

Monitoring centrálních bank

— I / 2021



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — I / 2021

ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

V tomto čísle

Hospodářský výkon námi sledovaných ekonomik je aktuálně dominantně ovlivňován protiepidemickými opatřeními. V nadcházejícím období bude pandemická i ekonomická situace zásadně formována průběhem vakcinace a obecně schopností jednotlivých zemí zvládat epidemii na svém území. Nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje je tak stále vysoká a významně ztěžuje prognózy centrálních bank. Vlády a centrální banky nadále pokračují v expanzivním působení na ekonomiky s využitím široké palety nástrojů, u centrálních bank dochází k dalšímu rozšiřování prostoru měnové politiky pomocí nekonvenčních opatření. Za uplynulé tři měsíce žádná z námi sledovaných centrálních bank nezměnila své úrokové sazby.

Aktuální Téma pod lupou se věnuje povinným minimální rezervám, jejich dnešnímu využití a potenciálním funkcím. Ve vybraném projevu guvernér britské Bank of England Andrew Bailey přibližuje, jakým způsobem se centrální banky v režimu cílování inflace adaptují v rámci svého mandátu cenové stability na nové ekonomické výzvy.

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: Lucie Matějková (editorka), Kateřina Arnoštová, Ivana Kubicová a Vojtěch Molnár.

Uzávěrka tohoto čísla je 11. března 2021.

Obsah

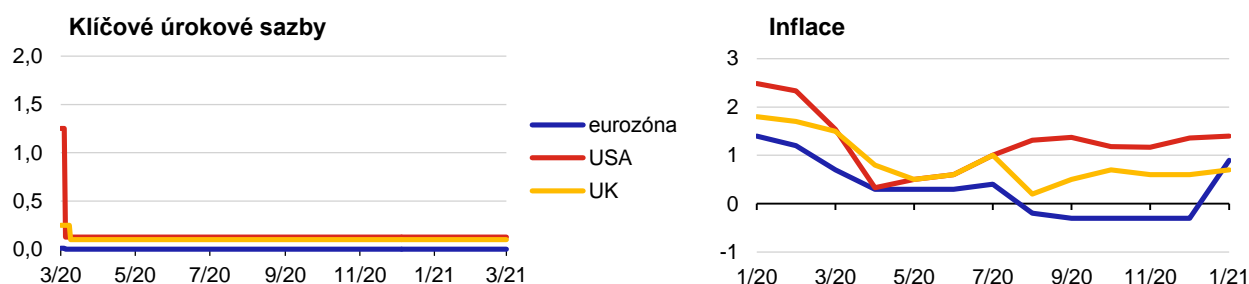
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané země mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: POVINNÉ MINIMÁLNÍ REZERVY	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: ANDREW BAILEY: MODERNÍ VÝZVY PRO MODERNÍ CENTRÁLNÍ BANKU	13

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 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. ledna (0,0);(0,0) ³ 11. března (0,0);(0,0) ³	15. – 16. prosince (0,00) 26. – 27. ledna (0,00)	17. prosince (0,00) 3. února (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ³	0 – 0,25 % ⁴	0,1 %
poslední inflace	0,9 % (únor 2021) ⁵	1,4 % (leden 2021)	0,7 % (leden 2021)
očekávaná MP zasedání	22. dubna 10. června	16. – 17. března ⁶ 27. – 28. dubna	18. března 6. května
další očekávané události	10. června zveřejnění prognózy	2. června Beige Book	6. května zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁷	→	→	→

Poznámka: ¹ definice cenové stability dle ECB „pod, ale blízko 2%“; ² dlouhodobý průměr, podle definice ze srpna 2020; ³ depozitní sazba; ⁴ v grafu je zobrazen střed pásma; ⁵ tzv. Flash odhad; ⁶ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB ponechala úrokové sazby beze změny a ponechá je na této či nižší hodnotě, než bude inflační výhled výrazně konvergovat k úrovni dostatečně blízké, ale pod 2 %, a tato konvergence se promítne i do vývoje jádrové inflace. Objem nákupu aktiv PEPP zůstává na 1850 mld. EUR a čisté nákupy aktiv potvrzují nejméně do března 2022. ECB očekává v příštím čtvrtletí zvýšení tempa nákupů proti prvním měsícům tohoto roku. Čisté nákupy aktiv v rámci programu APP budou i nadále probíhat v měsíčním objemu 20 mld. EUR; ECB je ukončí krátce před tím, než začne zvyšovat úrokové sazby. U obou programů jsou opětovně investovány jistiny. Program TLTRO III zůstává v platnosti do června 2022. Všechny nástroje může ECB dále přizpůsobit tomu, aby bylo zajištěno udržitelné směřování inflace k jejímu cíli v souladu s jejím závazkem v oblasti symetrie. Loni poklesl HDP o 6,6 %. ECB v letošním roce očekává růst HDP 4 % (proti prosincové prognóze 3,9 %), v 2022 4,1 % (proti 4,2 %), pro 2023 odhad činí 2,1 %. Prognózu inflace ECB mírně zvýšila, když letos očekává 1,5 % (proti 1 %), v roce 2022 1,2 % (proti 1,1 %) a v roce 2023 1,4 % (proti 1,4 %).

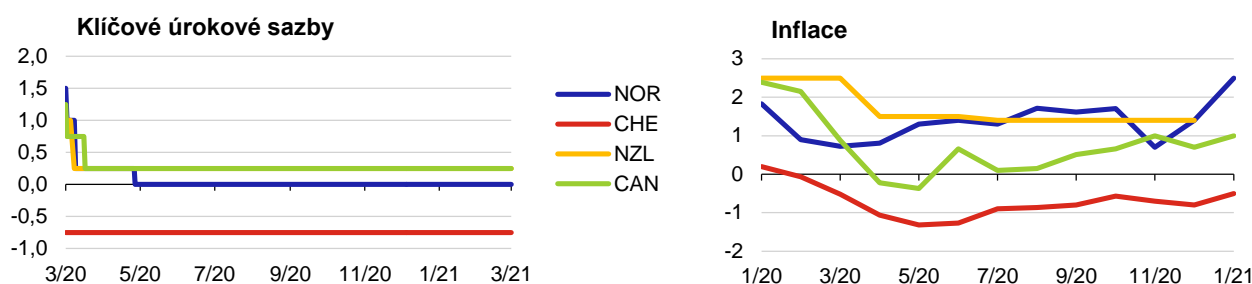
Fed ponechal klíčovou úrokovou sazbu (FFR) beze změny. Na prosincovém zasedání došlo k úpravě forward guidance, kdy nově Fed uvádí, že bude nakupovat aktiva, dokud nedojde k výraznému pokroku ve vývoji nezaměstnanosti a inflace. Únorové zasedání nastavení parametrů programu nákupů aktiv nezměnilo (tempo zůstává na 120 mld. USD měsíčně). Dle J. Powella jsou úvahy o zahájení zpříšňování měnové politiky předčasné, pokud však zpříšňování nastane, bude jen pozvolné a bude dostatečně včas a velmi transparentně komunikováno. Mírnější než očekávané zotavení ekonomiky a pokles poptávky se promítají do snížení inflace, která by však na jaře měla přechodně vzrůst vlivem efektu srovnávací základny. Ve střednědobém výhledu (cca 2H 2021) zřejmě dojde k robustní hospodářské obnově, nicméně riziko poklesu bude na ekonomiku i nadále doléhat. J. Powell si nemyslí, že by expanzivní politika Fedu byla hlavním důvodem růstu cen aktiv, a nevidí tedy důvod k zavádění nových opatření k posílení finanční stability.

