

Monitoring centrálních bank

II/2022



V tomto čísle

Námi sledované centrální banky a příslušné ekonomiky čelí enormním inflačním tlakům. Ekonomické dopady války na Ukrajině představují další výrazný proinflační šok v prostředí již tak dynamického růstu cen. Řada centrálních bank přehodnotila svou měnovou politiku směrem k podstatně rychlejšímu zpřísnění oproti dřívějším očekáváním. Vyjma švýcarské centrální banky a ECB již všechny sledované banky reagovaly zvyšováním měnověpolitických úrokových sazeb (v několika případech ve větším rozsahu než je standardní čtvrtina procentního bodu) a některé z nich včetně Fedu zahájily kvantitativní utahování (pokud dříve prováděly kvantitativní uvolňování). Centrální banky nyní hledají optimální míru zpřísnění měnové politiky tak, aby úspěšně zkrotily vysokou inflaci a zároveň nezchladily ekonomický růst více, než je nezbytně nutné.

Aktuální Téma pod lupou popisuje měnovou politiku v Japonsku, a to jak její dlouhodobý vývoj, tak její nynější stav. Bank of Japan má za sebou dlouhé období uvolněné měnové politiky v boji s deflačními tlaky a ani současná globální inflační vlna se v Japonsku zatím příliš neprojevila. Ve vybraném projevu se viceguvernér švédské Riksbank Henry Ohlsson věnuje inflačním dopadům válek, kdy studuje několik válečných období v minulém století a na jejich základě hledá poučení pro dnešní dobu.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i seznam všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Vojtěch Molnár (editor), Petr Kaštánek a Ivana Kubicová.

Uzávěrka tohoto čísla je 9. června 2022.

Obsah

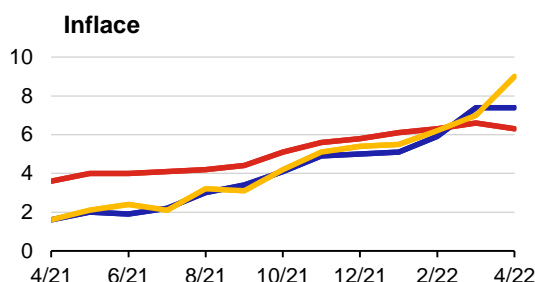
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: BANK OF JAPAN: TRNITÁ CESTA K INFLAČNÍMU CÍLI	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: HENRY OHLSSON: MĚNOVÁ POLITIKA A INFLACE V DOBĚ VÁLKY	14

I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	2 %	2 % ¹	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	14. dubna (0,00) 9. června (0,00)	15.– 16. března (+0,25) 3.– 4. května (+0,50)	17. března (+0,25) 5. května (+0,25)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ²	0,75 – 1 % ³	1 %
poslední inflace	8,1 % (květen 2022) ⁴	6,3 % (duben 2022) ⁵	9 % (duben 2022)
očekávaná MP zasedání	21. července 8. září	14. – 15. června ⁶ 26. – 27. července	16. června 4. srpna
další očekávané události	8. září zveřejnění prognózy	13. 7. zveřejnění Beige Book	4. 8. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁷	↑	↑	↑

Poznámka: ¹ dlouhodobý průměr (definice ze srpna 2020), měřeno indexem PCE (Personal Consumption Expenditures); ² depozitní sazba; ³ v grafu je zobrazen střed pásma; ⁴ tzv. flash odhad; ⁵ index PCE; ⁶ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



ECB v dubnu i červnu ponechala úrokové sazby beze změny, zamýšlí je zvýšit o 25 b. b. v červenci. Rozsah zvýšení na zářijovém zasedání se bude odvíjet od střednědobého výhledu inflace, pokud se výhled nezmění či se zhorší, bude na místě zvýšení sazeb o více než 25 b. b. ECB ukončí čisté nákupy aktiv v rámci programu APP k 1. 7. 2022 a hodlá plně reinvestovat jistiny maturujících aktiv po delší dobu od chvíle, kdy začne zvyšovat své úrokové sazby, a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení podmínek dostatečné likvidity a náležitého nastavení měnové politiky. ECB bude reinvestovat jistiny maturujících aktiv v rámci PEPP alespoň do konce roku 2024. Nová prognóza inflace byla opět revidována směrem nahoru, letos na 6,8 % (dříve 5,1 %), v 2023 na 3,5 % (2,1 %) a v 2024 na 2,1 % (1,9 %). Inflace tak po určitou dobu zůstane na nežádoucí zvýšené úrovni a na konci prognózy bude mírně nad cílem. Letos prognóza očekává růst reálného HDP v eurozóně o 2,8 % (dříve 3,7 %), pro 2023 o 2,1 % (2,8 %) a v 2024 o 2,1 % (1,6 %).

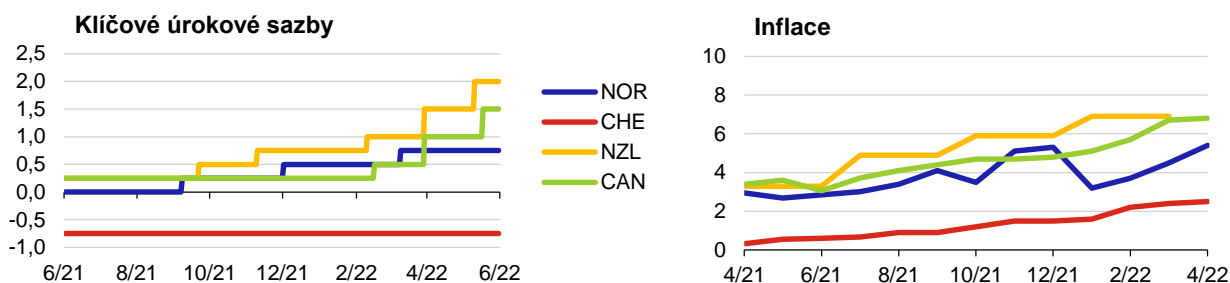
Fed zvýšil hlavní úrokovou sazbu (FFR) dvakrát za sebou v souhrnu o 75 b. b. na rozmezí 0,75–1 %. Dle předsedy J. Powella lze očekávat na několika nadcházejících měnových zasedáních další zvyšování sazeb, zřejmě o 50 b. b. Od 1. 6. Fed snižuje skrze omezení reinvestic maturujících aktiv velikost své rozvahy. Objem držných vládních a agenturních dluhopisů tak bude klesat nejprve maximálně o 47,5 mld. USD měsíčně, následně po třech měsících dojde ke zvýšení na maximálních 95 mld. USD měsíčně. Navzdory poklesu v 1Q je americká ekonomika dle J. Powella velmi silná a připravená ustát utaženější měnovou politiku. Poslední zveřejněná prognóza FOMC je z 16. března 2022 (v závorce je uvedena pro srovnání i prognóza předchozí, tedy prosincová) – dle mediánových prognóz členů FOMC lze tak letos očekávat růst reálného HDP o 2,8 % (4 %), v 2023 o 2,2 % (2,2 %) a v 2024 o 2 % (2 %). Letos i v dalších dvou letech bude míra nezaměstnanosti v blízkosti 3,5 %. PCE inflace bude dle mediánových prognóz v roce 2022 na úrovni 4,3 % (2,6 %), v 2023 na 2,7 % (2,3 %) a v 2024 na 2,3 % (2,1 %). Úroková sazba (střed rozpětí) je pro letošní rok prognózována na úrovni 1,9 % (0,9 %), v roce 2023 na 2,8 % (1,6 %) a v 2024 na 2,8 % (2,1 %).

BoE dále zvýšila hlavní úrokovou sazbu dvakrát o 25 b. b. na 1 % ve snaze udržetelně zajistit návrat inflace k 2% cíli. Tři z devíti členů MPC v květnu hlasovali pro zvýšení sazby o 50 b. b. BoE snižuje objem držných státních a firemních dluhopisů prostřednictvím ukončení reinvestic maturujících jistin. K aktivním prodejům státních dluhopisů z portfolia BoE zatím nedošlo, experti BoE pracují na strategii odprodeje a bližší informace budou dostupné na srpnovém zasedání. Dle květnové prognózy dosáhne inflace vrcholu na podzim na hladině zhruba 10 %, což je o více než 2 p. b. výše oproti únorové prognóze. Dále prognóza signalizuje mírný pokles britské ekonomiky v příštím roce o 0,25 % a jen slabý růst v roce 2024.

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)	24. března (+0,25) 5. května (0,00)	24. března (0,00)	13. dubna (+0,5) 25. května (+0,5)	13. dubna (+0,5) 1. června (+0,5)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	-0,75 %	2 %	1,5 %
poslední inflace	5,4 % (duben 2022)	2,5 % (duben 2022)	6,9 % (1Q 2022)	6,8 % (duben 2022)
očekávaná MP zasedání	23. června 18. srpna	16. června	13. července 17. srpna	13. července 7. září
další očekávané události	23. 6. zveřejnění Monetary Policy Report	22. 6. zveřejnění Quarterly Bulletin	17. 8. zveřejnění Monetary Policy Statement	13. 7. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb¹	↑	→	↑	↑

Poznámka: ¹ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ, v případě Norges Bank z prognózy.



NB v souladu s očekávanými zvýšila v březnu základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na 0,75 %. Na květnovém zasedání byla sazba ponechána beze změny, ale v červnu pravděpodobně opět poroste. Dle březnové prognózy NB vystoupá měnověpolitická úroková sazba na úroveň okolo 2,5 % do konce roku 2023, což implikuje rychlejší růst sazeb oproti prognóze z prosince loňského roku. Důvodem jsou vyhlídky na vyšší využití ekonomických kapacit, vyšší cenovou a mzdovou inflaci, než se dříve předpokládalo. NB rovněž zvýšila [proticyklickou kapitálovou rezervu](#) na 2,5 % s účinností od 31. 3. 2023.

SNB ponechala v březnu úrokovou sazbu na úrovni -0,75 % a i nadále je připravena intervenovat na devizovém trhu proti zhodnocování švýcarského franku. V dubnu narostla meziroční inflace na 2,5 %, a to zejména z titulu vyšších dovozních cen (zdražení ropy a zboží zasaženého narušenými dodavatelskými řetězci). Napjatá situace ohledně těchto produktů bude pravděpodobně přetrvávat i v nadcházejících měsících kvůli válce na Ukrajině. Březnová prognóza SNB zvýšila odhad inflace pro letošní rok na 2,1 %, pro roky 2023 a 2024 SNB očekává inflaci na úrovni 0,9 %. SNB také snížila výhled domácího HDP pro letošní rok z 3 % na 2,5 %.

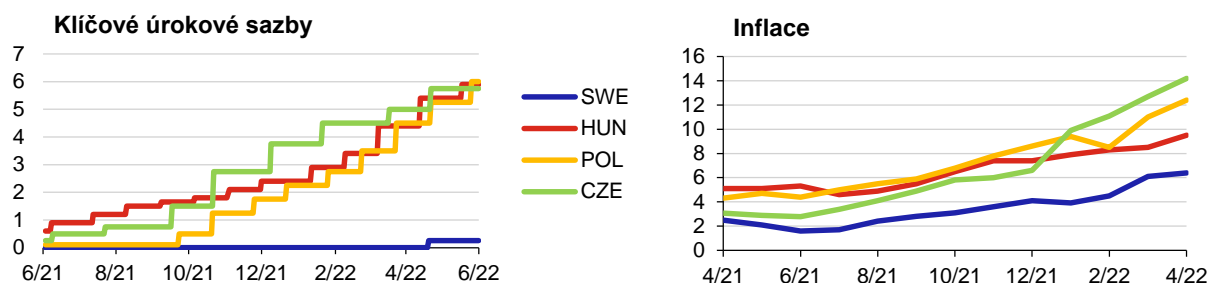
RBNZ na jaře zvýšila dvakrát za sebou úrokovou sazbu o 50 b. b. na 2 %. Zpřísnění měnové politiky je tak výraznější a nastalo dříve, než bylo původně očekáváno. Tyto kroky podle RBNZ snižují riziko, že by se inflace mohla stát perzistentní, a zároveň poskytují větší flexibilitu měnové politice ve světle vysoce nejistého globálního ekonomického prostředí. Novozélandská ekonomika zůstává silná, včetně napjatého trhu práce (zaměstnanost zůstává vysoká a nezaměstnanost je velmi nízká), na druhou stranu i pro ni platí, že vysoká inflace a globální ekonomická nejistota srážejí spotřebitelskou důvěru. Míra inflace na Novém Zélandu odráží relativně rovnocenný příspěvek dovážených a domácích cenových tlaků. K těm domácím výraznou měrou přispívají náklady na bydlení včetně nákladů na výstavbu a provoz bydlení.

BoC dvakrát za sebou zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 50 b. b. na 1,5 % a očekává její další růst. Od dubna také provádí kvantitativní utahování. Dubnová inflace dosáhla 6,8 % a BoC ještě očekává její nárůst v nejbližších obdobích. Inflace tak bude v 1H 2022 v průměru téměř 6 % a po celý letošní rok zůstane výrazně nad horním pásmem inflačního cíle. BoC očekává, že se inflace ve 2H 2023 sníží na 2,5 % a v roce 2024 se vrátí k 2% cíli. Kanadská ekonomická aktivita je silná a ekonomika zjevně funguje s převísem poptávky. HDP v 1Q 2022 meziročně rostl o 3,1 %. Počet volných pracovních míst se zvyšuje, společnosti hlásí rozsáhlý nedostatek pracovních sil a růst mezd se zrychluje a rozšiřuje napříč sektory. Vzhledem k tomu, že spotřebitelské výdaje v Kanadě zůstávají silné a očekává se zvýšení vývozu, ekonomický růst ve 2Q bude pravděpodobně solidní. Podle dubnové prognózy BoC poroste HDP v tomto roce tempem 4,25 %, v příštím a přespříštím roce zpomalí na 3,25 %, resp. 2,25 %.

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)	27. dubna (+0,25)	22. března (+1,00) 26. dubna (+1,00) 31. května (+0,50)	6. dubna (+1,00) 5. května (+0,75) 8. června (+0,75)	31. března (+0,50) 5. května (+0,75)
aktuální klíčová sazba	0,25 %; 0,15 % ²	5,9 %	6 %	5,75 %
poslední inflace	6,4 % (duben 2022)	9,5 % (duben 2022)	13,9 % (květen 2022)	16 % (květen 2022)
očekávaná MP zasedání	29. června	28. června 26. července 30. srpna	7. července 23. srpna 7. září	22. června 4. srpna
další očekávané události	30. 6. zveřejnění Monetary Policy Report	28. 6. zveřejnění Inflation Report	15. 7. zveřejnění Inflation Report	12. 8. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb³	↑	↑	↑	↑

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnujícího fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ směr očekávaných změn sazeb v následujících 3 měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě ČNB z prognózy centrální banky.



Riksbank v dubnu zvýšila repo sazbu o 25 b. b. na úroveň 0,25 % a depozitní sazbu na 0,15 %. Ke zvýšení sazeb tak došlo výrazně dříve, než bylo předtím předpokládáno (viz Zajímavé události). Riksbank prognózuje ještě dvě až tři zvýšení repo sazby v tomto roce a během následujících tří let by sazba měla postupně vyrůst k 1,8 %. Aktuální prognóza očekává inflaci CPIF v roce 2022 na úrovni 5,5 %, v 2023 3,3 % a v 2024 2 %. Růst HDP v 1Q 2022 dosáhl 3 %. HDP v tomto roce vzroste o 2,8 %, v 2023 o 1,4 % a v 2024 o 1,4 %. Riksbank nakoupí během druhé poloviny 2022 dluhopisy za 37 mld. SEK, což je méně, než objem dluhopisů splatných v tomto období, čímž tak začne snižovat objem své bilance.

MNB třikrát za sebou zvýšila hlavní úrokovou sazbu kumulativně o 250 b. b. na úroveň 5,9 % s cílem ukotvit inflační očekávání a zmírnit sekundární inflační rizika. Stejnou hodnotu má i O/N depozitní sazba, přičemž zajištěná zápůjční sazba (lombard) dosáhla 8,9 %. Tento asymetrický koridor směrem k vyšším sazbám přispívá ke zpřísnění měnových podmínek. MNB očekává, že silné negativní nabídkové efekty v následujících měsících dále zvýší celkovou i jádrovou inflaci (v dubnu celková inflace 9,5 %). Ústřední roli bude pravděpodobně hrát růst cen potravin. Následně bude inflace od podzimních měsíců postupně klesat. Trh práce zůstává napjatý a nezaměstnanost nízká. Meziroční růst maďarského HDP za 1Q 2022 dosáhl 8,2 %. MNB je i nadále připravena v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu.

NBP opět výrazně zvyšovala úrokové sazby, tentokrát v souhrnu o 250 b. b. na úroveň 6 %. Pokračující zpřísnování je vedeno značnou potřebou snížit inflaci zpět k inflačnímu cíli a snahou omezit nárůst inflačních očekávání. HDP dle předběžného odhadu vzrostl v 1Q 2022 meziročně o 8,5 % a příznivé podmínky pro ekonomický růst budou pokračovat i v 2Q. NBP po vypuknutí války intervenovala na devizovém trhu proti oslabování zlotého a dle červnového prohlášení tak může činit i nadále. Podle březnové prognózy (nová bude dostupná v červenci) letos polský HDP vzroste o 4,4 % a příští rok o 3 %. V tomto a příštím roce dosáhne inflace dle prognózy 10,8 %, resp. 9 %.

ČNB na jaře pokračovala ve zvyšování své hlavní úrokové sazby, v souhrnu o 125 b. b. na úroveň 5,75 %, a to v reakci na mimořádně silné cenové tlaky ze zahraničí i z domácí ekonomiky. S květnovou prognózou je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny tohoto roku následovaný jejich postupným poklesem od letošního podzimu. HDP v 1Q 2022 meziročně vzrostl o 4,8 %, avšak během letošního roku jeho růst výrazně zpomalil a ve druhé polovině roku ekonomická aktivita dokonce meziročně mírně poklesne. K tomu významně přispěje útlum spotřeby domácností, fixních investic i vývozu. V příštím roce ekonomický růst ožíví (2022 0,8 %, 2023 3,6 %). V květnu na mimořádném měnovém zasedání ČNB v reakci na předchozí výrazné oslabení kurzu koruny zahájila intervence na devizovém trhu s cílem nepřipustit dlouhodobější oslabení kurzu koruny v situaci vysoké inflace.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Otočka v měnové politice Riksbank a RBA

Švédská Riksbank zvýšila na svém dubnovém zasedání repo sazbu z 0 % na 0,25 % a očekává její další postupné zvyšování k necelým 2 % během následujících let. Rada švédské centrální banky vedle toho rozhodla o snížení reinvestic splátek jistin z držených aktiv během druhé poloviny roku, což povede k postupnému snižování velikosti bilance centrální banky. Cílem těchto kroků je zabránit, aby se současná vysoká inflace (jejíž hodnota vypočtená z Riksbank preferovaného indexu CPIF dosahuje nejvyšších hodnot od začátku 90. let – v dubnu 6,5 %, poslední známá hodnota v době zmíněného měnověpolitického zasedání byla březnových 6,1 %) usídlila ve stanovování cen a v mzdových vyjednáváních. Ještě v únoru přitom Riksbank vysokou inflaci považovala výhradně za důsledek vysokých cen energií, který by neměl pokračovat a inflace tak měla dle tehdejších předpovědí klesnout bez zásahu měnové politiky. Únorový výhled Riksbank proto očekával první nárůst repo sazby až ve druhé polovině roku 2024 a udržování stabilní velikosti bilance centrální banky během letošního roku – k jejímu postupnému poklesu mělo docházet až od příštího roku.

Podobný posun nastal také v australské RBA, která se ještě v prvních měsících letošního roku stavěla ke zvyšování úroků poměrně rezervovaně, na svém květnovém zasedání však zvýšila svoji hlavní měnověpolitickou sazbu z 0,1 % na 0,35 %, v červnu o dalších 50 b. p. na 0,85 % a očekává její další zvyšování. RBA rovněž přestane reinvestovat splátky jistin cenných papírů nakoupených v rámci jejího předchozího programu řízení výnosové křivky (YCC) a očekává tak významný pokles velikosti své bilance v příštích letech. Austrálie přitom čelila méně silným inflačním tlakům ve srovnání s většinou jiných vyspělých ekonomik, i zde ale míra inflace podstatně přesahuje cílové pásmo 2-3 %, když v prvním čtvrtletí letošního roku dosáhla meziročně 5,1 %.

Konvergenční zprávy otevírají Chorvatsku dveře do eurozóny

V červnu byly publikovány Konvergenční zprávy [Evropské komise](#) a [ECB](#) (každá instituce publikuje svou vlastní Konvergenční zprávu – jedná se tedy o dva různé dokumenty, ačkoli bývají publikovány současně a při jejich přípravě probíhají mezi oběma institucemi vzájemné konzultace). Konvergenční zprávy jednou za dva roky hodnotí připravenost států EU mimo eurozónu na přistoupení do měnové unie (výjimkou je Dánsko, které má vyjednáno trvalou výjimku na zavedení eura, a tedy není ani hodnoceno).

Letošní Konvergenční zprávy kladou důraz zejména na Chorvatsko, které opakovaně vyjádřilo zájem vstoupit do měnové unie v lednu 2023. Obě zprávy konstatovaly, že Chorvatsko je na přijetí eura připravené a splňuje požadovaná kritéria. Samotný vstup do eurozóny ještě musí (po vyjádření dalších evropských institucí) schválit Rada EU, která by měla vydat své rozhodnutí v červenci. Pozitivní hodnocení Evropské komise a ECB však představuje pro Chorvatsko klíčový krok na jeho cestě ke společné evropské měně.

Chorvatsko vstoupilo do systému směnných kurzů ERM II (úspěšná minimálně dvouletá účast v něm je jednou z požadovaných podmínek) v červenci 2020 společně s Bulharskem, které však momentálně nespĺňuje kritérium cenové stability a požadavky v oblasti slučitelnosti právních předpisů (podobně ani ostatní hodnocené země nespĺňují všechny vstupní podmínky, resp. maastrichtská kritéria). Bulharsko usiluje o vstup do eurozóny v lednu 2024. V minulosti se vstupu obou zemí do ERM II a obecně Konvergenčním zprávám věnovalo Téma pod lupou v [Monitoringu centrálních bank v září 2020](#).

RBNZ zveřejnila detaily prodeje cenných papírů

Novozélandská RBNZ v únoru rozhodla o tom, že začne snižovat objem držených aktiv z programu LSAP (tedy že zahájí kvantitativní utahování). V červnu zveřejnila [detaily svého postupu](#): od letošního července bude prodávat 5 mld. NZD ročně s tím, že s prodejem začne od dluhopisů s nejdelší splatností. Dluhopisy s kratší splatností, které mezitím maturují, nebudou reinvestovány. To by mělo vést k postupnému poklesu aktiv držených v rámci LSAP k nule, k čemuž by mělo dojít v polovině roku 2027.

Personální obsazení vedení Fedu se pomalu vyjasňuje

Současná personální obměna Rady guvernérů Fedu se chýlí k závěru. Republikánští senátoři v předchozích měsících zablokovali hlasování o obsazení tří uvolněných míst v Radě kvůli silnému nesouhlasu se jmenováním Sarah Bloom Raskinové, jedné z nominantek navržených prezidentem J. Bidenem. Poté, co svůj záměr nepodpořit Raskinovou vyjádřil i jeden z demokratických senátorů, se Raskinová své nominace vzdala. Republikánští senátoři následně umožnili hlasování o dalších dvou jménech a senát tak schválil nominaci Philipa Jeffersona a Lisy Cookové. Senát rovněž potvrdil

Jeroma Powella v roli šéfa Fedu pro druhé čtyřleté období a Lael Brainardové v pozici viceprezidentky Fedu. V sedmičlenné Radě guvernérů tak zbývá obsadit poslední volné místo. Na něj již americký prezident navrhl Michaela Barra, který by měl mít na starost oblast dohledu nad bankovním systémem a který zatím čeká na schválení senátem.

Sedmičlenná Rada guvernérů stojí v čele Federálního rezervního systému, který dále tvoří dvanáct regionálních Federálních rezervních bank. Členové Rady guvernérů spolu s vybranými (a v čase se střídajícími) prezidenty regionálních rezervních bank tvoří dvanáctičlennou FOMC (Federal Open Market Committee), která rozhoduje o měnové politice Fedu.

Stoltenberg nenastoupí do norské centrální banky, tu tak povede Ida Wolden Bache

Po rezignaci Øysteina Olsena k únoru 2022 na post guvernéra Norges Bank původně vybrala norská vláda za jeho nástupce současného generálního tajemníka NATO Jense Stoltenberga. Ten se měl postu guvernéra ujmout v závěru tohoto roku poté, co mu měl v září vypršet mandát v NATO; do té doby měla Norges Bank vést dosavadní viceguvernérka Ida Wolden Bache. S ohledem na probíhající válku na Ukrajině však státy NATO nechtěly měnit své vedení v období nejisté a napjaté bezpečnostní situace a prodloužily o rok Stoltenbergův mandát. Šéf NATO proto oznámil, že do čela Norges Bank nenastoupí, a tamní vláda místo něj jmenovala Idu Wolden Bache na pozici guvernéřky pro celé šestileté období.

ČNB čeká obměna bankovní rady

Novým guvernérem České národní banky jmenoval prezident Miloš Zeman dosavadního člena bankovní rady Aleše Michla. Prezident dále jmenoval tři nové členy bankovní rady: Evu Zamrazilovou (která bude viceguvernérkou), Jana Fraita a Karinu Kubelkovou. Svých nových postů se všichni jmenovaní ujmou 1. července poté, co v závěru června vyprší mandáty současného guvernéra Jiřího Rusnoka, viceguvernéra Tomáše Nidetzského a člena bankovní rady Vojtěcha Bendy.

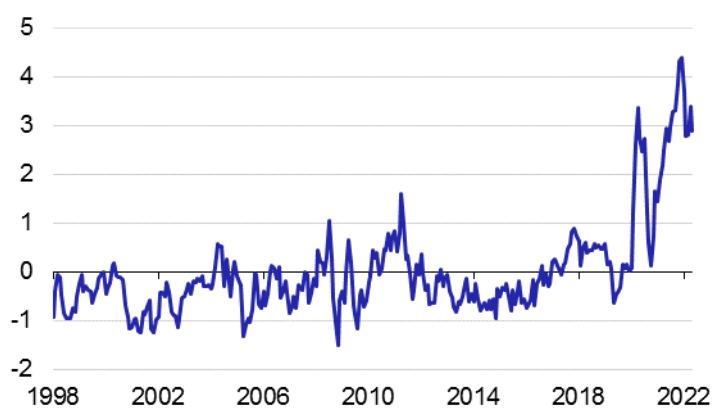
Nezávislá organizace kritizuje SNB za nedostatečnou transparentnost

Organizace *The SNB Observatory* analyzující měnovou politiku švýcarské SNB vydala [publikaci](#), v níž nepříznivě hodnotí transparentnost a řízení SNB. Nezávislost centrální banky vyžaduje vysokou míru odpovědnosti a transparentní komunikace, aby si udržela důvěryhodnost veřejnosti. SNB přitom dle autorů za jinými centrálními bankami v transparentnosti značně zaostává. Měnověpolitická zasedání se konají jen čtyřikrát ročně, v souvislosti s nimi je zveřejňováno pouze malé množství informací a důvody pro uskutečněná rozhodnutí tak nejsou dostatečně vysvětleny, tiskové konference se pak konají jen dvakrát za rok. Kromě toho je rada SNB pouze tříčlenná (což může podporovat skupinové myšlení) a její členové do ní mohou být jmenováni opakovaně bez limitu na počet mandátů. Autoři tak mj. navrhuji rozšíření rady či omezení počtu možných znovuzvolení. Za *The SNB Observatory* stojí trojice ekonomů S. Gerlach, Y. Lengwiler a Ch. Wyplosz.

Newyorský Fed publikuje index zachycující tlaky v globálních dodavatelských řetězcích

Výzkumníci newyorské pobočky Fedu vytvořili index, jenž na základě řady podkladových ukazatelů měří přetíženost globálních dodavatelských řetězců, která hraje významnou roli v současných celosvětových inflačních tlacích. Tzv. [Global Supply Chain Pressure Index](#) (GSCPI) je měřen jako vzdálenost (počet směrodatných odchylek) od dlouhodobého průměru. Vrcholu index dosáhl v prosinci loňského roku na úrovni téměř 4,5 směrodatné odchylky, nejnovější květnová hodnota pak je 2,9. Autoři index pravidelně aktualizují jednou za měsíc.

Přetíženost globálních dodavatelských řetězců – index GSCPI



Zdroj: NY Fed.

III. TÉMA POD LUPOU: BANK OF JAPAN: TRNITÁ CESTA K INFLAČNÍMU CÍLI

Japonská ekonomika se ve srovnání s jinými vyspělými zeměmi vyznačuje řadou specifíků, a to jak dlouhodobě, tak i aktuálně při pohledu na vývoj v posledních měsících. Posledních 30 let se Japonsko potýká s deflací či alespoň s její hrozbou. Ve snaze tomuto problému čelit je proto Bank of Japan dlouhodobě průkopníkem nekonvenčních měnověpolitických nástrojů. Japonsko patří mezi největší ekonomiky světa, růst tamního HDP či mezd byl však v posledních dekádách nevýrazný. Často zmiňovaným faktorem v japonské ekonomice je demografický vývoj. I v současnosti se Japonsko poněkud vymyká, jelikož je jednou z mála zemí, která zatím nečelí současnému výraznému vzednutí inflace. Inflace se sice mírně zvyšuje, ovšem zatím zůstává v blízkosti 2% cíle, a to na pozadí přetrvávající slabé domácí poptávky. Bank of Japan proto stále udržuje velmi uvolněnou měnovou politiku.

Tento článek nejprve popisuje japonský makroekonomický a měnověpolitický vývoj posledních desetiletí, poté blíže diskutuje možné důvody citelně nižší inflace ve srovnání se zbytkem světa a následně se věnuje aktuálním dilematům japonské měnové politiky.

Třicet let boje Bank of Japan s deflačními tlaky¹

Začátek dlouhého období velmi nízké inflace či deflace se datuje na počátek 90. let, kdy kolaps cen aktiv vedl k hospodářskému propadu a několikaleté ekonomické stagnaci; o pár let později situaci zkomplikovalo také vypuknutí asijské krize. 90. léta proto bývají v souvislosti s Japonskem nazývána tzv. Ztracenou dekadou. V krizových 90. letech také začal rychle narůstat podíl státního dluhu k HDP (který se do současnosti stihl vyšplhat na více než 250 % a dělá tak z Japonska jeden z nejzadluženějších států na světě²).

Japonská BoJ v té době spadala pod ministerstvo financí a formálně získala nezávislost na vládě teprve v roce 1998. Došlo k tomu v rámci většího množství reforem, které byly důsledkem jak nepříznivé makroekonomické situace, tak i série skandálů a kontroverzí, která zasáhla ministerstvo financí. Brzy po získání nezávislosti, v roce 1999, a ve stále nepříznivém hospodářském prostředí, zahájila BoJ politiku nulových úrokových sazeb. Ačkoli v následujícím roce došlo k jednomu zvýšení sazeb, v roce 2001 klesly úroky zpět na nulu a souběžně s tím spustila BoJ program kvantitativního uvolňování (QE). Jednalo se tak o první centrální banku, která tento nekonvenční nástroj použila (v jiných zemích bylo QE prováděno až po vypuknutí globální hospodářské a finanční krize). Japonská centrální banka nakupovala tamní vládní dluhopisy s tím, že operativním cílem bylo množství celkových rezerv komerčních bank u BoJ.

QE bylo ukončeno v roce 2006 v prostředí oživující ekonomiky a inflace na kladných – byť stále nízkých – hodnotách; rovněž došlo ke dvěma zvýšením úrokové sazby, která se v roce 2007 dostala na 0,5 %. Po následném vypuknutí globální finanční krize a následné ekonomické recese však BoJ sazby opět snížila do blízkosti nuly a v roce 2010 zahájila tzv. *comprehensive monetary easing* (CME) program, jehož významnou součástí byl i další nákup cenných papírů (oproti první vlně QE v tomto programu BoJ nakupovala širší spektrum aktiv).

Teprve v roce 2012 se japonská centrální banka [explicitně přihlásila k režimu cílování inflace](#), kdy cenovou stabilitu definovala jako kladnou míru inflace nepřevyšující 2 %, s konkrétním cílem stanoveným na 1 %. O rok později BoJ svůj inflační cíl [zvýšila na současná 2 %](#).

BoJ rovněž s ohledem na přetrvávající velmi nízkou inflaci (po značný čas i deflaci) postupně navyšovala objem nakupovaných aktiv. V roce 2013 pak pod vedením nového guvernéra Haruhika Kurody zahájila nový program tzv. kvantitativního a kvalitativního uvolňování (QQE). Program počítal se zdvojnásobením měnové báze (která se stala operativním cílem) během dvou let a významného prodloužení průměrné splatnosti držných aktiv. QQE zahrnovalo nákupy vládních dluhopisů, ETF fondů (*exchange-traded funds*) či realitních investičních fondů. Tento program měl působit na snížení dlouhodobých úrokových sazeb (při krátkodobých sazbách již okolo nuly) a skrze kanál cen aktiv, ale svou razancí měl zejména zlomit dlouhodobě velmi nízká inflační očekávání a posunout je výše na úroveň 2% inflačního cíle. QQE bylo zároveň součástí širšího balíčku hospodářských politik, který zastřešoval japonský premiér Shinzo Abe (podle nějž se tyto politiky souhrnně označují termínem abenomika) a jehož cílem bylo dostat tamní ekonomiku z dlouhodobé

¹ Historickému vývoji japonské měnové politiky již od 70. let minulého století se v minulosti podrobněji věnovalo Téma pod lupou v [Monitoringu centrálních bank z března 2013](#). Projev guvernéra Shirakawy o tehdejší strategii boje proti deflaci pak byl popsán ve [vydání z března 2012 stejné publikace](#).

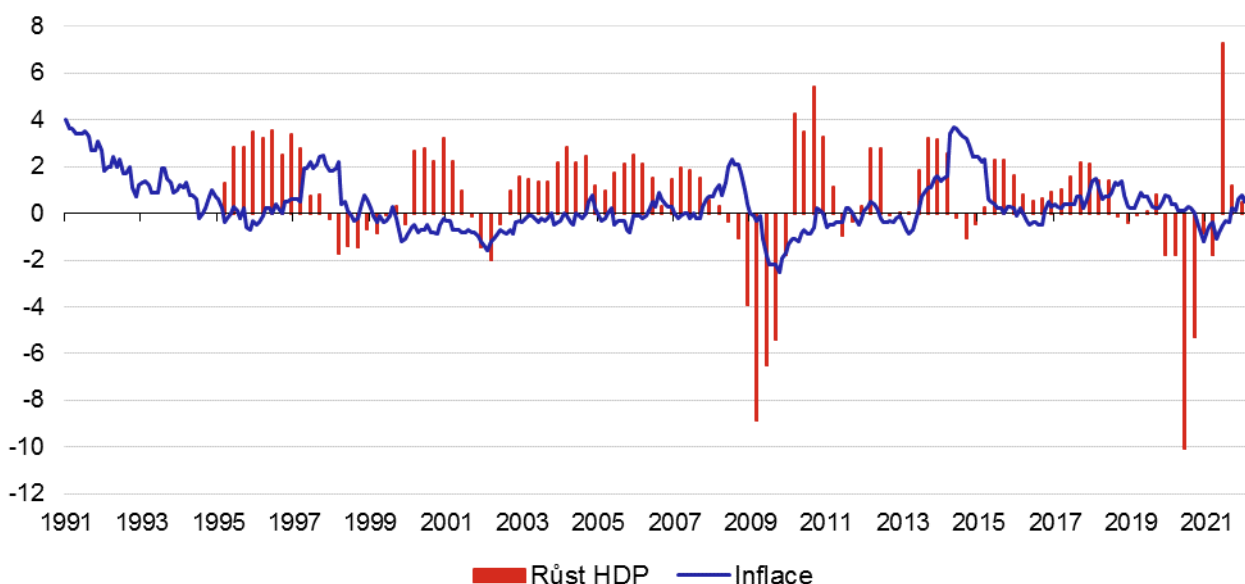
² Na druhou stranu velká část dluhu je v držení Bank of Japan či japonských domácností, což snižuje závislost na zahraničních věřitelích.

stagnace a deflačních tlaků. Kromě měnověpolitických opatření abenomika obsahovala i expanzivní fiskální politiku či strukturální reformy zaměřené na vyšší konkurenceschopnost japonské ekonomiky.

Přijatá opatření sice ekonomický výkon i inflační očekávání částečně povzbudila, nestačila však na dlouhodobé dosažení inflačního cíle (pravděpodobně i kvůli nedostatečné implementaci plánovaných strukturálních reforem). V roce 2016 tak nejprve BoJ zavedla negativní krátkodobou úrokovou sazbu na úrovni -0,1 % (která platí dodnes) a následně zahájila program řízení výnosové křivky (*yield curve control, YCC*). Zatímco do té doby centrální banka nakupovala stanovený objem vládních dluhopisů (a jiných cenných papírů), nyní se zaměřila na jejich cenu a vyhlásila, že bude udržovat výnosy desetiletých vládních dluhopisů v blízkosti nuly. BoJ se rovněž zavázala k přestřelení 2% cíle.

Od roku 2016 až do současnosti se BoJ drží tohoto měnověpolitického rámce nazývaného jako „[kvantitativní a kvalitativní měnové uvolňování s řízením výnosové křivky](#)“, v rámci nějž se snaží dosáhnout svého inflačního cíle. Po vypuknutí pandemie v roce 2020 BoJ zavedla rovněž programy podporující firemní úvěrování a zvýšila nákupy firemních dluhopisů, ETF a realitních fondů. Svá měnověpolitická opatření pak japonská centrální banka dále upravila v rámci přezkumu své měnové politiky v první polovině loňského roku, kdy mimo jiné rozšířila tolerovanou fluktuaci výnosů desetiletých vládních dluhopisů na $\pm 0,25$ p. b. okolo nulové hodnoty či zavedla nové úvěrové pobídky pro banky. I přes přijatá opatření se však inflace od roku 2015 pohybovala pod cílem až do dubna 2022, kdy dosáhla 2,5 % (centrální bankou sledovaný ukazatel inflace bez zahrnutí cen čerstvých potravin dosáhl 2,1 %). Vývoj inflace a HDP za poslední tři dekády ukazuje Obrázek 1.

Obrázek 1: Japonská inflace a růst reálného HDP



Pozn. Meziroční celková inflace, měsíční data.
Reálný meziroční růst HDP, čtvrtletní data (od 1995).
Zdroj: FRED.

Deflační faktory v japonské ekonomice

Tři dekády velmi nízké inflace či deflace podle všeho není možné vysvětlit jedním konkrétním důvodem, ale spíše kombinací řady vlivů, na nichž navíc nepanuje jasná shoda. V první části zmíněného období čelila Bank of Japan kritice za nedostatečně uvolněnou měnovou politiku (viz diskuze v Hoshi a Kashyap (2020)). Přinejmenším od nástupu guvernéra Kurody v roce 2013 však lze jen stěží vyčítat BoJ nedostatečnou agresivitu v jejích krocích, přesto se však inflace i nadále pohybovala v průměru výrazně pod cílem.

Často zmiňovaným faktorem je v souvislosti s dlouhodobými deflačními tlaky v Japonsku tamní demografický vývoj. Japonsko se vyznačuje stárnoucí populací, kdy kombinace nízké porodnosti a vysoké střední délky života z něj činí zemi s prakticky nejvyšším mediánovým věkem na světě.³ Rovněž se v posledních letech začal snižovat celkový počet obyvatel a s vysokou pravděpodobností se bude snižovat i nadále.

Je však třeba podotknout, že vliv stárnoucí a zmenšující se populace na inflaci není jednoznačný. Menší pracovní síla snižuje produkční kapacitu ekonomiky a tedy celkovou nabídku, nižší nabídka práce zároveň vede k tlaku na růst mezd –

³ Japonsko je z hlediska stáří obyvatelstva na druhém místě za Monakem, které je však specifické svým velmi malým počtem obyvatel (okolo 40 000). Japonský mediánový věk je 48,6 let (dle *The World Factbook, CIA*).

což obojí působí proinflačně. Stejným směrem působí i tendence důchodců rozpouštět své úspory (nastřádané během pracovního života) a spotřebovávat je.⁴ V souladu s tím například Juselius a Takáts (2018) na základě empirické analýzy s využitím dlouhých časových řad pro více než dvacet zemí tvrdí, že pokles populace v produktivním věku vede k inflačním tlakům.

Na druhou stranu dle Andersona a kol. (2014) je v případě Japonska zmíněná tendence starších obyvatel utrácet své úspory více než vyvážena tím, že jsou-li tyto úspory nastřádané v zahraničních měnách, jejich převod do domácí měny vede k posílení reálného směnného kurzu a tedy k protiinflačnímu dopadu. Také klesající ceny půdy v důsledku stárnoucí a zmenšující se populace působí protiinflačně. Bývalý guvernér BoJ Masaaki Shirakawa rovněž popsal tzv. kanál očekávání, kdy lidé s vědomím stárnutí populace očekávají nižší ekonomický růst v budoucnu, což je vede ke snížení současné spotřeby (ve snaze se dostatečně finančně zajistit) a tedy rovněž k protiinflačnímu tlaku. Liu a Westelius (2016) empiricky analyzovali regionální rozdíly v rámci Japonska v letech 1990-2007 a své výsledky extrapolovali i do dalších let podle očekávaného demografického vývoje. Podle autorů demografický vývoj neměl významný vliv v 90. letech, ale po roce 2000 začalo hrát stárnutí a zmenšování populace čím dál větší roli v japonských deflačních tlacích a svůj význam bude mít i v budoucnu.

Dalším faktorem přispívajícím k dlouhodobě nízké japonské inflaci může být fungování trhu práce. Hoshi a Kashyap (2020) ukazují, že po roce 1998 v Japonsku citelně zeslábl vliv napjatého trhu práce na růst průměrné mzdy, což autoři dávají do souvislosti se strukturálními charakteristikami trhu práce (souvisejícími mj. s rolí částečných úvazků). Autoři rovněž ukazují, že oslabil i vztah mezi růstem mezd a samotnou inflací, ovšem dostatečné vysvětlení tohoto jevu nenabízejí.

Zároveň z pohledu dlouhodobé neutrality peněz platí, že všechny výše zmíněné argumenty by neměly mít velký význam – centrální banka by měla být při dostatečném využití svých nástrojů schopná vyvážit všechny strukturální jevy v ekonomice a dostat inflaci na její cíl. Na druhou stranu to však v praxi může být komplikováno existencí spodní hranice nominálních úrokových sazeb, která omezuje možnosti stimulovat ekonomiku a zvýšit inflaci k cíli. Bank of Japan se přitom v blízkosti této hranice pohybuje již od 90. let. To ostatně může být rovněž významným dopadem demografie – jak ukazuje Han (2019), japonský demografický vývoj skrze snižující se pracovní sílu, slabý růst produktivity a nižší růst potenciálního produktu vede ke snížení přirozené úrokové míry.⁵ Přirozená reálná sazba se podle tohoto článku v Japonsku pohybuje v záporných hodnotách (tato sazba klesla ke konci 90. let k nule a od té doby kolísala mírně pod ní; v roce 2018 byla přibližně na úrovni -1 %)⁶. V takové situaci je prostor snižovat v boji s deflačními tlaky sazby pod neutrální úroveň o to více omezený.

Dále je třeba zmínit vliv inflačních očekávání. Dlouhé období velmi nízké inflace (či deflace) a stagnujících mezd v lidech a podnicích zakořenilo a ani následná výrazně uvolněná měnová politika nevedla k posunu inflačních očekávání směrem k inflačnímu cíli, což dále ztížilo dosažení tohoto cíle. Zaměstnanci nejsou zvyklí požadovat růst mezd a spotřebitelé jsou vysoce citliví na změny cen zboží a služeb – firmy se tedy obávají promítat nárůst nákladů do koncových cen a spíše snižují své marže, případně šetří na mzdových nákladech. Lze také spekulovat o tom, do jaké míry k tomuto mentálnímu nastavení přispívá i japonská kultura jisté umírněnosti.

Současná měnová politika, zásahy na podporu YCC a oslabující jen

Výše uvedené faktory se projevují i v současné situaci, kdy se v Japonsku dosud výrazně neprojevila aktuální inflační vlna – jak již bylo zmíněno, inflace se dostala nad cíl teprve letos v dubnu a na úrovni 2,5 % je ve srovnání s většinou zemí výrazně nižší. Zároveň se nejedná o takovou inflaci, jaké se centrální banka snažila dlouhé roky dosáhnout – domácí poptávka zůstává slabá a aktuální inflace je způsobena zejména rostoucími dovozními cenami, které vedou ke snížení životní úrovně obyvatel.

Bank of Japan [ve svém dubnovém výhledu](#) nepovažuje aktuální růst cen za udržitelný a očekává pokles inflace pod 2 % již v příštím roce. Ačkoli v krátkém období BoJ vidí rizika vychýlena proinflačním směrem s ohledem na vývoj cen energií, zpříšňování měnové politiky nepovažuje za aktuální a naopak mluví o připravenosti uvolnit v případě potřeby měnovou politiku ještě více. Současná mírně rostoucí inflační očekávání nejsou pro japonskou centrální banku problémem, ale spíše vítaným posunem směrem k inflačnímu cíli.

S tím, jak se rétorika hlavních světových centrálních bank posouvala k potřebě utahování měnové politiky, se BoJ musela v posledních měsících potýkat s určitou nedůvěrou investorů, kteří začali spekulovat, že k měnověpolitickému zpříšnění

⁴ V ekonomické teorii tento jev popisuje tzv. hypotéza životního cyklu.

⁵ Tento mechanismus odpovídá tzv. hypotéze sekulární stagnace, která si získala značnou pozornost v minulých dekádách, kdy se s úrokovými sazbami blízko nuly potýkala vedle Japonska i řada dalších významných ekonomik.

⁶ Autor v článku používá více přístupů k odhadu přirozené reálné sazby, které se v přesných hodnotách odhadů této sazby mírně liší, rámcově však všechny odpovídají popsanému vývoji. Japonská demografie není jediným faktorem stojícím za tímto poklesem, ovšem dlouhodobě k němu přispívá.

dojde i v Japonsku. To vedlo k tlaku na zvyšování výnosů japonských státních dluhopisů. Bank of Japan proto v únoru vyhlásila, že je připravena nakupovat neomezené objemy desetiletých státních dluhopisů tak, aby zastropovala jejich výnos na 0,25 % (tedy na horní hranici tolerovaného výnosu v rámci řízení výnosové křivky). Podobně i v dalších měsících BoJ opakovaně deklarovala své odhodlání za každou cenu udržet výnos na této hranici či pod ní a prováděla za tímto účelem mimořádné nákupy dluhopisů.

Rozšíření úrokového diferenciálu (jak dosud realizované, tak dále očekávané) v důsledku stále uvolněné měnové politiky BoJ a zvyšování sazeb Fedem i jinými centrálními bankami pak vedlo k výraznému oslabování japonského jenu.⁷ Ten od začátku roku ztratil oproti americkému dolaru více než 10 % (viz Obrázek 2). To na jednu stranu dále uvolňuje měnové podmínky a posiluje tak aktuální politiku BoJ. Na druhé straně z krátkodobého pohledu slabší kurz zvyšuje nyní již tak vysoké dovozní ceny, včetně cen energií a dalších komodit, což působí negativně na kupní sílu japonských domácností. Objevily se proto i spekulace ohledně případné intervence na podporu jenu. V Japonsku navíc o případných kurzových intervencích nestandardně rozhoduje ministerstvo financí (ačkoli samotné intervence na jeho pokyn provádí centrální banka). Vzhledem k blížícím se volbám do horní komory parlamentu jsou přítom rostoucí náklady domácností pro vládu nepříznivým jevem. Případné rozhodnutí o intervencích ve prospěch jenu ze strany ministerstva financí a naproti tomu snaha centrální banky udržet současnou podobu řízení výnosové křivky by však znamenala poněkud nekonzistentní a obtížně srozumitelný hospodářskopolitický mix. Prozatím se tak japonská vláda k případným intervencím staví zdrženlivě.

Závěr

Japonská ekonomika se vyznačuje řadou specifíků a (ne vždy vítaných) prvenství. Ačkoli v minulé dekádě se s deflačními tlaky a nominálními úroky na jejich dolní hranici potýkala řada zemí, v Japonsku byly tyto tendence ještě silnější než jinde a zároveň v takovém prostředí fungovalo posledních 30 let. Japonsko je zemí s prakticky nejstarší populací na světě, velmi vysokým státním dluhem v poměru k HDP, zároveň se jednalo o první zemi, která zavedla kvantitativní uvolňování.⁸

V současnosti je Japonsko do značné míry uchráněno před aktuální globální inflační vlnou. Inflation se sice také zvýšila, ale zatím výrazně nepřevyšuje 2% cíl a Japonsko je tak momentálně v komfortnější situaci než většina jiných zemí. Druhou stranou mince však je 30 let prakticky stagnující úroveň mezd, slabý růst HDP či to, že domácí poptávka stále zůstává slabá. V dalších měsících bude jistě zajímavé sledovat, zda převáží dlouhodobé tendence a po krátké epizodě vyšší inflace bude Japonsko opět bojovat s deflačními tlaky, zda současná vyšší inflace pomůže přiměřeně zvýšit inflační očekávání, nastartovat růst mezd a po dlouhé době umožní udržitelné dosahování inflační cíle, a nebo zda se s určitým zpožděním dostane vysoká inflace i do Japonska a Bank of Japan bude muset – podobně jako v minulých měsících jiné významné centrální banky – přehodnotit svůj postoj a přistoupit k rychlému zpřísnění měnové politiky ve snaze inflaci zkrotit. Předpovídat, která z těchto variant se naplní, není snadným úkolem. Koneckonců, specifika japonské ekonomiky s určitou nadsázkou trefně vystihuje citát známého ekonomu Willema Buitera:⁹

„Japonsko je nejtěžší ekonomikou k porozumění na světě. Kdyby šlo o fyziku, gravitace by v Japonsku nefungovala.“

Literatura

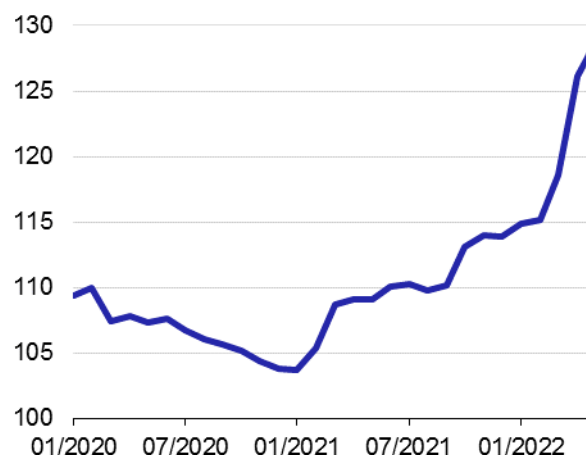
Anderson, D., Botman, D. a Hunt, B. (2014): „Is Japan's Population Aging Deflationary?“ IMF Working Paper, International Monetary Fund, WP/14/139.

⁷ V posledních měsících se navíc výrazně zvýšila korelace mezi kurzem jenu k dolaru a mezi výnosem desetiletých amerických státních dluhopisů.

⁸ Mezi další specifika japonské ekonomiky, kterým se tento článek pro stručnost blíže nevěnoval, lze zařadit například i dlouhodobý vývoj cen nemovitostí (ty v letech 1991-2009 soustavně klesaly; od roku 2010 sice mírně rostou, ovšem zdaleka se nepřiblížily maximum ze začátku 90. let) nebo dlouhodobě stagnující akciový trh, který od krizového propadu v roce 2008 trendově roste, ale dodnes nevyrovnal maxima z roku 1989.

⁹ Citováno dle <https://foreignpolicy.com/2022/04/25/inflation-japan-deflation-economy/>.

Obrázek 2: Kurz japonského jenu a amerického dolaru (JPY/USD)



Pozn. Vyšší hodnota znamená slabší jen vůči dolaru.

Zdroj: Bank of Japan.

Hoshi, T. a Kashyap, A. K. (2020): „The Great Disconnect: The Decoupling of Wage and Price Inflation in Japan.“ NBER Working Paper 27332, National Bureau of Economic Research.

Han, F. (2019): „Demographics and the Natural Rate of Interest in Japan.“ IMF Working Paper, International Monetary Fund, WP/19/31.

Juselius, M. a Takáts, E. (2018): „The Enduring Link between Demography and Inflation.“ BIS Working Papers, No. 772, Bank for International Settlements.

Liu, Y. a Westelius, N. (2016): „The Impact of Demographics on Productivity and Inflation in Japan.“ IMF Working Paper, International Monetary Fund, WP/16/237.

IV. VYBRANÝ PROJEV: Henry Ohlsson: Měnová politika a inflace v době války

Viceguvernér švédské centrální banky Riksbank Henry Ohlsson ve svém květnovém [projevu na Uppsalské univerzitě](#) hovořil o ekonomických dopadech válečných konfliktů ve 20. století a o tom, jak se z historických zkušeností můžeme poučit pro zvládnutí současné situace.

Skutečnost, že válka a inflace jdou často ruku v ruce, je známá již velmi dlouho. Inflace se již v dávné minulosti zvyšovala zejména v těch místech, kde se zrovna nacházely armády, neboť náhlá zvýšená poptávka ze strany vojáků po nezbytných statcích převyšovala lokální nabídku. Prudký nárůst veřejných výdajů v důsledku zbrojení ovšem zvyšuje využití výrobních kapacit a vede k vyšší inflaci v celé ekonomice.

H. Ohlsson dodává, že válka obecně může způsobit zvýšení inflace i v zemích, které do ní nejsou přímo zapojeny. Válečný konflikt může na světovém trhu vyvolat nárůst poptávky po produktech jako je ropa a některé kovy. Války mohou také vyvolat uprchlickou krizi, která vyžaduje vyšší veřejné výdaje v zemích, kam uprchlíci přicházejí. Dále také může zvýšit geopolitická rizika a i ty země, které nejsou do války přímo zapojeny, se rozhodnou navýšit veřejné výdaje na obranu. Zvýšená nejistota však může rovněž způsobit omezení soukromých investic a nárůst opatnostních úspor. Dochází tak k protichůdnému působení na agregátní poptávku, a tím i na inflaci.

Čtyři období vysoké inflace ve Švédsku ve 20. století

H. Ohlsson na příkladu švédské ekonomiky poukazuje na to, že od roku 1900 byla inflace ve Švédsku vyšší než 10 % pouze tehdy, kdy ve světě probíhala válka nebo jiný typ konfliktu. Zdaleka nejvyšší inflace byla ve Švédsku během první světové války, kdy v roce 1918 dosáhla 47 %. Toto období bylo také ojedinělé tím, že po vysoké inflaci následovala silná deflace, neboť měnová politika Riksbank byla více restriktivní než v ostatních evropských zemích a USA. To způsobilo prudký nárůst reálných úrokových sazeb a recesi švédské ekonomiky.

Během druhé světové války byli politici odhodláni neopakovat hospodářskopolitické chyby z první světové války a již na počátku byly zavedeny rozsáhlé regulace, aby se utlumila očekávání prudce rostoucí inflace. I přesto však inflace v prvních letech války výrazně zrychlovala. Ve Švédsku byla proto dodatečně zřízena mimořádná komise pro stabilizaci cen, která zavedla plošné zmrazení cen a mezd. Díky celé škále přijatých opatření byla hospodářská politika mnohem úspěšnější než během první světové války, neboť nedošlo k poválečné recesi a vrchol inflace byl krátkodobý a nenásledovala po něm žádná výrazná deflace. Podobný vývoj byl pozorován také během korejské války v letech 1950–1953.

Viceguvernér Ohlsson dále upozorňuje na to, že souvislost mezi obdobími zvýšené inflace v 70. letech a válkou nemusí být tak zřejmá, rozhodně ale existuje. Prvnímu ropnému šoku předcházela tzv. jomkipurská válka v roce 1973. Druhý ropný šok je spojen s revolucí v Íránu v roce 1979 a vypuknutím války mezi Irákem a Íránem v roce 1980. Významnou roli v tomto období sehrála také příliš expanzivní měnová politika. Za konec období vysoké inflace bývá obvykle považována tzv. Volckerova dezinflace, přísná měnová politika, kterou po svém nástupu v roce 1979 prováděl tehdejší šéf Fedu Paul Volcker. Švédsko se ovšem potýkalo s vážnými hospodářskými problémy i nadále, kdy největší obavy vyvolával nepříznivý inflační vývoj doprovázený cenově-mzdovou spirálou. To v konečném důsledku donutilo Riksbank k opuštění režimu fixního měnového kurzu a zavedení režimu cílování inflace na začátku 90. let.

Implikace pro současnou situaci

Ekonomické dopady současného válečného konfliktu na Ukrajině a jemu předcházející pandemii lze považovat za negativní nabídkové šoky podobné těm v 70. letech 20. století. Pro tvůrce měnové politiky jsou nabídkové šoky obtížněji zvládnutelné než poptávkové šoky. Pokud lidé považují vysokou inflaci za dočasnou, centrální banka může jednoduše počkat, až inflace opět poklesne. Je tu ale riziko toho, že se cenové impulzy rozšíří na ostatní ceny a začnou zvyšovat inflační očekávání ekonomických subjektů. To staví měnovou politiku do složité situace. Na jedné straně je nutné zachovat důvěru veřejnosti v inflační cíl a zabránit tomu, aby se inflace zakotvila na vysokých hodnotách. Na straně druhé je potřeba se vyhnout provádění příliš restriktivní měnové politiky, aby se ekonomika nedostala do hluboké recese, jako tomu bylo po první světové válce.

Dle Ohlssona jsou současné podmínky pro zvládnutí této situace ve Švédsku přívětivější než v 70. letech 20. století. Uvádí k tomu celkem tři důvody: i) inflační cíl slouží jako věrohodná nominální kotva pro dlouhodobá inflační očekávání, ii) stanovování mezd a platů probíhá zcela jinak než v 70. a 80. letech, iii) na počátku 90. let byl zaveden přísný a robustní rámec pro fiskální politiku, díky kterému jsou veřejné finance v mnohem lepší kondici než dříve.

Viceguvernér v závěru dodává, že v mnoha obdobích vysoké inflace, která byla způsobena válkou, byly účinky měnové politiky do značné míry závislé na očekávání podniků a domácností ohledně budoucího hospodářského vývoje. Cenové růsty, kterých jsme svědky v posledních měsících, nejsou něco, co by měnová politika Riksbank mohla ovlivnit. Vysoká inflace však hrozí spuštěním mzdově-cenové spirály, a je proto nezbytné tyto tendence včas odvrátit a změnit směr měnové politiky.

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