

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2013

## V tomto čísle

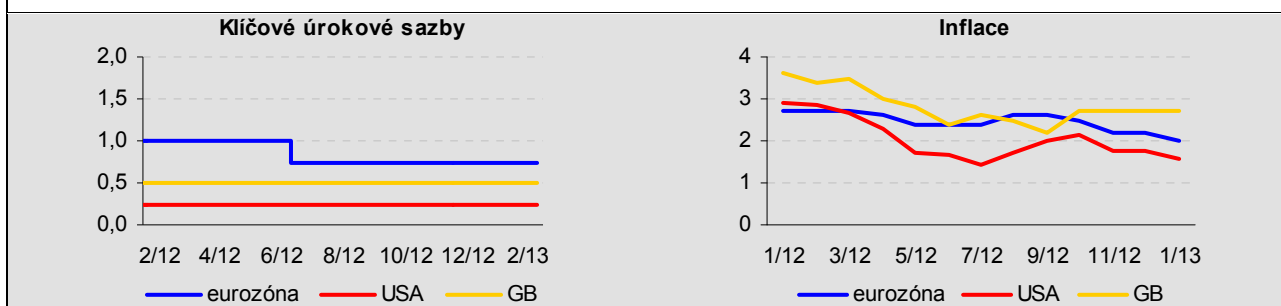
*Uplynulé čtvrtletí nepřineslo v měnové politice výrazná překvapení. Ve Švýcarsku došlo vlivem pokračujícího rychlého růstu hypoték k zavedení již dříve avizovaného proticyklického kapitálového polštáře. Téma vysokého zadlužení domácností bylo opětovně diskutováno i ve Sveriges Riksbank. Americká centrální banka rozhodla o nahrazení operace Twist přímými nákupy dluhopisů. Centrální banky Švédska, Maďarska a Polska snížily své klíčové úrokové sazby. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly úrokové sazby beze změny a stabilita sazeb pro nejbližší čtvrtletí je očekávána u všech námi sledovaných centrálních bank, vyjma Maďarska. V aktuálním „Tématu pod lupou“ se ohlížíme za vývojem japonské ekonomiky a měnové politiky v delší retrospektivě, v projevu přinášíme postřehy kanadského guvernéra Marka Carneyho o roli očekávání ekonomických subjektů z pohledu centrálních bank.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	10. ledna (0,00) 7. února (0,00) 7. března (0,00)	12. prosince (0,00) 29. – 30. ledna (0,00)	9. – 10. ledna (0,00) 6. – 7. února (0,00) 6. – 7. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,75 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,8 % (únor 2013) <sup>3</sup>	1,6 % (leden 2013)	2,7 % (leden 2013)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	4. dubna 2. května 6. června	19. – 20. března 30. dubna – 1. května	3. – 4. dubna 8. – 9. května 5. – 6. června
<b>další očekávané události</b>	6. června zveřejnění prognózy	17. dubna zveřejnění Beige Book	15. května zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>4</sup>	→	→	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> tzv. Flash odhad; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,75 %, i když diskutovala i možnost jejího snížení. Inflační rizika jsou zhruba vyrovnaná. Odhady Eurostatu ohledně růstu HDP naznačují za 4. čtvrtletí 2012 mezikvartální pokles o 0,6 %, aktuální čísla z ekonomiky však signalizují pro první pololetí roku 2013 stabilizaci ekonomického vývoje eurozóny. Ve druhé polovině roku je pak očekáváno pozvolné zotavení podpořené silící zahraniční poptávkou i domácí uvolněnou měnovou politikou. Prognóza ECB předpokládá pokles HDP v roce 2013 v intervalu -0,9 až -0,1 % a následně v roce 2014 růst v intervalu 0 až 2 %. Prognóza inflace pro rok 2013 se pohybuje mezi 1,2 a 2 %, pro rok 2014 mezi 0,6 a 2 %.

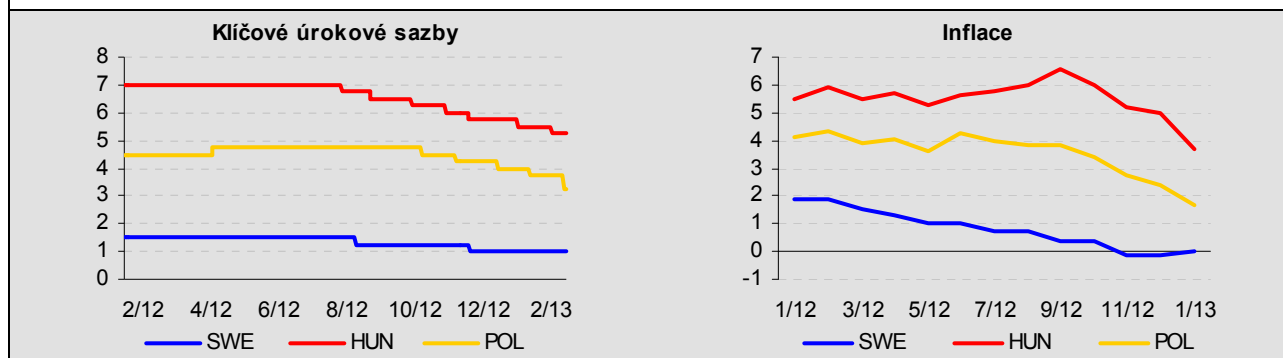
**Fed** ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny. FOMC navíc uvedl, že sazby budou ponechány na stávající úrovni, dokud nebude nezaměstnanost nižší než 6,5 %, inflace o 0,5 p.b. vyšší, než je dlouhodobý cíl, a dokud nebude dosaženo stability inflačních očekávání. Operace Twist (prodej amerických vládních dluhopisů s krátkou splatností a nákup dluhopisů dlouhodobých) končí v prosinci 2012, byla nahrazena programem přímých nákupů dluhopisů ve stejném objemu (tj. 45 mld. USD měsíčně). K pozastavení ekonomického růstu podle dat ze závěru loňského roku došlo zejména vlivem faktorů souvisejících s počasím a jiných přechodných vlivů. Míra nezaměstnanosti za únor dosáhla 7,7 %. Domácnosti zvolna zvyšují své výdaje a sektor bydlení vykazuje známky dalšího oživení.

**BoE** ponechala v uplynulém období svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a nadále pokračuje v programu nákupu cenných papírů do objemu 375 mld. GBP. Přestože je HDP zhruba stagnující, míra inflace se stále pohybuje nad inflačním cílem a pravděpodobně ještě v nejbližším období poroste. Zejména z důvodů úprav administrativních cen a nedávného oslabení libry nejspíše zůstane nad inflačním cílem i následující dva roky.

### Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	18. prosince (-0,25) 12. února (0,00)	18. prosince (-0,25) 29. ledna (-0,25) 26. února (-0,25)	8. – 9. ledna (-0,25) 5. – 6. února (-0,25) 5. – 6. března (-0,50)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,00 %	5,25 %	3,25 %
<b>poslední inflace</b>	0,0 % (leden 2013)	3,7 % (leden 2013)	1,7 % (leden 2013)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	16. dubna 2. července	26. března 23. dubna 28. května	9. – 10. dubna 7. – 8. května 4. – 5. června
<b>další očekávané události</b>	3. července zveřejnění Monetary Policy Report	26. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	2. polovina března zveřejnění Inflation Report
<b>Očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	↓	→

<sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts;



**Riksbank** v prosinci 2012 snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na úroveň 1,00 %. Učinila tak v reakci na výraznější zpomalení švédské ekonomiky oproti říjnovým předpokladům a klesající inflační očekávání. Na prosincovém zasedání se objevil hlas volající po snížení repo sazby dokonce o 0,50 p.b. Opětovně bylo diskutováno vysoké zadlužení domácností, členové rady se ani tentokrát neshodli v hodnocení rizik a jejich působení na ekonomiku. Na únorovém zasedání zůstala měnověpolitická sazba nezměněna.

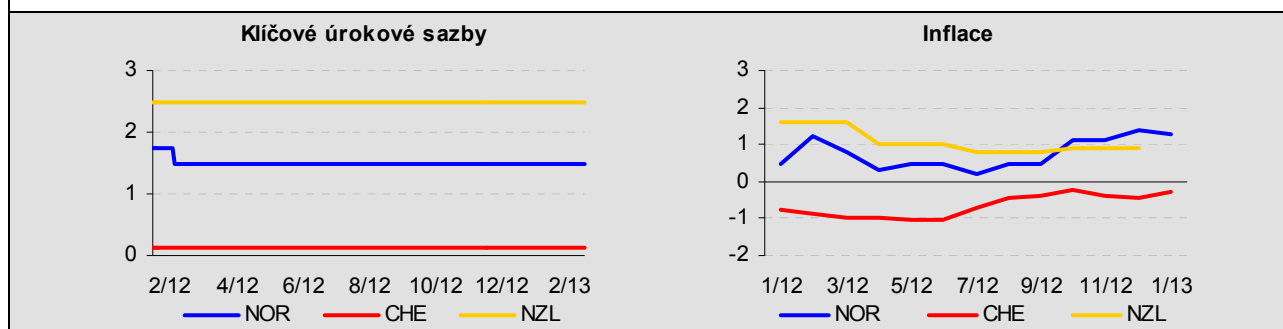
**MNB** snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát za sebou o 0,25 p.b., kumulativně tedy o 0,75 p.b. na aktuální úroveň 5,25 %. Inflace za leden 2013 zpomalila více, než MNB předpokládala, k poklesu tempa růstu cen přitom došlo u široké škály zboží a služeb. V maďarské ekonomice je patrné celkové oslabení ekonomické aktivity a utlumená domácí poptávka. Podle předběžných údajů za 4Q 2012 došlo k výraznějšímu zhoršení ekonomické výkonnosti, než MNB očekávala. MNB přesto předpokládá opětovný mírný růst ekonomiky v tomto roce.

**NBP** v reakci na riziko podstřelení inflačního cíle ve střednědobém horizontu snížila v uplynulém čtvrtletí svou měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát, kumulativně o 1 p.b. na 3,25 % (na posledním, březnovém zasedání 0,50 p.b.). Série snižování úrokové sazby v 1. čtvrtletí roku 2013 tak navazuje na uvolňování měnové politiky zahájené v listopadu 2012. Ve 4. čtvrtletí 2012 došlo k výraznému zpomalení hospodářského růstu, když bylo oslabení spotřebitelské poptávky doprovázeno poklesem investic. Čisté vývozy i nadále přispívaly k růstu HDP kladně. Počátkem roku 2013 je předpokládán nízký ekonomický růst, doprovázený klesající zaměstnaností v podnikovém sektoru a rostoucí nezaměstnaností, která bude tlumit růst mezd. Prognóza NBP předpokládá v roce 2013 míru inflace v rozmezí od 1,3 do 1,9 %. Roční míra růstu HDP by se měla v roce 2013 pohybovat v rozmezí od 0,6 do 2,0 %.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	19. prosince (0,00)	13. prosince (0,00)	31. ledna (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	0 – 0,25 % <sup>1</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,3 % (leden 2013)	-0,3 % (leden 2013)	0,9 % (Q4 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	14. března 8. května	14. března 20. června	14. března 24. dubna
<b>další očekávané události</b>	14. března zveřejnění Monetary policy report	21. března zveřejnění Monetary policy report	14. března zveřejnění Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>2</sup></b>	→	→	→

<sup>1</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>2</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



Klíčová úroková sazba **Norges Bank (NB)** byla ponechána beze změny na úrovni 1,50 %. Z prohlášení viceguvernéra Jana F. Qvigstada vyplývá, že hlavními důvody pro toto rozhodnutí jsou slabý ekonomický růst obchodních partnerů Norska, velmi nízké úrokové sazby v zahraničí a rovněž nízká inflace v Norsku. Tamní ekonomika ovšem roste solidním tempem. Nezaměstnanost je nízká a využití kapacit je nad obvyklou úrovní. Došlo k poklesu rizikových prémie dluhopisů bank. Oproti minulému čtvrtletí se zlepšil přístup bank k financování na peněžním trhu.

**SNB** udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje kurz nad úrovní 1,20 CHF/EUR. Dopad předchozího posilování franku má na cenovou hladinu silnější vliv, než SNB očekávala. Podle prognózy SNB dosáhne míra inflace v roce 2013 úrovně -0,1 %, v roce 2014 pak 0,4 %. Podle SNB v dohledné budoucnosti neexistují ve švýcarské ekonomice inflační rizika. Růst HDP je za uplynulý rok je očekáván na úrovni 1 %, v roce 2013 pak mezi 1 % a 1,5 %. Vzhledem k přetrvávajícímu růstu nerovnováh na trhu nemovitostí a zejména na trhu hypoték zavedla SNB proticyklický kapitálový polštář (více v Zajímavých událostech).

**RBNZ** ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %. Míra inflace poklesla pod spodní hranici tolerančního pásma cíle centrální banky. V tom se odráží utlumený růst dovozních cen daný zpevnujícím novozélandským dolarem, jehož nadhodnocení současně sužuje exportéry. Ekonomická aktivita je i nadále ovlivňována slabším výkonem zahraničních obchodních partnerů, hospodářský růst je ovšem tlumen také slabým trhem práce a fiskální konsolidací. RBNZ očekává, že v tomto roce ekonomický růst posílí, dojde ke snížení volných kapacit v ekonomice a to postupně navrátí inflaci zpět k cíli centrální banky.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### **ECB stanovila podmínky pro dřívější splácení tříletých refinančních operací...**

Evropská centrální banka upřesnila postup při dřívějším splácení tříletých dodávacích refinančních operací, které byly poskytnuty v prosinci 2011 a v březnu 2012. Finanční instituce tak mohou již po jednom roce splatit částku, jakou si samy určí. Do konce února 2013 byla předčasně splacena zhruba pětina poskytnutého objemu (212 mld. EUR z celkového objemu 1.018 mld EUR).

### **...a zveřejnila přehled cenných papírů nakoupených v rámci programu SMP**

ECB v návaznosti na ukončení programu nákupů cenných papírů (*securities markets programme, SMP*) a zavedení programu nákupů na sekundárních trzích s vládními dluhopisy (*outright monetary transactions, OMT*) zveřejnila přehled dluhopisů držných centrálními bankami Eurosystemu z programu SMP podle jednotlivých zemí. Téměř polovina celkového objemu přísluší dluhopisům italským, průměrná doba splatnosti je 4,3 roku.

	Irsko	Řecko	Španělsko	Itálie	Portugalsko	Celkem
nominální objem (v mld. EUR)	14,2	33,9	44,3	102,8	22,8	218,0
prům. zbývající splatnosti (v letech)	4,6	3,6	4,1	4,5	3,9	4,3

### **Centrální banky opět prodloužily platnost swapových linek**

Centrální banky Kanady, Velké Británie, eurozóny, USA a Švýcarska prodloužily platnost swapových linek na poskytování dolarové likvidity a bilaterální linky na vzájemné poskytování cizoměnové likvidity, a to do února 2014. Mimoto Mervyn King z [Bank of England](#) v únoru projednával sjednání swapové dohody s čínským guvernérem.

### **BoJ stanovila 2% cíl pro inflaci, program nákupu aktiv učinila časově neomezeným**

Počátkem roku 2013 zavedla Bank of Japan nový cíl pro cenovou stabilitu ve výši 2 % a současně oznámila podmínky programu nákupu aktiv od roku 2014. Nově jsou tak stanoveny měsíční objemy nákupů bez termínu jejich ukončení. Japonská centrální banka s japonskou vládou navíc vydaly společné prohlášení, v němž označují boj s deflací za svou klíčovou prioritu. Japonské měnové politice se podrobněji věnuje aktuální Téma pod lupou.

### **K facilitě TALF ukončena garance**

Po dohodě Fedu a amerického ministerstva financí byla na zápůjční facilitě TALF ukončena garance ministerstva financí, jelikož poplatky vybrané Fedem v souvislosti s tímto programem převyšují hodnotu jím poskytnutých a dosud nesplacených půjček (743 mil. USD vs. 556 mil. USD). Celkový objem poskytnutý investorům v rámci facility TALF, zavedené v březnu 2009 pro podporu úvěrů v ekonomice, dosáhl 71 mld. USD a dle zprávy Fedu pomohl mimo jiné k poskytnutí téměř tří milionů půjček na nákup aut, více než milionu studentských úvěrů a téměř 900 tisíc úvěrů malým podnikům.

### **MNB bude zveřejňovat analytické indikátory inflace pro měnovou politiku měsíčně**

Analytické indikátory inflace, které Magyar Nemzeti Bank publikovala dosud pouze čtvrtletně, budou od ledna zveřejňovány na měsíční bázi. Indikátory, které jsou méně volatilní než celkový index spotřebitelských cen a které jej očišťují o krátkodobé faktory, jsou pro měnovou politiku velmi důležité. Jejich měsíčním zveřejňováním tak chce MNB přispět ke zvýšení své transparentnosti. Konkrétně se jedná o jádrovou inflaci očištěnou o dopady nepřímých daní, poptávkově citlivou inflaci a tzv. index perzistentních cen.

### **BoE zveřejnila výsledky průzkumu o fungování peněžního trhu**

Bank of England zveřejnila zprávu o fungování librového peněžního trhu, hrajícího důležitou roli v dosahování jejích cílů v oblasti měnové a finanční stability. Zpráva shrnuje výsledky průzkumu provedeného v listopadu 2012, kterého se zúčastnilo více než třicet finančních institucí. Z těchto výsledků vyplývá, že se zvýšil celkový objem zajištěných transakcí, zatímco objem nezajištěných obchodů zůstal zhruba stejný, přičemž většina z nich má jednodenní splatnost. Podle dotazovaných subjektů se fungování trhu od května téhož roku mírně zlepšilo. Průzkum probíhá dvakrát do roka, první kolo se konalo v květnu 2011 a vybrané výsledky se dosud objevovaly ve čtvrtletním bulletinu BoE. Od letošního roku se BoE rozhodla publikovat tyto výsledky v samostatném dokumentu.

### **Otázky finanční stability v SNB a RBNZ**

Švýcarská Federální rada aktivovala na návrh Švýcarské národní banky [proticyklický kapitálový polštář](#), zaměřený na hypoteční úvěry poskytované na financování rezidenčních nemovitostí ve Švýcarsku. Jeho dosažení (ve výši 1 % z rizikově vážených objemů příslušných úvěrů) je vyžadováno do konce září 2013. Motivací pro jeho zavedení je silný růst objemu bankovních úvěrů a cen nemovitostí v průběhu posledních několika let. Tyto tendence zesílily zejména v druhé polovině roku 2012 natolik, že je SNB považuje za riziko pro stabilitu bankovního sektoru a tím i pro švýcarskou ekonomiku.

[Centrální banka Nového Zélandu](#) zahájila veřejnou konzultaci navrhovaného rámce makroobezřetnostní politiky – způsob rozhodování, řízení a pravomoci, a rovněž čtyři konkrétní nástroje.

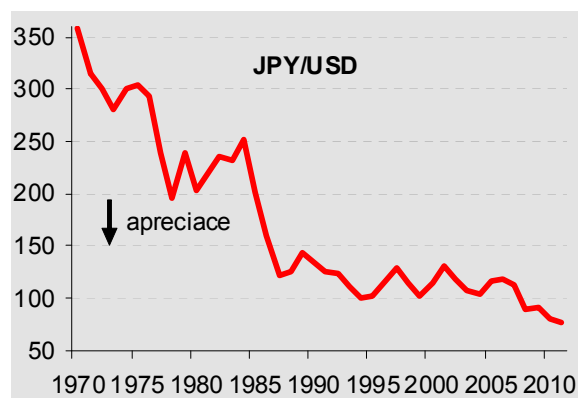
### **Noví guvernéri v MNB, BoJ a BoI**

Centrální banky Maďarska, Japonska a Izraele budou mít v dohledné době nové guvernéry. V případě Stanley Fishera se jednalo o jeho vlastní rozhodnutí odstoupit v polovině roku 2013 po osmi letech z funkce guvernéra Bank of Izrael. Naproti tomu András Simorovi (MNB) a Masaaki Shirakawovi (BoJ) uplyne funkční období již nyní (v březnu, resp. v dubnu). V těchto dvou zemích nového guvernéra vybírá premiér; Viktor Orbán nominoval svého ministra hospodářství Gyorgy Matolcsyho, Shinzo Abe pak vsadil na dosavadního prezidenta Asijské rozvojové banky Haruhiko Kurodu. Po oznámeném odchodu Marka Carneyho do čela Bank of England si novou hlavu centrální banky bude muset vybrat také Kanada.

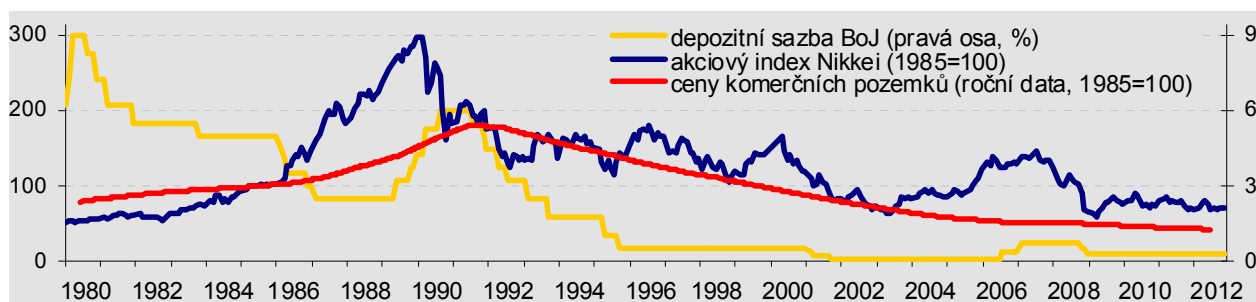
### 3. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA V JAPONSKU

*Pro vyspělé světové ekonomiky, v posledních letech sužované slabým hospodářským vývojem, může být zajímavou zkušenost Japonska, které se již druhé desetiletí potýká s deflací a velmi nízkým hospodářským růstem. Následující odstavce stručně nastiňují dění v Japonsku po druhé světové válce, popisují ekonomicky úspěšná léta, bublinu na trzích aktiv i recesi následující po jejím splasknutí. Centrální banka Japonska (Bank of Japan, dále BoJ), která získala formální nezávislost až roku 1998, dlouhodobě pracovala v podmínkách nulových úrokových sazeb a její měnová politika tak byla resp. nadále je zaměřena především na nekonvenční nástroje.*

Od poloviny padesátých do počátku sedmdesátých let minulého století Japonsko vykazovalo vysoký hospodářský růst (v průměru zhruba 10 % ročně) s inflací okolo 4,5 %. Měnová politika japonské centrální banky, podřízené v té době rozhodování vlády, pracovala v rámci režimu fixního kurzu a pro řízení domácího měnového vývoje využívala zejména úvěrové limity. Na začátku 70. let bylo Japonsko zasaženo globálními cenovými šoky a po pádu Bretton-Woodského systému začal japonský jen posilovat. Ve snaze tlumit silnou měnu a udržet rychlý hospodářský růst prosadila vláda – přes nesouhlas centrální banky – expanzivní měnovou politiku, v té době již fungující na bázi úrokových sazeb. Mimo jiné následkem ropného šoku dosahovala tehdy inflace v Japonsku velmi vysokých hodnot (v roce 1974 přes 20 %), tato zkušenost však přispěla k následnému posílení pozice centrální banky. Zhruba mezi lety 1975 a 1985 pak pokračoval ekonomický růst při zachování cenové stability a docházelo k finanční liberalizaci. V tomto období se dá hovořit o de facto nezávislosti BoJ, a to i přes její pokračující formální závislost na vládě.



V polovině osmdesátých let se ekonomika vyvíjela slibně a rovněž do budoucna se předpokládala její pokračující rostoucí výkon. V následujících letech však započal výrazný nárůst cen akcií a nemovitostí, během několika málo let se ceny pozemků téměř zdvojnásobily a boom na akciovém trhu byl ještě strmější. Při nízké inflaci a posilujícím jenu však nebyla zpřísněna měnová politika. Následné zvýšení sazeb (v květnu 1989 byla diskontní sazba zvýšena z 2,50 % na 3,25 %, během dalších patnácti měsíců až na 6 %) přispělo k prasknutí bubliny – ceny akcií se zřítily a postupný pokles doznaly i ceny nemovitostí. Propad cen aktiv značně utlumil spotřebu a investice, projevil se též ve výrazném zhoršení pozic bank a dalších finančních institucí. Následná recese tak byla doprovázena problémy finančního sektoru. Prasknutí bubliny současně odhalilo chyby v regulaci a dohledu finančního trhu, tradiční nástroje v této oblasti již totiž nebyly v novém prostředí dostačující. V reakci na recesi byla během první poloviny devadesátých let měnová politika postupně uvolňována.



V polovině devadesátých let se mohlo zdát, že se ekonomická situace začíná velmi pozvolna zlepšovat, zvýšení daní v roce 1997 (v celkovém objemu cca 1,8 % ročního HDP) však zasadilo



křehkému oživení těžkou ránu. Banky se navíc stále potýkaly s masivním objemem nesplácených úvěrů, a to v době, kdy na ně byly uvalovány nové kapitálové požadavky. V prostředí obtížně dostupného financování se jejich potíže projeví v prudkém omezení poskytování úvěrů. Nepříznivým faktorem byla rovněž tehdy propuknuvší asijská krize. Problémy Japonska vyvrcholily v listopadu 1997, kdy zbankrotovaly dvě velké finanční instituce, což dále prohloubilo nedůvěru veřejnosti a vzbudilo taktéž mezinárodní obavy. Došlo k dalšímu poklesu cen akcií, narostla tzv. japonská riziková prémie (přirážka na úrokových sazbách pro japonské banky), která při relativně malých rozdílech mezi jednotlivými finančními institucemi odrážela celkovou nedůvěru zahraničí v japonský bankovní sektor.

S bobtnající nedůvěrou se potýkalo také japonské ministerstvo financí, jehož kroky byly hodnoceny negativně; společně s bankami navíc zatajovalo údaje o množství úvěrů v prodlení. Problémy vyvrcholily finančními skandály, na ministerstvu financí proběhla policejní razie. Skandály se nevyhnuly ani centrální bance, která začala ztrácet podporu veřejnosti již dříve kvůli zmiňovanému vzniku bubliny a jejímu následnému prasknutí. Zaměstnanci centrální banky byli kritizováni za příliš vysoké platy, někteří za neformální styky s lidmi ze soukromého sektoru. Jeden vysoký úředník BoJ byl zatčen za předávání utajovaných informací soukromé společnosti, guvernér a viceguvernér nakonec rezignovali.

### „Velký třesk“ – nezávislost měnové politiky

V té době již byly v Japonsku připravovány reformy označované jako „velký třesk“. Tamnímu ministerstvu financí byly odebrány některé kompetence, byla zřízena nová instituce pro dohled nad finančním trhem, bylo deregulováno obchodování s cizími měnami a rovněž byl přepracován již značně zastaralý Zákon o centrální bance z roku 1942. Až s novým zákonem platným od dubna 1998 tedy získala BoJ formální nezávislost, byla posílena role bankovní rady a hlavním cílem měnové politiky se stala cenová stabilita. Z nového zákona rovněž vzešel požadavek na transparentnost BoJ.

Řízení reformované centrální banky se následně ujali noví lidé v čele s guvernérem Masaru Hayamim. Zásadní změny ve fungování a nové vedení mohly vnést naděje v lepší výkon centrální banky a v navázání na úspěšné provádění měnové politiky v předešlých dekádách. Situace však byla spíše ponurá, Japonsko se již několik let potýkalo se stagnující hospodářskou aktivitou a následně s recesí. V únoru 1999 zahájila BoJ politiku nulových sazeb (*zero interest rate policy, ZIRP*) a dodávala na finanční trhy významné množství likvidity. Již během roku 2000 však centrální banka vyhodnotila situaci příliš optimisticky, když avizovala, že mizí riziko deflace a že se blíží konec období nulových sazeb. A v srpnu 2000 – i přes protesty mnoha ekonomů – skutečně cílovanou jednodenní sazbu zvýšila na 0,25 %.

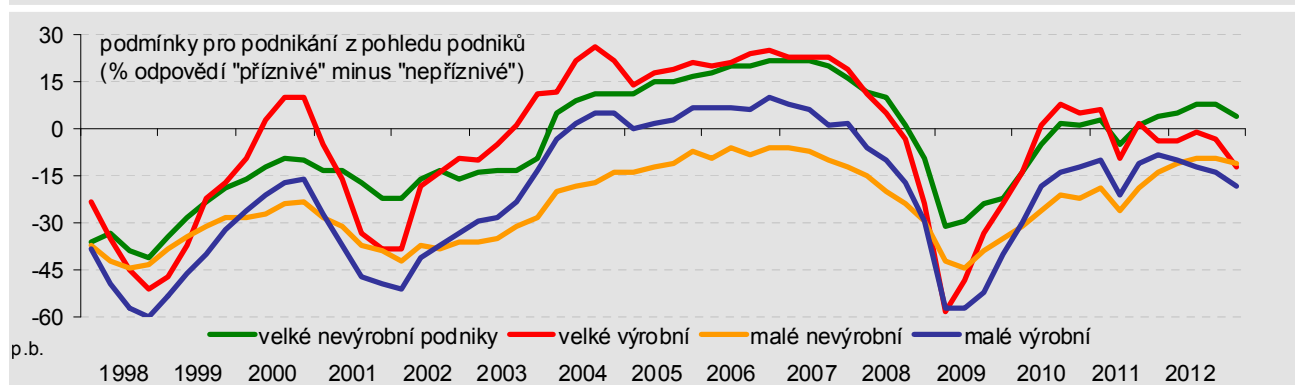
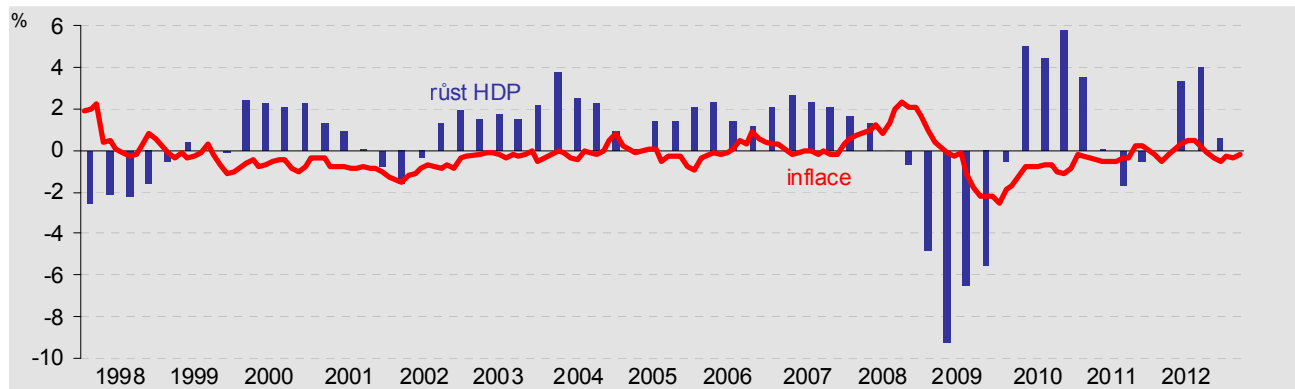
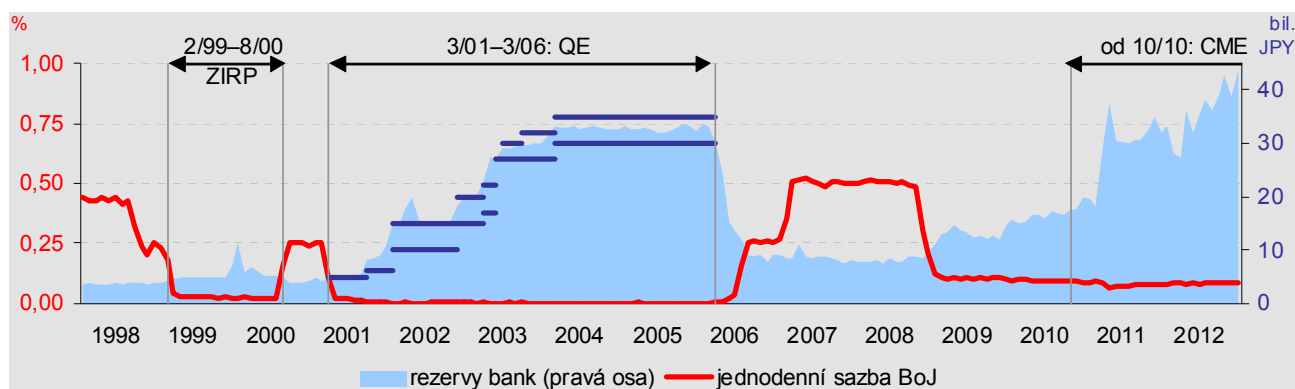


V březnu 2001 se BoJ vrátila k politice nulových sazeb a zahájila program kvantitativního uvolňování (*QE*), formulovala přitom závazek pokračovat v této politice, dokud nebude meziroční spotřebitelská inflace stabilizována na nulových nebo kladných hodnotách. Operativním cílem se namísto jednodenní sazby staly celkové rezervy komerčních bank u BoJ. K dosažení operativního cíle byly nakupovány japonské vládní dluhopisy.

V kvantitativním uvolňování pokračovala BoJ i pod vedením dalšího guvernéra, kterým se v roce 2003 stal Toshihiko Fukui (který o pět let dříve po skandálu v BoJ odstoupil z funkce viceguvernéra). Fukui dále navýšil operativní cíl, plánovaná výše rezerv bank tak dosáhla 30–35 bil. JPY (oproti původnímu objemu 5 bil. JPY v roce 2001). Současně se změnila formulace závazku, když definovala dvě nutné podmínky pro ukončení politiky QE: (1) nulová nebo kladná inflace po několik měsíců, (2) předpovědi členů bankovní rady o vývoji inflace musí být nad nulou.



Ekonomika začala velmi pozvolna ožívat, inflace se koncem roku 2005 vyhoupla nad nulu a na mírně kladných hodnotách setrvala i na začátku roku 2006. BoJ očekávala, že inflace v roce 2006 se bude pohybovat v intervalu 0–1 % a v roce 2007 dosáhne hodnoty mírně pod 1 %, a s tímto v březnu 2006 politiku QE ukončila. Operativním nástrojem se opět stala jednodenní sazba. Současně byl přijat nový rámec provádění měnové politiky, jehož hlavním prvkem byl výklad pojmu střednědobé a dlouhodobé cenové stability (*understanding of price stability*). Podle něj by se inflace měla pohybovat zhruba mezi 0 až 2 procenty se střední hodnotou 1 procento, přičemž tato výše se měla každoročně znovu posoudit. Poprvé tak byla konkrétně numericky stanovena definice cenové stability, byla však nastavena nízko (níže než v jiných vyspělých ekonomikách). Odůvodněno to bylo tak, že dlouhodobou zkušeností Japonska je velmi nízká inflace a že je tudíž inflace v souladu s cenovou stabilitou chápána domácími a firmami také nižší než jinde. BoJ poté zvýšila v červenci 2006 sazby z nuly na 0,25 % a v únoru 2007 dále na 0,5 %.



V pořadí třetí guvernér od ustavení nezávislé BoJ, Masaaki Shirakawa, nastoupil do čela centrální banky v počátcích světové hospodářské a finanční krize. V souvislosti s touto krizí začal posilovat japonský jen, v létě 2008 vlivem globálních světových cen komodit vzrostla

inlace i v Japonsku, ale s odezníváním inflačních tlaků a s šířící se recesí došlo opět k poklesu cen. Velmi záhy tak japonská centrální banka opět přistoupila ke snižování sazeb. V prosinci 2009 byly zahájeny tří- a později také šestiměsíční operace na dodávání likvidity a dále též speciální operace s cílem podpořit úvěrování podnikům. Došlo rovněž k posunu v chápání cenové stability, která se měla pohybovat v kladných číslech – být dvě procenta či nižší se střední hodnotou kolem jednoho procenta (z „výkladu pojmu“ tedy byla odstraněna nula).



Od října 2010 pak zahájila BoJ novou fázi měnového uvolňování (*comprehensive monetary easing, CME*), jejíž hlavní součástí byl program nákupu aktiv, který se oproti předešlé politice kvantitativního uvolňování zaměřoval na širší spektrum cenných papírů (tedy i na rizikovější). CME se na rozdíl od QE soustředilo především na stranu aktiv rozvahy BoJ spíše než na pasiva, s hlavním cílem snížit dlouhodobé sazby a rizikové prémie. Původní cíl 35 bil. JPY, stanovený pro konec roku 2011, byl během roku 2012 pětkrát navýšen.

V únoru 2012 BoJ stanovila cíl cenové stability (*goal*), v podobě 2% či nižší inflace, přičemž krátkodobý cíl byl definován jako 1 %. V říjnu téhož roku pak vydala centrální banka a vláda společné prohlášení, stanovující překonání deflace jako klíčovou výzvu; plánovaná hodnota nakupovaných aktiv pro konec roku 2013 byla navýšena na 101 bil. JPY. Začátkem letošního roku BoJ vyhlásila cíl cenové stability (*target*) ve výši 2 % a upravila program nákupu aktiv s účinností od roku 2014 – banka bude nakupovat až 13 bil. JPY měsíčně a program nově není časově omezen. Celkový objem programu tak bude v roce navýšen v roce 2014 o zhruba 10 bil. JPY.

## Závěr

Japonská ekonomika se dostala do velmi nelehké situace, dlouhodobě se potýká se strukturálními problémy, stárnutím obyvatelstva, riziko představuje obrovský veřejný dluh. Při dosažení nulových sazeb se snažila BoJ povzbudit ekonomiku politikou kvantitativního uvolňování, která zřejmě přispěla k poklesu očekávaných budoucích sazeb, neprojevuje se ale příliš v růstu úvěrů, které by podpořily reálnou ekonomiku. Některé názory kritizují kroky BoJ jako málo agresivní, zdá se přitom, že BoJ měla tendenci problémy opakovaně podceňovat (např. unáhlené zvýšení sazeb v roce 2000, zřejmě předčasné ukončení kvantitativního uvolňování v roce 2006). Je ale třeba si uvědomit, že ve světě v té době nebyla podobná zkušenost, která by nastínila cestu správným směrem a BoJ tak de facto vstupovala na neprobádané území a stala se svým způsobem průkopníkem na poli moderní nekonvenční měnové politiky. BoJ však působila váhavě při definování cenové stability, když i po mnoha letech deflace stále považovala nulovou inflaci za vhodný cíl, přestože při měření cenového vývoje vzniká obvykle zkreslení směrem nahoru, skutečná míra inflace je tedy zpravidla ve skutečnosti ještě nižší. Lze soudit, že japonská kulturní specifika a jakási tradiční umírněnost se projevují nejen v každodenním životě lidí a tedy i ve fungování ekonomiky, ale také v rozhodování o měnové politice. Přitom jasné a razantní kroky bývají často doporučovány jako efektivní řešení spíše než malé postupné změny, které nemají tak výrazný dopad na finanční trhy. Klíčová je role komunikace, formování očekávání a zejména budování důvěry, přičemž i drobná pochybení mohou pošramotit kredibilitu instituce a tím i zhoršit fungování měnové politiky.

Nabízí se otázka, zda Japonsko mělo (či zda by mělo) přijmout cílování inflace, se kterým má dobré zkušenosti celá řada poměrně různorodých ekonomik. Centrální banky však tento režim přijímaly obvykle s cílem snížit inflaci, nikoliv v deflačním prostředí. V době světové recese mnoho centrálních bank cílujících inflaci rovněž nakonec dospělo k dosažení hranice nulových sazeb a využívání nekonvenčních nástrojů. Více než kdy dříve se dnes klade důraz na flexibilitu tohoto měnověpolitického režimu. Přesto však převládá jeho příznivé hodnocení, především kvůli jeho srozumitelnosti, transparentnosti, jasným cílům a schopnosti ukotvit očekávání.

V březnu usedne do čela japonské centrální banky nový guvernér Haruhiko Kuroda, dlouhodobý kritik jednání japonské centrální banky, a dva noví viceguvernéři, jmenovaní premiérem Shinzem Abem. Uvidíme jaké změny v japonské měnové politice přinesou.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: USMĚRŇOVÁNÍ EKONOMICKÝCH OČEKÁVÁNÍ

*Guvernér kanadské centrální banky Mark Carney, který v červenci 2013 vystřídá v čele Bank of England Mervyna Kinga, přednesl 11. prosince 2012 v Torontu [projev](#), ve kterém se zabývá vlivem centrální banky na očekávání ohledně budoucí měnové politiky.*

Zejména v době ekonomických turbulencí patří podle Marka Carneyho k důležitým nástrojům měnové politiky schopnost usměrňovat očekávání finančních trhů (a ostatních ekonomických subjektů) ohledně budoucích kroků centrální banky. Tato očekávání mají zásadní vliv na dlouhodobé úrokové sazby a ceny aktiv, a to často větší než samotné současné nastavení měnové politiky. Z tohoto pohledu není důležité pouze transparentně komunikovat provedená rozhodnutí, ale umožnit trhům předvídat reakce centrální banky na nově příchozí zprávy.

V ideálním světě by očekávání ohledně budoucí měnové politiky mohla být ukotvena kombinací explicitního inflačního cíle a veřejně známého měnověpolitického (např. Taylorova) pravidla. Ty by společně zajišťovaly dokonalou informovanost ekonomických subjektů ohledně budoucího směřování měnové politiky. V reálném světě měnová politika nesleduje jednoduché pravidlo, nýbrž se pohybuje v prostředí komplexní nejistoty, kde vzniká prostor pro komunikaci dodatečných informací. Takovou komunikací může být například jestřábí vs. holubičí rétorika představitelů centrální banky. Dalším způsobem komunikace je zveřejňování prognóz úrokových sazeb. Podle Carneyho ale trhy často nevěnují dlouhodobější prognóze úrokových sazeb pozornost. V normálních časech, to jest při absenci výrazných ekonomických šoků, tedy kanadská centrální banka spíše naznačuje možné budoucí směřování měnové politiky v závislosti na ekonomickém vývoji.

Schopnost centrální banky ovlivňovat očekávání ohledně budoucí politiky nabývá zásadního významu v situaci dosažení nulových úrokových sazeb. Cílené usměrňování očekávání lze použít jako další nástroj měnového uvolnění, když je vyčerpán prostor pro pokles krátkodobých úrokových sazeb. V roce 2009 docílila kanadská centrální banka zvýšení inflačních očekávání pomocí podmíněného závazku držet úrokové sazby na nulové hodnotě, dokud se výhled inflace nezvýší. Pro zvýšení kredibility závazku může centrální banka explicitně stanovit podmínky, za kterých nejdříve přistoupí ke zpřísnění měnové politiky. Například americký Fed v prosinci 2012 změnil svůj závazek z předchozího časového vymezení (do konce roku 2014) na vymezení pomocí úrovně nezaměstnanosti (dokud neklesne pod 6,5 %) a výhledu inflace (dokud nepřesáhne 2,5 %).

V případě, kdy je třeba výraznějšího uvolnění, připouští Carney možnost dočasného opuštění režimu cílování inflace a jeho nahrazení cílováním úrovně nominálního hrubého domácího produktu. Hlavním rozdílem této strategie oproti cílování inflace je podle Carneyho závislost na minulém vývoji – pokud došlo k podstřelení cíle nominálního HDP, je nutné odchylku v budoucnosti opět kompenzovat. V situaci, kdy kvůli nulové hranici úrokových sazeb není možné provést požadované měnové uvolnění, by cílování nominálního HDP znamenalo příslib výraznějšího a dlouhodobějšího uvolnění v budoucnosti. Skrze zvýšená inflační očekávání by pak došlo k požadovanému zvýšení inflace a naplnění inflačního cíle. Zmíněná strategie ale naráží na komunikační problémy – aby došlo k požadovanému ovlivnění očekávání, je nutné, aby veřejnost opatřením měnové politiky správně rozuměla. Jak ukazuje výzkum kanadské centrální banky, dalším problémem je, že efekty ve směru zvýšení inflace, kterého by se skrze zvýšená očekávání podařilo dosáhnout, jsou za normálních okolností spíše omezené. Je tedy třeba dobře zvážit přínosy a náklady této politiky ve srovnání s jinými nestandardními nástroji, které nevyžadují změnu měnověpolitického režimu.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. března 2013. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Část obrazového materiálu (fotografie guvernérů) byla převzata ze stránek japonské centrální banky. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).