BoE ponechala hlavní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,1 % a také limit programu nákupu aktiv zůstal nezměněn na úrovni 895 mld. GBP. V nákupech státních a v menší míře i firemních dluhopisů bude BoE pokračovat do konce tohoto roku. Po mírném zotavení ve 4Q 2020 očekává BoE v únorové prognóze v 1Q 2021 mezičtvrtletní pokles HDP o 4,2 %. Hlavní složkou poptávky stojící za poklesem HDP je spotřeba domácností. Míra nezaměstnanosti v průběhu roku pozvolna rostla a ve 4Q 2020 dosáhla 5,1 %; BoE očekává její vrchol ve 2H 2021 na hodnotách kolem 7,5 %. Inflace bude v nejbližších obdobích podle BoE i nadále pod jejím 2% cílem, kterého dosáhne až počátkem roku 2022. BoE prozatím nezavedla záporné úrokové sazby, nicméně již rok tuto možnost analyzuje a na podzim 2020 se komerčních bank dotazovala na připravenost na jejich možné použití (viz Zajímavé události).

I.2 VYBRANÉ ZEMĚ 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)	17. prosince (0,00) 21. ledna (0,00)	17. prosince (0,00)	24. února (0,00)	20. ledna (0,00) 10. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	0 %	-0,75 %	0,25 %	0,25 %
poslední inflace	2,5 % (leden 2021)	-0,5 % (leden 2021)	1,4 % (4Q 2020)	1 % (leden 2021)
očekávaná MP zasedání	18. března 6. května	25. března	14. dubna 26. května	21. dubna 9. června
další očekávané události	18. 3. a 17. 6. zveřejnění Monetary Policy Report	31. 3. zveřejnění Quarterly Bulletin	26. 5. zveřejnění Monetary Policy Statement	21. 4. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ¹	→	→	→	→

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



NB ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na nule a předpokládá, že ji na této hodnotě ponechá ještě po nějakou dobu. Prognóza NB (z prosince 2020) implikuje stabilitu sazeb na současné úrovni na rok dopředu s jejich následným pozvolným růstem souběžně s normalizací ekonomické aktivity. Údaje o vývoji HDP ve 4Q (bez započtení ropného průmyslu) vykázaly mezičtvrtletní pokles o 0,9 %, pro 1Q 2021 pak NB očekává pokles o necelá 2 %. V letošním roce inflace přechodně vzroste ke 3 %. Růst cen nemovitostí v Norsku dále zrychlil na 8 %.

SNB ponechala klíčovou úrokovou sazbu (SNB policy rate) beze změny na úrovni -0,75 %, i nadále pokračuje k dodávání likvidity do bankovního systému prostřednictvím refinanční facility (tzv. SNB COVID-19, CRF) a vyjádřila připravenost intervenovat na devizovém trhu. Prosincová prognóza SNB předpokládá v tomto roce stagnaci spotřebitelských cen (tedy inflaci 0 %) a v příštím roce očekává pouze jejich mírný růst (0,2 %). HDP za minulý rok poklesl o 2,9 %, což je v souladu s očekáváním SNB. Růst HDP v tomto roce SNB vidí mezi 2,5 až 3 %.

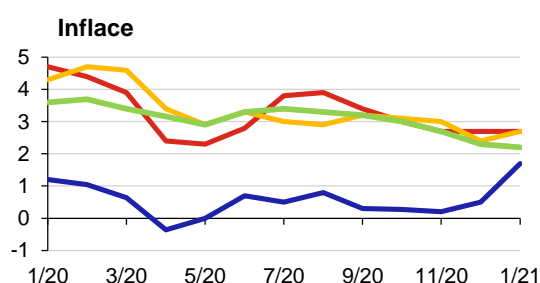
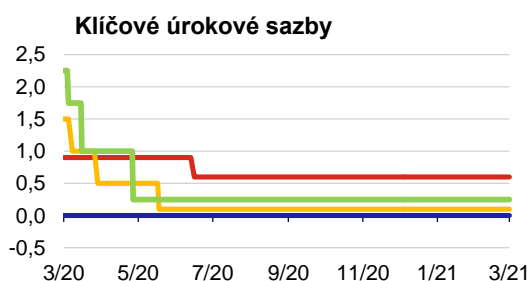
RBNZ ponechala hlavní úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 0,25 %. Objem programu nákupu aktiv LSAP zůstal v dosavadním rozsahu (celkově 100 mld. NZD do června 2022) a je očekáváno jeho plné vyčerpání, přičemž program napomáhá snižovat výnosy dluhopisů podél celé výnosové křivky. K dalšímu uvolnění měnových podmínek přispívá program Funding for Lending (FLP) snižující náklady financování komerčním bankám. Ekonomické zotavení probíhalo ve 3Q 2020 rychleji, než původně RBNZ očekávala. V mezičtvrtletním vyjádření HDP za 3Q 2020 vzrostl o 14 %, v meziročním vyjádření pak poklesl o 2,2 %. V tomto roce RBNZ očekává pokles HDP o 2,4 %, v příštím roce růstu o 3,8 %. Nezaměstnanost podle prognózy RBNZ dosáhne vrcholu (5,2 %) v polovině tohoto roku.

BoC ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,25 %. Na efektivní dolní hranici ji ponechá, dokud nebude udržitelně dosahováno 2% inflačního cíle. Toho BoC dle své lednové prognózy dosáhne až v roce 2023. Banka i nadále nakupuje vládní dluhopisy v týdenních objemech 4 mld. CAD a dodává trhu likviditu v programech CTRF (Contingent Term Repo Facility) a STLF (Standing Term Liquidity Facility). V loňském roce poklesl HDP o 5,5 %. BoC očekává jeho růst v tomto roce o 4 %, v roce 2022 o 4,8 % a v roce 2023 o 2,5 %. Inflace se v souladu s prognózou pohybuje na spodní hranici inflačního pásma (1 – 3 %), přičemž lednová inflace dosáhla 1 %. Důvodem nižší inflace byly zejména nízké ceny energií a propad cen některých služeb a zboží způsobené nástupem koronavirové krize. Ukazatele jádrové inflace se pohybují v rozmezí 1,3 – 2 %. BoC očekává inflaci v letošním roce na úrovni 1,6 %, v příštím roce 1,7 % a v roce 2023 2,1 %.

