

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2014

V tomto čísle

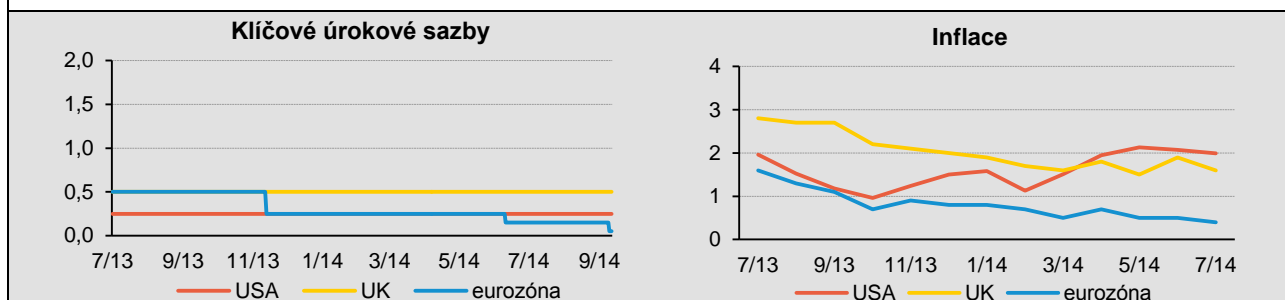
Růst HDP v USA se ve druhém čtvrtletí 2014 obnovil. Fed v červenci a srpnu dále snížil měsíční objem nakupovaných aktiv. Pokud se bude americká ekonomika vyvíjet v souladu s očekáváním FOMC, dojde k ukončení nákupů na říjnovém zasedání. Evropská centrální banka snížila úrokovou sazbu na technickou nulu a oznámila zahájení masivních přímých nákupů cenných papírů na primárním i sekundárním trhu od října 2014, chce tak podpořit křehký růst a směřovat inflační očekávání k 2% cíli. Bank of England ponechala výši své sazby i objem programu nákupů aktiv nezměněny a reportuje udržitelný růst HDP nad předkrizovou úroveň. Riksbank v červenci snížila svou klíčovou úrokovou sazbu, neboť ji překvapila nečekaně nízká pozorovaná inflace a utlumené domácí inflační tlaky. Maďarská centrální banka pokračovala v sérii snižování měnověpolitické úrokové sazby, pro další období však předpokládá její stabilitu. Polská centrální banka ponechala svou úrokovou sazbu beze změny, i když se inflace v červenci poprvé propadla do záporných hodnot. Centrální banka Nového Zélandu naopak pokračovala v dalším zvyšování klíčové úrokové sazby, když s výhledem udržitelného růstu HDP vrací sazby směrem k více neutrální úrovni. Aktuální téma pod lupou se věnuje ukončování používání nekonvenčních nástrojů měnové politiky. Prostor pro vybraný projev je věnován šéfce Fedu Janet L. Yellen, která na každoroční prestižní konferenci v Jackson Hole prezentovala své postřehy o vývoji na americkém trhu práce.

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>
inflační cíl	< 2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	3. července (0,00) 7. srpna (0,00) 4. září (-0,10)	17.–18. června (0,00) 29.–30. července (0,00)	9.–10. července (0,00) 6.–7. srpna (0,00) 3.–4. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,05 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	0,3 % (srpen 2014) ³	2,0 % (červenec 2014)	1,6 % (červenec 2014)
očekávaná MP zasedání	2. října 6. listopadu 4. prosince	16.–17. září 28.–29. října	8.–9. října 5.–6. listopadu 3.–4. prosince
další očekávané události	4. prosince zveřejnění prognózy	15. října zveřejnění Beige Book	13. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	→	↑

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



ECB na svém zářijovém zasedání snížila své sazby o 0,10 p.b., repo sazba se tak dostala na technickou nulu (0,05 %) a depozitní sazba na -0,20 %. ECB potvrdila, že sazby již více nesníží. Zároveň rozhodla o zahájení přímých odkupů cenných papírů zajištěných aktivy a opět bude nakupovat kryté dluhopisy vydané finančními institucemi, oba programy spustí v říjnu. Podrobnosti budou představeny po říjnovém zasedání. Toto rozhodnutí bylo přijato velkou většinou, nikoli však jednomyslně. Panuje ovšem jednomyslná shoda na tom, že by ECB měla použít další nekonvenční opatření, bude-li to potřeba. Dnešní rozhodnutí bylo motivováno novými daty, která naznačují riziko zastavení křehké obnovy ekonomického růstu HDP, který v druhém čtvrtletí stagnoval, tj. byl pod prognózou ECB. Prognóza inflace se pro rok 2014 snížila na 0,6 %, pro následující roky zůstává na hodnotách 1,1 % a 1,4 %.

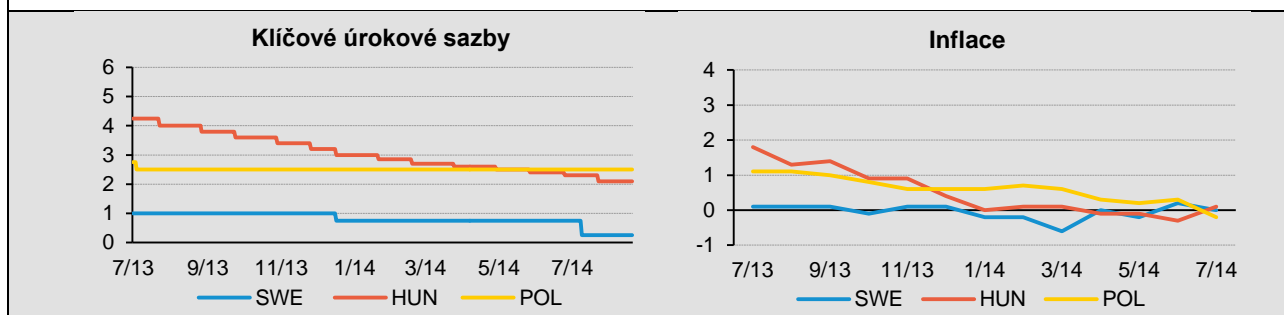
Fed komentoval vývoj domácí ekonomiky jako relativně příznivý. Růst HDP se ve druhém čtvrtletí 2014 obnovil, spotřeba domácností mírně stoupala, stejně jako investice firem. Zlepšují se také podmínky na trhu práce, když došlo k dalšímu poklesu nezaměstnanosti. Ačkoli zůstává značná část pracovních kapacit nevyužita, celkově Fed zhodnotil příznivý vývoj jako udržitelný a na obou zasedáních nastavil rozsah dalšího útlumu nákupů dluhopisů – od července snížil měsíční objem ze 45 mld. na 35 mld. a od srpna na 25 mld. USD. Bude-li se situace vyvíjet podle očekávání FOMC, dojde k ukončení nákupů na říjnovém zasedání. Velmi nízké úrokové sazby však budou dle Fedu přetrvávat ještě značnou dobu po ukončení programu nákupů aktiv, budou-li inflační očekávání dobře ukotvena.

BoE ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani výši programu nákupu aktiv, v srpnu však již dva členové výboru MPC hlasovali pro zvýšení sazby. Robustní ekonomický růst přivedl HDP nad předkrizovou úroveň při výrazném poklesu míry nezaměstnanosti. Data poukazují na udržitelné oživení produktivity a růst reálných příjmů domácností. Inflace je blízko inflačnímu cíli BoE, kde by se měla udržet i v následujícím období.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	2. července (-0,50) 3. září (0,00)	24. června (-0,10) 22. července (-0,20) 26. srpna (0,00)	1.-2. července (0,00) 19. srpna (0,00) 2.-3. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,25 %	2,10 %	2,50 %
poslední inflace	0,0 % (červenec 2014)	0,1 % (červenec 2014)	-0,2 % (červenec 2014)
očekávaná MP zasedání	27. října 15. prosince	23. září 28. října 25. listopadu	7.-8. října 4.-5. listopadu 2.-3. prosince
další očekávané události	28. října zveřejnění Monetary Policy Report	24. září zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1/2 listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	→	→

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



Riksbank v červenci snížila svou měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,5 p.b. na úroveň 0,25 %, v září pak již její výši nezměnila. Švédská ekonomika sice dále sílí, výhled tempa růstu HDP však byl pro roky 2014 a 2015 přehodnocen směrem dolů. Níže bude v tomto období ve srovnání s dubnovou prognózou také inflace, která se nyní pohybuje kolem nuly. Banku překvapily i utlumené inflační tlaky v domácí ekonomice. Prognózu ovlivnilo také snížení zahraničního výhledu inflace i sazeb. Růst sazeb banka neočekává dříve než na konci roku 2015. Zároveň opět upozorňuje na zvyšující se zadlužení domácností a s tím spojená rizika a vyzývá k přijetí opatření v této oblasti.

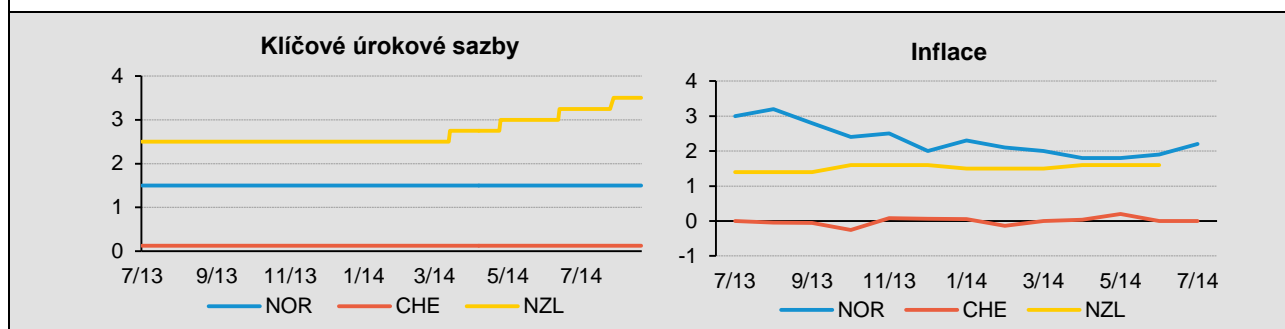
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu na dvou ze tří zasedání: o 0,10 p.b. v červnu a 0,20 p.b. v červenci, kumulativně tedy o 0,30 p.b. na současných 2,10 %. Návrat HDP k potenciálu bude pozvolný, neboť kapacity ekonomiky nejsou plně využívány, domácí poptávka sice roste, ale vývozy ožívají jen velmi mírně. Nezaměstnanost v Maďarsku i nadále klesá, dosud však neklesla k úrovni přirozené míry. Inflace se po třech měsících v mírně záporných hodnotách vrátila v červenci nad nulu (na 0,1 %). Její návrat k 3 % banka očekává až na konci horizontu prognózy, a to za předpokladu pokračování uvolněné měnové politiky. MNB v červenci současně prohlásila, že po dvouletém výrazném snižování klíčové sazby (ta kumulativně klesla o 4,90 p.b.) očekává nyní její stabilitu na současné úrovni, a tomuto prohlášení dostala svým srpnovým rozhodnutím.

NBP ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 2,50 %. Po postupném poklesu inflace k nule v předchozích měsících se inflace v červenci propadla poprvé do záporných hodnot na -0,2 % zejména z titulu poklesu cen potravin a nižší jádrové inflace. Prakticky nulové inflační tlaky v ekonomice jsou doprovázeny velmi nízkými inflačními očekáváními podniků i domácností. Růst HDP v druhém čtvrtletí mírně zpomalil. Zvýšení nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje v Polsku tak bylo hlavní motivací pro ponechání sazeb beze změny. NBP nevyklučuje další snížení sazeb, pokud nová data potvrdí další oslabení ekonomické aktivity, které by pak drželo inflaci hluboko pod cílem i ve střednědobém výhledu.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. června (0,00)	19. června (0,00)	12. června (+0,25) 24. července (+0,25)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0,00–0,25 % ¹	3,50 %
poslední inflace	2,2 % (červenec 2014)	0,0 % (červenec 2014)	1,6 % (Q2 2014)
očekávaná MP zasedání	18. září	18. září	11. září 30. října
další očekávané události	18. září zveřejnění Monetary policy report	24. září zveřejnění Monetary policy report	11. září zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	↑

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



NB ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny, a to na úrovni 1,50 %. Argumenty k poklesu sazby z titulu mírného snížení prognózy růstu domácího HDP a výhledu inflace pod cíl vyvážilo riziko zvýšení finančních nerovnováh, ke kterému by případné snížení sazeb mohlo vést. Pro ponechání sazby na stávající úrovni hovořila také nejistota okolo současného vývoje domácí ekonomiky. Není zřejmé, zda se rostoucí ceny nemovitostí zastaví na úrovni před jejich poklesem na podzim 2013, nebo zda dojde k jejich dlouhodobějšímu růstu. Nově byly dvě banky označeny za systémově významné, což automaticky zvýšilo požadavek na jejich kapitálovou přiměřenost.

SNB ponechala sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje závazek minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Ve svém [prohlášení](#) potvrdila, že nastavení kurzového závazku je i nadále správně zvoleno a je obranou proti nežádoucímu zpřísnování měnových podmínek. Cenový výhled byl přehodnocen jen nepatrně, když podle nové prognózy SNB dosáhne inflace v roce 2014 0,1 %, v roce 2015 cenová hladina vzroste o 0,3 % a v roce 2016 předpokládá SNB inflaci na úrovni 0,9 %. V případě HDP očekává SNB tempo jeho růstu za celý rok 2014 ve výši 2 %. SNB i nadále sleduje rizika nerovnováh na trhu hypoték a nemovitostí, v červnu zvýšila úroveň po bankách požadovaného proticyklického kapitálového polštáře.

RBNZ pokračovala v dalším zvyšování své klíčové úrokové sazby, se kterým započala na druhém měnovém zasedání roku 2014. Na každém ze čtyř posledních zasedání zvýšila sazbu vždy o 0,25 p.b., celkem tedy o 1 p.b. na současnou hodnotu 3,5 %. S výhledem udržitelného růstu HDP a zvyšujících se inflačních tlaků zejména ve stavebnictví a dalších sektorech neobchodovatelných statků tak vrací úrokové sazby blíže k tzv. neutrální úrovni. I když je inflace stále ještě pod cílem, silný růst HDP na úrovni 3,3 % v prvním čtvrtletí 2014 postupně zvyšuje využití produkčních kapacit ekonomiky. Růst HDP je v roce 2014 odhadován na 3,7 %. Kurz novozélandského dolaru se zdá v současnosti nadhodnocený a je očekáván jeho pokles.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Na letošní konferenci v Jackson Hole byl hlavním tématem vývoj na trzích práce

Každoročně pořádané symposium centrálních bankéřů a akademiků v americkém Wyomingu zaměřilo v letošním roce svoji pozornost na trhy práce. Konferenci zahájila svým vystoupením šéfka Fedu Janet L. Yellen (podrobněji viz vybraný projev), svůj příspěvek prezentovali také Mario Draghi z ECB, Ben Broadbent z BoE, Haruhiko Kuroda z BoJ a Alexandre Antonio Tombini, guvernér brazilské centrální banky.

Centrální banky rozhodly prodloužit poskytování dolarové likvidity

Centrální banky eurozóny, Británie, Japonska a Švýcarska prodloužily fungování operací na poskytování likvidity v amerických dolarech. Operace, které měly probíhat do konce letošního července, tak budou prodlouženy až do odvolání. Jejich další potřebnost přitom bude pravidelně vyhodnocována. ECB rovněž zveřejnila [článek](#) popisující dosavadní zkušenosti s cizoměnovými swapovými linkami.

SNB uzavřela swapovou dohodu s centrální bankou Číny

Centrální banky Švýcarska a Číny uzavřely bilaterální swapovou dohodu ve výši až 150 mld. RMB nebo 21 mld. CHF. SNB navíc získala možnost investovat část svých devizových rezerv na čínském dluhopisovém trhu. Kvóta pro tyto investice byla stanovena na 15 mld. RMB nebo 2 mld. CHF.

MNB hodnotí dvouleté období uvolňování měnové politiky

Magyar Nemzeti Bank vydala publikaci hodnotící dopady a souvislosti dvou let bezprecedentního uvolňování měnové politiky v Maďarsku. Během tohoto období centrální banka snížila svou úrokovou sazbu celkem o 490 bazických bodů ze 7,00 % až na 2,10 %. Dluhové břemeno soukromého sektoru se snížilo o několik stovek miliard forintů, úrokové výdaje Maďarska klesly o více než 300 mld. HUF. Uvolnění měnových podmínek současně snížilo podíl externího dluhu na HDP podpořením hospodářského růstu, a to o cca 1,1 p.b. Díky postupnému poklesu výnosové křivky a přesměrování se na forintové trhy je navíc financování vládního dluhu levnější a bezpečnější, současně se zlepšila výsledná bilance MNB. Dopad uvolnění do inflace odhaduje MNB v průměru na 1,1 p.b. Bez snižování sazeb by podle MNB inflace strmě klesla do záporných hodnot (na zhruba -1 %).

3. TÉMA POD LUPOU: KONEC NEKONVENČNÍCH NÁSTROJŮ, NÁVRAT K NORMÁLU?

Se zlepšujícími se hospodářskými podmínkami dochází k postupnému ukončování používání nekonvenčních nástrojů měnové politiky, zejména ve Velké Británii a Spojených státech. Zatímco Bank of England již cenné papíry nenakupuje, Fed snižuje své nákupy a jejich ukončení se očekává na říjnovém zasedání. Obě centrální banky pak plánují návrat k používání standardního měnověpolitického nástroje – úrokové sazby, resp. k jejímu zvyšování. K tomu však zřejmě dojde až s větším časovým odstupem. Odprodeje nakoupených cenných papírů pak budou zahájeny až v době, kdy se úrokové sazby dostatečně vzdálí od nuly, a budou probíhat postupně a s ohledem na vývoj na finančních trzích. Naopak v případě švýcarské centrální banky ukončení udržování minimální výše kurzu v dohledné době očekávat nelze, ECB nekonvenční nástroj v podobě nákupu cenných papírů krytých aktivy zavede až od října.

Centrální banky v průběhu posledních let přistoupily k využití různých nestandardních nástrojů měnové politiky, když měnověpolitické úrokové sazby narazily na své dno a vedle dalšího uvolnění měnových podmínek bylo též potřeba podpořit důvěru na finančních trzích, úvěrování v ekonomice a fungování transmisního mechanismu. Některé z těchto bank však již používání nekonvenčních nástrojů pozvolna ukončují a připravují podrobné postupy pro návrat do standardního režimu, založeného zejména na nastavování výše měnověpolitických úrokových sazeb. Ukončování nekonvenčních opatření má různou podobu podle konkrétních využitých nástrojů.

Programy na dodávání likvidity a podporu úvěrování mají své ukončení vcelku zřejmé a přímočaré – obvykle dojde k vypršení jejich platnosti či ke splatnosti úvěrů. Při případných dřívějších neočekávaných inflačních tlacích pak může centrální banka z ekonomiky stahovat likviditu jinou cestou či motivovat protistrany k dřívějšímu ukončení příslušných operací. Zatímco tyto programy byly ve Spojených státech ukončovány již v průběhu let 2009 a 2010, britská podpora poskytování úvěrů v ekonomice je zatím stále v plném proudu (*Funding for Lending Scheme*) a v eurozóně po speciálních tříletých operacích přibudou letos cílené dlouhodobé operace (*TLTRO*). U všech standardních operací ECB navíc nadále pokračuje plné uspokojování poptávky za fixní sazbu.

Hojně využívaným nástrojem se při přiblížení se k nulovým sazbám stalo řízení tržních očekávání prostřednictvím **komunikace záměrů centrální banky** (*forward guidance*). Četné centrální banky začaly naznačovat ponechání nízkých úrokových sazeb po určitou dobu, stanovenou více či méně konkrétním časovým vymezením či podmíněně s pomocí vybraných indikátorů. Při takovéto komunikaci však hrozí riziko časové nekonzistence, kdy centrální banky příslibí konkrétní kroky v budoucnu, následné ekonomické podmínky však vyžadují jiné (v tomto případě přísnější) nastavení měnové politiky. Navíc příliš složitá sdělení mohou trhy mást a vést k nadměrným spekulacím.

Prohlášení Fedu o délce období ponechání nízkých sazeb

1/2009	"po nějakou dobu"
3/2009 – 6/2011	"po delší dobu"
8/2011 – 12/2011	"minimálně do poloviny roku 2013"
1/2012 – 8/2012	"minimálně do pozdních měsíců roku 2014"
9/2012 – 10/2012	"minimálně do poloviny roku 2015"
12/2012 – 1/2014	"minimálně dokud bude míra nezaměstnanosti nad 6,5 %, prognóza inflace v horizontu 1–2 roky ne více než 2,5 % a dokud dlouhodobá inflační očekávání zůstanou pevně ukotvená"
3/2014 – 7/2014	"na základě hodnocení široké škály indikátorů" "delší dobu po ukončení programu nákupu aktiv, obzvláště pokud bude prognóza inflace i nadále pod 2% cílem, a za podmínky pevně ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání"

Prohlášení BoE o ponechání nízkých úrokových sazeb	
7/2013	"MPC nezvýší sazbu, dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 %" (za dále stanovených podmínek)
2/2014	"I přes prudký pokles nezaměstnanosti zůstává prostor pro absorpci volných kapacit, dříve než dojde ke zvýšení úrokové sazby"

Komunikace budoucích kroků BoE a Fedu se přitom zkomplikovala poté, co byly obě centrální banky překvapeny velmi rychlým poklesem míry nezaměstnanosti (sledované právě jako podmínka pro zvážení dalších kroků), přičemž podmínky na trzích práce ani jedna z nich stále nepovažuje za uspokojivé. Komunikace může být dobrým pomocníkem při exitu z nekonvenčních forem měnové politiky, je však třeba velké obezřetnosti, neboť neopatrná či špatně pochopená komunikace může způsobit na trzích šoky a poškodit kredibilitu centrální banky.

V případě **programů nákupů aktiv** je otázkou, jak jejich ukončení definovat, totiž zda je jím ukončení nákupů či až odprodání všech cenných papírů nakoupených v rámci těchto programů.

Fed i BoE, které na trzích odkoupily bezprecedentní množství aktiv – 4,16 bil. USD a 350 mld. GBP, nyní avizují své představy o dalším postupu. Zatímco BoE již v současnosti udržuje konstantní objem nakoupených cenných papírů, Fed zatím stále provádí nové nákupy, i když klesajícím tempem, a pravděpodobně je zcela ukončí na konci tohoto roku (dle záznamu z červnového jednání FOMC dojde k ukončení nákupů v říjnu, bude-li se ekonomika vyvíjet podle očekávání).

Fed i BoE naznačují, že po skončení nákupů nedojde ihned ke zvýšení úrokové sazby. To se tak očekává až s delším časovým odstupem. BoE navíc avizovala, že zvyšování sazby bude probíhat velmi pozvolně a jen v omezeném rozsahu, sazba zůstane po delší dobu pod průměrem historických hodnot. Po nějakou dobu přitom bude v obou ekonomikách klíčové ovlivňování tržních úrokových sazeb zdola, tedy převážně přes operace centrálních bank na stahování nadměrné likvidity.

Teprve v době, kdy bude úroková sazba dostatečně vzdálená od nuly, bude možné začít s odprodejem nakoupených cenných papírů. Prodeje budou zřejmě pozvolné a budou muset zohledňovat aktuální hospodářské podmínky a reakci finančních trhů tak, aby nezpůsobily nadměrné výkyvy. Tlak z odprodeje aktiv na zvýšení výnosů však bude podle očekávání BoE menší, než bylo snížení výnosů způsobené nákupem těchto aktiv, neboť v době odprodejů budou trhy fungovat normálně. BoE má nyní v držbě zhruba 40 % celkového objemu standardních vládních dluhopisů, jejich odprodej pak zřejmě vyvolá odpovídající redukci jiných druhů aktiv držných soukromými investory. Bude tedy potřeba odprodávat způsobem, který nenaruší stabilitu trhu s vládními dluhopisy, a zejména také „nevytlačí“ dluhopisy soukromého sektoru.

I po zahájení odprodejů zůstane klíčovým nástrojem úroková sazba, změny v rozvaze budou – slovy člena FOMC Williama C. Dudleyho – probíhat na „autopilotu“. Nakoupená aktiva přitom mají v případě Fedu i BoE široké spektrum splatností. Pokud by se BoE rozhodla držet nakoupené cenné papíry až do jejich splatnosti, zůstaly by v její bilanci několik desítek let, přičemž průměrná vážená splatnost je více než 12 let. Rovněž v případě Fedu je splatnost velké části držných aktiv dlouhodobá.

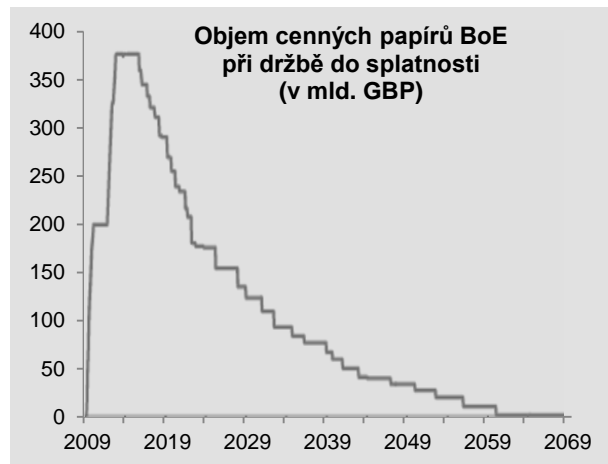
U Fedu přitom došlo ke změně oproti principům exit strategie nastíněným v červnu 2011, kdy bylo předpokládáným prvním krokem ukončení reinvestování splátek jistiny. S postupujícím časem a zřejmě i vlivem zkušeností s často až přehnanou citlivostí trhů na zveřejňované informace usoudili členové FOMC, že takové rozhodnutí by mohlo zkomplikovat komunikaci a naznačit zpříšňování podmínek bez takového záměru FOMC. Vzdálit se od nulových sazeb je navíc žádoucí pro získání flexibility měnové politiky, proto by zvýšení sazeb mělo být prvořadým krokem. Strategie z roku 2011 rovněž předpokládala odprodání agenturních

cenných papírů krytých hypotékami, v červnu 2013 již však vydal Fed prohlášení, že pravděpodobně k tomuto kroku nedojde, i když alespoň jejich část by mohla být prodána v delším časovém horizontu.

Na letošním červencovém jednání FOMC většina zúčastněných souhlasila, že hlavní roli by během návratu měnové politiky k normálu měla hrát sazba, kterou se úročí volné rezervy bank (IOER), pomocnou úlohu při vytváření dolní hranice tržních úrokových sazeb by pak měla jednodenní reverzní repo facilitata (ON RRP) – spread mezi jejich sazbami by měl být zhruba na současné či vyšší úrovni, tj. cca 20 b.b. Někteří přítomní navrhovali, že by měly být připraveny k použití též termínové vklady a termínové reverzní repo operace. Většina účastníků jednání souhlasila s tím, že komunikačním nástrojem by i nadále měla zůstat sazba Fedu, resp. její cílové pásmo. Převažovala preference pro ukončení reinvestování maturujících cenných papírů až po zvýšení sazeb, mnoho členů FOMC pak dává přednost postupnému a hladkému snižování objemu rozvahy Fedu. Všeobecná shoda byla na volbě jednoduchého a jasného přístupu, který by usnadnil komunikaci vůči veřejnosti a pozvednul by kredibilitu měnové politiky. Za vhodné je považováno připravit plán a představit jej veřejnosti ještě v tomto roce.

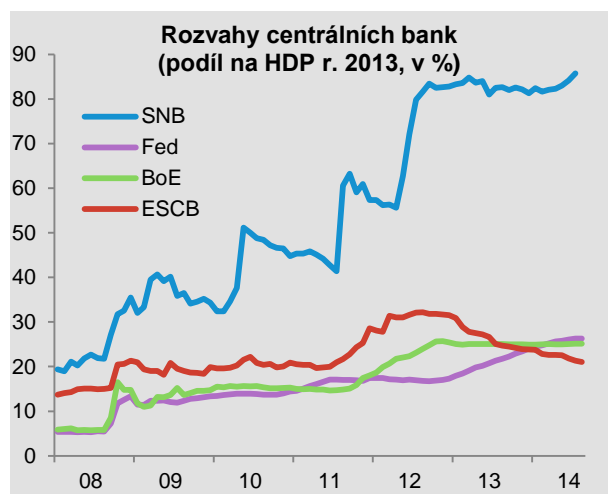
Nejméně informací ohledně ukončení nekonvenční měnové politiky přichází ze švýcarské centrální banky, která v září 2011 zavedla **kurzový závazek**: švýcarský frank nesmí posílit pod hranici 1,20 CHF/EUR. Nejsnazším východiskem by pro SNB bylo tržní oslabování franku dále od této úrovně. Vzhledem k tomu, že SNB opakovaně označuje zmíněnou úroveň kurzu i tak za příliš silnou, je možné, že pokud frank sám neoslabí dál od úrovně stanovené v závazku, stane se tento nástroj součástí švýcarské měnové politiky dlouhodobě. Výše závazku se neměnila po celou jeho dobu i přes deflační vývoj a výrazné protiinflační tlaky, důvody pro případnou změnu úrovně by tak zřejmě musely být velmi silné. I nadále pokračuje velmi striktní a jednotná komunikace. Na červnové tiskové konferenci šéf boardu SNB Thomas Jordan v odpovědi na dotazy uvedl, že snížení úrokových sazeb na záporné hodnoty je možným dalším nástrojem. Při dotazu na délku trvání kurzového závazku Jordan uvedl, že tuto není možné v současnosti předvídat, bude záviset na aktuálních ekonomických podmínkách, a že v dohledné době je minimální kurz správným nástrojem. Na dotaz ohledně možnosti zvýšení úrovně minimálního kurzu zopakoval, že aktuální výše je nyní adekvátní.

Z pohledu rozvahy centrální banky se švýcarská varianta projevila nejvýraznějším nárůstem, když SNB musela nakoupit významný objem cizích měn při zavedení kurzového závazku a dále pak v první polovině roku 2012



Objem nakoupených cenných papírů Fedu podle splatnosti (v mld. USD, srpen 2014)

	< 1 rok	1–5 let	5–10 let	> 10 let
Vládní cenné papíry	3	1 022	756	655
Dluhopisy federálních agentur	6	33	0	2
Cenné papíry kryté hypotékami	0	0	4	1 674



v souvislosti s dluhovou krizí eurozóny. Zatímco rozvahy Fedu a BoE se nafoukly „pouze“ na zhruba čtvrtinu ročního HDP, bilance SNB se blíží velikosti úhrnné roční ekonomické aktivity Švýcarska. Od začátku roku 2013 se frank pohybuje na mírně slabších úrovních, průměrný kurz do srpna letošního roku činí 1,23 CHF/EUR a odchyluje se tak v průměru o 2,15 % od stanovené hladiny závazku. Varianta navrácení se k předkrizovému objemu rozvahy SNB je však v současnosti těžko představitelná.

V souvislosti s ukončováním nekonvenčních nástrojů se hovoří také o návratu do normálního, standardního módu měnové politiky. Lze ovšem předpokládat, že pokrizová hospodářská situace bude výrazně odlišná a stejně tak měnová politika již zřejmě nebude stejná jako dřív. Hlasy z BoE i z Fedu se shodují, že rovnovážné sazby budou nižší než v předkrizovém období. Recese totiž ovlivnila vnímání domácností a podniků, a proto budou delší dobu větší úspory a menší investice, pokračovat bude navíc vliv snižování veřejného i soukromého zadlužení. Vlivem stárnutí obyvatelstva bude pomaleji růst pracovní síla a spolu s nízkým růstem produktivity bude implikovat nižší potenciální růst HDP, který ve velkých uzavřených ekonomikách obvykle pozitivně koreluje s reálnými rovnovážnými úrokovými sazbami. Na stlačení globálních úrokových sazeb pak mohou mít vliv také vysoké úspory Číny. Otázkou tedy je, zda lze budoucnost měnové politiky považovat za návrat k „normálu“ či zda se spíše bude jednat o novou realitu jejího fungování.

4. VYBRANÝ PROJEV: TRH PRÁCE A MĚNOVÁ POLITIKA

Šéfka Fedu Janet L. Yellen přednesla v srpnu na konferenci v Jackson Hole [projev](#) věnovaný dynamice trhu práce a důsledkům z toho plynoucích pro měnovou politiku.

Americká ekonomika se během posledních pěti let zřetelně zotavila z poklesu zaměstnanosti způsobeného recesí. Míra nezaměstnanosti výrazně klesá, v posledním roce pak překvapivě rychlým tempem. Trh práce se však podle Yellenové přesto stále ještě plně nezotavil. S ohledem na to, že maximální zaměstnanost je jedním ze dvou cílů měnové politiky Fedu, je klíčové posoudit, nakolik je ekonomika vzdálena od tohoto cíle. Toto hodnocení je však komplikováno změnami ve struktuře trhu práce, v poslední době je pak obzvláště náročné, neboť recese mohla způsobit trvalé změny v jeho fungování. Odhad stupně nevyužití zdrojů na trhu práce musí být podle Yellenové založen na široké škále proměnných a bude vyžadovat náročné posouzení cyklických a strukturálních vlivů na trhu práce.

Yellenová nadnesla několik důležitých otázek spojených s posuzováním aktuálních rezerv na trhu práce. Například část poklesu míry participace je jasně spojena se stárnutím silných ročníků, přičemž jej lze přičíst faktorům jako je zvýšení počtu důchodců, zdravotně postižených a školáků. Existují ale i jiné důvody včetně rezignace nezaměstnaných na hledání práce. Vysoký počet lidí zaměstnaných na částečný úvazek by navíc preferoval práci na plný úvazek, což může souviset s přesunem zaměstnanosti do oblasti služeb nebo s pokračujícím poklesem pracovních míst vyžadujících střední kvalifikaci. Jako další indikátory stavu trhu práce uvádí Yellenová míry přijímání a propouštění pracovníků. Aby bylo možné vhodně shrnout informace o trhu práce, vytvořili zaměstnanci Fedu index trhu práce založený na 19 různých indikátorech.

Míra nevyužití zdrojů na trhu práce a značné riziko, že inflace bude pod cílem, byly v posledních pěti letech podle Yellenové očividné, a proto byla potřeba mimořádného uvolnění měnové politiky jednoznačná. V současné době se však FOMC přirozeně více zaměřuje na analýzu trhu práce, pravděpodobnost budoucího zlepšování jeho fungování a tím i na otázku, za jakých podmínek by měl Fed začít zpřísnovat mimořádně uvolněnou měnovou politiku. Yellenová také připomněla roli nezaměstnanosti v komunikaci o budoucím nastavení měnové politiky Fedu, včetně zavedení prahové hodnoty míry nezaměstnanosti na úrovni 6,5 %. S rychlým poklesem míry nezaměstnanosti a jejím přiblížením se k této hodnotě přeformuloval FOMC své prohlášení v tom smyslu, že při svém rozhodování bude napříště zvažovat celou škálu informací o trhu práce.

Někteří odborníci argumentují, že vzhledem k nejistotám spojeným s odhady ochablosti trhu práce by se měli centrální bankéři zaměřit především na vývoj inflace jakožto vodítka pro stanovení vhodné politiky. V extrémním případě, kdy by stagnace trhu práce dominantním a předvídatelným způsobem ovlivňovala celkovou inflaci, by mohly být ukazatele trhu práce ignorovány a jeho vývoj by byl zjevný z vývoje inflace. V současné situaci s inflací pod 2% cílem by tento přístup naznačoval, že uvolněná měnová politika by mohla být dále zachována.

Yellenová však namítá, že cyklické výkyvy na trhu práce historicky vysvětlovaly pouze malou část vývoje inflace. Neobvyklé aspekty současného vývoje navíc mohly posunout vztah mezi napětím na trhu práce a rostoucími inflačními tlaky. Pokud například nominální mzdová strnulost směrem dolů zadržela mzdovou deflaci v době ekonomického poklesu, pak by mzdové a cenové tlaky mohly být ve fázi ekonomické expanze po nějakou dobu nezvykle nízké. Ale i naopak: hluboké nerovnováhy na trhu práce z posledních let mohou způsobit inflační tlaky dříve, než odezní problémy na trhu práce, a pak by zpřísnění měnové politiky při dosažení inflačního cíle mohlo zabrzdit plné zotavení trhu práce. Yellenová uzavírá, že hodnocení vztahu mezi stupněm využití zdrojů na trhu práce a inflačními tlaky je komplexní úkol, se kterým se FOMC bude muset vypořádat.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. září 2014. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz.