval celkem 10 operací s tříletou splatností – první v září 2019 a poté s čtvrtletní frekvencí; jeho konkrétní podmínky byly dále upravovány během pandemie koronaviru. Zatímco dosud byly půjčky v rámci TLTRO III úročeny zvýhodněnými sazbami, po říjnovém rozhodnutí nově od 23. listopadu úročení odpovídá sazbám ECB v průměru od tohoto data do doby splacení. Cílem tohoto kroku je posílit transmisí zvyšování měnověpolitických sazeb ECB do podmínek bankovního úvěrování. ECB rovněž přidala nové termíny, v nichž mohou banky své výpůjčky v rámci TLTRO III předčasně splatit.

BoE provádí kvantitativní utahování

Bank of England přistoupila k zahájení prodeje aktiv dříve nakoupených v rámci kvantitativního uvolňování. Prodej měl původně začít 3. října, kvůli turbulencím na trhu s britskými státními dluhopisy, které si vynutily zásah BoE (blíže viz aktuální Téma pod lupou), však bylo zahájení odprodeje odloženo. Nakonec byly zahájeny 1. listopadu, ovšem v první fázi BoE s ohledem na stabilitu trhu zatím neprodává dluhopisy s nejděšími splatnostmi.

RBNZ analyzuje svá předchozí rozhodnutí a svou měnověpolitickou strategii

Novozélandská centrální banka publikovala [vyhodnocení své měnové politiky v letech 2017-2022](#). Z něj mimo jiné plyne, že výrazné uvolnění měnové politiky po vypuknutí pandemie bylo oprávněné a podařilo se zabránit nejhorším ekonomickým scénářům. Na druhou stranu však ze zpětného pohledu mělo dojít k dřívějšímu utažení měnové politiky, např. prostřednictvím nižšího celkového objemu programu nákupů aktiv, jeho dřívějšího ukončení, či zahájení zvyšování úrokových sazeb dříve během roku 2021 (k prvnímu zvýšení došlo v říjnu 2021). Rovněž program Funding for Lending mohl být nastaven s vyšší flexibilitou – RBNZ jej s ohledem na svůj předchozí závazek a snahu zachovat si důvěryhodnost udržuje až do prosince 2022, ačkoli to současný ekonomický vývoj již nevyžaduje. I přesto by však dle RBNZ ani dřívější utažení měnové politiky nedokázalo plně vyvážit silné inflační tlaky plynoucí ze série nabídkových šoků, včetně ruské invaze na Ukrajinu.

Vedle toho RBNZ momentálně připravuje doporučení pro ministra financí týkající se revize jejího mandátu (ten na Novém Zélandě stanovuje vláda, ovšem centrální banka má zákonnou povinnost alespoň jednou za pět let vydat k němu a jeho potenciálním změnám své stanovisko). Dle své [předběžné pozice RBNZ](#) mimo jiné doporučuje zvážit zavedení jasné hierarchie cílů (v současnosti má RBNZ tzv. duální mandát cenové stability a maximální udržitelné zaměstnanosti) a znovu otevřít otázku, zda má měnová politika explicitně brát v úvahu dopad na vývoj cen nemovitostí (což se stalo součástí mandátu RBNZ v roce 2021). Současný 2% inflační cíl (resp. cílované pásmo 1-3 %) považuje RBNZ i nadále za vhodný. Své finální doporučení však RBNZ vydá až v dubnu 2023.

RBA pokračuje v hodnocení nástrojů využívaných během pandemie

Po dřívější [analýze](#) politiky cílování výnosové křivky (blíže viz [zářijový Monitoring centrálních bank](#)) hodnotila australská RBA své zkušenosti s dalšími nástroji využívanými po vypuknutí pandemie, a sice s [programem nákupů aktiv](#) a s [forward guidance](#). Nákupy aktiv dle RBA pomohly rychlému ekonomickému oživení z pandemického propadu, fungovaly v souladu s očekáváními a nevedly k narušení fungování trhu. Oproti cílování výnosové křivky zvyšují flexibilitu reagovat na vyvíjející se ekonomickou situaci, na druhou stranu mohou být spojeny s vyššími finančními náklady. Případné budoucí využití nákupů aktiv RBA připouští, ovšem pouze za mimořádných okolností.

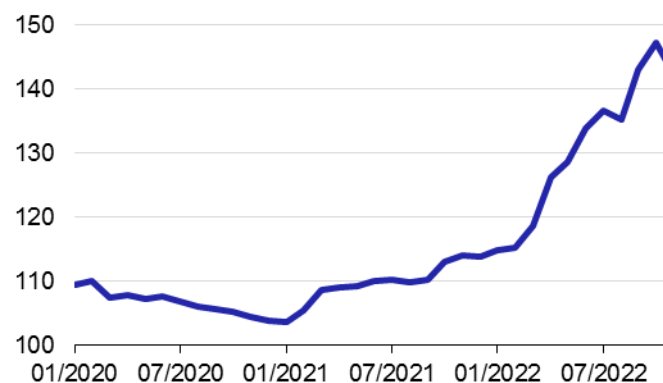
Také využití forward guidance vedlo v první fázi pandemie k zamýšlenému snížení podmínek financování a podpořilo ekonomiku. Ačkoli forward guidance byla podmíněna zejména ekonomickým vývojem (*state dependency*), v určité míře obsahovala i časová vymezení budoucích měnověpolitických kroků (*time dependency*). To zkomplikovalo komunikaci RBA, které se nepodařilo dostatečně odlišit očekávání budoucího vývoje od explicitního závazku. Právě časově vymezené forward guidance se totiž dostalo větší pozornosti médií a trhů. Když poté s ohledem na proinflační vývoj RBA začala zvyšovat úrokovou sazbu výrazně dříve oproti předchozím očekáváním (v květnu 2022 oproti roku 2024), stala se terčem značné kritiky. V budoucnu proto bude centrální banka klást v komunikaci důraz na podmíněnost svých kroků vývojem ekonomických veličin (zejména těch spadajících do jejího mandátu, tedy inflace a nezaměstnanosti). Případné využití

silnější formy forward guidance v situaci úrokových sazeb na jejich spodní efektivní hranici RBA nevyloučila, v implementaci takového nástroje však by však brala v úvahu získaná poučení.

Bank of Japan intervenovala na devizovém trhu

Japonsko 22. září poprvé od roku 1998 zasáhlo na trhu na podporu jenu. Intervence provádí BoJ, ovšem v Japonsku o nich rozhoduje tamní ministerstvo financí. Stalo se tak ve snaze tlumit dlouhodobější trend oslabování jenu vůči americkému dolaru, který je mimo jiné důsledkem rozšiřujícího se úrokového diferenciálu mezi nimi – BoJ je nyní poslední centrální bankou, která stále udržuje záporné úrokové sazby. Příslušné autority detaily nekomentovaly, avšak k zásahům na devizovém trhu podle všeho docházelo i v následujících týdnech – [podle Reuters](#) Japonsko intervenovalo během září a října, naopak během listopadu již díky uklidnění situace k dalším intervencím nedocházelo. (Měnové politice Bank of Japan včetně tehdejšího vývoje kurzu jenu se detailněji věnovalo [Téma pod lupou v červnovém Monitoringu centrálních bank](#).)

Kurz japonského jenu a amerického dolaru (JPY/USD)



Pozn. Vyšší hodnota znamená slabší jen vůči dolaru.
Zdroj: Bank of Japan.

Bývalý šéf Fedu obržel Nobelovu cenu za ekonomii

Ben Bernanke, který stál v letech 2006–2014 v čele americké centrální banky, je jedním z letošních laureátů Nobelovy ceny za ekonomii (resp. Ceny Švédské národní banky za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela). Ve své akademické dráze se Bernanke věnoval zejména výzkumu Velké deprese ve 30. letech 20. století. Spolu s ním cenu obdrželi Douglas Diamond a Philip Dybvig, ve všech případech za výzkum v oblasti bank a finančních krizí.

III. TÉMA POD LUPOU: BANK OF ENGLAND A JEJÍ ZÁSAH NA TRHU S GILTY

V uplynulých měsících musela Bank of England reagovat na bezprecedentní rizika pro finanční stabilitu. Turbulentní zhoršení situace na trhu s dlouhodobými britskými státními dluhopisy (gilty) po oznámení expanzivních fiskálních kroků vládou vedlo k zásahu BoE pomocí časově omezeného nákupu dluhopisů. BoE se přitom již chystala k zahájení prodeje dluhopisů, bylo tedy třeba se rychle a dočasně přeorientovat z prodeje na nákup dluhopisů. Během 13 pracovních dní na přelomu září a října bylo cílem dočasného nákupu dluhopisů získat pro tzv. LDI (liability-driven investment) fondy čas k rekapitalizaci a znovuoobnovení finanční stability. Komunikace využití tohoto nástroje byla pro centrální banku výzvou, neboť bylo důležité odlišit nákupy dluhopisů k zajištění finanční stability od měnověpolitického kvantitativního uvolňování, které banka využívala v minulosti.

Tento článek popisuje sled událostí spojených se zásahem na trhu se státními dluhopisy, představuje design intervencí na trhu s gilty a výzvy, kterým bylo třeba čelit, a v neposlední řadě zmiňuje důležitost komunikace centrální banky při použití takovýchto nestandardních zásahů na trhu.

Přehled událostí spojených se zásahem na trhu s gilty

V září 2022 Bank of England chystala spustit aktivní část kvantitativního utahování, prodej držených aktiv, jako část svého boje s vysokou inflací.¹ Na jednání Monetary Policy Committee (MPC)² 22. září byl ještě odhlasován prodej státních dluhopisů, tzv. giltů,³ což bylo signalizováno již dříve na srpnovém jednání. Prodej nakoupených aktiv měl ukončit dekádu kvantitativního uvolňování, které v několika vlnách reagovalo na světovou finanční krizi, výsledky referenda o brexitu a počátek pandemie. Prodeje v rámci kvantitativního utahování měly začít 3. října. Týden před zmíněným jednáním MPC rozhodla BoE rovněž o zvýšení své základní úrokové sazby. V reakci na rozkolísání trhu s gilty na přelomu září a října, které představovalo značné riziko pro finanční stabilitu, se však BoE musela během jednoho měsíce přeorientovat z prodeje giltů na jejich nákup a následně zpět na prodej.

V pátek 23. září vláda oznámila program zvaný [Growth Plan](#) a jako součást tohoto programu byl britskému parlamentu představen fiskální balíček, který dostal pojmenování „mini-budget“. Jeho součástí byly hospodářské politiky a významné daňové škrty jako např. snížení sazby daně z příjmů fyzických osob nebo zrušení plánu na zvýšení daně z příjmu právnických osob od dubna 2023. Představené daňové škrty a hospodářské politiky by snížily výnosy státní pokladny o asi 45 miliard liber v letech 2026 a 2027. Zveřejnění těchto plánů vyvolalo prudkou tržní reakci, kdy ve stejný den došlo k oslabení libry oproti americkému dolaru o 4 %, oproti euru o 2 % a výnosy dlouhodobých giltů narostly mezi páteční a pondělní závěrečnou cenou o 30 bazických bodů. V návaznosti na rychlý nárůst výnosů z giltů a tedy propad jejich cen se objevily první obavy manažerů tzv. liability-driven investment (LDI)⁴ fondů o důsledcích pro vývoj finanční stability těchto fondů, pokud by pokračoval trend nedostatku likvidity. Trend nedostatku likvidity se objevil po představení rozpočtu, kdy se výrazně zmenšila poptávka po středně- a dlouhodobých britských dluhopisech (kvůli nejistotě ohledně budoucího financování britských státních výdajů kvůli daňovým škrtům). Od počátku září do rána 28. září výnos z dvacetiletého giltu vzrostl o více jak 140 bazických bodů, což je dvakrát vyšší nárůst v porovnání s výkyvy na trhu dluhopisů na jaře 2020, který již byl rekordní v porovnání s ostatními historickými nárůsty. Vývoj výnosů střednědobých a dlouhodobých britských státních dluhopisů od počátku září do poloviny listopadu je zachycen v Grafu 1.

Ve dnech 26. a 27. září se již objevovaly okamžiky, kdy na trhu s gilty nebyli skoro žádní kupci středně- a dlouhodobých dluhopisů, což vedlo k tlaku na další pokles ceny a růst výnosů. Manažeři LDI fondů začali prodávat jimi držené gilty (představující významný podíl aktiv těchto fondů) ve velkých objemech, aby si zajistili zdroje pro uspokojení vyšších margin calls a také uchovali hodnotu svých čistých aktiv v kladných hodnotách. Na trhu s gilty se tak začala roztáčet sebezposilující se cenová spirála, která mohla narušit stabilitu na finančním trhu. To představovalo riziko pro penzijní systém, který je

¹ BoE od února letošního roku již pasivně kvantitativně utahuje, kdy znovu neinvestuje výnosy z držených bondů s dosaženou splatností. Celý proces postupného ukončování kvantitativního uvolňování a následného provádění kvantitativního utahování centrálními bankami blíže popisovalo Téma pod lupou v [březnovém vydání Monitoringu centrálních bank](#).

² Ve Spojeném království spadá péče o cenovou i finanční stabilitu do mandátu Bank of England, mají je však na starosti dva rozdílné orgány. Za měnovou politiku je zodpovědný sedmičlenný výbor Monetary Policy Committee, zatímco finančněstabilní politiku provádí Financial Policy Committee, jenž má dvanáct členů včetně jedné zástupkyně Treasury bez hlasovacích pravomocí. Guvernér a tři viceguverneři jsou členy obou výborů zároveň, což zajišťuje jistou úroveň koordinace obou politik.

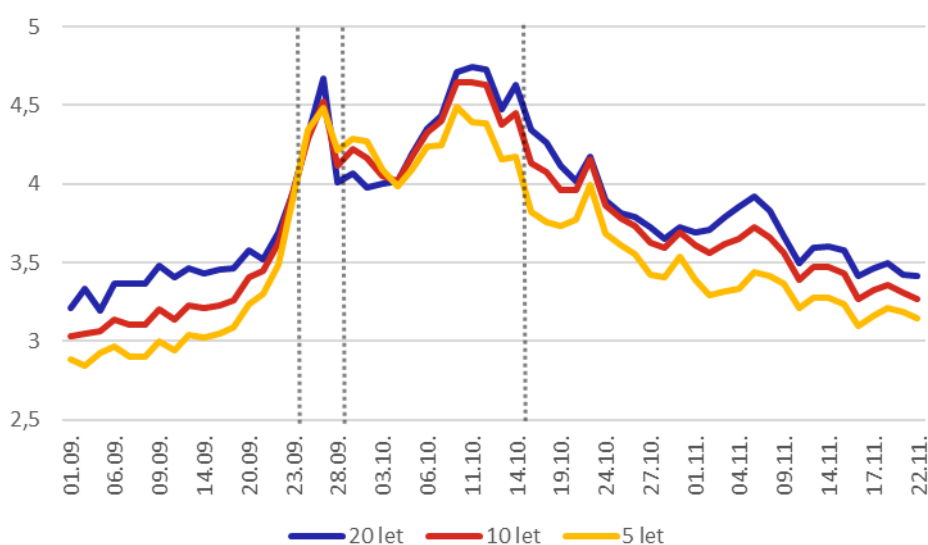
³ Gilt je dluhopis vydaný vládou Spojeného království (konkrétně His/Her Majesty's Treasury, neformálně možné označit ministerstvem financí UK), v librách a kótovaný na londýnské burze cenných papírů (London Stock Exchange). Trh s gilty nabízí dva různé druhy dluhopisů: konvenční gilty, které tvoří asi 75 % portfolia, a indexované gilty, které tvoří zbylých 25 %.

⁴ Liability-driven investment je strategie investic dle závazků. Jedná se o snahu fondů se zajistit, aby se hodnota jimi držených aktiv chovala podobně jako hodnota jimi držených pasiv, jelikož obě strany mění svou hodnotu díky inflaci a úrokovým sazbám.

s LDI fondy propojen za účelem zajištění pákového efektu (viz níže). BoE se tak ocitla v situaci, kdy specifická a veřejnosti ne příliš známá část trhu představovala riziko pro finanční stabilitu. Zároveň však BoE byla ve svých krocích limitována potřebou nepřipustit přílišné uvolnění měnových podmínek v kontextu vysoké inflace.

BoE zareagovala na situaci vyhlášením dočasného nákupu konvenčních giltů se zbytkovou splatností delší než 20 let⁵ každý všední den od 28. září do 14. října. V den počátku operace, 28. září, v reakci na oznámení nákupů poklesly výnosy 20letých giltů o více než 60 bazických bodů (jak lze vidět v Grafu 1). Cílem nákupu bylo získat čas pro penzijní fondy, aby mohly upravit svou rozvahu a získat dostatek likvidity. Zároveň s vyhlášením dočasného nákupu bylo oznámeno, že se odkládá začátek plánovaného prodeje dluhopisů na konec října. 10. října pak spustila BoE nový nástroj Temporary Expanded Collateral Repo Facility (TECRF), který banka plánovala používat do (a později tak i učinila) 10. listopadu.⁶ Tento nástroj rozšířil seznam přijímaného kolaterálu v rámci repo operací o korporátní dluhopisy, což zvýšilo flexibilitu bank vůči přijímanému kolaterálu od penzijních fondů a podpořilo likviditu trhu. Tyto kroky byly přijaty za účelem zajištění finanční stability a byly rozhodnutím Financial Policy Committee (FPC), zatímco měnověpolitická MPC o nich byla informována.

Graf 1: Výnosy střednědobých a dlouhodobých britských státních dluhopisů (v %)



Pozn. Vertikální čáry znázorňují postupně den, kdy byl zveřejněn Growth Plan, den zahájení nákupů giltů a den jejich ukončení.
Zdroj: Bank of England, denní data.

Dne 14. října byl odvolán Kwasi Kwarteng ze své funkce kancléře státní pokladny (funkce odpovídající českému ministru financí) kvůli chaosu, který následoval po oznámení „mini rozpočtu“. I přes následné zrušení navrhovaných změn fiskálního balíčku nakonec 20. října rezignovala i samotná premiérka Liz Trussová. Na místo kancléře státní pokladny nastoupil Jeremy Hunt a novým premiérem se stal Rishi Sunak.

Ve svém [stanovisku z 18. října](#) BoE oznámila, že začne od listopadu (tedy o měsíc později oproti původnímu plánu) prodávat aktiva držená v rámci Asset Purchase Facility (tj. aktiva nakoupená během předchozích let kvantitativního uvolňování) v celkové hodnotě 838 miliard liber, tedy se přeorientovala z nákupu giltů zpět na prodej. Cílem prodeje je snížit množství držených aktiv o 80 miliard liber v průběhu následujícího roku. Dne 1. listopadu skutečně prodala 750 milionů liber krátkodobých dluhopisů a tedy začala s aktivním kvantitativním utahováním. Ve čtvrtek 3. listopadu na měnověpolitickém zasedání byla zvýšena úroková sazba o 0,75 procentního bodu a BoE tak pokračovala v utahování měnové politiky s cílem snížit míru inflace.

⁵ Kompletní specifikaci celé operace včetně způsobilých instrumentů lze najít v [Market Notice z 28. září 2022](#).

⁶ Celková hodnota využitých aktiv v rámci TECRF za dané měsíční období byla 7,5 milionu liber.

Hledání vhodné reakce na situaci na trhu s gilty

Tzv. defined benefit (DB)⁷ penzijní programy vlastní dlouhodobé gilty a z hlediska financování jsou tak vystaveny změnám ve výši jejich výnosů. DB programy proto využívají LDI fondy, aby si zajistily vyšší výnos a také finanční zajištění proti expozici výnosům z dlouhodobých giltů. V období nízkých sazeb tato strategie poskytla DB penzijním programům krytí proti rizikům spojeným se změnou hodnoty jejich závazků. Se změnami sazeb a inflace umožňovala DB fondům držení rizikovějších aktiv s vyšším výnosem. Roztočením cenové spirály giltů však byly LDI fondy vystaveny riziku nelikvidity, protože prodej giltů ve velkých objemech dále snížil cenu fondy držných aktiv, což vyžadovalo dodatečné peněžní zdroje, aby mohly být uspokojeny margin calls a aby LDI fondy udržely kladnou čistou hodnotu aktiv. Fondy ale neměly dostatečné finanční zdroje, aby byly schopny vyhovět margin calls a udržet kladnou čistou hodnotu aktiv, tedy byla požadována urychlená rekapitalizace. Mechanismus pro rekapitalizaci byl však konstruován pro klidnější časy. U DB fondů nechyběly prostředky ani motivace rekapitalizovat LDI fondy (trvale vyšší výnosy totiž snižují náklady budoucích závazků a zlepšuje se tak financování DB fondů),⁸ avšak těmto zdrojům trvala aktivace příliš dlouho. Pokud DB fondy nebyly schopné vyhovět poptávce po větším zajištění nebo měly investice v LDI fondu, který nenaplnil svoje zajišťovací požadavky, tak DB fondy mohly ztratit část svého zajištění proti poklesu výnosů z giltů v budoucnu.

BoE hledala instrument, který by splnil tři následující kritéria: byl potřeba nástroj, který by dodal čas LDI fondům, aby mohly získat zpět ztracenou stabilitu. Další podmínkou bylo, že instrument nezpůsobí na konci svého působení velký skok v cenách giltů, což by znovu ohrozilo finanční stabilitu, a tím by byla znevěhodněna ukončovací strategie vybraného nástroje. A poslední důležitou podmínkou bylo jasné oddělení použití nástroje od měnověpolitické strategie. Bylo totiž jasné, že nástroj bude působit proinflačním směrem, tedy směrem opačným než jakým působí zvyšování měnověpolitické sazby nebo kvantitativní utahování.

BoE měla předchozí zkušenost s mimořádným nákupem dluhopisů a dalších bondů s cílem umožnit nebankovním institucím získat zajištění při nedostatku likvidity nebankovních institucí související s margin calls z března 2020, období označovaného jako „dash for cash“. V roce 2020 také došlo k prudkému poklesu cen i nerizikových aktiv (jako jsou vládní dluhopisy) v důsledku prodeje těchto nerizikových aktiv ve velkých objemech s cílem získání likvidity.

Právě v návaznosti na události března 2020 se BoE spojila s dalšími centrálními bankami v rámci pracovní skupiny, aby se společně zabývaly otázkou, jak může centrální banka pomoci dodat potřebnou likviditu trhům. [Zpráva této pracovní skupiny](#) zdůrazňuje, že ve zmírnění dysfunkcí trhu by nákupy aktiv mohly být ve srovnání s úvěrovými operacemi efektivní v reakci na více různých příčin. Nákupy aktiv vedle poskytnutí potřebné likvidity ovlivňují napřímo tržní ceny, tedy všechny držitele dotčených aktiv. Pomáhají zmírňovat problém asymetrických informací způsobující výkyvy v cenách. Zpráva ale také varovala před důsledky takových intervencí ve smyslu pobízení k podcenění rizik (např. morálnímu hazardu). Nákupy aktiv mohou podle zprávy také vystavit riziku kapitál centrální banky. Zvláště v rozvíjejících se ekonomikách by mohla v krajním případě být ohrožena i nezávislost centrální banky, kdy by rozhodnutí centrální banky mohla být nepřiměřeně ovlivněna potřebami vládního financování.

BoE se nakonec rozhodla pro dočasné nákupy dlouhodobých giltů prováděné pouze po dobu 13 pracovních dní – tento termín byl považován za dostačující pro fondy, aby získaly dostatek času na rekapitalizaci. Intervence byly nejprve zaměřené pouze na konvenční gilty,⁹ následně byly od 11. října rozšířeny i na indexované gilty.¹⁰ BoE určila strop hodnoty pro množství nákupu giltů za jeden den na 5 miliard liber. 10. října zvýšila strop maximálních denních nákupů z 5 miliard na 10 miliard liber. V Grafu 2 zachycujícím hodnotu zakoupených giltů lze pozorovat, že BoE se v žádném ze 13 dní nepřiblížila stanovenému stropu. Po rozhodnutí zahrnout do nákupů i indexované gilty se přiblížila původnímu stropu 5 miliard liber denně, v tyto dny však již byl stanovený zvýšený strop. Nákupy giltů v hodnotě vyšší než jedna miliarda liber probíhaly jen v počátečních a posledních dnech třináctidenního okna. BoE nakoupila během tohoto období dluhopisy v celkové hodnotě 19,26 miliard liber, což je nižší hodnota, než s jakou původně banka počítala.¹¹

⁷ Ve Spojeném království se objevují dva typy soukromých penzijních programů. Typ defined benefit vyplácí výši penze na základě výše výplaty a počtu odpracovaných let pro zaměstnavatele, který také program zajišťuje. Druhým typem je defined contribution, kdy vyplácená částka závisí na množství vložených peněz, zúročení investice a zda je částka vybrána jednorázově nebo po malých částkách.

⁸ Podle [Pension Protection Fund 7800 indexu](#) mezi prosincem 2021 a listopadem 2022 (tedy v období, kdy se zvyšovala měnověpolitická sazba) se hodnota pasív DB penzijních fondů snížila o cca 34 % (z 1,69 bilionu liber na 1,12 bilionu liber). Za stejné období se hodnota jejich aktiv snížila pouze o 18 % (z 1,82 bilionu liber na 1,49 bilionu liber). Tedy se za toto období zvýšila čistá hodnota aktiv 2,5x z 146 miliard na 375 miliard.

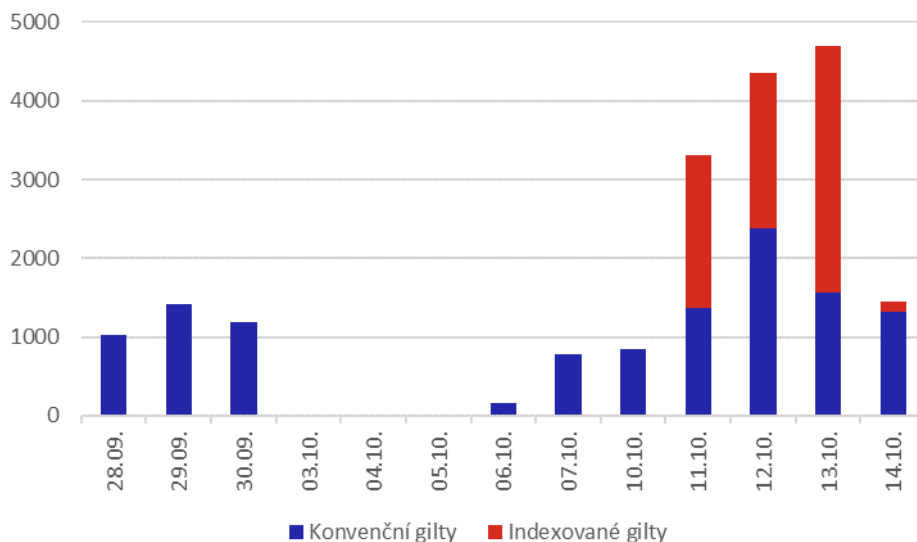
⁹ Konvenční gilt (Conventional gilt) je závazek vlády, který garantuje držitelům giltu fixní výplatu kupónu každých šest měsíců až do data splatnosti, kdy obdrží poslední kupón a dojde k vrácení jistiny. Cena konvenčních giltů je kótována v nominální hodnotě 100 liber, ale může být obchodována i za jednotky pencí.

¹⁰ Indexovaný gilt (Index-linked gilt) také garantuje držitelům pololetní výplatu kupónu až do doby splatnosti a vrácení jistiny, ale od konvenčního giltu se liší tím, že pololetní výplatu kupónu a jistina jsou upraveny v souladu s vývojem Retail Price Indexu ve Velké Británii, tedy reflektují nárůst inflace od data, kdy byl závazek vydán.

¹¹ Ve svém [projevu](#) na konferenci to zmiňuje Andrew Hauser, výkonný ředitel pro trhy v rámci Bank of England.

Od 29. listopadu začala BoE rozprodávat mimořádně nakoupené gilty v rámci třináctidenního období, kdy za první den snížila objem nakoupených dluhopisů o necelá dvě procenta. [BoE nestanovila](#) pro prodej žádné konečné datum, pouze jej omezila na tři půlhodinová okna během pracovního týdne. BoE určila minimální cenu za odprodej, avšak nemá určenou žádnou maximální ani minimální hodnotu denního objemu odprodejů. Banka zvolila pomalý a nenucený odprodej s cílem znovu nedestabilizovat trhy s gilty.

Graf 2: Mimořádné nákupy giltů BoE v jednotlivých dnech (v milionech liber)



Zdroj: Bank of England.

Komunikace centrální banky ohledně použití nástroje

Důležitou součástí nákupů byla komunikace. BoE spolu s vyhlášením nákupů 28. září ráno deklarovala, že jejím cílem je zajištění finanční stability a nejedná se o změnu dlouhodobějšího procesu utahování měnové politiky. BoE také v této souvislosti prohlásila, že intervence jsou dočasné a budou v účinnosti pouze stanovených 13 dní. Ve své komunikaci BoE zdůrazňovala, že nejde o nákupy s cílem dosáhnout určitého objemu nebo zisku, ale že jde o nákup takového množství aktiv, které je potřeba pro dosažení finanční stability a k rekapitalizaci trhu. Také zdůrazňovala, že jí nejde o snížení ceny dlouhodobého vládního zadlužování. HM Treasury deklarovala, že finanční rizika operace bude kryt, a tedy chránit banku proti jakýmkoliv finančním ztrátám a naopak profitovat z jakéhokoliv výnosu z nákupu, držení a následného prodeje giltů.¹² Komunikace se ukázala jako silný nástroj, neboť napomohla tomu, že BoE stačilo pro zklidnění situace nakoupit výrazně menší objem giltů (jak bylo diskutováno výše), než by odpovídalo stanovenému stropu.

V den oznámení a zahájení programu došlo k prudkému poklesu výnosů střednědobých a dlouhodobých konvenčních i indexovaných giltů (viz Graf 1). Tisk o operaci informoval jako o další vlně kvantitativního uvolňování a také investoři nazývali tuto operaci další vlnou kvantitativního uvolňování. Nižší výnosy uklidnily situaci s nuceným prodejem aktiv LDI fondy. Nyní čelila BoE dalšímu riziku – kdyby výnosy zůstaly na takto nízké úrovni, tak by došlo k přehnanému tlumení pobídky pro fondy, aby zlepšily svou odolnost, a na konci období intervencí by došlo k velkému skoku v cenách dluhopisů. Trhy ale vstřebaly informaci, že intervence mají fungovat pouze jako jakási zarážka, a tak se výnosy začaly postupně zvyšovat, což zvýšilo šanci, aby byly dluhopisy kupovány soukromým trhem a snížil se potenciál pro velký skok v cenách na konci období intervencí. Vláda komunikovala o změně původně navržených daňových škrťů a došlo i k personálním změnám ve vládě, což také napomohlo k uklidnění situace na trhu s gilty. Komunikaci BoE navíc zkomplikoval [článek ve Financial Times](#) dva dny před ukončením intervencí o údajných tichých debatách v rámci BoE o možném prodloužení doby intervencí na trhu vládních dluhopisů. BoE v reakci na tento článek nadále deklarovala, že ukončí nákupy aktiv dle původního plánu 14. října, což následně i uskutečnila.

¹² Mezi BoE, HM Treasury a BEAPFF (Bank of England Asset Purchase Facility Fund – společnost spadající pod BoE, ovšem oddělená od ní, skrze níž BoE prováděla nákupy aktiv v rámci QE) platí od roku 2009 podobná dohoda (Deed of Indemnity) ohledně kvantitativního uvolňování, kdy HM Treasury pokrývá finanční ztráty z QE a naopak inkasuje zisky. Většinu času od počátku QE byly díky nízkým sazbám inkasovány zisky, ale například v říjnu letošního roku [BoE dostala 282 milionů liber od Treasury](#) na pokrytí ztrát z QE programu. Taková dohoda mezi centrální bankou a ministerstvem financí je ojedinělá a například v eurozóně kvůli pravidlům EMU ministerstva nemohou jednoduchou cestou rekapitalizovat centrální banky.

Závěr

V reakci na rizika pro finanční stabilitu plynoucí z trhu se střednědobými a dlouhodobými gilty zareagovala BoE krátkodobými časově omezenými nákupy těchto dluhopisů. Vzhledem k překotnému vývoji situace bylo třeba rychle jednat, banka přišla s reakcí na horšící se situaci čtvrtý pracovní den po vzniku celé situace. BoE obvykle hraje ve finančním systému Velké Británie roli věřitele poslední instance (lender of last resort). Ale jak v roce 2020, tak i nyní v roce 2022, se BoE zachovala jako tvůrce trhu poslední instance (market-maker of last resort), kdy byla nucena dodat likviditu na trhy. Jednalo se navíc o bezprecedentní situaci, BoE se tedy stala jakýmsi průkopníkem v této oblasti.

BoE také stála před situací, v níž se musela zároveň vyrovnat s ohrožením finanční stability a zároveň s otázkou nastavení měnové politiky tak, aby tlumila vysokou inflaci. BoE tedy potřebovala ve své komunikaci jasně oddělit aktuální mimořádné nákupy a dřívější programy kvantitativního uvolňování. Zárok centrální banky (spolu s personálními změnami ve vládě a s ustoupením obměněné vlády od kontroverzních rozpočtových kroků) přispěl k uklidnění situace na trhu s gilty a zabránil výraznějším negativním dopadům na britský penzijní – a potažmo celý finanční – systém. Sama BoE chce v budoucnu vyhodnotit, zda nešlo pro uklidnění situace použít jiný nástroj. S odstupem času jistě dojde ostatními centrálními bankéři a odbornou komunitou k vyhodnocení komunikace a reakce BoE na celou situaci.

Literatura

Czech, R., Gual-Ricart, B., Lillis, J., & Worlidge, J. (2021). „The role of non-bank financial intermediaries in the ‘dash for cash’ in sterling markets.“ Bank of England Financial Stability Paper, (47), 1253-1274.

Hauser, A., Logan, L., et al. (2022). „Market dysfunction and central bank tools.“ BIS Markets Committee Papers, Bank for International Settlements.

IV. VYBRANÝ PROJEV: Philip Lowe: Cenová stabilita, nabídka a prosperita

Guvernér australské RBA Philip Lowe ve svém listopadovém projevu u příležitosti výroční večeře Komise pro ekonomický rozvoj Austrálie ilustroval zhoubné dopady dlouhodobě vysoké inflace, předestřel budoucí změny v globální ekonomice a jejich dopad na měnovou politiku a shrnul nedávný vývoj měnové politiky RBA.

Zhoubné dopady vysoké inflace

V šedesátých letech minulého století činila průměrná míra inflace v Austrálii 2 %. V sedmdesátých letech inflace výrazně narostla a zkrotit se jí podařilo až v letech devadesátých. Od té doby, v režimu cílování inflace, se inflace pohybovala až do letošního roku na nízkých hodnotách v poměrně úzkém koridoru. Inflace v sedmdesátých a osmdesátých letech poškodila australskou ekonomiku, snížila životní úroveň a zdiskreditovala myšlenku, že tolerování vyšší inflace povede k rychlejšímu růstu a vyšší zaměstnanosti. Opak byl skutečností. Vysoká inflace způsobila nižší ekonomický růst, ztrátu pracovních míst a nižší reálné mzdy.

Jako další lekci těchto dekád P. Lowe uvádí velké náklady na snížení inflace poté, co zakořenila v očekávání lidí. Návrat inflace k nízkým hodnotám vyžadoval vysoké úrokové sazby, které vyústily v recesi a nárůst nezaměstnanosti. Tato zkušenost vede centrální banky k tomu, aby zajistily, že současná epizoda zvýšené inflace bude pouze dočasná. Ekonomika funguje dobře jen při nízké inflaci, a pokud inflace zapustí kořeny, je velmi nákladné ji potlačit.

Na nabídce záleží

P. Lowe upozorňuje, že světovou ekonomiku čekají dlouhodobé změny, které pravděpodobně zasáhnou do vývoje inflace, měnové politiky a podnikatelského prostředí v Austrálii. V posledních desetiletích přistupovala většina centrálních bank k řízení inflace skrze ovlivňování agregátní poptávky. Nabídka byla vnímána spíše jako něco, co se pomalu vyvíjí v pozadí. Významnou roli v tom sehrály rozvoj mezinárodního obchodu a následná flexibilita nabídky, ekonomický růst v Číně, který přispěl ke snížení relativních cen, a demografický vývoj a s ním spojený růst pracovní síly. Pohlédneme-li do budoucna, zdá se, že nabídka bude mít větší vliv. Nedávné události, zejména pandemie covid-19 a ruská invaze na Ukrajinu, nám připomněly, jak velký vliv může nabídka mít, a přispěly k nejvyšší inflaci za několik desetiletí. Kromě těchto šoků však guvernér Lowe spatřuje dlouhodobější faktory, které mohou inflaci učinit více volatilní, než tomu bylo dosud.

Prvním faktorem je obrát v trendu globalizace. V posledních dekádách mezinárodní obchod sílil, nyní se však jeho intenzita snižuje. Nové obchodní bariéry zamezují bližší integraci a ovlivňují růst životních standardů a cen zboží a služeb. Druhým faktorem je demografie. Donedávna velikost populace v produktivním věku ve vyspělých zemích rostla a s ní se zvyšovala i pracovní síla, jejíž využití bylo usnadněno technologickým pokrokem. Tento trend se též otočil. Velikost populace v produktivním věku ve vyspělých zemích klesá a pracovní síla v rozvíjejících se ekonomikách prozatím nebyla integrována do globální ekonomiky. Třetím faktorem jsou klimatické změny. Stoupá frekvence extrémních meteorologických jevů, které narušují produkci a ovlivňují ceny. P. Lowe jako příklad uvádí nedávné záplavy v Austrálii, které přispěly k rostoucí inflaci skrz ceny potravin či komodit. Posledním faktorem, který guvernér RBA zmiňuje, je globální energetická transformace, konkrétně přechod k zelené energetice a nahrazování dosluhujících energetických zařízení. Během této transformace lze očekávat vyšší a kolísající ceny energií.

Nabídkové šoky budou na inflaci působit skrze dva kanály. Prvním kanálem je vyšší četnost nabídkových šoků, druhým kanálem je nižší elasticita nabídky. Oba tyto kanály budou mít za následek volatilnější inflaci. Z toho vyplývá několik důsledků pro měnovou politiku. Zaprvé, bude problematičtější udržet inflaci v předem daných mezích. Zadruhé, zvýší se důležitost silné nominální kotvy. Ačkoliv bude složité vracet inflaci zpět k cíli, lze toho dosáhnout snadněji, pokud lidé budou věřit, že se inflace k cíli skutečně vrátí. Měnověpolitické prostředí tak bude dle australského guvernéra pro centrální banky obecně složitější. To však neznamená, že dojde ke snížení schopnosti centrálních bank dosahovat svého inflačního cíle.

Měnová politika RBA

V závěru svého proslovu P. Lowe shrnuje nedávnou měnovou politiku RBA. V době pandemie RBA využívala forward guidance, zároveň se však potýkala s problematickou komunikací, neboť deklarované podmínky, za nichž mělo dojít ke zvýšení úrokových sazeb, byly zastíněny informací o očekávaném načasování zvýšení úrokových sazeb. Po prvním zvýšení sazeb v květnu tohoto roku se RBA vrátila k předpandemickému pojetí forward guidance, které se vyhýbá kalendářním termínům. Přesto bude RBA nadále poskytovat informace, které veřejnosti umožní utvořit si vlastní úsudek ohledně budoucích pohybů úrokových sazeb.

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