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)	10. února (0,00)	15. prosince (0,00) ³ 26. ledna (0,00) 23. února (0,00)	13. ledna (0,00) 3. února (0,00) 3. března (0,00)	17. prosince (0,00) 4. února (0,00) ³
aktuální klíčová sazba	0 %; -0,1 % ²	0,6 %; -0,05 % ²	0,10 %	0,25 %
poslední inflace	1,7 % (leden 2021)	2,7 % (leden 2021)	2,7 % (leden 2021)	2,1 % (únor 2021)
očekávaná MP zasedání	26. dubna	23. března ³ 27. dubna 25. května	7. dubna 5. května 9. června	24. března 6. května ³
další očekávané události	27. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	25. března zveřejnění Inflation Report	15. července zveřejnění Inflation Report	14. května zveřejnění Zprávy o měnové politice
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	→	→	→

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ zveřejnění nové prognózy; ⁴ směr očekávané změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



Riksbank ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0 %, stejně jako nezměnila depozitní sazbu, která zůstává lehce záporná (-0,1 %). Prognóza předpokládá ponechání základní sazby na úrovni 0 % až do 1Q 2024 (o čtvrtletí déle než Riksbank předpokládala v listopadu). Riksbank do konce roku 2021 nakoupí dluhopisy v objemu 700 mld. SEK. Druhou vlnu epidemie švédská ekonomika zvládla poměrně dobře a pokles HDP za minulý rok bude mírnější, než Riksbank původně očekávala (-2,8 % oproti -4 %). Výhled HDP pro letošní rok počítá s růstem 3 % (listopadová prognóza očekávala 2,6 %), pro příští rok prognóza předpovídá růst o 3,9 % (oproti 5 %) a pro rok 2023 švédská ekonomika poroste tempem 2,4 % (oproti 2,2 % v listopadu). Výhled inflace (CPIF) pro tento rok činí 1,5 % (oproti 0,9 %), pro příští rok je na úrovni 1,3 % (oproti 1,2 %) a v roce 2023 dosáhne 1,7 %.

MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,6 %, depozitní sazba je záporná na úrovni -0,05 %. MNB se rozhodla snížit týdenní dodávky likvidity poskytované prostřednictvím zajištěné úvěrové facility z 30 mld. HUF na 10 mld. HUF a současně zvýšila týdenní nákupy vládních dluhopisů na 60 mld. HUF; MNB nyní také nakupuje dluhopisy do 10 let (dříve se soustředila na splatnosti okolo 15 let). Program FGS GO! na podporu SME dosáhl v polovině února objemu 1,7 bil. HUF. V rámci programu Bond Funding for Growth bylo do poloviny února emitováno 900 mld. HUF firemních dluhopisů (program byl v lednu navýšen a jeho cílem je objem 1,15 bil. HUF). Maďarský HDP ve 4Q poklesl o 3,7 % meziročně, celkově za loňský rok poklesl o 5,1 %. Prognóza MNB předpokládá letos růst HDP v horní části rozpětí mezi 3,5 % až 6 %, v roce 2022 mezi 5 až 5,5 %. Inflace bude letos mezi 3,5 – 3,6 %, v 2022 dosáhne 3% inflačního cíle.

NBP ponechala úrokovou sazbu na úrovni 0,1 %, nakupuje vládní dluhopisy a vládou garantované dluhové cenné papíry na sekundárním trhu. Současně probíhá program refinancování úvěrů poskytnutých firmám. Polský HDP v loňském roce poklesl v souhrnu o 2,8 %. Podle březnové prognózy HDP v letošním roce vzroste o 4,1 % a v následujících dvou letech poroste tempem 5,4 %. Prognóza rovněž předpokládá inflaci v letošním roce na úrovni 3,1 %, v příštím roce 2,8 % a v roce 2023 3,2 %.

ČNB ponechala hlavní úrokovou 2T repo sazbu na úrovni 0,25 % a její zimní prognóza očekává po období počáteční stability tržních úrokových sazeb jejich postupný nárůst zhruba od poloviny letošního roku. Prognóza očekává, že k obnovení růstu ekonomiky dojde od 2Q s přispěním pozvolného zlepšování sentimentu domácností a firem na pozadí postupného uvolňování protiepidemických omezení. Za letošní rok česká ekonomika vzroste o více než 2 % a v příštím roce o 3,8 %. Cenový růst v 1Q zpomalil do blízkosti 2% cíle a po zbytek roku kolem něj bude kolísat. V příštím roce se zejména v důsledku růstu spotřebních daní celková inflace dostane lehce nad inflační cíl.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Novozélandská RBNZ z rozhodnutí vlády zahrne do měnověpolitických úvah ceny nemovitosti

Novozélandská vláda svým [rozhodnutím](#) pozměnila pravomoci měnověpolitického výboru RBNZ (MPC remit) tak, že MPC bude také posuzovat vliv svých měnověpolitických rozhodnutí na vládní politiku podpory udržitelné ceny nemovitostí. Tato změna pravomocí MPC je důsledkem dlouhodobé snahy novozélandské vlády o dostupnost bydlení. O konkrétní podobě této úpravy [vláda](#) s [RBNZ diskutovala](#) od listopadu 2020. RBNZ se změnou vyjádřila [souhlas](#). Duální mandát RBNZ, tedy dosahování cenové stability a podpora maximální udržitelné zaměstnanosti, touto změnou není nijak dotčen.

Riksbank zahájila testovací období pro novou referenční sazbu s názvem SWESTR

Riksbank koncem ledna [zahájila](#) odložené testovací období pro novou jednodenní referenční sazbu, která ponese jméno [SWESTR](#) (Swedish krona Short Term Rate). Testovací období potrvá přibližně šest měsíců. Během této doby bude Riksbank denně publikovat sazbu SWESTR na svých webových stránkách. Novou referenční sazbu Riksbank původně oznámila již v září 2019, ale kvůli pandemii koronaviru její publikování odložila (viz [MCB z června 2020](#)).

BoJ provádí přezkum své měnové politiky

Japonská BoJ na prosincovém zasedání [rozhodla](#) o zahájení přezkumu své měnové politiky, jehož výsledky by měla zveřejnit na březnovém zasedání. Současná nekonvenční měnověpolitická opatření, tj. kvantitativní a kvalitativní uvolňování s řízením výnosové křivky (tzv. „QQE with YCC“) podle BoJ fungují dobře a banka soudí, že je není třeba měnit. Cílem revize by mělo být posouzení efektivity a udržitelnosti jednotlivých opatření a případně úprava jejich nastavení (analytici hovoří o možnosti úpravy YCC či snížení limitu nákupu ETF fondů). Poslední revizi měnové politiky provedla BoJ v roce 2016, kdy k dosavadnímu uvolňování (QQE) zavedla cílování výnosové křivky YCC).

BoE bude z rozhodnutí vlády podporovat přechod k udržitelné ekonomice...

Bank of England dostala v březnu od britské vlády v rámci každoroční obnovy pravomocí (remit) MPC (a FPC) explicitní [mandát](#) podporovat vládní cíl přechodu k udržitelné a nízkemisní ekonomice. Cíl udržovat cenovou stabilitu a inflační cíl 2 % zůstávají beze změny. BoE se změnou pravomocí MPC [vyjádřila](#) souhlas a oznámila, že v nadcházejících měsících navrhne úpravu programu nákupu firemních dluhopisů (CBPS) tak, aby zohledňoval dopady jejich emitentů na životní prostředí. Nový přístup by BoE chtěla uplatňovat od reinvestičních operací plánovaných na 4. čtvrtletí.

... a „zelené“ investice a finance jsou tématem i pro ECB a Fed

ECB a 19 národních centrálních bank zemí eurozóny (tj. eurosystém) přijaly v únoru společné [stanovisko](#) k zastoupení „zelených“ investic v jejich eurových portfoliích, která nesouvisejí s měnovou politikou. V rámci společného směřování by také banky eurosystému měly během příštích dvou let začít každoročně zveřejňovat určité charakteristiky svých portfolií ve vztahu k ochraně klimatu. Ve Fedu byl za účelem zkoumání důsledků změn klimatu na finanční instituce a trhy založen koncem ledna tzv. [Dozorčí výbor pro klima](#) (Supervision Climate Committee, SCC).

BoE i RBNZ připravují bankovní systémy pro případné zavedení záporných sazeb

Bank of England počátkem února [zveřejnila](#), že od komerčních bank bude vyžadovat připravenost k zavedení negativních úrokových sazeb v šestiměsíčním horizontu. Naopak „operační připravenost“ bankovního systému na zavedení negativních sazeb koncem února [oznámila](#) novozélandská RBNZ. Ani jedna z těchto centrálních bank se na zavedení záporných úrokových sazeb bezprostředně nechystá, nicméně ho v případě potřeby nevylučuje.

ČNB začala vydávat Zprávu o měnové politice

ČNB od počátku roku 2021 nahradila čtvrtletní Zprávu o inflaci, publikovanou od roku 1998, novou [Zprávou o měnové politice](#). Připojuje se tak k dalším centrálním bankám, jako je například Riksbank nebo BoE. Nově koncipovaná zpráva upouští od podrobného faktografického popisu minulého vývoje a zaměřuje se na klíčová ekonomická témata, ovlivňující nastavení měnové politiky.

ECB a Fed prodlužují likviditní linky pro zahraniční centrální banky

ECB se [dohodla](#) s vybranými centrálními bankami zemí mimo eurozónu na prodloužení jejich eurových likviditních linek do března 2022 (jde o swapovou linku pro Chorvatsko a repo linky pro Albánii, Maďarsko, Rumunsko, San Marino, Severní Makedonii a Srbsko). Platnost těchto likviditních linek měla původně skončit letos v červnu, o možnosti devítiměsíčního prodloužení ECB [rozhodla](#) již v prosinci. Fed v prosinci [rozhodl](#) o prodloužení svých swapových dolarových linek s devíti centrálními bankami (australskou RBA, centrálními bankami Brazílie, Jižní Koreje, Mexika, měnovou autoritou Singapuru, švédskou Riksbank, dánskou DNB, norskou NB a novozélandskou RBNZ) a FIMA facility (repo linky pro zahraniční centrální banky a měnové autority) do září 2021. Likviditní linky Fedu měly původně trvat od března 2020 po dobu nejméně 6 měsíců, v červenci 2020 pak byly prodlouženy do března 2021.

Riksbank bude po tři roky refinancovat své devizové rezervy, nejde však podle ní o oslabování měny

Švédská Riksbank v lednu [oznámila](#), že do konce roku 2023 bude na devizových trzích nakupovat cizí měny tempem průměrně 5 mld. SEK měsíčně s cílem nahradit během tří let zahraniční financování devizových rezerv. Devizové rezervy Riksbank jsou totiž v současnosti z podstatné části financovány externě prostřednictvím úvěrů v cizí měně na mezinárodním kapitálovém trhu. Tyto úvěry, zprostředkované švédským Úřadem pro státní dluh (National Debt Office), tvořily ke konci roku 2020 cca 40 % devizových rezerv Riksbank (cca 178 mld. z celkových 437 mld. SEK). Riksbank ve svém oznámení zároveň kladla velký důraz na zdůvodnění těchto nákupů, které podle ní „nemají žádný měnověpolitický důvod“ a nejsou prováděny za účelem ovlivňování kurzu švédské koruny.

Některé centrální banky začaly předem avizovat možné devizové intervence

Důkladné vysvětlování zamýšlených nákupů cizí měny ze strany Riksbank přichází v téže době, kdy i další centrální banky začaly předem avizovat možné devizové intervence. Tato veřejná oznámení mohou být snahou předejít možnému označení za „měnové manipulátory“ (currency manipulators), jak byly v prosinci označeny ze strany Spojených států Švýcarsko a Vietnam kvůli intervencím jejich centrálních bank na devizových trzích. Švýcarská SNB toto označení okamžitě odmítla a [oznámila](#), že zůstává připravena silně intervenovat na devizových trzích. Polská NBP, která v prosinci neohlášeně intervenovala, v lednu [oznámila](#) možné další intervence s cílem posílit uvolnění měnové politiky. Možné devizové intervence a navýšení devizových rezerv veřejně oznámily i [izraelská Bol](#) a [chilská BCC](#).

Italská centrální banka zjišťuje inflační očekávání za využití Twitteru

Studie italské centrální banky ([WP 1318](#)) se zabývala možností určit inflační očekávání pomocí textové analýzy příspěvků na sociální síti Twitter. Nalezla vysokou míru korelace mezi denními indikátory vytvořenými metodou strojového učení a textové analýzy italských Twitterových příspěvků a mezi mírami inflačního očekávání získanými na základě denních tržních dat a z měsíčního dotazování.

Švýcarská SNB byla vyzvána k revizi měnové politiky a zvýšení inflačního cíle

Skupina ekonomů sledujících měnovou politiku švýcarské SNB (S. Gerlach, Y. Lengwiler a C. Wyplosz) vydala [výzkumný článek](#), ve kterém vyzývá k přezkumu měnové politiky SNB a navrhuje některé změny, mimo jiné úpravu inflačního cíle na symetrický cíl v hodnotě 2 % (cílem SNB je v současnosti pásmo 0 až 2 %).

III. TÉMA POD LUPOU: POVINNÉ MINIMÁLNÍ REZERVY

Povinné minimální rezervy tradičně patřily ke standardním nástrojům centrálních bank. V posledních dekádách však došlo zejména mezi rozvinutými zeměmi k poklesu jejich důležitosti, snížila se jejich předepsaná úroveň a v některých případech došlo i k jejich úplnému zrušení. Tento článek diskutuje potenciální funkce povinných minimálních rezerv a popisuje praxi vybraných centrálních bank.

Povinné minimální rezervy (PMR) představují povinnost komerčních bank¹ držet určité množství likvidních prostředků ve formě rezerv na účtu u centrální banky. Toto množství je stanoveno jako procentuální podíl (tzv. sazba PMR) z určité základny, která je určena závazky bank vůči nebankovním subjektům. Do základny mohou vstupovat buď všechny tyto závazky, nebo mohou být tyto dále rozlišeny podle svých charakteristik – například doby do splatnosti, typu závazku (depozita domácností vs. dluhopisy), měny (domácí vs. zahraniční), typu věřitele (rezidenti vs. nerezidenti) atd.²

Základní funkce povinných minimálních rezerv

Gray (2011) identifikuje tři základní potenciální funkce povinných minimálních rezerv: obezřetnostní, měnověpolitickou a likviditní. Obezřetnostní funkce je historicky nejstarší: banka, která si chtěla udržet důvěru spotřebitelů, dobrovolně držela část svých aktiv ve formě velmi likvidních prostředků.³ Následně došlo k uzákonění této držby právě ve formě PMR. Rezervní požadavky tak byly zavedeny jako nástroj ke zvýšení důvěry v bankovní sektor a ochrana proti tzv. *runům* na banky. V tomto kontextu tedy mají spíše mikroobezřetnostní charakter a k jejich fungování je podstatná pouze jejich existence, nikoli aktivní změny jejich sazeb.

I v posledních dvou dekádách jsou PMR v literatuře zmiňovány v obezřetnostním kontextu (mj. Glocker a Towbin, 2012a), tentokrát ovšem ve smyslu aktivního přístupu k jejich nastavování, když jsou jejich parametry upravovány za účelem ovlivňování úvěrové aktivity v reakci na ekonomický vývoj. V tomto kontextu tedy mají PMR spíše makroobezřetnostní roli.

V současnosti však podobnou funkci plní novější a lépe zacílené obezřetnostní nástroje v podobě kapitálových a likviditních požadavků na banky, systémů pojištění vkladů, či nástrojů regulujících úvěrovou aktivitu na konkrétních trzích (např. ukazatele LTV, DTI, DSTI). V zemích, kde takové nástroje neexistují či nespádají institucionálně do pravomocí centrální banky, mohou být PMR jediným makroobezřetnostním nástrojem, který má centrální banka k dispozici. Při existenci zmíněných sofistikovanějších nástrojů však Gray (2011) považuje obezřetnostní roli PMR spíše za zastaralou.

Funkce PMR jako měnověpolitického instrumentu je v tradiční literatuře uvažována v souvislosti s použitím staršího teoretického modelu tvorby peněz skrze peněžní multiplikátor. V tomto modelu hrají PMR zásadní roli – jejich sazba určuje, nakolik se rezervy dodané centrální bankou na trh zmultiplikují ve formě úvěrů a kolik nových peněz v důsledku vznikne. Tento model implicitně předpokládá jednak to, že množství rezerv v bankovním sektoru je limitujícím omezením pro poskytování úvěrů, a jednak to, že centrální banka skrze změny v měnové bázi, jíž jsou PMR součástí, cíluje peněžní zásobu v ekonomice. Ani jeden z těchto předpokladů však neodpovídá modernímu provádění měnové politiky ve vyspělých zemích. V situaci, kdy centrální banka v režimu cílování inflace určuje měnověpolitickou úrokovou sazbu a elasticky dodává či stahuje likviditu podle potřeb bankovního sektoru, PMR nehrají z tohoto čistě režimového měnověpolitického hlediska prakticky žádnou roli. Kontrast mezi modelem peněžního multiplikátoru a moderní implementací měnové politiky detailně diskutuje např. Bindseil (2004).⁴

I mimo koncept peněžního multiplikátoru však PMR mohou v rámci měnové politiky potenciálně doplňovat nástroj nominálních úrokových sazeb v otevřené ekonomice. Hlavním motivem je v tomto případě řízení přílivu a odlivu kapitálu. Zvýšení měnověpolitické úrokové sazby vede banky *ceteris paribus* ke zvýšení jak zápůjčních, tak depozitních úrokových sazeb. Vyšší depozitní sazby zvyšují atraktivitu země pro zahraniční investory a vedou k přílivu kapitálu a k posílení domácí měny. To však může být – zejména v případě přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu – nežádoucím a destabilizujícím jevem. Jako obranu proti přílišnému přílivu kapitálu může centrální banka zvýšit sazbu PMR, což vede (v případě neúročených PMR) ke zvýšení rozdílu (spreadu) mezi zápůjčními a depozitními klientskými

¹ V ČR podléhají povinnosti PMR komerční banky, stavební spořitelny, pobočky zahraničních bank, které mají v ČR bankovní licenci nebo zde podnikají na základě tzv. "Jednotné licence", a od 1. 1. 2012 i družstevní záložny. V článku pro jednoduchost používáme pouze označení „komerční banky“.

² V rámci implementace PMR je nutné nastavit řadu dalších parametrů. Vedle rozlišování závazků při určení základny se jedná zejména o samotnou procentuální sazbu PMR (určující množství požadovaných rezerv), o to, zda jsou rezervy drženy v rámci PMR úročené či nikoli (a pokud ano, pak za jakou sazbu), zda jsou banky povinné držet dané množství rezerv v každý okamžik, či zda musí tento požadavek splnit jen v průměru za určité, tzv. udržovací období. Od něj se standardně liší tzv. rozhodné období, za které se počítá základna pro výpočet PMR. (Důvodem je, že pokud by tato období byla stejná, ještě v poslední den udržovacího období by komerční banka – s ohledem na fluktuační na depozitních účtech – neznala přesně základnu a tedy ani výslednou úroveň předepsaných rezerv.) Nastavení PMR se tak může v jednotlivých zemích značně lišit.

³ Vznik PMR v USA v 19. století a následný vývoj ve 20. století popisuje Feinman (1992).

⁴ Proces tvorby peněz v moderní ekonomice popisují také ČNB blogy T. Holuba ([zde](#)), P. Krále ([zde](#)) a T. Holuba, P. Krále a B. Saxy ([zde](#)).

úrokovými sazbami kvůli vyšším nákladům, respektive ušlým ziskům bank z titulu ponechání zvýšené části jejich bilance ladem u centrální banky ve formě PMR. Zvýšení sazby PMR tak umožňuje provést měnovou restrikcí bez nechtěného přílivu kapitálu.

Používání PMR za účelem řízení přílivu kapitálu a celkového ovlivňování měnověpolitických podmínek je v praxi standardně aplikováno v některých rozvojových zemích, typicky v Latinské Americe.⁵ Nevýhodou využívání PMR k tomuto účelu je ovšem jednak to, že jde o poměrně hrubý a nepřesný nástroj k ovlivňování měnověpolitických podmínek dané země, a jednak skutečnost, že vede k tržním distorzím. Neúročené rezervy totiž představují skrytou daň pro bankovní sektor, a lze očekávat alespoň částečné přenesení daňové zátěže na klienty bank, tedy na firmy a domácnosti, a to formou vyššího úrokového spreadu (to je ostatně jádrem transmise změny PMR na měnověpolitické podmínky v moderním pojetí tohoto nástroje). Tento fakt může mít dva důsledky: může vést k částečnému přesunu aktivity a rizik k nebankovním, neregulovaným institucím (tzv. shadow banking) s kompetitivní výhodou oproti bankám, a může také docházet k znevýhodňování malých a středních firem, které jsou na bankovním finančním zprostředkování více závislé. Aktivní využívání PMR za zmíněnými účely také v praxi často vede k vysokým sazbám PMR (řádově v desítkách procent) a tržní distorze tak mohou být značné. Celkový dopad změny PMR na inflaci je navíc nejasný, protože – jak empiricky dokládají Glocker a Towbin (2012b) – hlavní transmisní kanály měnové politiky působí protisměrně (po zvýšení sazby PMR dochází k omezení úvěrové aktivity při oslabení kurzu).

Třetí potenciální roli PMR představuje jejich likviditní funkce. Komerční banky obecně drží rezervy ze dvou důvodů: kvůli plnění požadavku PMR a pro schopnost dostát svým závazkům plynoucím z mezibankovního platebního styku. Poptávka po rezervách za účelem mezibankovních plateb záleží na mnoha vnějších faktorech, a je proto volatilní a obtížně předvídatelná. Existence PMR může poptávku bank po rezervách stabilizovat a v prostředí strukturálního nedostatku likvidity je tak pro centrální banku snazší poptávku po likviditě předpovídat a požadovanou likviditu na trh dodávat. Banky pak mohou k pokrytí krátkodobých likviditních šoků využít držených povinných rezerv (díky možnosti jejich flexibilní denní výše v rámci udržovacího období) místo nárazového poptávání či nabízení rezerv na mezibankovním trhu, které by zvyšovalo volatilitu mezibankovních úrokových sazeb.

Podobně i v prostředí strukturálního přebytku likvidity mohou PMR sloužit jako určitý polštář. Banky mohou mít tendenci zbavovat se většiny rezerv nad požadavek PMR v rámci stahovacích repo operací místo jejich držení ve formě volných (neúročených) rezerv. Při náhlé potřebě likvidity z důvodu vnějších faktorů pak banky mohou čelit krátkodobému nedostatku likvidity, který však pokryjí právě z rezerv držených za účelem plnění PMR – bez nich by došlo opět k nárazovému poptávání rezerv na mezibankovním trhu a k vyšší fluktuaci mezibankovních sazeb.

Povinné minimální rezervy tak stabilizují mezibankovní úrokové sazby, čímž usnadňují řízení likvidity komerčních bank, umožňují hladší průběh platebního styku a povzbuzují obchodování na mezibankovním trhu, a zároveň mohou pomáhat hladší transmissi měnové politiky. Ze všech zmiňovaných funkcí PMR považuje odborná literatura obvykle právě tento argument jako prakticky jediný relevantní důvod ospravedlňující existenci PMR v rozvinutých zemích i v moderních dobách (např. Weiner, 1992; Clinton, 1997; Gray, 2011). Záleží pak na konkrétních charakteristikách mezibankovního trhu v každé zemi, zda jsou PMR pro stabilizaci mezibankovních sazeb podstatné, či zda je možné se obejít bez nich. Mezi faktory oslabující důležitost PMR pro mezibankovní styk patří mj. existence koridoru pro mezibankovní sazby v podobě lombardní a depozitní facility či existence vnitrodenní úvěrové facility.

Konkrétnímu důvodu existence PMR odpovídá i odlišné optimální nastavení jejich jednotlivých parametrů – například používání rezervních požadavků k omezení či obecně k ovlivňování úvěrové emise skrze úrokové spready vyžaduje neúročené PMR a pro stabilizaci mezibankovních sazeb je nutné průměrování rezerv za období několika týdnů. Pokud není jasný důvod k jinému nastavení (a jsou-li PMR aplikovány), za nejlepší praxi Gray (2011) považuje aplikování PMR na závazky se splatností kratší než 2 roky bez dalšího rozlišení; průměrování držených rezerv přes udržovací období minimálně 2 týdny; úročení PMR měnověpolitickou sazbou; konec rozhodného období by měl předcházet začátku udržovacího období; a nesplnění požadavku PMR by mělo být penalizováno vyšší než lombardní sazbou.

Praxe jednotlivých centrálních bank

Mezi centrálními bankami lze rozlišit v zásadě tři přístupy k povinným minimálním rezervám. Některé centrální banky v rozvojových zemích používají tento nástroj aktivně v rámci své měnové a makrobezpečnostní politiky. Druhou skupinu tvoří banky, kde jsou PMR zavedeny a jejich sazba je nenulová, ale zároveň nízká (v jednotkách procent) a mění se jen výjimečně – funkcí PMR je tu obvykle diskutovaná stabilizace mezibankovních sazeb. Třetí skupinu pak tvoří centrální banky, které tímto nástrojem buď vůbec nedisponují, nebo mají PMR nastaveny na nulové hodnotě. Tento přístup je častý u centrálních bank v rozvinutých zemích v režimu cílování inflace.

⁵ Změny sazeb PMR ovlivňují úvěrovou aktivitu a působí na finanční cyklus. Aktivní používání PMR v těchto zemích je motivováno cíli cenové i finanční stability a dochází zde tak k jistému překryvu mezi měnověpolitickou a makrobezpečnostní funkcí PMR.

Federico a kol. (2014) zachycují hlavní trendy v používání PMR v letech 1970-2011. Na vzorku 52 zemí autoři ukazují, že sazby PMR jsou u rozvojových zemí v průměru podstatně vyšší než u zemí rozvinutých; u obou skupin pak dochází k jejich snižování v čase. PMR ve zkoumaném období aktivně využívaly jako stabilizační makroekonomický nástroj dvě třetiny rozvojových zemí a jen třetina rozvinutých zemí (a od roku 2004 už žádná rozvinutá země). Autoři spojují aktivní přístup k PMR zejména s výše diskutovanou potřebou rozvojových zemí chránit stabilitu své měny a vyhnout se nežádoucím kurzovým efektům změn měnověpolitických úrokových sazeb. I vývoj v poslední dekádě (tedy v období již nezahrnutém v této analýze) pokračuje v duchu popsaných trendů.

Jak již bylo zmíněno, aktivní využívání nástroje PMR je typické zejména pro země Latinské Ameriky, a to včetně zemí cílících inflaci (např. Brazílie, Kolumbie, Peru). Nástroj aktivně využívá mj. také Čína. Využívání rezervních požadavků v těchto zemích však neznamená, že by příslušné centrální banky nepoužívaly ve své měnové politice nástroj úrokových sazeb – ve skutečnosti oba nástroje fungují vedle sebe a vzájemně se doplňují.

Mezi centrální banky, které nástroj PMR zavedený mají, ale aktivně ho nemění, patří například ECB. Ta ke změně sazby PMR přistoupila od svého vzniku jen jednou – v roce 2012 došlo ke snížení sazby ze 2 % (platných od roku 1999) na 1 %, což platí doposud. Kladnou sazbu PMR, která se však běžně nemění, pak uplatňuje také švýcarská SNB, konkrétně ve výši 2,5 %. Maďarská MNB snížila sazbu ze 2 % na 1 % v roce 2016; v reakci na vypuknutí koronavirové pandemie pak v březnu 2020 v rámci podpory likvidity alespoň dočasně přestala rezervní požadavky aplikovat. Stejně tak i polská NBP v březnu 2020 jednorázově snížila sazbu PMR na 0,5 % z předchozí úrovně 3,5 %, na které se sazba držela beze změn od roku 2010.

Kladnou, ovšem po dlouhou dobu konstantní sazbu PMR používá také Česká národní banka. Povinné minimální rezervy hrály značnou roli v měnové politice ČNB během 90. let 20. století, v prostředí nerozvinutého peněžního trhu a cílování peněžní zásoby. Jejich konkrétní sazba a další parametry se v tomto období opakovaně přizpůsobovaly aktuálním potřebám. Se zavedením inflačního cílování v roce 1998 se však měnověpolitická role PMR zásadně snížila a v letech 1997-1999 docházelo k postupnému poklesu sazby PMR. Od října 1999 je pak sazba konstantně na 2 % ze závazků bank vůči nebankovním subjektům. V roce 2001 bylo zavedeno úročení PMR 2T repo sazbou. Hlavní motivací těchto kroků bylo odstranění tržních distorzí a zvýšení konkurenceschopnosti českých bank, dále také harmonizace parametrů se standardy ECB ([viz Box Zprávy o inflaci II/2001](#)). Od té doby se přístup ČNB k PMR až na drobné úpravy technického rázu neměnil. Rezervním požadavkům podléhají všechny primární závazky bank, stavebních spořitelien a úvěrových družstev se splatností do 2 let bez dalšího rozlišení a rezervy se průměrují za období přibližně 1 měsíc.

Tabulka: Povinné minimální rezervy ve vybraných centrálních bankách

	Sazba PMR	Úročení	Průměrování	Rozlišování podle typu závazků
ECB	1 %	Ano*	Ano (6-7 týdnů)	Splatnost do 2 let
SNB	2,5 %	Ano*	Ano	Splatnost do 90 dnů
MNB**	1 %	Ano	Ano (1 měsíc)	Splatnost do 2 let
NBP	0,5 %	Ano	Ano	Ne
ČNB	2 %	Ano	Ano (1 měsíc)	Splatnost do 2 let
Fed	} PMR nejsou aplikovány / sazba 0 %			
Bank of England				
Norges Bank				
RBNZ				
Bank of Canada				
Riksbank				

* S negativními měnověpolitickými sazbami ECB a SNB úročí PMR sazbou 0 %.

** V březnu 2020 MNB do odvolání [přestala PMR vymáhat](#). Prakticky tak došlo k zavedení sazby 0 %, které je však prezentováno spíše jako dočasné. Zdroj: Webové stránky centrálních bank, [BIS](#).

Americký Fed ve 20. století používal PMR poměrně aktivně a jeho přístup k tomuto nástroji se v čase měnil mj. v souvislosti se změnami měnověpolitického rámce. Důležitost nástroje poklesla v první polovině devadesátých let, kdy došlo k postupnému snižování sazby PMR. Rezervní požadavky se staly pouze nástrojem k vytvoření stabilní poptávky bank po rezervách, což v důsledku vedlo k větší stabilitě mezibankovních sazeb. V roce 2008 Fed zavedl úročení rezerv a v březnu roku 2020 pak došlo ke sjednocení sazeb PMR na 0 % ([viz tiskové prohlášení Fedu z 15. 3. 2020](#)), tj. povinné

rezervy přestaly být předepisovány. K tomuto kroku došlo v rámci souboru opatření reagujících na vypuknutí pandemie koronaviru, zároveň však byl výsledkem již předcházejících debat a posunu do režimu s dostatečným množstvím rezerv na trhu, v němž již PMR ztratily svou roli stabilizace poptávky po rezervách.

Fed se tak zařadil do skupiny zemí, které již PMR neaplikují. Typicky se jedná o rozvinuté země operující v režimu cílování inflace. Konkrétně Nový Zéland přestal využívat PMR již v roce 1985, Švédsko a Kanada v roce 1994. Nástroj nepoužívá ani Austrálie, Velká Británie, Hongkong či Norsko.⁶

Závěr

Povinné minimální rezervy byly tradičně považovány za jeden ze základních instrumentů centrálních bank. V některých méně rozvinutých zemích se dosud běžně používají v rámci měnové politiky, a to i v zemích cílujících inflaci, které PMR využívají k řízení kapitálu a stabilizaci kurzu jako doplněk k hlavnímu měnověpolitickému nástroji v podobě úrokových sazeb. Nevýhodou používání PMR za tímto účelem je však poměrně hrubý charakter tohoto nástroje a vznik tržních distorzí v bankovním sektoru. V rozvinutých zemích s režimem cílování inflace pak již PMR nehrají v měnové politice těchto centrálních bank zásadní roli. Mohou však pomáhat stabilizaci sazeb na mezibankovním trhu a usnadňovat průběh platebního styku. Je pak již otázkou konkrétních charakteristik a technického nastavení mezibankovního trhu, zda jsou PMR potřebné či nikoli. Některé země tak mají PMR zavedeny s nenulovou, ovšem nízkou a obvykle konstantní sazbou, zatímco další země fungují zcela bez rezervních požadavků.

Literatura

Bindseil, U. (2004): „The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine“, ECB Working Paper, No. 372. ([ODKAZ](#))

Clinton, C. (1997): „Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements“, Working Paper 97-8, Bank of Canada. ([ODKAZ](#))

Federico, P., C. Vegh a G. Vuletin (2014): „Reserve Requirement Policy over the Business Cycle“, NBER Working Paper No. 20612, National Bureau of Economic Research. ([ODKAZ](#))

Feinman, J. (1993): „Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform“, Federal Reserve Bulletin, June 1993. ([ODKAZ](#))

Glocker C. a P. Tobin (2012a): „Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?“, International Journal of Central Banking, Vol. 8, No. 1, s. 65-113. ([ODKAZ](#))

Glocker C. a P. Tobin (2012b): „The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements“, WIFO Working Papers, No. 420, Austrian Institute of Economic Research (WIFO). ([ODKAZ](#))

Gray, S. (2011): „Central Bank Balances and Reserve Requirements“, IMF Working Paper, No. 11/36. ([ODKAZ](#))

Sellon, G a S. Weiner (1997): „Monetary Policy Without Reserve Requirements: Case Studies and Options for the United States“, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Second Quarter 1997. ([ODKAZ](#))

Weiner, S. (1992): „The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy“, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter 1992. ([ODKAZ](#))

⁶ Technické detaily, jak se příslušné centrální banky vypořádaly s otázkou volatility úrokových sazeb na mezibankovním trhu a s průběhem platebního styku, se mezi jednotlivými zeměmi liší. Zrušení PMR v Kanadě, ve Velké Británii a na Novém Zélandu popisují Sellon a Weiner (1997), tématu se věnuje také Gray (2011).

IV. VYBRANÝ PROJEV: Andrew Bailey: Moderní výzvy pro moderní centrální banku

Měnová politika se v posledních letech musí vypořádávat s novými druhy ekonomických šoků a větší ekonomickou volatilitou. Guvernér Bank of England (BoE) Andrew Bailey ve svém únorovém [projevu](#) na tzv. německém sympoziu londýnské LSE přiblížil, jakým způsobem se centrální banky s režimem cílování inflace na tuto situaci adaptovaly, aby dostály svému mandátu a udržely inflaci pod kontrolou.

Spojené království přijalo myšlenku nezávislé centrální banky s mandátem udržovat cenovou stabilitu pomocí inflačního cíle již téměř před 25 lety. V kontextu historie britských měnových režimů se jedná o úspěšné čtvrtstoletí, ve kterém bylo tolik žádané cenové stability skutečně dosaženo. Podmínky, za kterých byla tato měnová politika vykonávána, se přitom měnily. První dekádu cílování inflace je s odstupem času možno hodnotit jako klidnou: dopady poptávkových šoků na ekonomiku byly malé a nabídkové šoky obvykle působily příznivým směrem. V následující více než dekádě však na ekonomiku působily mnohem větší ekonomické šoky, zahrnující jak poptávkové, tak nepříznivé nabídkové šoky. V tomto období probíhala finanční krize, globální pandemie a vystoupení Spojeného království z Evropské unie.

Celosvětový trend setrvale nízkých rovnovážných úrokových sazeb učinil z takzvané efektivní dolní hranice sazeb velmi relevantní problém. Úkol měnové politiky se změnil z jednorozměrné (ač ne vždy snadné) volby nastavení měnověpolitických úrokových sazeb na vícerozměrnou volbu zahrnující rovněž rozhodování o tom, jaké nástroje použít a jaké rozvíjet pro možné budoucí použití. Přestože má transmise měnové politiky v blízkosti dolní hranice sazeb tendenci být méně efektivní, nestává se měnová politika zbytečnou ani nepotřebnou.

Měnová politika se musela rovněž adaptovat na skutečnost, že v řadě zemí dnes není výzvou snížení inflace, nýbrž potřeba jejího zvýšení k cíli. Ačkoliv díky působení kurzu nebyl tento problém ve Spojeném království dříve příliš výrazný, dnes tato země také zažívá inflaci hluboko pod cílem. Inflační cíl v UK je přitom symetrický, neboť náklady přináší nadměrná i příliš nízká inflace. Z tohoto pohledu je zřejmé a nekontroverzní, že nezávislá centrální banka se symetrickým inflačním cílem má v obou směrech, ať už je inflace pod cílem nebo nad ním, stejný úkol a nesmí hodit ručník do ringu, neboť by to znamenalo vzdání se kompetencí a nezávislosti.

Tím však příběh nekončí. Poslední dobou se ozývají hlasy, že nezávislost centrální banky byla ohrožena opatřeními přijímanými proti dopadům současné pandemie, zejména koordinací s fiskální politikou. Fiskální i měnová politika by přirozeně vždy měly působit proticyklicky. Minulá zkušenost ukázala, že bez nezávislé měnověpolitické instituce byly výsledky hospodářské politiky občas nebezpečně procyklické, což mělo neblahé důsledky. I v současné situaci kolapsu ekonomické aktivity spojenému s velmi nízkou inflací musí centrální banka dostát svému úkolu a dosahovat inflačního cíle a v souladu s logikou proticyklické politiky využít všechny dostupné nástroje k podpoře ekonomické aktivity, zaměstnanosti a blahobytu. Pro BoE to v praxi znamenalo výrazné uvolnění měnových podmínek a podporu úvěrování podniků při použití nástrojů měnové politiky i finanční stability. Výraznou roli sehrála také fiskální politika, která pomohla rozložit náklady tohoto výrazného šoku v čase tak, aby nebyl pro veřejnost a celou zemi neúnosný.

Argumenty, že nakupováním vládního dluhu a snížením vládních nákladů financování překročila centrální banka své kompetence a tím poškodila svou nezávislost, považuje guvernér Bailey za neopodstatněné. Ve světě, kde se vláda snaží rozložit náklady pandemie, jejichž dopad na přímo dotčené jednotlivce by byl příliš vysoký, a centrální banka v souladu se svým inflačním cílem podporuje ekonomickou poptávku, není překvapivé, že vláda těží z příznivých podmínek financování. Nezávislost v dosahování inflačního cíle podle Baileyho neznamená nekorelovanost s ostatními makroekonomickými politikami, včetně té fiskální. Soulad měnové a fiskální politiky neznamená opuštění nezávislosti.

Skutečná zkouška nezávislosti přijde až ve chvíli, kdy bude zapotřebí měnovou politiku zpřísnit. Nezávislost centrální banky je nicméně vysoce ceněna zejména proto, že poskytuje řadu pobídek k tomu učinit pravou věc v pravý čas. BoE je zodpovědná parlamentu za dosahování inflačního cíle. Resignace na jeho dosažení by znamenala nejen porušení této zákonné povinnosti, ale byla by okamžitě odhalena také finančními trhy a došlo by ke ztrátě ukotvenosti inflačních očekávání. Institucionální i tržní disciplína tak riziko odklonu centrální banky od inflačního cíle snižují. Guvernér Bailey přitom zdůraznil, že neexistuje žádný signál, že by měnová politika opouštěla svůj cíl.

Výhody inflačního cílování tedy zdaleka nejsou zpochybněny skutečností, že měnová politika v posledních zhruba deseti letech čelí výraznějším šokům, většímu rozptylu inflace a tendenci k podstřelování inflačního cíle. Naopak, větší ekonomická volatilita nevedla ve Spojeném království v době inflačního cílování ke ztrátě ukotvenosti inflačních očekávání ani k jejich většímu kolísání. Výraznější ekonomické šoky nicméně vyžadují od centrálních bank větší flexibilitu v hledání cesty k dosažení inflačních cílů. To se odráží v množství používaných přístupů, jakými jsou například využití průměrné inflace v čase, umožnění návratu inflace k cíli v delším horizontu nebo používání forward guidance. Schopnost adaptace je však základní vlastností efektivní hospodářské politiky.

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

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz