

Monitoring centrálních bank

IV/2021



V tomto čísle

Většina centrálních bank je nucena řešit otázku, zda současné inflační tlaky jsou přechodné nebo trvalé. Toto rozlišení je zásadní pro posouzení, zda, kdy a v jaké míře by centrální banky měly snižovat úroveň svých dosavadních měnověpolitických stimulů. Námi sledované centrální banky tak lze z pohledu již provedených měnověpolitických kroků rozdělit do dvou skupin. Ta první již zahájila zvyšování klíčových měnověpolitických úrokových sazeb, přičemž nekonvenční nástroje používala minimálně či vůbec (NBP, ČNB, RBNZ, Norges Bank), zatímco druhá skupina prozatím ponechává úrokové sazby na velmi nízkých hodnotách a v různé míře omezuje programy nákupů aktiv (Fed, ECB, BoC a Riksbank). Někde mezi těmito dvěma skupinami se nacházejí BoE a MNB.

Aktuální téma pod lupou se věnuje problematice inflačních očekávání, jejich aktuálnímu vývoji a reakci centrálních bank na riziko jejich neukotvenosti. Ve vybraném projevu odstupující prezident německé Bundesbanky Jens Weidmann zasazuje nedávný vývoj měnové politiky ECB do celkového kontextu a popisuje existující problémy a dlouhodobé 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), Petr Kaštánek, Ivana Kubicová a Vojtěch Molnár.

Uzávěrka tohoto čísla je 16. prosince 2021.

Obsah

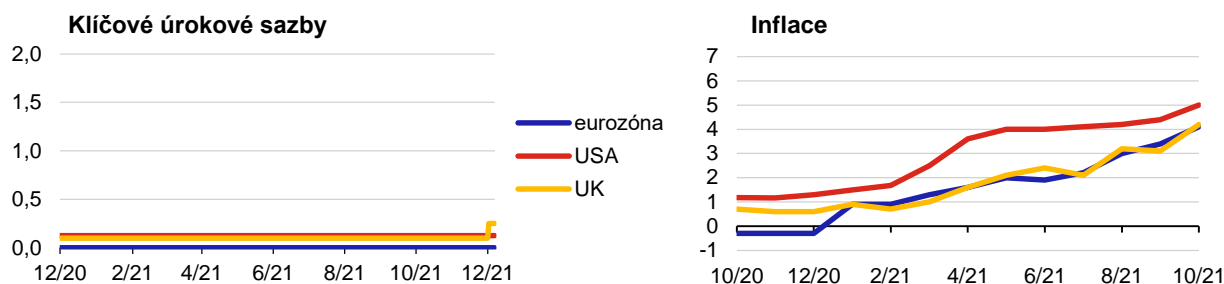
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: JENS WEIDMANN: KRIZE JAKO KATALYZÁTOR ZMĚN	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 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	28. října (0,00);(0,00) ³ 16. prosince (0,00);(0,00) ³	21. – 22. září (0,00) 2. – 3. listopadu (0,00) 14. – 15. prosince (0,00)	23. září (0,00) 4. listopadu (0,00) 16. prosince (+0,15)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ³	0 – 0,25 % ⁴	0,25 %
poslední inflace	4,9 % (listopad 2021) ⁵	5 % (říjen 2021) ⁶	5,1 % (listopad 2021)
očekávaná MP zasedání	3. února 10. března	25. – 26. ledna 15. – 16. března ⁷	3. února 17. března
další očekávané události	10. 3. zveřejnění prognózy	2. 3. zveřejnění Beige Book	3. 2. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁸	→	↑	→

Poznámka: ¹ nový inflační cíl ECB je od července 2021 symetrický ve výši 2 %; ² dlouhodobý průměr (definice ze srpna 2020); ³ depozitní sazba; ⁴ v grafu je zobrazen střed pásma; ⁵ tzv. Flash odhad; ⁶ jedná se o index spotřebitelských cen (Consumer Price Index for All Urban Consumers, CPI-U); ⁷ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁸ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB na prosincovém zasedání ponechala základní úrokové sazby beze změny. Zároveň rozhodla o snížení nákupů aktiv v rámci PEPP v 1Q 2022 oproti předchozímu čtvrtletí a o ukončení nákupů v rámci tohoto programu na konci března 2022. V rámci APP budou naopak čisté měsíční nákupy ve 2Q 2022 přechodně zdvojnásobeny na 40 mld. EUR, ve 3Q budou sníženy na 30 mld. EUR a od října 2022 bude měsíční tempo udržováno na 20 mld. EUR. Čisté nákupy aktiv skončí krátce předtím, než ECB začne zvyšovat základní úrokové sazby. ECB také posoudí vhodné nastavení svého dvoustupňového systému úročení rezerv, aby záporné úrokové sazby neomezovaly schopnost bank zprostředkovávat financování v prostředí přebytečné likvidity. Prognóza ECB letos očekává růst reálného HDP v eurozóně o 5,1 % (dříve o 5,0 %), v 2022 o 4,2 % (dříve 4,6 %), v 2023 o 2,9 % (dříve 2,1 %). Výhled inflace pro země platící eurem se pro nadcházející tři roky zvýšil, pro 2021 na 2,6 % (2,2 %), 2022 na 3,2 % (1,7 %) a 2023 na 1,8 % (1,5 %).

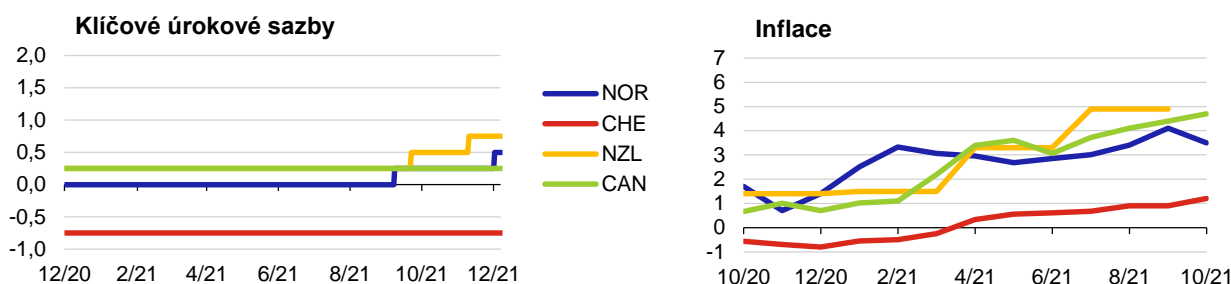
Fed ponechal hlavní úrokovou sazbu (FFR) nezměněnou v rozmezí 0 – 0,25 %, změnil však výhled úrokových sazeb a v příštím roce očekává tři jejich zvýšení o 25 b. b. S ohledem na vývoj inflace a další zlepšení na trhu práce se FOMC rozhodl dále snížit měsíční tempo čistých nákupů aktiv od ledna 2022 o 20 mld. USD u vládních dluhopisů a o 10 mld. USD u nákupů MBS (tj. zdvojnásobit rychlost snižování oznámenou v listopadu, viz Zajímavé události). Snižování tempa nákupů bude i nadále možné, FOMC jej bude upravovat dle svého ekonomického výhledu. Dle [mediánových prognóz členů FOMC](#) lze letos očekávat růst reálného HDP o 5,5 %, v roce 2022 o 4 %, v 2023 o 2,2 % a v 2024 o 2 %. Míru nezaměstnanosti FOMC očekává letos na úrovni 4,3 % a v příštích třech letech shodně na úrovni 3,5 %. PCE inflace bude dle mediánových prognóz letos 5,3 % a v roce 2022 na úrovni 2,6 %, v 2023 na 2,3 % a v 2024 na 2,1 %. Úroková sazba (střed rozpětí) je pro příští rok prognózována na úrovni 0,9 %, v roce 2023 na 1,6 % a v 2024 na 2,1 %.

BoE v prosinci překvapivě zvýšila hlavní úrokovou sazbu o 15 b. b. na 0,25 % s cílem navrátit inflaci udržitelně k 2% cíli. Ve svém výhledu BoE očekává ještě další mírné zpřísnění měnové politiky. Celkový objem programu nákupů zůstává nezměněn na úrovni 895 mld. GBP. Revize listopadové prognózy provedená pro prosincové zasedání indikuje nižší růst HDP a vyšší inflaci. Indikátory nákladových a cenových tlaků zůstaly v poslední době na historicky zvýšených úrovních a BoE v příštím roce očekává další zvýšení cen, které bude z velké části způsobeno růstem mezd a nákladů na energie. Inflace se v průběhu zimy bude pohybovat kolem 5 %, v dubnu 2022 zřejmě dosáhne 6 % a následně bude klesat. Rizika související s novou variantou koronaviru (omikron) zohlední MPC v únorové prognóze. BoE vedle toho zvýšila sazbu proticyklické kapitálové rezervy na 1 % s účinností od 13. 12. 2022.

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

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	23. září (+0,25) 4. listopadu (0,00) 16. prosince (+0,25)	23. září (0,00) 16. prosince (0,00)	6. října (+0,25) 24. listopadu (+0,25)	27. října (0,00) 8. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,5 %	-0,75 %	0,75 %	0,25 %
poslední inflace	3,5 % (říjen 2021)	1,2 % (říjen 2021)	4,9 % (3Q 2021)	4,7 % (říjen 2021)
očekávaná MP zasedání	20. ledna 24. března	24. března	23. února	26. ledna ² 2. března
další očekávané události	24. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	30.3. zveřejnění Quarterly Bulletin	23. 2. zveřejnění Monetary Policy Statement	26. 1. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb¹	↑	→	↑	→

Poznámka: ¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ, v případě Norges Bank z prognózy. ²Zveřejnění nové prognózy.



NB v září i v prosinci zvýšila základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na výsledných 0,5 %. Další zvýšení sazby lze očekávat v březnu příštího roku. Dle prognózy centrální banky měnověpolitická úroková sazba vystoupá až na úroveň 1,7 % do konce roku 2024. Její zvyšování podle NB také pomůže čelit hromadění finančních nerovnováh. NB dále rozhodla o zvýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy z 1,5 % na 2 % s účinností od 31. 12. 2022, další zvýšení sazby na 2,5 % guvernér Olsen předpokládá v 1H 2022 s účinností o rok později. Prognóza NB očekává inflaci v tomto roce na úrovni 3,5 %, v roce 2022 na 2,7 % a v 2023 na 1,5 %. Růst HDP pro tento rok bude činit 4,2 %, v roce 2022 HDP vzroste o 4,3 % a v roce 2023 jeho růst zpomalí na 2,5 %.

SNB ponechala úrokovou sazbu na úrovni -0,75 % a zopakovala svou připravenost intervenovat na devizovém trhu proti zhodnocování švýcarského franku. Prosincová prognóza SNB předpokládá oproti zářijové v letošním i v příštím roce mírně vyšší inflaci (0,6 %, resp. 1 %). Důvodem jsou především vyšší dovozní ceny, zejména zdražení ropy a zboží zasaženého narušenými dodavatelskými řetězci. Pro rok 2023 SNB očekává inflaci na úrovni 0,6 %. HDP v letošním roce podle SNB vzroste přibližně o 3,5 %, v příštím roce pak ekonomika poroste tempem okolo 3 %. Hypoteční trh a ceny rezidenčních nemovitostí v posledních čtvrtletích i nadále silně rostly, potřebu reaktivace sektorové kapitálové rezervy SNB vyhodnocuje, ale prozatím sazbu rezervy ponechala na 0 %.

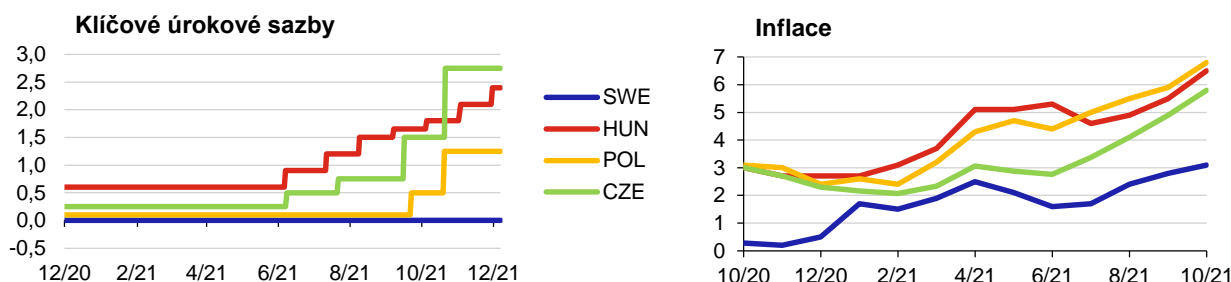
RBNZ dvakrát za sebou zvýšila hlavní úrokovou sazbu o 25 b. b. na úroveň 0,75 %. Již v červenci pozastavila program nákupu aktiv LSAP a omezila tak stimulační charakter své měnové politiky, kterou nyní postupně zpřísňuje. Globální narušení dodavatelských řetězců způsobuje jak nákladové cenové tlaky, tak omezení výroby v době, kdy spotřebitelská poptávka zůstává silná. Zaměstnanost je nad svou maximální dlouhodobě udržitelnou úroveň a celková inflace je nad cílem. RBNZ očekává, že cenový růst v nejbližší době přesáhne 5 % a poté se v příštích dvou letech vrátí ke 2 %. Krátkodobý nárůst inflace je způsoben zdražením ropy, rostoucími náklady na dopravu a výpadky dodávek. Tyto cenové šoky mohou dle RBNZ vést k obecnějšímu růstu cen vzhledem k současným domácím kapacitním omezením.

BoC ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,25 %, kde ji ponechá, dokud nebude udržitelně dosaženo 2% inflačního cíle (dle říjnové prognózy v 2Q až 3Q 2022). BoC v říjnu ukončila nákupy vládních dluhopisů. Kanadský HDP ve 3Q 2021 rostl tempem 5,2 %. Podle prognózy BoC poroste HDP v tomto roce tempem 5 %, v příštím roce pak 4,25 % a v roce 2023 3,75 %. Inflace bude v roce 2022 zvýšená, její pokles k 2% cíli BoC očekává koncem příštího roku. Zvýšené ceny energií a s pandemií spjaté nárůsty cen na nabídkové straně (související s globálním omezením dodávek) se zdají být silnější a více perzistentní než v červenci.

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)	20. září (0,00) 24. listopadu (0,00)	21. září (+0,15) 19. října (+0,15) 16. listopadu (+0,30) 14. prosince (+0,30)	6. října (+0,40) 3. listopadu (+0,75) 8. prosince (+0,50)	30. září (+0,75) 4. listopadu (+1,25)
aktuální klíčová sazba	0 %; -0,1 % ²	2,4 %	1,75 %	2,75 %
poslední inflace	3,1 % (říjen 2021)	7,4 % (listopad 2021)	7,7 % (listopad 2021) ³	6,0 % (listopad 2021)
očekávaná MP zasedání	9. února	25. ledna 22. února 22. března ⁴	12. ledna 8. února 8. března	22. prosince 3. února ⁴
další očekávané události	10. 2. zveřejnění Monetary Policy Report	22. 3. zveřejnění Inflation Report	15. března zveřejnění Inflation Report	10. února zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁵	→	↑	↑	↑

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ tzv. flash odhad; ⁴ zveřejnění nové prognózy; ⁵ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, v případě ČNB z prognózy centrální banky.



Riksbank ponechala základní úrokovou sazbu na úrovni 0 % a depozitní sazbu na úrovni -0,1 %. První zvýšení základní sazby Riksbank očekává koncem roku 2024. Program nákupu aktiv bude ukončen k 31. 12. 2021. Dosud nakoupený celkový objem portfolia zůstane v roce 2022 zhruba beze změny, budou opětovně investovány pouze jistiny maturujících dluhopisů (pro 1Q 2022 v objemu zhruba 37 mld. SEK) a v roce 2023 objem portfolia bude pozvolna klesat. Listopadová prognóza se oproti zářijové téměř nezměnila a pro letošní rok počítá s růstem HDP o 4,7 %, pro rok 2022 o 3,8 % a v roce 2023 o 2 %. Výhled inflace (CPIF) je pro tento rok 2,3 %, pro příští rok 2,2 % a v roce 2023 inflace dosáhne 1,8 %.

MNB na všech čtyřech zasedáních od září zvýšila hlavní úrokovou sazbu, kumulativně o 90 b. b. na úroveň 2,4 %. Stejnou hodnotu má nyní i O/N depozitní sazba, přičemž zajištěná zápůjční sazba (lombard) dosáhla 4,4 %. Tento asymetricky nastavený koridor směrem k vyšším sazbám přispívá ke zpřísnění měnových podmínek. Na prosincovém zasedání MNB rozhodla o ukončení programu Bond Funding for Growth Scheme i o ukončení nákupu státních dluhopisů. Nakoupené státní dluhopisy bude MNB držet do splatnosti. Maďarský HDP rostl ve 3Q tempem 6,1 %. MNB očekává růst HDP v tomto roce úhrnem mezi 6,3 – 6,5 % a v roce 2022 očekává zpomalení na 4 až 5 %. Listopadová inflace dosáhla 7,4 % a počínaje prosincem by měla začít pozvolna klesat. V roce 2022 MNB očekává inflaci mezi 4,7 – 5,1 %.

NBP třikrát v řadě zvýšila úrokovou sazbu, kumulativně o 165 b. b. na úroveň 1,75 %. Série zpřísnění je vedena potřebou snížit inflaci ve střednědobém horizontu zpět k cíli NBP a snahou omezit nárůst inflačních očekávání. HDP dle předběžného odhadu vzrostl ve 3Q 2021 o 5,3 % meziročně a podpořilo ho zejména významné zvýšení dynamiky investic. Podle listopadové prognózy se polský HDP letos zvýší o 5,3 %, v následujících dvou letech poroste tempem těsně pod 5 %. Aktuální prognóza předpokládá inflaci letos na úrovni 4,9 %, v příštím roce 5,8 % a v roce 2023 3,6 %.

ČNB na dvou podzimních měnových zasedáních razantně zvýšila hlavní úrokovou sazbu, v září o 75 b. b. a v listopadu o 125 b. b. na úroveň 2,75 %, a to v reakci na mimořádně silné cenové tlaky ze zahraničí i domácí ekonomiky. Zvýšení sazeb omezí průsak uvedených tlaků do cenového vývoje v delším období a zabezpečí návrat inflace do blízkosti 2% cíle na horizontu měnové politiky, tj. za 12 až 18 měsíců. Česká ekonomika letos vzroste v souhrnu o necelá 2 %, v příštích dvou letech její růst ztlačí zrychlí (v roce 2022 o 3,5 %, v 2023 o 3,8 %). Spotřebitelská inflace v závěru letošního roku dále výrazně vzroste a během zimy se přiblíží 7 %. V průběhu příštího roku pak inflace s přispěním předchozího výrazného zpřísnění obou složek měnových podmínek postupně zvolní (v roce 2022 dosáhne 5,6 % a v roce 2023 2,1 %).

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Fed zahájil omezování nákupů aktiv

FOMC počátkem listopadu zahájil dlouho očekávaný "tapering", tedy snižování objemu stávajícího programu nákupů aktiv, v rámci kterého nakupoval aktiva tempem 120 mld. USD měsíčně. Na listopadovém zasedání jednomyslně [rozhodl](#) o snížení měsíčně o 10 mld. USD v čistých nákupech vládních dluhopisů a o 5 mld. USD v čistých nákupech MBS (agenturních cenných papírů zajištěných hypotékami). Na prosincovém zasedání pak rozhodl o zdvojnásobení tempa tohoto snižování od ledna 2022, tj. o snížení měsíčních čistých nákupů o 20 mld. USD u vládních dluhopisů a o 10 mld. USD u nákupů MBS. Toto tempo naznačuje, že program nákupů aktiv by mohl být ukončen již v březnu 2022.

RBA ukončila cílování výnosové křivky

Australská centrální banka (Reserve Bank of Australia, RBA) [opustila](#) počátkem listopadu svůj cíl pro výnosovou křivku, a to několik dní poté, co výnosy dluhopisů prudce vzrostly nad cíl centrální banky. V rámci cílování výnosové křivky (YCC) RBA loni v listopadu oznámila, že nakoupí tolik tříletých vládních dluhopisů, kolik bude třeba, aby jejich výnos zůstal na úrovni 0,1 %, tedy na stejné hladině jako její jednodenní sazba. Analytici nyní očekávají první zvýšení sazeb RBA již ve 4. čtvrtletí roku 2022 místo dříve očekávaného konce roku 2023.

Bank of Canada prodloužila na dalších pět let platnost svého 2% inflačního cíle

V prosinci 2021 [prodloužila](#) BoC společně s kanadskou vládou platnost svého inflačního cíle ve výši 2 % jako střední hodnoty (midpoint) cílovaného rozpětí 1–3 % na období dalších pět let, tj. do konce roku 2026. Cílovanou veličinou bude i nadále inflace měřená meziroční změnou indexu spotřebitelských cen (CPI). BoC zdůraznila, že hlavním cílem měnové politiky zůstává udržení nízké a stabilní inflace v průběhu času, ale dodala, že politika by měla usilovat také o maximální udržitelnou zaměstnanost.

V rámci revize provedla BoC systematické srovnání jiných rámců měnové politiky (včetně stávajícího flexibilního cílování inflace, cílování průměrné inflace, cílování cenové hladiny, duálního mandátu a cílování nominálního růstu HDP). Za účelem jejich vyhodnocení banka provedla simulace a experimenty a požádala veřejnost o vyjádření (stejně jako to v rámci svých nedávných revizí učinila ECB nebo Fed). Podle BoC z výše uvedených alternativních režimů jedině cílování cenové hladiny překonalo současný rámec flexibilního cílování inflace, ale to navíc pouze v jediném ukazateli, a to, že cílování cenové hladiny by mohlo zajistit větší cenovou stabilitu. Nicméně BoC uvedla, že ve všech ostatních kritériích v hodnocení bylo naopak cílování cenové hladiny podstatně horší než flexibilní cílování inflace. BoC uvedla, že flexibilní cílování inflace dosahuje výhod jiných rámců měnové politiky bez nevýhod s nimi spojených, například komunikačních.

Norges Bank publikovala strategii měnové politiky

Výbor pro měnovou politiku a finanční stabilitu norské centrální banky (Norges Bank, NB), který byl ustanoven v lednu 2020 (viz [MCB z března 2020](#)), [přijal](#) v prosinci 2021 [strategii měnové politiky](#). Strategie vychází z mandátu daného [zákonem o norské centrální bance](#) a Nařízením o měnové politice ([Regulation on Monetary Policy](#)) a vytváří rámec pro provádění měnové politiky. V čase bude ještě dále upřesňována. Primárním cílem měnové politiky je udržení nízké a stabilní inflace, specifikované v podobě meziročního růstu indexu spotřebitelských cen poblíž 2 %. Cílování inflace prováděné NB je vpředhledící a flexibilní tak, aby přispělo k udržitelnosti vysokého a stabilního hospodářského růstu a zaměstnanosti konzistentních s cenovou stabilitou a ke zmírňování finančních nerovnováh.

RBNZ zavádí další nástroje k ochlazení nemovitostního trhu

Na základě konzultací oznámených v létě (viz [zářijový MCB](#)) [rozhodla](#) RBNZ o zavedení přísnějších limitů na LTV. Od letošního listopadu konkrétně nebudou banky v případě financování nákupů vlastnického bydlení smět poskytovat více než 10 % úvěrů (dříve 20 %) s LTV vyšším než 80 %.

Do čela Fedu nominován znovu Jerome H. Powell

Koncem listopadu nominoval americký prezident J. Biden do čela Fedu na druhé čtyřleté období Jerome Powella. Jako viceprezidentku Fedu prezident nominoval Lael Brainard, o níž se také diskutovalo jako o možné kandidátce na místo šéfky Fedu. Jejich funkční období by mělo začít v únoru příštího roku. Obě nominace ještě musí potvrdit americký Senát. V listopadu také z Rady guvernérů s platností ke konci roku [rezignoval](#) Randall K. Quarles, jemuž v říjnu vypršela funkce místopředsedy pro dohled nad bankovním systémem.

... který krátce před nominací musel řešit skandál s obchodováním představitelů Fedu

Koncem října vydal Fed [rozhodnutí](#), kterým zakazuje prezidentům Fedu v regionech, stejně tak jako členům Rady guvernérů a vysokým úředníkům Fedu, obchodování s většinou cenných papírů. Toto nařízení bylo reakcí na skandál s obchodováním, na základě kterého rezignovali dva regionální prezidenti Fedu (E. Rosengren, prezident Fedu v Bostonu a R. Kaplan, prezident Fedu v Dallasu).

Šéf Bundesbank Jens Weidmann odstupuje

Po více než deseti letech v čele německé centrální banky se její šéf Jens Weidmann rozhodl odstoupit ke konci roku 2021. Ve svém říjnovém prohlášení citoval „osobní důvody“. Jeho oznámení bylo velkým překvapením, protože v dubnu 2019 byl znovu jmenován guvernérem Bundesbanky na druhé osmileté funkční období.

Turecká centrální banka prohrává boj s inflací

Turecká centrální banka (CBRT) pod vedením guvernéra S. Kavcioglu snížila od září do prosince úrokové sazby z úrovně 19 % celkově o 500 b. b. na hodnotu 14 %, a to navzdory rostoucí inflaci (dosahující v listopadu více než 21 %) a padajícímu kurzu turecké liry. Na listopadovém zasedání CBRT [prohlásila](#), že „zváží“ ukončení snižování sazeb v prosinci, nicméně v prosinci [pokračovala](#) v jejich snižování. Podle analytiků CBRT ztrácí svou nezávislost a podvoluje se tlaku tureckého prezidenta Erdogana, který chce nižšími náklady na úvěry podpořit hospodářský růst. Prezident v říjnu odvolal dva viceguvernéry CBRT a dosadil několik nových vysokých bankovních úředníků. Počátkem prosince pak CBRT na obranu domácí měny [zahájila](#) devizové intervence. Krátce poté rezignoval turecký ministr financí L. Elvan, který byl nahrazen N. Nebatim, podporovatelem ekonomických vizí tureckého prezidenta.

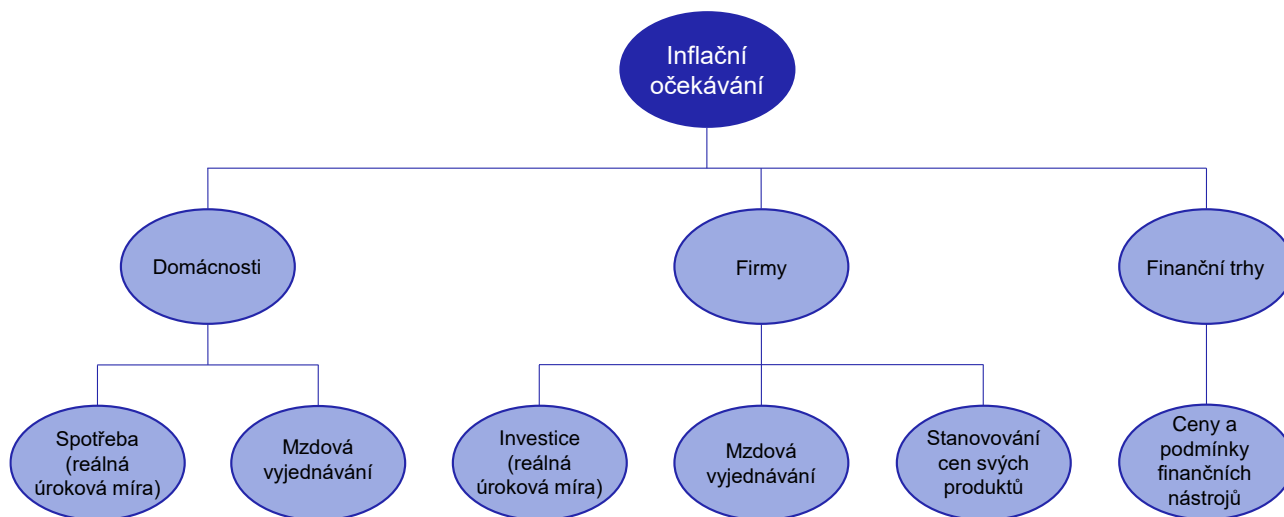
III. TÉMA POD LUPOU: INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ

Inflační očekávání domácností, firem a finančních trhů podstatným způsobem ovlivňují jejich chování a rozhodování a tím i celkový ekonomický vývoj a výslednou skutečnou míru inflace. Do značné míry přitom mohou být očekávání sebezplňující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a zároveň je svou činností a komunikací žádoucím způsobem formovat. Očekávání je možné měřit několika způsoby, z nichž žádný není dokonalý, dohromady však tvoří cennou informaci o náhledu ekonomických agentů na budoucí hospodářský vývoj. Důležitost inflačních očekávání dokládá i akademická literatura. V současných podmínkách rostoucí inflace čelí řada zemí zvýšeným inflačním očekáváním, což vede – vedle dalších důvodů – mnohé centrální banky k razantním měnověpolitickým krokům s cílem očekávání ukotvit u inflačního cíle. V jiných zemích naopak výrazné uvolnění inflačních očekávání momentálně nehrozí a příslušné centrální banky tak zatím se zpříšňováním své měnové politiky vyčkávají. Tento článek vysvětluje důležitost inflačních očekávání a popisuje jejich aktuální vývoj v námi pravidelně sledovaných zemích.

Význam inflačních očekávání

Inflační očekávání představují jeden ze zásadních faktorů ovlivňujících budoucí vývoj cenové hladiny. Chování ekonomických agentů totiž není určeno jen současnou ekonomickou situací, ale i jejich očekáváním o jejím budoucím vývoji. Existuje celá řada mechanismů, jakými se výše inflačních očekávání propisuje do výsledné míry inflace. Mají-li domácnosti či firmy možnost vzít si úvěr či naopak spořit s určitou nominální úrokovou sazbou, jejich inflační očekávání určují ex-ante očekávanou reálnou úrokovou sazbu a tedy předpokládanou výhodnost daného úvěru či spoření. To následně ovlivňuje jejich rozhodování o spotřebě, respektive investicích. Výše inflačních očekávání je také jedním ze vstupů do mzdových vyjednávání mezi domácnostmi (zaměstnanci) a firmami (zaměstnavateli), jelikož ovlivňuje jak mzdové požadavky zaměstnanců, tak i ochotu firem na tyto požadavky přistoupit. Podle očekávaného cenového vývoje pak firmy mohou také dopředu stanovovat ceny svého zboží a služeb. Očekávaná míra inflace ovlivňuje i obchodování na finančních trzích.

Schematický přehled působení inflačních očekávání



Volně zpracováno dle ECB (2021).

Výše inflačních očekávání tak má do značné míry sebezplňující se charakter. Pokud firmy a domácnosti očekávají vysokou inflaci, přizpůsobí tomu své chování a výsledkem může skutečně být zrychlený růst cen. Totéž pochopitelně platí i v opačném případě, tj. pokud ekonomičtí agenti očekávají nízkou, či dokonce zápornou inflaci (deflaci).

Z toho důvodu jsou inflační očekávání důležitým faktorem i pro centrální banky a úspěšnost jejich měnové politiky. Určité fluktuace ve vývoji inflace jsou přirozenou součástí ekonomického vývoje, ovšem zůstávají-li dlouhodobá inflační očekávání ukotvena v blízkosti inflačního cíle, je pro centrální banku podstatně snazší svou měnovou politikou tyto fluktuace vyhlazovat (či v některých případech na ně nereagovat) a svého cíle dlouhodobě dosahovat.¹ Naopak hrozba

¹ Snaha o ukotvení inflačních očekávání na nízkých a stabilních úrovních prostřednictvím explicitně deklarovaného numerického cíle byla ostatně jedním z hlavních důvodů pro zavádění režimu inflačního cílování v mnoha zemích.

zvýšení inflačních očekávání vyžaduje adekvátní reakci měnové politiky s cílem očekávání ztlumit. Pokud by totiž skutečně došlo k výraznému a dlouhodobému odchýlení očekávání od inflačního cíle (tedy de facto ke ztrátě kredibility cíle), úspěšného dosažení cíle by nebylo reálné dosáhnout bez zvláště razantní reakce měnové politiky, která by s sebou nevyhnutelně nesla i citelné negativní dopady na hospodářský výkon.²

Měření očekávané inflace

Z výše uvedeného vyplývá, že pro centrální banky je důležité vývoj inflačních očekávání sledovat. Podstatnou roli přitom hraje i časový horizont, v němž jsou očekávání monitorována. Krátkodobá očekávání bývají typicky měřena na horizontu jednoho roku, dlouhodobá očekávání pak ve výhledu několika, resp. více let (často 3 roky, 5 let, či až 10 let). Odchylna krátkodobých očekávání od cíle může signalizovat určité riziko pro měnovou politiku, sama o sobě však nepředstavuje zásadní problém. Pokud ekonomické subjekty vnímají očekávanou odchylku inflace od cíle jako dočasnou, jejich chování tím výrazně zasaženo není. Problém by však nastal, pokud by se krátkodobá odchylka inflačních očekávání přelila – například v důsledku dlouhodobého netrefování cíle spojeného s nedostatečnou reakcí centrální banky – do dlouhodobých očekávání.

Samotné měření inflačních očekávání není přímočaré a existuje k němu několik možných přístupů, z nichž žádný není dokonalý. Jednou z možností je průzkum názorů mezi domácnostmi a firmami. Jeho nevýhodou může být fakt, že výsledky bývají poměrně citlivé na konkrétní formulace položených otázek, v odpovědích se relativně často vyskytují extrémní hodnoty a deklarovaná očekávání nemusejí odpovídat skutečnému chování domácností a firem. Některé průzkumy jsou sestaveny kvalitativně – respondenti neudávají konkrétní numerickou hodnotu očekávané inflace, ale pouze zda očekávají výrazný nárůst cen, mírný nárůst cen, jejich stagnaci apod. Druhou možností měření očekávání je průzkum mezi finančními analytiky. Ti mívají z titulu své profese zpravidla větší přehled o ekonomickém vývoji než laická veřejnost, jejich odpovědi se však mohou vyznačovat určitou strnulostí. Výše inflačních očekávání může být také odhadnuta z vývoje finančních instrumentů indexovaných vůči inflaci. Vývoj těchto instrumentů je relativně spolehlivým ukazatelem díky tomu, že je výsledkem skutečného tržního chování obchodníků s vlastními finančními prostředky. Na druhou stranu však nejsou vhodné instrumenty dostupné či dostatečně likvidní ve všech zemích či pro různá období splatnosti, měření komplikuje nutnost odhadu rizikové či likvidní prémie a tento přístup navíc zachycuje inflační očekávání pouze některých ekonomických subjektů, a nemusí tak vypovídat například o očekáváních domácností. Z těchto důvodů je vhodné sledovat širší paletu ukazatelů inflačních očekávání a jejich výsledky vzájemně konfrontovat, v souhrnu však mohou tato měření přinést cenný obrázek o vývoji inflačních očekávání v ekonomice.

Inflační očekávání v odborné literatuře

S ohledem na svou významnou ekonomickou roli jsou inflační očekávání častým předmětem akademického výzkumu. V rámci teoretické literatury téma zkoumali například Orphanides a Williams (2004), kteří analyzují model s tzv. adaptivním učením, které představuje určitou (poměrně mírnou) odchylku od často přijímaného předpokladu racionálních očekávání. V tomto modelu je úkol měnové politiky náročnější než v případě racionálních očekávání – pokud měnová politika klade velký důraz na stabilizaci HDP a k inflaci přistupuje spíše laxe, hrozí zhoršení ukotvenosti inflačních očekávání a ve výsledku horší stabilita jak HDP, tak inflace. Autoři proto zdůrazňují jednak důležitost – dnes již standardně používaného – stanovení konkrétního a jasně komunikovaného numerického inflačního cíle,³ a jednak potřebu dostatečně aktivistické měnové politiky při dosahování tohoto cíle.

Velká část literatury pak zkoumá i samotné charakteristiky empiricky měřených inflačních očekávání. Moessner a Takáts (2020) analyzují dlouhodobá inflační očekávání v řadě zemí měřená pomocí průzkumů v období 1996-2019.⁴ Autoři zjišťují, že očekávání jsou v rozvinutých zemích ukotvena oproti rozvojovým zemím znatelně lépe, ovšem i v nich mají případné dlouhodobé odchylky inflace od cíle na inflační očekávání vliv. Kromě toho je vliv očekávání asymetrický – inflace dlouhodobě nad cílem působí na inflační očekávání výrazněji než inflace dlouhodobě pod cílem.

Coibion a kol. (2020) se zaměřují na italské firmy, z nichž některé jsou v rámci výzkumu vystavovány informacím o nedávné inflaci a jiné nikoli, což vytváří rozdíly v inflačních očekáváních a umožňuje zkoumat kauzální efekt těchto rozdílů. Firmy očekávající vyšší inflaci dle tohoto výzkumu více zvyšují ceny, více poptávají úvěry, omezují počet svých zaměstnanců

² Známým příkladem tohoto jevu je situace v USA na začátku 80. let minulého století. Po dekádě vysoké inflace, která se v roce 1980 přiblížila 15 %, se následně americkému Fedu pod vedením Paula Volckera povedlo inflaci zkrotit, ovšem jen za cenu nominálních úrokových sazeb v blízkosti 20 % a vyvolání recese spojené s mírou nezaměstnanosti přesahující 10 %. Význam inflačních očekávání v tomto období dokumentují například Clarida a kol. (2000), podle kterých tehdejší měnová politika Fedu nerespektovala tzv. Taylorův princip, tedy nominální úrokové sazby nereagovaly dostatečně výrazně a včas na vývoj inflace.

³ Empiricky pak úspěch inflačního cílování v lepším ukotvení inflačních očekávání dokládá například Walsh (2009).

⁴ Článek využívá očekávání analytiků v rámci průzkumu Consensus Forecasts.

i svůj kapitál. V případě měnověpolitických sazeb u jejich dolní hranice je pak vliv inflačních očekávání na zvyšování cen a poptávku po úvěrech ještě vyšší, zatímco vliv na zaměstnanost se snižuje.

Inflační očekávání firem – v tomto případě v USA – zkoumají také Candia a kol. (2021). Očekávání amerických firem se podle autorů liší od očekávání domácností a zejména profesionálních analytiků, což potvrzuje důležitost využívat více způsobů jejich měření. Podle autory využívaného průzkumu jsou inflační očekávání amerických firem obecně poměrně málo ukotvena (většina respondentů nezná inflační cíl Fedu) a napříč firmami nabývají očekávání značně rozdílných hodnot v krátkém i delším časovém období, což lze částečně (nikoli však plně) vysvětlit rozdílnými odvětvími, v nichž jednotlivé firmy působí. Kromě toho může být tento jev způsoben malou pozorností firem vůči měnové politice a inflačnímu vývoji, která je dána dlouhým obdobím nízké a stabilní inflace a tedy úspěšným působením měnové politiky (firmy věnují inflaci málo pozornosti, pokud inflace nepředstavuje problém). Na druhou stranu však tyto výsledky představují výzvu pro měnovou politiku a její komunikaci, aby dokázala inflační očekávání lépe ukotvit v blízkosti inflačního cíle. Jisté varování pro americký Fed může představovat skutečnost, že ve třetím čtvrtletí 2021 se dle tohoto průzkumu inflační očekávání firem na ročním horizontu přiblížila hodnotě 5 %.

Ohledně vlivu inflačních očekávání na chování spotřebitelů pak empirická literatura dochází ke smíšeným závěrům. Candia a kol. (2020) ukazují, že část spotřebitelů může spojovat svá zvýšená inflační očekávání se špatnou zprávou o ekonomickém vývoji a tito spotřebitelé tak mohou omezit svoji spotřebu,⁵ což je ale v rozporu s běžnou interpretací role inflačních očekávání. Na druhou stranu Duca-Radu a kol. (2021) analyzují očekávání a chování více než 26 000 respondentů v letech 2003-2016 v zemích eurozóny a docházejí k závěru, že spotřebitelé očekávající zvýšení inflace oproti její v současnosti vnímané míře ve skutečnosti spotřebu zvyšují; tento výsledek přitom platí napříč jednotlivými zeměmi i demografickými skupinami.

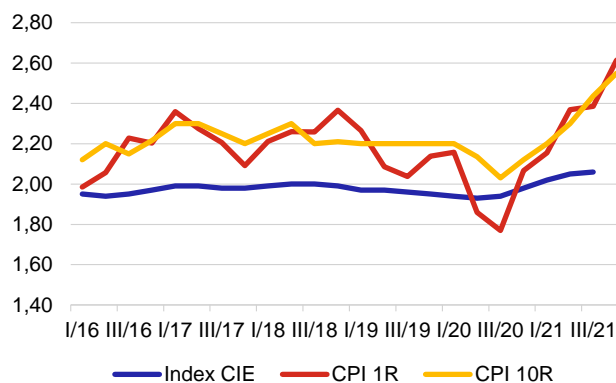
Inflační očekávání spotřebitelů v eurozóně analyzují také Stanislawski a Paloviita (2021) využívající nový průzkum ECB [Consumer Expectations Survey](#). Dle autorů spotřebitelé upravují svá střednědobá inflační očekávání na základě fluktací ve vývoji krátkodobých očekávání, ovšem spotřebitelé s vyšší důvěrou v ECB mění svá očekávání méně než ti s menší důvěrou. Vypuknutí pandemie covid-19 dle této analýzy zvýšilo inflační očekávání spotřebitelů (článek přitom analyzuje jen data do září 2020, tedy ještě před vlnou vyšší pozorované inflace v roce 2021). Obecněji se pak ECB věnovala analýzám inflačních očekávání z mnoha úhlů pohledu v rámci její nedávné revize měnověpolitické strategie; výsledky těchto analýz představuje ECB (2021).⁶

Aktuální vývoj inflačních očekávání

Zvýšená inflace v roce 2021 se projevila ve většině zemí také zvýšením očekávané inflace v nadcházejících měsících a letech, ovšem míra nárůstu se napříč zeměmi podstatně liší. V eurozóně sice k určitému navýšení inflačních očekávání došlo, ovšem jejich hodnoty zatím nepředstavují ohrožení ukotvenosti inflačního cíle. Zvýšená jsou zejména očekávání spotřebitelů na horizontu jednoho roku. Očekávání analytiků se pro příští rok pohybují poměrně blízko inflačního cíle ECB a v některých zemích eurozóny i pod ním. V delším časovém horizontu se pak očekávání analytiků i finančních trhů pohybují pod inflačním cílem pro celou eurozónu.⁷ ECB zároveň hodnotí současné zvýšené inflační tlaky jako přechodné a předpokládá jejich opadnutí během roku 2022.

V USA existuje řada indikátorů o inflačních očekáváních. Ekonomové Fedu proto zkonstruovali [experimentální index celkových inflačních očekávání CIE](#) vycházející z 21 podkladových indikátorů (mezi ně patří očekávání analytiků, průzkumy mezi domácnostmi a podniky i údaje z finančních trhů, a to v různých

Graf 1: Inflační očekávání v USA



Poznámka: Index CIE: *Index of Common Inflation Expectations* – souhrnný ukazatel inflačních očekávání, očekávaná inflace za 10 let, měřeno indexem PCE, zdroj Fed. CPI 1R a 10R: Inflace očekávaná analytiky za 1 rok, respektive za 10 let, měřeno indexem CPI, zdroj Survey of Professional Forecasters.

⁵ Pokud nejsou příjmy spotřebitelů dokonale indexované vůči inflaci, vyšší míra inflace pro ně může znamenat nižší reálné bohatství. Z pohledu mikroekonomické teorie v takovém případě spotřebitelé budou preferovat současnou spotřebu před budoucí (substituční efekt), ale zároveň sníží svoji celkovou spotřebu (důchodový efekt). Pokud důchodový efekt převáží, sníží spotřebitelé i svoji současnou spotřebu.

⁶ Revizi měnověpolitické strategie ECB se blíže věnoval [zářijový Monitoring centrálních bank](#), který shrnoval projev členky Výkonné rady ECB Isabel Schnabel na toto téma.

⁷ Podrobnější analýzu inflačních očekávání v eurozóně včetně konkrétních časových řad a srovnání s USA nabídl [box v podzimní Zprávě o měnové politice](#).

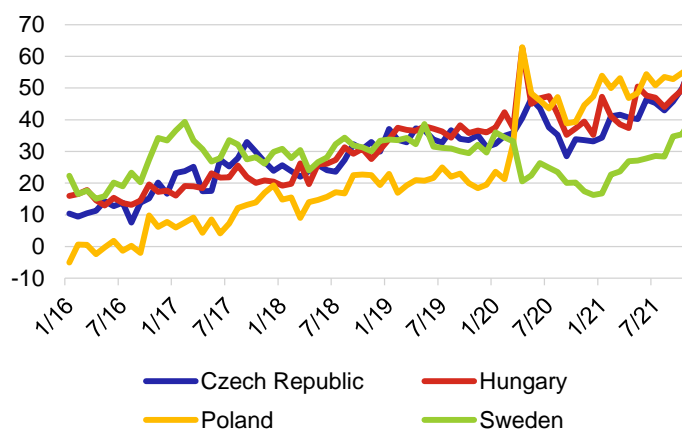
časových horizontech). Data z těchto indikátorů jsou zpracována tak, aby výsledný index CIE zachycoval očekávanou míru inflace za 10 let (měřenou prostřednictvím Fedem cílovaného cenového indexu PCE). Graf 1 ukazuje aktuální mírný nárůst tohoto indexu, který však zůstává blízko 2 %. Jednotlivé podkladové ukazatele však kolísají více – pro srovnání uvádíme v grafu i očekávání analytiků na horizontu 1 a 10 let, které rostou výrazněji. Fed dosud považoval současné inflační tlaky za dočasné, ale poslední dobou začal připouštět, že období rychlejšího růstu cen může trvat déle, než původně předpokládal, a postupně tak začal připravovat finanční trhy na možné rychlejší zpříšňování měnové politiky, než bylo dříve očekáváno. Tento posun se následně odrazil v listopadovém rozhodnutí Fedu zahájit omezování nákupů aktiv a v prosincovém rozhodnutí zrychlit tempo snižování čistých nákupů aktiv.

Bank of England analyzuje inflační očekávání ve Spojeném království v listopadovém vydání své klíčové publikace *Monetary Policy Report*, v němž bere v úvahu očekávání domácností, firem, finanční trhů i externích analytiků v několika časových horizontech. V období 1 roku jsou sice inflační očekávání zvýšená, ve střednědobém horizontu však zůstávají očekávání dle hodnocení BoE dobře ukotvena s tím, že jednotlivé indikátory budou nadále sledovány. Bank of England považuje současné inflační tlaky za dočasné a očekává jejich snížení během roku 2022, zároveň však komunikuje, že pro dosažení inflačního cíle budou muset úrokové sazby mírně vzrůst, a tímto směrem v prosinci nakročila prvním zvýšením úrokových sazeb.

Inflační očekávání domácností ve vybraných zemích EU mimo eurozónu ukazuje Graf 2.⁸ Očekávání byla v těchto zemích nárazově vychýlena vypuknutím koronavirové pandemie na jaře 2020, ovšem rozdílně napříč zeměmi – v České republice, Maďarsku a Polsku došlo k jejich zvýšení, ve Švédsku naopak ke snížení, což odráželo tehdejší výraznou nejistotu o dalším ekonomickém vývoji. Po tomto úvodním šoku došlo ve všech zemích k jeho alespoň částečné kompenzaci. Během roku 2021 pak inflační očekávání v těchto zemích rostla a zvláště v ČR, Maďarsku a Polsku se nacházejí na znatelně zvýšených úrovních, ve Švédsku však zatím výrazně nepřevyšují předpandemické hodnoty. Centrální banky tří zmíněných středoevropských zemí během druhé poloviny roku 2021 rychlým tempem zpříšňovaly svoji měnovou politiku (kdy ČNB a maďarská MNB tento krok dopředu avizovaly s ohledem na přítomnost silných a perzistentních domácích inflačních tlaků, zatímco polská NBP nejprve považovala inflační tlaky za nabídkové a dočasné, což následně částečně přehodnotila a reagovala také rychlým navýšováním úrokových sazeb). Oproti tomu švédská Riksbank zatím nevidí výrazné domácí inflační tlaky ani hrozbu ztráty ukotvenosti inflačních očekávání, současnou inflaci považuje za dočasnou, své úrokové sazby tak zatím nezměnila a ani to v dohledné budoucnosti neplánuje.

Z dalších zemí se zatím s výrazně zvýšenými inflačními očekávanými nepotýká například švýcarská SNB či kanadská BoC. Dle hodnocení SNB jsou poslední data o inflačních očekávaných smíšená a v krátkém i delším časovém období v souladu s inflačním cílem. Švýcarsko představuje jistou výjimku a nečelí v letošním roce výraznému růstu inflace. SNB tak pokračuje v uvolněné měnové politice. V Kanadě sice aktuální inflace 2% cíl centrální banky značně přesahuje, BoC to však přisuzuje dočasným nabídkovým faktorům a očekává opětovný pokles inflace během roku 2022, proto zatím ke zvyšování úrokových sazeb nepřistoupila. Současná vyšší míra inflace v Kanadě se přitom promítla během letošního roku i do zvýšení očekávané inflace na horizontu 1 roku, v delším časovém období však k růstu očekávaných nedochází a ta tak zůstávají dobře ukotvena. Oproti tomu novozélandská RBNZ vnímá vysokou inflaci jako způsobenou širokou řadou faktorů, z nichž jen u některých lze očekávat jejich samovolné opadnutí, zatímco část inflačních tlaků považuje za více persistentní. Také inflační očekávání domácností a firem jsou zvýšená, zejména na kratším horizontu. RBNZ proto své úrokové sazby již začala zvedat. Podobně i norská NB začala zpříšňovat svou měnovou politiku, byť pomalejším tempem. Aktuální data

Graf 2: Inflační očekávání ve vybraných zemích EU mimo eurozónu (kvalitativní průzkum domácností)



Poznámka: Očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících, saldo odpovědí, sezonně očištěno, zdroj European Commission Business and Consumer Survey.

⁸ Graf vychází z šetření Evropské komise prováděného ve všech zemích EU. Jeho výhodou je jednotná metodologie a tedy jednoduchá porovnatelnost jednotlivých zemí. Na druhou stranu jde o kvalitativní průzkum a neobsahuje tedy přesné numerické hodnoty očekávané inflace. Příslušné centrální banky sledují i další indikátory inflačních očekávání, například průzkumy analytiků či očekávání finančních trhů. I tyto indikátory rámcově odpovídají očekávaným domácnostem prezentovaným v grafu – ve všech zemích dochází ke zvýšení očekávané inflace, ovšem ve Švédsku očekávání zatím odpovídají inflačnímu cíli.

z průzkumu inflačních očekávání mezi norskými domácnostmi, podniky a ekonomy ukazují rovněž zvýšení inflačních očekávání, byť ta v delším období zůstávají stále ukotvena poměrně dobře.⁹

Závěr

Inflační očekávání jsou vzhledem ke svému do jisté míry sebenaplňujícímu se charakteru podstatným faktorem pro měnovou politiku. Určité fluktuace v očekáváním – zejména těch krátkodobých – jsou stejně jako běžné kolísání inflace svým způsobem přirozené a nepředstavují zásadní riziko pro další inflační vývoj. Výraznější nebo dlouhodobé odchylky očekávání od inflačního cíle však naopak značné riziko pro budoucí naplňování tohoto cíle představují. Proto je v takové situaci žádoucí včasná a dostatečně razantní reakce měnové politiky, která obnoví ukotvení inflačních očekávání v blízkosti cíle.

Aktuálně inflační očekávání ve většině námi sledovaných zemí rostou. Někde se však jedná jen o menší nárůst v krátkodobém horizontu a dlouhodobá inflační očekávání zůstávají dobře ukotvena u cíle příslušné centrální banky. Spolu s vnímáním současných inflačních tlaků jako dočasných tak dotyčné centrální banky zatím svoji měnovou politiku zpříšňovat nezačaly. V jiných zemích však již zvyšující se inflační očekávání signalizují určité riziko. V řadě z nich lze navíc současný inflační vývoj přisuzovat kromě dočasných nabídkových faktorů i dlouhodobějším poptávkovým tlakům. Proto centrální banky těchto zemí během letošního roku přistoupily k – v některých případech poměrně razantnímu – zpříšňování měnové politiky.

Literatura

Candia, B., Coibion, O. a Gorodnichenko, Y. (2020): „Communication and the Beliefs of Economic Agents,“ NBER Working Papers 27800, National Bureau of Economic Research.

Candia, B., Coibion, O. a Gorodnichenko, Y. (2021): „The Inflation Expectations of U.S. Firms: Evidence from a New Survey,“ dostupné na https://eml.berkeley.edu/~ygorodni/CCG_SoFIE.pdf.

Clarida, R., Galí, J. a Gertler, M. (2000): „Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory,“ The Quarterly Journal of Economics, Vol. 115, No. 1, s. 147-180.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. a Ropele, T. (2020): „Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence,“ The Quarterly Journal of Economics, Vol. 135, No. 1, s. 165-219.

Duca-Radu, I., Kenny, G., a Reuter, A. (2021): „Inflation expectations, consumption and the lower bound: Micro evidence from a large multi-country survey,“ Journal of Monetary Economics, Vol. 118, s. 120-134.

ECB (2021): „Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting,“ ECB Occasional Paper Series No. 264, Work stream on inflation expectations.

Moessner, R. a Takáts, E. (2020): „How well-anchored are long-term inflation expectations?“ BIS Working Papers No. 869.

Orphanides, A. a Williams, J. (2004): „Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy,“ in The Inflation-Targeting Debate, ed. Bernanke, B. a Woodford, M., National Bureau of Economic Research.

Stanisławska, E. a Paloviita, M. (2021): „Medium- vs. short-term consumer inflation expectations: evidence from a new euro area survey,“ Research Discussion Papers 10/2021, Bank of Finland.

Walsh, C. (2009): „Inflation Targeting: What Have We Learned?“ International Finance, Vol. 12, No. 2, s. 195-233.

⁹ Pro stručnost zde neuvádíme podrobnější data pro tyto země, průzkumy inflačních očekávání či vyjádření centrálních bank k jejich ukotvenosti lze najít například pro Švýcarsko [zde](#), pro Kanadu [zde](#) a [zde](#), pro Nový Zéland [zde](#) a [zde](#) a pro Norsko [zde](#).

IV. VYBRANÝ PROJEV: Jens Weidmann: Krize jako katalyzátor změn

Odstupující prezident německé Bundesbanky Jens Weidmann ve svém listopadovém [projevu na virtuálním Evropském bankovním kongresu zasazuje nedávný vývoj měnové politiky Eurosystemu do celkového kontextu a odkrývá již existující problémy a dlouhodobé výzvy nejen pro měnovou politiku, ale také pro politiku fiskální.](#)

Minulost: poučení se z finanční a dluhové krize

Od doby, kdy se eurozóna potýkala s následky světové finanční krize a otřásala jí dluhová krize, Eurosystem učinil mnoho kroků pro posílení finančního systému. Byly zavedeny přísnější regulace a zvýšily se kapitálové požadavky na banky. Pro stabilitu finančního systému již nestačilo sledovat pouze odolnost jednotlivých institucí, proto byla v eurozóně zavedena makrobezpečnostní politika pro získání komplexního přístupu.

To vše podle J. Weidmanna přispělo ke zvýšené stabilitě eurozóny. Přesto na konci minulého desetiletí zbývalo několik dalších úkolů. Například se nepodařilo zcela přerušit vazbu mezi státem a bankami, z nichž mnoho stále drží rozsáhlá portfolia státních dluhopisů. Tato praxe je navíc podporována existujícími regulačními pravidly, kdy je držba státních dluhopisů upřednostňována při nastavování kapitálových požadavků. Prezident Weidmann je přesvědčen, že regulace by neměla banky motivovat k nadměrnému investování do státních dluhopisů a k tomu, aby jejich osud závisel na platební schopnosti státu.

Od finanční krize se změnilo také nastavení měnové politiky. Inlace v eurozóně byla dlouhodobě nízká. Rovnovážné reálné úrokové sazby poklesly, což centrálním bankám zmenšilo manévrovací prostor. K dosažení žádoucího uvolnění se proto Eurosystem uchýlil k nekonvenčním nástrojům, například ke kvantitativnímu uvolňování. To sice podpořilo ekonomický růst a inflaci, měnovou politiku to však podle prezidenta Bundesbanky zavedlo do neprobádaných oblastí a více ji provázalo s fiskální politikou. Takové byly podmínky při vypuknutí pandemie.

Současnost: nezdravý vývoj odhalen

Stejně jako předchozí krize, i ta současná odkrývá existující problémy a nové výzvy. V oblasti fiskální politiky bylo například správné, že vlády jednaly rychle, aby zabránily ekonomickému propadu. Bylo proto namístě aktivovat obecnou únikovou doložku v rámci Paktu stability a růstu. Fiskální pravidla EU však ani před krizí nebyla dostatečně účinná. Během krize pak u zemí s vysokou mírou zadlužení došlo k dalšímu výraznému nárůstu dluhu.

Dalším příkladem je měnová politika. V loňském roce přijal Eurosystem rychlá a důrazná opatření, která stabilizovala ekonomiku a poskytla základ k jejímu zotavení. Měnověpolitické sazby byly však již na začátku pandemie na rekordně nízké úrovni a Eurosystem tak byl nucen ještě více využívat nekonvenčních nástrojů. Objem státních dluhopisů v držení Eurosystemu tak stále roste a jejich objem dosáhne do konce roku zhruba třetiny HDP eurozóny. Bývalý guvernér Bank of England Mervyn King nedávno varoval, že kvantitativní uvolňování by se mohlo stát "nebezpečnou závislostí", neboť bývá zavedeno v reakci na nepříznivé události, ale není zrušeno, když tyto události odezní. V důsledku se objem dluhopisů v držení centrálních bank neustále navyšuje a normalizace měnové politiky se může stávat ještě více nedosažitelnou.

Budoucnost: nové výzvy po pandemii

Aktuálně nejdůležitější otázkou pro tvůrce měnové politiky podle J. Weidmanna je, jak trvalé budou inflační tlaky. Vyšší inflace bude pravděpodobně trvalejší, než bylo předpokládáno, jelikož došlo k dalšímu nárůstu cen energií a výpadky v dodavatelských řetězcích mohou přetrvávat déle. Mimoto je výhled inflace velmi nejistý. Zvýšená inflační očekávání a růst mezd by mohly posílit střednědobé inflační tlaky, a dopady pandemie by tak mohly výrazně ovlivnit inflaci, která ve střednědobém horizontu pravděpodobně neklesne pod 2% inflační cíl, jak se dříve předpokládalo.

J. Weidmann v této souvislosti upozorňuje, že riziko příliš vysoké inflace rozhodně nelze ignorovat. Vzhledem ke značné nejistotě ohledně inflačního výhledu by se navíc měnová politika neměla na příliš dlouho zavazovat k současnému velmi expanzivnímu postoji. K zachování ukotvenosti inflačních očekávání je třeba stále opakovat, že pokud to bude nutné k zajištění cenové stability, měnová politika bude normalizována.

Rozsáhlé nákupy státních dluhopisů centrálními bankami způsobily, že veřejné rozpočty jsou nyní na změny měnověpolitických sazeb citelnější. V bilanci centrálních bank totiž najdeme v aktivech střednědobé a dlouhodobé dluhopisy, na straně pasiv pak krátkodobé vklady komerčních bank. Zvyšující se úrokové sazby tak sníží zisky centrálních bank a prostřednictvím přerozdělování zisků klesnou i vládní příjmy. J. Weidmann míní, že za této situace budou centrální banky pod stále větším tlakem vlád a finančních trhů, aby udržovaly expanzivní měnovou politiku déle, než vyžaduje jejich mandát cenové stability. Je tedy podle něj nezbytné, aby státy eurozóny po krizi vykročily směrem ke zdravým veřejným financím. Nadcházející reforma fiskálních pravidel EU by měla tato pravidla zjednodušit a zpřehlednit. Není možné dát fiskální politice volnou ruku a očekávat, že problémy s platební neschopností vyřeší měnová politika. Závěrem připomíná, že centrální banky nejsou všemocné, přestože nároky na ně rostou od krize ke krizi.

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