

Monitoring centrálních bank

IV/2023



V tomto čísle

Ve většině sledovaných zemí inflace pokračuje v poklesu, ale stále převyšuje inflační cíle příslušných centrálních bank. Jejich úrokové sazby se přitom pravděpodobně nacházejí poblíž vrcholu současného měnového cyklu a většina z nich včetně Fedu a ECB své sazby v posledním čtvrtletí neměnila. Riksbank a norská NB však sazby ještě zvýšily a maďarská MNB s polskou NBP je již naopak postupně snižují. ECB postoupila do dalšího fáze projektu digitálního eura. Riksbank od příštího roku zvyšuje frekvenci měnověpolitických zasedání na 8 ročně a reaguje na nový zákon o centrální bance. Na Novém Zélandu a v Austrálii došlo k úpravě mandátu centrálních bank. Bank of Japan přistoupila k dalšímu zvýšení flexibility svého cílování výnosové křivky.

Téma pod lupou se zabývá čínskou měnovou politikou, popisuje její cíle a nástroje – které se od měnové politiky v rozvinutých zemích v mnohém liší – a věnuje se i jejímu poslednímu vývoji a aktuálním výzvám. Ve vybraném projevu guvernér švýcarské SNB Thomas Jordan diskutuje roli nejistoty v měnové politice v kontextu aktuálního ekonomického vývoje.

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), Natálie Dvořáková, Ivana Kubicová a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 14. prosince 2023.

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: MĚNOVÁ POLITIKA ČÍNSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY | 10 |
| IV. VYBRANÝ PROJEV: THOMAS JORDAN: TVORBA MĚNOVÉ POLITIKY BĚHEM NEJISTOTY – DŮLEŽITOST ZACHOVÁNÍ STŘEDNĚDOBÉ ORIENTACE | 15 |

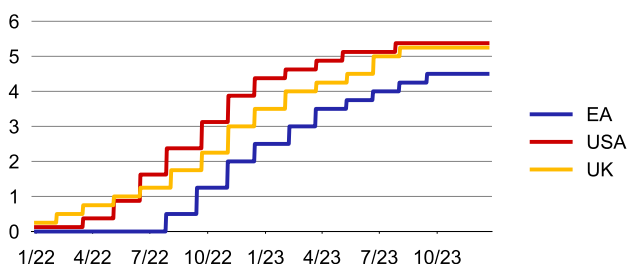
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

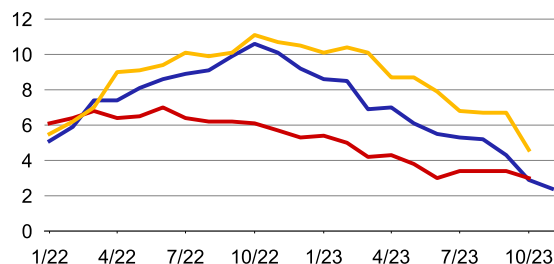
| | eurozóna (ECB) | USA (Fed) | Velká Británie (BoE) |
|---|---|---|---|
| inflační cíl | 2 % (HICP) | 2 % (PCE) ¹ | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 2,4 % (11/2023, flash) | 3,0 % (10/2023) ¹ | 4,6 % (10/2023) |
| aktuální klíčová sazba | 4,50 % | 5,25–5,50 % ² | 5,25 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 26. října (0,00) 14. prosince (0,00) | 20. září (0,00) 1. listopadu (0,00) 13. prosince (0,00) | 21. září (0,00) 2. listopadu (0,00) 14. prosince (0,00) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 25. ledna 7. března | 30. – 31. ledna | 1. února |

Poznámka: ¹ index PCE (Personal Consumption Expenditures); ² v grafu zobrazen střed pásma.

Klíčové úrokové sazby



Inflace



ECB ponechala úrokové sazby beze změny, na úrovni 4,5 %. I když se inflace v posledních měsících snížila, zřejmě ještě dočasně vzroste. V příštím roce by podle nové prognózy inflace měla v příštím roce dále klesat (o něco více než se očekávalo v září), a to na 2,7 %, a v roce 2025 dále na 2,1 %. Jádrová inflace se dále zmírnila. Domácí cenové tlaky ale zůstávají zvýšené, v první řadě v důsledku silného růstu jednotkových mzdových nákladů. Přísnější podmínky financování tlumí poptávku, což pomáhá snižovat inflaci. Hospodářský růst zůstane v blízké době utlumený, poté by se měla ekonomika zotavovat v důsledku rostoucích reálných příjmů. V příštím roce ECB očekává růst HDP o 0,8 %, v přespříštím o 1,5 %. Dle aktuálního hodnocení ECB úrokové sazby dosáhly úrovně, která – při svém dostatečně dlouhém působení – přispěje k návratu inflace k cíli. I nadále však bude ECB rozhodovat na základě přicházejících dat, zejména o inflačním výhledu, dynamice jádrové inflace a síle transmise měnové politiky. ECB rozhodla, že ve druhé polovině příštího roku začne snižovat objem portfolia PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně a reinvestice v rámci tohoto programu hodlá ukončit na konci roku 2024.

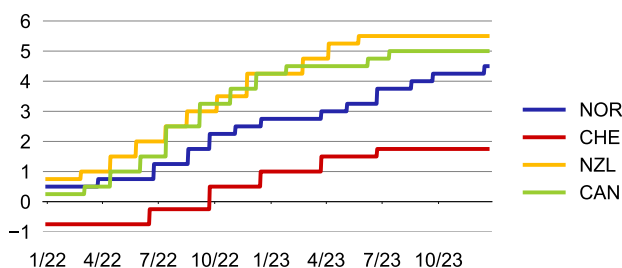
Fed na posledních třech zasedáních ponechal hodnotu pásma pro hlavní úrokovou sazbu na úrovni 5,25–5,50 % a pokračuje v kvantitativním utahování. Podle aktuálních mediánových předpovědí členů FOMC lze v příštím roce očekávat prudší snížení sazeb, než implikovala zářijová prognóza, aktuálně tedy jejich pokles o 75 b. b. na 4,6 % na konci roku 2024. Osm členů očekává v příštím roce méně než tři snížení o 25 b. b., pět členů očekává naopak vícero snížení. Inflace v posledním roce zvolnila, i když zůstává vysoká. Většina členů FOMC aktuálně vnímá riziko růstu cen jako vyvážené. Poslední ukazatele naznačují zpomalení růstu ekonomické aktivity ze silného tempa ve 3Q a zmírnění nárůstu pracovních míst. V příštím roce reálný HDP podle prognózy FOMC poroste tempem 1,4 %, jádrová inflace i PCE inflace budou v příštím roce obě na úrovni 2,4 %.

BoE třikrát ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5,25 %. V prosinci hlasovalo pro zachování základní sazby na úrovni 5,25 % šest členů MPC – tři členové preferovali zvýšení sazby o 25 b. b. na 5,5 %. Na zářijovém zasedání BoE zvýšila tempo snižování objemu držených aktiv v rámci Asset Purchase Facility na 100 mld. liber za rok. To se týká období od října 2023 do září 2024, přičemž v předchozích dvanácti měsících BoE snížila objem státních dluhopisů o 80 mld. liber. Inflace v říjnu rychle poklesla na 4,6 % a na podobných hodnotách zůstane kolem přelomu roku. V krátkodobém výhledu je inflace o něco nižší než v listopadové prognóze, což je částečně odrazem nedávného poklesu cen energií. HDP ve 3Q stagnoval a podle nejnovějších dat tomu tak bude i ve 4Q. Měnová politika bude muset být dostatečně restriktivní po dostatečně dlouhou dobu, aby se inflace ve střednědobém horizontu udržitelně vrátila k 2% cíli. Pokud by existovaly důkazy o více perzistentních inflačních tlacích, bylo by nutné další zpřísnění měnové politiky.

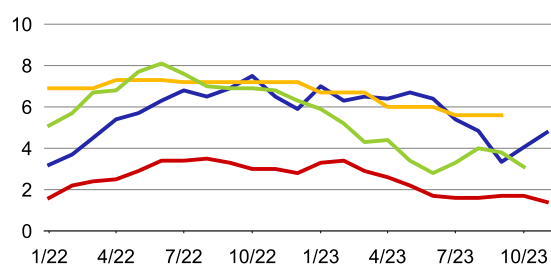
I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

| | Norsko (NB) | Švýcarsko (SNB) | Nový Zéland (RBNZ) | Kanada (BoC) |
|---|---|--|---|--|
| inflační cíl | 2 % (CPI) | 0–2 % (CPI) | 2 % (CPI) | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 4,8 % (11/2023) | 1,4 % (11/2023) | 5,6 % (3Q 2023) | 3,1 % (10/2023) |
| aktuální klíčová sazba | 4,50 % | 1,75 % | 5,50 % | 5,00 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 21. září (+0,25) 2. listopadu (0,00) 14. prosince (+0,25) | 21. září (0,00) 14. prosince (0,00) | 4. října (0,00) 29. listopadu (0,00) | 25. října (0,00) 6. prosince (0,00) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 25. ledna | 21. března | 28. února | 24. ledna 6. března |

Klíčové úrokové sazby



Inflace



NB v souladu s předchozí komunikací na zářijovém zasedání zvýšila úrokové sazby o 25 b., na prosincovém zasedání to zopakovala. Podle guvernérky Idy Wolden Bache se ekonomika ochlazuje, ale inflace je stále příliš vysoká. Současné zvýšení základní sazby tak snižuje riziko, že inflace zůstane po dlouhou dobu vysoká. Základní sazba bude pravděpodobně držena na současné úrovni 4,5 % do podzimu příštího roku. NB aktuálně řešila vyvážení rizika přílišného zpřísnění měnové politiky a rizika příliš malého zpřísnění. Na jednu stranu vidí ochlazení ekonomiky a to, že plné účinky minulých zvýšení sazeb se teprve v ekonomice projeví. Na druhou stranu je inflace vysoká a kvůli znehodnocení koruny je obtížnější ji snížit. Ohledně budoucího vývoje norské ekonomiky panuje nejistota a NB nastínila následující směry vývoje. Pokud inflace zůstane zvýšená nebo se ukáže, že norská koruna je slabší, než se předpokládalo, pak je NB připravena úrokovou sazbu znovu zvýšit. Pokud dojde k výraznějšímu zpomalení norské ekonomiky nebo dojde-li k rychlejšímu poklesu inflace, může být úroková sazba snížena dříve, než se v současnosti předpokládá.

SNB po červnovém zvýšení ponechala v září i v prosinci základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,75 %. Inflační tlaky se za poslední čtvrtletí mírně snížily, nicméně nejistota podle SNB zůstává vysoká. K zajištění vhodných měnových podmínek zůstává centrální banka připravena aktivně vstupovat na devizový trh. Aktuální prognóza inflace se v příštím i přespřítím roce nachází pod 2 %. Růst HDP byl ve třetím čtvrtletí letošního roku mírný, využití celkové výrobní kapacity bylo jen mírně nadprůměrné. V nadcházejících čtvrtletích bude ekonomický růst pravděpodobně slabý, mírnit jej bude utlumená poptávka ze zahraničí a zpřísněné podmínky financování. Podle SNB se letos HDP pravděpodobně zvýší o 1 % a v příštím roce ekonomika poroste tempem mezi 0,5 % a 1 %. Hlavním rizikem prognózy je výraznější ekonomické zpomalení v zahraničí.

RBNZ ponechala základní úrokovou sazbu v říjnu i listopadu na 5,5 % a banka má v plánu držet ji na restriktivní úrovni déle, aby zajistila návrat inflace do cílového pásma 1–3 %. Vysoké úrokové sazby omezují výdaje v ekonomice. Inflace klesá, stále je však příliš vysoká a MPC zůstává na pozoru před pokračujícími inflačními tlaky, které přetrvávají vzhledem ke stále nedostatečné kapacitě nabídky vůči poměrně silné poptávce. Pokud by se inflační tlaky ukázaly být silnější oproti očekáváním, základní úroková sazba by se pravděpodobně musela dále zvyšovat. Ekonomická aktivita pokračuje v útlumu zejména v segmentech citlivých na úrokovou sazbu.

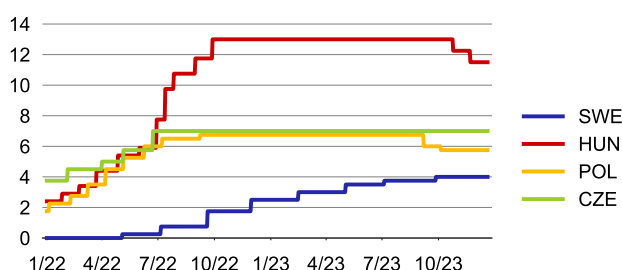
BoC ponechala úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5 % a nadále pokračuje v kvantitativním utahování. Útlum ekonomiky snižuje inflační tlaky v rozšiřujícím se spektru cen zboží a služeb, v kombinaci s poklesem cen benzínu tak inflace v říjnu činila 3,1 %. Jádrová inflace setrvává mezi 3,5–4 %. Reálný HDP ve 3Q poklesl. Zvýšené úrokové sazby zřetelně omezují výdaje, růst spotřeby se v posledních dvou čtvrtletích blížil nule a podnikové investice byly za poslední rok v podstatě stagnující. Trh práce se nadále uvolňuje, mzdy ale i tak stále rostou o 4–5 %. Rada guvernérů je nadále znepokojena riziky ohrožujícími výhled inflace a je připravena v případě potřeby úrokovou sazbu dále zvýšit. Také chce vidět další a robustní pokles jádrové inflace.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

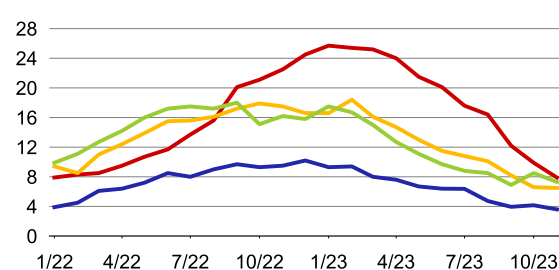
| | Švédsko (Riksbank) | Maďarsko (MNB) | Polsko (NBP) | Česko (ČNB) |
|---|--|--|---|--|
| inflační cíl | 2 % (CPIF) ¹ | 3 % (CPI) | 2,5 % (CPI) | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 3,6 % (11/2023) ¹ | 7,9 % (11/2023) | 6,5 % (11/2023 flash) | 7,3 % (11/2023) |
| aktuální klíčová sazba | 4,00 % | 11,50 % | 5,75 % | 7,00 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 21. září (+0,25) 23. listopadu (0,00) | 26. září (0,00) ² 24. října (-0,75) 21. listopadu (-0,75) | 4. října (-0,25) 8. listopadu (0,00) 6. prosince (0,00) | 27. září (0,00) 2. listopadu (0,00) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 1. února | 19. prosince 30. ledna 27. února | 9. ledna 7. února 6. března | 21. prosince 8. února |

Poznámka: ¹ CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu); ² na zářijovém zasedání ponechala MNB svou formálně hlavní úrokovou sazbu beze změny, některé z dalších používaných sazeb však snižovala – viz Zajímavé události.

Klíčové úrokové sazby



Inflace



Riksbank v září dále zvýšila základní úrokovou sazbu o 25 b. b., v listopadu již sazbu ponechala beze změny na úrovni 4 %. Podle Riksbank základní sazba v následujících dvou letech pravděpodobně zůstane kolem 4 %. Inflační tlaky se jednoznačně zmírnily a inflace klesla, je nicméně stále příliš vysoká a přetrvává riziko, že nebude dostatečně rychle klesat k cíli. Výkonná rada je připravena úrokovou sazbu dále zvýšit, pokud se vyhlídky inflace zhorší. Návrat inflace k cíli centrální banka předpovídá v průběhu roku 2024. HDP v příštím roce poklesne o 0,2 % a k téměř 2% růstu se vrátí v roce 2025. Na lednovém měnověpolitickém zasedání by mohlo dojít k rozhodnutí o navýšení objemu prodejů vládních dluhopisů.

MNB v září ponechala základní úrokovou sazbu beze změny, snížila však některé z dalších používaných sazeb a přijala kroky směrem ke zjednodušení sady svých měnověpolitických nástrojů (viz Zajímavé události). V říjnu a listopadu MNB snížila základní úrokovou sazbu pokaždé o 75 b. b. na 11,5 %. O/N depozitní sazba je aktuálně na úrovni 10,5 % a O/N kolateralizovaná výpůjční sazba na úrovni 12,5 %. Ačkoli maďarská inflace již sestupuje ze vrcholu, stále je mezi sledovanými zeměmi nejvyšší. V příštím roce MNB očekává inflaci mezi 4–6 %, do tolerančního pásma cíle se dostane až začátkem roku 2025. V následujících letech MNB očekává růst HDP mezi 3–4 %.

NBP po říjnovém snížení základní úrokové sazby o 25 b. b. již sazbu dále nesnižovala a ponechala ji na úrovni 5,75 %. V souvislosti s oslabenými globálními ekonomickými podmínkami ekonomická aktivita v Polsku zůstává utlumená, po předchozím poklesu ve 3Q vzrostla o 0,5 %. Příchozí údaje naznačují nízké poptávkové a nákladové tlaky v polské ekonomice, což při oslabených ekonomických vyhlídkách a klesajících inflačních tlacích v zahraničí podpoří pokračování postupného poklesu domácí inflace. Ta se dle předběžného odhadu za listopad snížila na 6,5 %. NBP soudí, že pokles inflace je podpořen zhodnocováním kurzu zlotého, které je v souladu s fundamenty polské ekonomiky.

ČNB ponechala na zářijovém a listopadovém zasedání 2T repo sazbu beze změny. Na listopadovém zasedání hlasovali dva členové bankovní rady pro snížení sazeb o 25 b. b. V české ekonomice odeznívají silné nákladové inflační tlaky, které měly původ v externím prostředí, i poptávkové tlaky plynoucí z domácí ekonomiky. Inflace podle prognózy na začátku příštího roku výrazně klesne do blízkosti inflačního cíle, za rok 2024 v průměru dosáhne 2,6 %. Domácí HDP letos podle prognózy ČNB poklesne o 0,4 % a příští rok se vrátí k růstu kolem 1,2 %. Základní scénář prognózy implikuje postupný pokles úrokových sazeb od čtvrtého čtvrtletí letošního roku. Podle komunikace bankovní rady bude snížení úrokových sazeb zpočátku mírné a pozvolné. Trajektorie úrokových sazeb se tak nejspíše bude v nadcházejících čtvrtletích nacházet výše oproti základnímu scénáři prognózy.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB pokročila v projektu digitálního eura

Evropská centrální banka v říjnu [rozhodla](#) o zahájení přípravné fáze digitálního eura. Tento krok následuje po dvouleté výzkumné fázi, v níž ECB zkoumala design a distribuci digitálního eura a jejíž výsledky prezentovala ve své shrnující [publikaci](#). Digitální euro by mělo být široce dostupné, zdarma pro běžné využití, použitelné pro všechny digitální platby v eurozóně. Platby by měly být vypořádány okamžitě a dostupné i off-line. Důraz je kladen na vysokou ochranu soukromí a osobních dat. Obecně by se tak mělo digitální euro ve většině charakteristik velmi podobat hotovosti a představovat tak její elektronický ekvivalent (hotovost a digitální euro by měly fungovat souběžně a rozšiřovat tak možnost volby pro uživatele – nejedná se o nahrazení prvního druhým). Zástupci ECB si od digitálního eura slibují zvýšení odolnosti, konkurence a inovací platebního systému v eurozóně.

V přípravné fázi se bude ECB mimo jiné zabývat infrastrukturou digitálního eura, testováním jeho fungování či jeho pravidly. Po dvou letech Rada guvernérů posoudí, zda v přípravách projektu pokračovat i nadále. Současný posun do další fáze projektu však nepředstavuje rozhodnutí o budoucím přijetí digitální měny. Rozhodování o případném přijetí digitálního eura bude záviset jak na vyhodnocování dalšího postupu projektu, tak na provedení legislativních změn, které by takovému rozhodnutí musely předcházet (Evropská komise v červnu letošního roku zahájila související legislativní proces).

Mezinárodní měnový fond vydal handbook o CBDC

MMF v listopadu zveřejnil virtuální [handbook o digitálních měnách centrálních bank](#) (CBDC), který má být příručkou pro centrální banky a ministerstva financí. Cílem je postupně shromažďovat znalosti a zkušenosti o tomto tématu, kterým se v posledních letech řada centrálních bank zabývá. V současnosti je dostupných pět kapitol handbooku, které se zabývají přístupem k výzkumu a vývoji CBDC a otázkami vlivu digitální měny na transmisi měnové politiky, kapitálové toky a finanční inkluzi. MMF plánuje postupně zveřejňovat i další kapitoly a ty existující průběžně aktualizovat.

BoE upřesnila zadání své revize...

Bank of England v září zveřejnila bližší informace o [zadání probíhající revize](#) jejích prognostických procesů, kterou vede Ben Bernanke. Zaměření revize by mělo být vpředhledící – nejedná se o analýzu předchozích měnověpolitických rozhodnutí (ačkoli minulé zkušenosti, stejně jako i zkušenosti jiných centrálních bank, může revize zohlednit). Obecně by se revize měla zabývat vhodným přístupem k prognózování a tvorbě podkladů pro měnověpolitické rozhodování včetně související komunikace v období vysoké nejistoty. Měla by se mimo jiné zaměřit na význam prognózy v rozhodování a komunikaci MPC (včetně rolí odborného aparátu a MPC při tvorbě prognóz), na pojetí podmíněnosti prognózy včetně trajektorie úrokových sazeb, na které je prognóza založena, či na přístup k zohledňování významných šoků a změn na nabídkové i poptávkové straně ekonomiky.

...a je terčem kritiky ze strany Sněmovny lordů

Ekonomická komise Sněmovny lordů, horní komory Parlamentu Spojeného království, vydala [zprávu](#) hodnotící fungování BoE a její měnové politiky. Zpráva byla připravena u příležitosti výročí 25 let nezávislosti centrální banky a v kontextu významné ekonomické volatility posledních let. Komise Sněmovny lordů vyjadřuje silnou podporu nezávislosti centrální banky, v řadě aspektů však je k fungování BoE kritická. Zpráva mimo jiné doporučuje jasnější vymezení zodpovědností i komunikace mezi měnovou a fiskální politikou, včetně role kvantitativního uvolňování. Dále je dle názoru komise varovně přílišné rozšiřování mandátu centrální banky (například o oblast změny klimatu či podpory konkurenceschopnosti britského finančního sektoru), které může mít negativní vliv na plnění hlavních cílů cenové a finanční stability (přičemž nastavení mandátu je pravomocí Treasury, tedy Ministerstva financí, nikoli centrální banky). Centrální banka by se měla dle Zprávy snažit o větší rozmanitost názorů, pozornost by si zasloužila oblast řízení banky a výběru členů měnověpolitického orgánu MPC (právě skupinové myšlení a nedostatek rozmanitosti názorů dle komise přispěl k opožděné reakci BoE na inflační vlnu v posledních letech). Zvýšit by se měla rovněž odpovědnost BoE vůči parlamentu při zachování nezávislosti centrální banky. Sněmovní komise rovněž vítá probíhající revizi prognostických procesů BoE.

Maďarská centrální banka zjednodušuje soubor svých měnověpolitických nástrojů

MNB v září 2022 naposledy zvýšila svou základní úrokovou sazbu a následně ji až do letošního října držela na 13 %. Během posledního roku však používala řadu dalších nástrojů k úpravě své měnové politiky. Významnou roli ve stahování likvidity hrála zejména jednodenní depozitní sazba, která po svém loňském zavedení dosahovala 18 %, následně ji MNB letos v květnu začala postupně snižovat a v září ji sloučila se základní sazbou na úrovni 13 %. Současně s tím banka v září

vydala [prohlášení](#) o zjednodušení svého měnověpolitického instrumentária. V něm MNB mimo jiné deklarovala, že roli hlavního měnověpolitického nástroje opět převezme právě základní sazba. Tou budou nyní úročeny povinné i dobrovolné rezervy bank (s výjimkou části povinných minimálních rezerv, která úročení nepodléhá), stejně jako i dlouhodobé depozitní facility. MNB se rovněž vrátila k symetrickému úrokovému koridoru, kdy O/N depozitní sazba je 1 p. b. pod základní sazbou a O/N kolateralizovaná výpůjční sazba 1 p. b. nad základní sazbou (v uplynulém roce přitom tato sazba dosahovala až 25 %). V souladu s návratem k symetrickému koridoru pak MNB v říjnu a listopadu snížila všechny tyto tři sazby zároveň, pokaždé o 0,75 p. b.

Riksbank mění počet zasedání...

Švédská centrální banka od roku 2024 [přechází](#) na frekvenci osmi měnověpolitických zasedání ročně ze současných pěti. Čtyřikrát do roka Riksbank po zasedání zveřejní Zprávu o měnové politice s novou prognózou, zatímco zbývající zasedání budou založena na vyhodnocení nových informací, které shrne kratší dokument (dosud banka publikovala Zprávu o měnové politice s prognózou po každém zasedání). I nadále bude všechna zasedání předcházet týdenní mediální karanténa a následovat je bude tisková konference a poté zveřejnění zápisu z jednání (tzv. *minutes*) – ten bude nově zveřejňován již přibližně po pěti pracovních dnech od zasedání místo dosavadních deseti dnů.

...a reaguje na požadavky vyplývající z nového zákona o centrální bance

[Riksbank v souladu s novým zákonem mění proceduru obsazování míst](#) ve svém nejvyšším orgánu, Výkonné radě – na pozice bude nově vypisováno otevřené výběrové řízení. Poprvé bude takto vybrán nástupce současného člena Výkonné rady Martina Flodéna, jemuž skončí druhý mandát v květnu příštího roku, přičemž dle zákona mohou nově členové Výkonné rady ve funkci strávit maximálně právě dva mandáty. Vyhodnocení výběrové řízení bude mít na starosti Generální rada Riksbank (parlamentem jmenovaný orgán, který na centrální banku dohlíží, aniž by však zasahoval do jejího samotného rozhodování), která vedení Riksbank jmenovala i dosud.

Dle stejného zákona musí Riksbank požádat švédský parlament o kapitálovou injekci v případě, že její vlastní jmění klesne pod 20 mld. SEK (přičemž cílová hodnota vlastního jmění má být 60 mld. SEK). Vzhledem k vysoké ztrátě centrální banky v roce 2022 Riksbank v současnosti operuje se záporným vlastním jměním a její [guvernér Thedéen proto v parlamentu prohlásil](#), že banka bude potřebovat doplnění kapitálu – dle současných odhadů ve výši necelých 80 mld. SEK. Oficiální žádost Riksbank podá v příštím roce na základě finančních výsledků za rok 2023.

Australská vláda a centrální banka vydaly společné prohlášení o provádění měnové politiky

V reakci na nedávnou revizi měnové politiky australské RBA vydala tato banka [společné prohlášení](#) s vládou upřesňující její měnověpolitický režim. Prohlášení nově definuje duální mandát cenové stability a plné zaměstnanosti, zatímco ekonomická prosperita a blahobyt australského národa – doposud třetí separátní cíl měnové politiky – bude nyní představovat celkový obecný cíl, který může RBA naplňovat právě zajišťováním cenové stability a plné zaměstnanosti. Cílové inflační pásmo 2–3 % zůstává zachováno, banka však bude usilovat o inflaci ve středu tohoto pásma. Cíl plné zaměstnanosti je nově definován jako maximální míra zaměstnanosti konzistentní s nízkou a stabilní inflací. Tyto kroky by tak v souladu s doporučeními revize měly přesněji popisovat měnověpolitický režim. RBA by rovněž měla jasněji komunikovat svůj přístup k nekonvenčním nástrojům měnové politiky (měla by otevřeně komunikovat jejich přínosy, náklady a rizika a dopředu vyjasnit svůj rozhodovací postup pro situace, kdy by využití takových nástrojů mohla zvažovat). Po plánovaném zřízení nové Měnověpolitické rady (*Monetary Policy Board*) bude RBA také zveřejňovat poměr hlasování (nikoli však jmenovitá hlasování) a s odstupem pěti let budou zveřejňovány i podklady pro měnověpolitická zasedání.

Podpora zaměstnanosti přestává být součástí mandátu RBNZ

Novozélandské ministerstvo financí v prosinci [aktualizovalo](#) tzv. *Remit for monetary policy committee* – dokument stanovující základní prvky a cíle měnověpolitického režimu RBNZ. [Nový remit](#) končí duální mandát (zavedený roku 2018) centrální banky, když oproti předchozí verzi byl z dokumentu odstraněn cíl podpory maximální udržitelné zaměstnanosti. Ve stejné podobě zůstala zachována formulace cíle cenové stability – cílové pásmo pro inflaci bude i nadále 1–3 % při snaze udržovat inflaci blízko středové hodnoty 2 % a RBNZ by měla usilovat o střednědobé plnění cíle, tedy neměla by přehnaně reagovat na krátkodobé cenové šoky. Při snaze o plnění svého primárního cíle by měla brát v potaz finanční stabilitu a vyhnout se nadbytečné nestabilitě HDP, zaměstnanosti, úrokových sazeb a měnového kurzu.

Zmíněný krok je v souladu s doporučením centrální banky ministerstvu financí, které RBNZ v letošním roce poskytla v rámci svého vyjádření k pravidelné pětileté aktualizaci *MPC remit* – banka preferovala opuštění duálního mandátu a stanovení jasné hierarchie cílů s cenovou stabilitou jako primárním cílem. Toto doporučení však červencová aktualizace

dokumentu nerefletovala (blíže o celém procesu viz [červnové](#) a [zářijové](#) vydání Monitoringu centrálních bank). Se změnou vlády po říjnových volbách však došlo i ke změně postoje ministerstva financí a již v prvních týdnech po svém vzniku tak nová vláda mandát RBNZ upravila.

Nový Zéland rozšiřuje dostupné cenové subindexy dostupné s měsíční frekvencí

Nový Zéland je jedinou zemí OECD, která nepočítá spotřebitelskou inflaci pro každý měsíc, ale pouze po čtvrtletích. [Od listopadu však tamní statistický úřad vydává měsíčně subindexy](#) zachycující vývoj cen alkoholu a tabáku, pohonných hmot, letenek a ubytování. Tato data rozšíří již dostupné měsíční údaje o cenách potravin a nájemného. Dohromady tak budou měsíčně dostupná data s vahou přibližně 44 % v celkovém indexu spotřebitelských cen, což umožní tamní centrální bance každý měsíc detailnější vhléd do cenového vývoje v jednotlivých sektorech ekonomiky. Oficiálním ukazatelem inflace (a cílem centrální banky) však zůstává inflace měřená indexem spotřebitelských cen dostupná i nadále jen čtvrtletně.

Bank of Japan dále zvyšuje flexibilitu cílování výnosové křivky

Japonská BoJ v červenci začala považovat horní hranici tolerovaného pásma pro výnosy desetiletých státních dluhopisů ve výši 0,5 % jako referenční hodnotu s tím, že nebude tolerovat výnosy převyšující 1 % (přičemž se v posledních čtvrtletích potýká s tlaky na růst výnosů a v měsících následujících po červencovém rozhodnutí výnosy referenční úroveň 0,5 % přesahovaly). Na svém říjnovém zasedání BoJ svůj přístup k cílování výnosové křivky znovu upravila, když [rozhodla](#), že jako referenční hodnotu bude brát 1% výnos desetiletých státních dluhopisů. Japonská centrální banka tak sice stále formálně cíluje desetiletý výnos na úrovni 0 %, zmíněné rozhodnutí však představuje další krok směrem k vyšší flexibilitě (a potenciálně i k možnému opuštění) tohoto nástroje.

SNB snížila úročení rezerv

Švýcarská centrální banka od prosince přestala úročit rezervy držené za účelem splnění požadavku povinných minimálních rezerv. Vedle toho SNB snížila hranici, do níž institucím, na něž se vztahuje požadavek povinných minimálních rezerv, úročí jejich ostatní vklady u centrální banky za měnověpolitickou sazbu. Vklady nad tuto hranici budou úročeny za sazbu o 0,5 procentního bodu nižší (v rámci tzv. *tieringu*). Dle [tiskového prohlášení SNB](#) by tyto změny měly zachovat efektivní měnověpolitickou transmissi (samotné nastavení měnové politiky se tímto nemění) při snížení úrokových nákladů centrální banky.

III. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA ČÍNSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Čínská měnová politika představuje komplexní systém, v němž centrální banka sleduje řadu cílů. Významnou roli hraje otázka stability kurzu čínské měny renminbi, a to zvláště v kontextu aktuálních globálních ekonomických výzev. Čína se v rámci plánovaného hospodářství, jehož je centrální banka součástí, aktivně snaží najít rovnováhu mezi podporou domácí ekonomiky a řešením potenciálních problémů vyplývajících z pohybu mezinárodních kapitálových toků. Tanec mezi liberalizací a udržením kontroly tak definuje čínskou měnovou politiku. Tento článek hodnotí její vývoj a zároveň poskytuje srovnání s vyspělými tržními ekonomikami.¹

Čína zaujímá pozici druhé největší ekonomiky na světě. Vliv čínské ekonomiky se zvláště výrazně projevilo například během pandemie covid-19. Narušení globálních dodavatelských řetězců během pandemie pramenilo zejména z omezeného vývozu z Číny a mělo za následek negativní dopady na nabídku a výrobu v mnoha zemích. V kontextu velikosti čínské ekonomiky je tak otázka fungování čínské měnové politiky relevantní i pro ostatní ekonomiky.²

PBC a měnověpolitické cíle

Funkce PBC jsou stanoveny v Zákoně Čínské lidové republiky o Čínské lidové bance z roku 2003 a patří mezi ně mimo jiné měnová politika, řízení oběživa, regulace finančních trhů, finanční stabilita, stabilita měny atd. Základním cílem je „zajištění stability měny³ a podpora ekonomického růstu“. Klíčový vliv na řízení a směřování PBC má stranický tajemník (Chinese Communist Party Committee Secretary), nominovaný předsedou Státní rady, nikoliv guvernér. Nicméně aktuálně Pan Gongsheng zastává tyto posty souběžně.

Komise pro měnovou politiku (MPC) vznikla v roce 2000 a jejím úkolem je diskutovat a navrhnout: (i) změny v měnovém postoji, (ii) cíle měnové politiky, (iii) používání měnových nástrojů, (iv) opatření na koordinaci makroekonomické politiky. Jones a Bowman (2019) popisují, že organizační struktura MPC se drží mezinárodních norem, ačkoli její pravomoci jsou relativně omezené – jedná se jen o poradní orgán pro tvorbu měnové politiky. Složení MPC je stanoveno Státní radou a v současné době zahrnuje 14 členů. MPC se schází čtvrtletně a zápis z jednání a doporučení rozhodnutí jsou předávány Státní radě, která rozhodnutí schvaluje. Na rozdíl od většiny centrálních bank vyspělých ekonomik tedy čínská MPC není nezávislým výkonným orgánem. Podkladem pro jednání MPC je Zpráva o měnové politice, která shrnuje vývoj čínské ekonomiky za předchozí čtvrtletí a navrhuje další kroky v měnové politice. Součástí je také kvalitativní popis očekávaného budoucího vývoje. Ve Zprávě však nelze najít kvantitativní prognózu, jak je tomu zvykem u centrálních bank vyspělých ekonomik.

Hlavní nástroje měnové politiky

Oproti vyspělým ekonomikám využívá Čína širší soubor nástrojů měnové politiky k dosažení svých cílů. Měnová politika vyspělých ekonomik obvykle klade důraz především na cenové nástroje, v první řadě úrokové sazby. Avšak v případě čínské ekonomiky (charakterizované státním vlastnictvím bank a firem) je používán systém nástrojů, který kombinuje jak cenové⁴ a objemové tržní nástroje, tak i netržní nástroje:

- **sazby pro operace na otevřeném trhu (OMO):** OMO operace jsou prováděny na pravidelné bázi s cílem korigovat likviditu na bankovním trhu. Zahrnují operace s pokladničními poukázkami PBC (repo, reverzní repo), přičemž jejich výnos lze považovat za měnověpolitickou sazbu. Klíčová OMO sazba je 7denní reverzní repo sazba, která ovlivňuje krátkodobé úrokové sazby, jako například repo sazbu na mezibankovním trhu DR007.
 - **Úrokový koridor:** PBC udržuje krátkodobé úrokové sazby v definovaném rozmezí pomocí úrokového koridoru, kde sazba standing loan facility (SLF) slouží jako horní hranice a úroková sazba z přebytečných rezerv jako dolní hranice.
 - **Dodatečné záůjční facility** – zejména medium-term lending facility (MLF): sazba MLF je jednoletá úroková sazba centrální banky, která spolu se 7denní reverzní repo sazbou tvoří celkový systém měnověpolitických úrokových sazeb. Udává cenu střednědobých prostředků, za které si bankovní systém půjčuje od centrální banky. Od roku 2019 zavedla PBC strukturovaný přístup k operacím MLF,

¹ Čínskou měnovou politikou a jejím vývojem v prvním desetiletí tohoto století se zabýval také článek v publikaci [Globální ekonomický výhled duben 2011](#).

² V měnověpolitickém kontextu byl rostoucí vliv Číny na světovou ekonomiku zkoumán například v nedávné studii Chen et al. (2023). Článek ukazuje, že čínský měnověpolitický šok má významné spillover efekty na makroekonomické a finanční proměnné ve dvaceti šesti zemích iniciativy Pásu a stezky (BRI) neboli Nové hedvábné stezky – čínské iniciativy zahrnující například infrastrukturní projekty s cílem rozvíjet propojenost mezi těmito zeměmi a Čínou.

³ Stabilita měny v sobě zahrnuje dvě dimenze: vnitřní (stabilita domácího cenového vývoje) a vnější (stabilní devizový kurz).

⁴ Systém úrokových sazeb podrobněji popisuje ve svém článku tehdejší guvernér Yi (2021).

kteří provádí jednou měsíčně. V roce 2018 PBC zavedla program TMLF (Targeted MLF), dostupný po dobu 3 let, s cílem podpořit poskytování úvěrů mikro a malým podnikům. Příslušná sazba byla o 15 bazických bodů nižší než sazba MLF.

- *Devizové intervence*: Čína také využívá intervence na devizovém trhu, kterými ovlivňuje měnový kurz. Role kurzu v měnové politice je popsána detailněji níže.
- *Window guidance*: netržní nástroj, typický zejména pro čínskou a také japonskou měnovou politiku. Spočívá ve „vedení“ (formou směrnic) finančních institucí k poskytování a alokaci úvěrů v souladu s oficiálními (vládními) cíli. Jones a Bowman (2019) konstatují, že PBC si tímto nástrojem udržuje silný vliv jak na objem úvěrů poskytovaných bankovním systémem, tak na sektory, které mohou získat úvěrové financování. Nicméně v posledních Zprávách o měnové politice tento nástroj není nijak zmíněn, používá se pouze příležitostně.
- *Povinné minimální rezervy (PMR)*: změnou sazby PMR je PBC schopna ovlivnit mezibankovní likviditu a dostupnost finančních prostředků a snaží se tak ovlivňovat úvěrovou aktivitu bank. PBC využívá víceúrovňový systém sazeb PMR, ve kterém zohledňuje faktory jako velikost banky, složení jednotlivých bankovních úvěrů nebo finanční stabilitu.

Rámec měnové politiky PBC



Zpracováno na základě Jones a Bowman (2019), Das a Song (2023).

* Total Social Financing (TSF) zahrnuje bankovní úvěry, nebankovní formy zprostředkování úvěrů (např. svěřenecké a svěřené půjčky) a emise na kapitálovém trhu.

Transmisní mechanismus

Při popisu transmisního mechanismu čínské měnové politiky je na místě zmínit některé faktory, které tuto analýzu komplikují. Za prvé, čínský měnový rámec je komplexní a není zcela transparentní ohledně několika aspektů, včetně některých nástrojů měnové politiky. Za druhé, institucionální prostředí pro tvorbu makroekonomické politiky, kde Státní rada působí jako konečný orgán pro rozhodování, vede k vysoké míře koordinace mezi měnovou a fiskální politikou (Das a Song, 2023). Nemalý význam má také provázanost měnové politiky s bankovním dohledem a oblastí finanční stability či dohody s bankami (v řadě případů vlastněných státem). Dohled má například rozhodující pravomoc určit, komu bude poskytnut úvěr, kdo naopak může ohlásit bankrot, atp. Hlavním jednotčím prvkem těchto politik je zajišťování celkové stability.

Navzdory tomu Das a Song (2023) uvádějí, že se měnová politika stále více přenáší prostřednictvím úrokových sazeb, které mají nyní větší vliv na rozhodování podniků a domácností než měnové agregáty. Tuto tendenci potvrzují i Jones a Bowman (2019), kteří konstatují, že přenos šoků krátkodobých repo sazeb na ceny aktiv a reálnou ekonomickou aktivitu je silnější ve srovnání se šoky měnových agregátů. Čína se ale výrazně odlišuje od vyspělých ekonomik v transmissi efektu měnověpolitických nástrojů na inflaci. PBC například nedisponuje nezávislými nástroji a nemá nastavenou jasnou nominální kotvu, jak je tomu zvykem v rámci měnové politiky vyspělých ekonomik, a dle zmíněného článku je vliv úrokových sazeb na inflaci omezený.

Měnový kurz jako nástroj čínské měnové a exportní politiky⁵

Od července 2005 je oficiálně zavedený režim řízeného plovoucího kurzu renminbi (RMB nebo CNY, vyslovuje se žen-min-pi), v realitě se však dlouho jednalo o tzv. posuvné zavěšení (crawling peg) vůči americkému dolaru. Tento režim umožňoval pomalé posilování čínské měny až do července 2015, s výjimkou dvouletého období po začátku světové finanční krize, kdy byl kurz udržován stabilní. Čína v období mezi lety 2005 a 2014 intenzivně intervenovala na devizovém

⁵ Co se týče stability kurzu renminbi, dohled nad devizovými transakcemi zajišťuje [State Administration of Foreign Exchange \(SAFE\)](#), orgán podřízený PBC. SAFE tak například uděluje povolení pro vývoz nebo dovoz kapitálu.

trhu, aby zmírnila posilování měny, přičemž devizové rezervy vzrostly ze 733 miliard USD v červenci 2005 na nejvyšší hodnotu 3,99 bilionu USD v červnu 2014. Nálada na trhu se v roce 2014 obrátila směrem k pocitu, že je renminbi nadhodnocený, a vznikaly tlaky na odliv kapitálu. S cílem omezit znehodnocování kurzu vůči americkému dolaru se v létě 2014 devizové intervence změnilly na prodej rezerv, což sice zajistilo stabilitu tohoto kurzu, ale tlaky na odliv kapitálu zůstaly silné. Nicméně v efektivním vyjádření renminbi posílil od konce roku 2013 do července 2015 o 14 %. Během tohoto období se tak zpomalil vývoz a také celkový růst ekonomiky (Das, 2019).

Graf 1: Vývoj kurzu USD/RMB (2000-2023)



Zdroj: FRED.

V srpnu 2015 byla [oznámena](#) změna mechanismu stanovení centrální parity (kolem které je umožněna určitá fluktuační) mezi renminbi a americkým dolarem. Před touto změnou PBC v podstatě libovolně stanovovala paritu a rozdíl mezi hypotetickým tržním a oficiálním kurzem se odrážel ve změnách devizových rezerv. Po změně začala PBC při stanovování parity zohledňovat tržní kurz z předchozího dne, zvýšil se tedy vliv tržních sil na hodnotu kurzu. V této souvislosti došlo k náhlému posunutí centrální parity níže. Čínská vláda tuto depreciaci prezentovala jako krok k větší flexibilitě renminbi,⁶ současně však mohla slabší měna podpořit klesající vývoz v důsledku slabé zahraniční poptávky.⁷ V tomto období docházelo také k urychlenému odlivu kapitálu (Das, 2019).

V tomto kontextu lze také zmínit [složení devizových rezerv](#), které PBC sice detailně nezveřejňuje, ale některé aspekty jsou patrné. V září 2023 Čína držela přibližně **10 %** celkového objemu zahraničního vládního dluhu USA, což ji řadí na druhé místo mezi držiteli po Japonsku. Zjevná je snaha o diverzifikaci, což aktuálně ilustruje kontinuální růst rezerv zlata již dvanáctý měsíc v řadě. Tato strategie je v souladu s trendem, kdy i řada dalších centrálních bank zvyšuje své zásoby zlata, aby zvýšila diverzifikaci aktiv, zajistila se proti geopolitickým rizikům a [snížila závislost na americkém dolaru](#).

Měnová politika během pandemie covid-19

V reakci na pandemii PBC přijala [několik opatření](#) s cílem přímo podpořit reálnou ekonomiku. Jednalo se například o poskytování speciálních úvěrů centrální banky ve výši 300 miliard RMB. PBC také poskytla úvěry spolu s nižšími úrokovými sazbami ve výši 1,8 bilionu RMB na podporu mikro a malých podniků (MMP) a také rozvoje venkova. Tyto měnověpolitické nástroje pomáhaly přímo odvětvím ekonomiky postiženým pandemií. Byly také zavedeny další dva nástroje: jeden umožňující odklad splácení tzv. inkluzivních půjček pro MMP, a druhý byl plán podpory pro tzv. inkluzivní úvěry MMP. Cílem nebyla pouze okamžitá finanční pomoc, ale i zlepšení účinnosti strukturálních nástrojů měnové politiky přispívající k cílenější podpoře mikro, malých a středních podniků.

Současný stav ekonomiky a nastavení měnové politiky

Výkon čínské ekonomiky byl po postcovidovém otevření spíše nevýrazný, nicméně ve 3. čtvrtletí meziroční růst HDP zrychlil na 4,9 % a překonal tak očekávání analytiků. Pozitivně působil zejména dopad vládních stimulačních opatření. Vzhledem k utlumené zahraniční poptávce v posledních měsících docházelo k poklesu čínského vývozu, naopak dovoz rostl. Čínská ekonomika se ocitla v deflaci, když meziroční spotřebitelská inflace v říjnu dosáhla -0,2 % a v listopadu dále poklesla na -0,5 %.⁸ V posledních letech se Čína také potýká s [krizí na trhu s nemovitostmi](#).⁹ V roce 2020 totiž vláda zasáhla kvůli rychlému zadlužování developerů a stanovila přísné limity pro tři klíčové ukazatele zadlužení. To vedlo ke zpomalení nebo pozastavení mnoha projektů a v některých případech k bankrotu developerských společností. Nemovitostní krize má dopady na kvalitu úvěrových portfolií bank a na hospodaření provinčních vlád a municipalit. Kromě toho se zvyšuje nezaměstnanost mezi mladými lidmi (v červnu 2023 dosáhla 21,3 %).

Vzhledem k aktuálnímu stavu ekonomiky PBC v posledních měsících měnovou politiku uvolňuje. V letošním roce již dvakrát snížila požadavek na povinné minimální rezervy, vážený průměr sazby PMR pro finanční instituce se nyní nachází na úrovni **7,4 %**. V posledních měsících PBC poskytla bankovnímu systému výrazné likviditní injekce prostřednictvím

⁶ Ahmed (2021) tvrdí, že větší flexibilita renminbi po roce 2015 je motivována snahami o zvyšování globálního významu měny. Zároveň je podle něj také možné, že uvolnění vazby renminbi na americký dolar bylo urychleno probíhající obchodní válkou mezi USA a Čínou, ve snaze chránit se proti dopadům cel.

⁷ Viz [Globální ekonomický výhled srpen 2015](#).

⁸ Více k aktuálnímu vývoji čínské ekonomiky viz [Globální ekonomický výhled listopad 2023](#).

⁹ Dle odhadu [Rogoff a Yang \(2023\)](#) podíl (včetně nepřímého vlivu) sektoru nemovitostí a výstavby infrastruktury na čínské ekonomice přesahuje v posledních letech 30 % HDP.

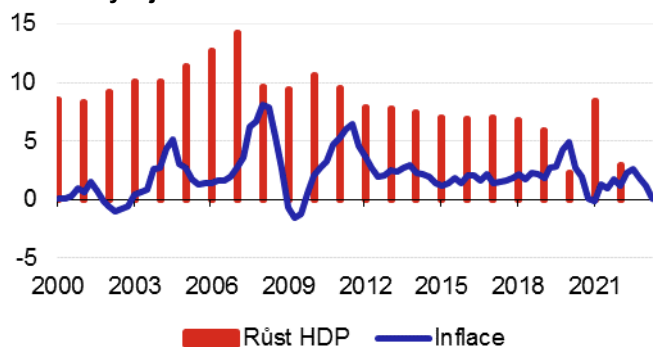
jednoleté MLF. V listopadu se jednalo o prostředky v čisté výši 600 miliard renminbi, což představuje největší střednědobou injekci likvidity od roku 2016. Zároveň MLF úrokovou sazbu ponechala beze změny na 2,50 %. Co se týče OMO operací, 7denní reverzní repo sazba je nyní na 1,80 %. V tomto kontextu má renminbi v letošním roce depreciační tendenci, také z důvodu širšího úrokového diferenciálu – v USA i dalších významných ekonomikách zůstávají zvýšené sazby. Zkušenosti z let 2014–2015 však vzbuzují obavy, že prudké oslabení měny by mohlo způsobit masivní odliv kapitálu. PBC si tedy přeje udržet stabilitu své měny a v této souvislosti přijímá konkrétní opatření. I přesto, že se centrální parita směnného kurzu renminbi vůči dolaru každý den stanovuje na základě tržních sil, banka má možnost přidat tzv. [proticyklický faktor](#). Tímto způsobem může banka každý den nastavit centrální paritu kurzu o něco silnější. Dále se snaží podpořit renminbi i tím, že snižuje likviditu mimo pevninskou Čínu,¹⁰ což znesnadňuje spekulantům půjčování renminbi k jeho prodeji. Podle Wang et al. (2023) PBC tímto způsobem získala zpět kontrolu nad hodnotou renminbi, ovšem na úkor tržního stanovení směnného kurzu a internacionalizace své měny. Navíc intervence působí opačným směrem než uvolňování ostatních nástrojů měnové politiky.

Graf 2: Mezibankovní repo sazba DR007



Zdroj: Bloomberg.

Graf 3: Vývoj HDP a inflace



Pozn. Meziroční růst reálného HDP, roční data.
Meziroční celková inflace, čtvrtletní data.

Zdroj: World Bank a FRED.

Výzvy a výhled do budoucna

Z dlouhodobého pohledu Čína čelí vážným výzvám na domácí půdě, jako je stárnutí populace, propast mezi venkovem a městy, naddimenzovaná výstavba veřejné infrastruktury, nedostatečně rozvinutý finanční systém, nedostatek inovací nebo závislost na fosilních zdrojích energie. Kromě toho se vnější geopolitické vztahy Číny s řadou významných partnerů zhoršily, což vede k rostoucím obchodním a investičním bariérám na obou stranách. Podle Yoshina a Miyamota (2019) má postupné stárnutí populace a snižující se podíl pracujícího obyvatelstva za následek klesající efektivitu měnové a fiskální politiky.

Co se týče potenciálních směrů čínské měnové politiky, ve značně pokročilé fázi je vývoj digitální měny (CBDC). PBC je mezi ostatními centrálními bankami lídrem z hlediska aplikací a rozsahu použití digitální měny. Na rozdíl od západních ekonomik je v případě Číny ve hře nahrazení hotovosti digitálním renminbi spíše než její pouhé doplnění. Také motivace ke vzniku CBDC se od jiných ekonomik liší: kontroverze (alespoň z vnějšího pohledu) vzbuzuje otázku vyšší kontroly obyvatelstva, jistou motivací pro zavedení digitálního renminbi představuje také snaha o zvýšení globálního významu čínské měny. Dosud se digitální měna používala zejména pro [domácí maloobchodní platby](#) a její podíl na celkovém oběhu je zatím zanedbatelný, ale rozsah jejího využití stále narůstá. [Další fáze](#) jejího vývoje zahrnuje integraci do velkoobchodních bankovních transakcí a přeshraničních plateb.

Postupná liberalizace?

S některými implementačními prvky (např. koridorem pro základní úrokové sazby) se čínská měnová politika stále více přibližuje vyspělým ekonomikám, neboť pokračuje v přechodu od měnověpolitického systému založeného na objemových nástrojích k systému s cenovými nástroji (Jones a Bowman, 2019). Das a Song (2023) přibližují, že liberalizace úrokových sazeb byla v podstatě dokončena odstraněním stropu na vkladové sazby v roce 2015. I když finanční systém zůstává převážně bankově orientovaný, vláda provádí opatření na rozvoj finančních trhů, včetně otevření čínského trhu

¹⁰ Ve snaze o internacionalizaci renminbi, při absenci plně liberalizovaného kapitálového účtu, zavedla Čína offshore trh s RMB, čímž vytvořila situaci „jedna měna, dva trhy“ (onshore CNY a offshore CNH v místech jako Singapur nebo Hongkong). Podle Wang et al. (2023) se teď ocitá v dilematu: zatímco měnové autority mohou obnovit kontrolu nad směnným kurzem na onshore trhu (utáhnout kontrolu směnného kurzu na onshore trhu nebo likviditu na offshore trhu), měly by si být vědomy, že taková opatření mohou přinést komplikace v procesu marketizace směnného kurzu a internacionalizace měny.

s dluhopisy. Podle Schipke et al. (2019) to implikuje, že kapitálové trhy budou v budoucnu hrát relativně větší roli v rámci alokace úspor a investic.

Na druhé straně Kawai a Liu (2015) tvrdí, že došlo ke snížení autonomie měnové politiky, která je omezena klesající účinností kontroly kapitálu a rigidním kurzovým režimem. Jones a Bowman (2019) dále poukazují na to, že tok úvěrů v Číně stále ovlivňuje občasné používání administrativních pokynů (window guidance) ze strany vlády. Autoři zároveň shrnují, že i když se měnová politika v Číně v průběhu let výrazně vyvíjela, stále se od vyspělých ekonomik liší. S ohledem na politický režim, institucionální uspořádání a opatření, která Čína přijímá v oblasti ekonomického rozvoje, se zdá, že pravděpodobnost další konvergence v režimu měnové politiky není vysoká.

Závěr

Čínská měnová politika je charakterizována řadou cílů, kterých se snaží dosáhnout, a rovněž poměrně širokým souborem nástrojů, a to včetně nástrojů netržních. Čína nemá jasně nastavenou nominální kotvu a vliv úrokových sazeb na inflaci je pouze omezený. Důležitou roli hraje kurz renminbi, který čínská PBC svými intervencemi dlouhodobě významně ovlivňuje (ačkoli od roku 2015 mají tržní síly na hodnotu kurzu větší vliv než v předešlých letech). Centrální banka navíc nemá měnovou politiku plně pod kontrolou – rozhodnutí podléhají schválení Státní radou.

V současnosti čínská ekonomika čelí mnoha výzám, včetně trvajících krize na realitním trhu, zhoršující se globální poptávky a rostoucí nezaměstnanosti, které ovlivňují celkovou ekonomickou aktivitu. Z dlouhodobějšího pohledu představuje nelehkou výzvu pro čínskou ekonomiku i tamní měnovou politiku mimo jiné nepříznivý demografický vývoj.

Navzdory postupné evoluci měnové politiky zůstávají rozdíly mezi čínskou měnovou politikou a jejími protějšky z vyspělých ekonomik výrazné. Navíc s ohledem na politický režim a na konkrétní kroky ze strany čínských autorit je další konvergence v režimu měnové politiky nepravděpodobná. To poukazuje na specifčnost a individualnost cesty, kterou Čína volí ve svém úsilí o udržení stability a úspěšný ekonomický rozvoj.

Literatura

- Ahmed, R. (2021). Monetary policy spillovers under intermediate exchange rate regimes. *Journal of International Money and Finance*, 112, 102342. [\(ODKAZ\)](#)
- Chen, Y., Liu, D., & Zhuang, Z. (2023). The spillover effects of China's monetary policy shock: Evidence from BaR countries. *Emerging Markets Review*, 55, 100952. [\(ODKAZ\)](#)
- Das, M. S. (2019). China's evolving exchange rate regime. *International Monetary Fund*. [\(ODKAZ\)](#)
- Das, S., & Song, W. (2023). Monetary policy transmission and policy coordination in china. *China Economic Review*, 82, 102032. [\(ODKAZ\)](#)
- Jones, B., & Bowman, J. (2019). China's evolving monetary policy framework in international context. *Reserve Bank of Australia*. [\(ODKAZ\)](#)
- Kawai, M., & Liu, L. G. (2015). Trilemma challenges for the People's Republic of China. *Asian development review*, 32(1), 49-89. [\(ODKAZ\)](#)
- Schipke, A., Rodlauer, M., & Zhang, L. (2019). China's Bond Market: Characteristics, Prospects, and Reforms (p. 3—31). *The Future of China's Bond Market*. *International Monetary Fund*. [\(ODKAZ\)](#)
- Yi, G. (2021). China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform. *Journal of Financial Research*, Issue 9. [\(ODKAZ\)](#)
- Yoshino, N., & Miyamoto, H. (2019). How does population aging affect the effectiveness of monetary and fiscal policies? (No. 1064). *ADB Working Paper Series*. [\(ODKAZ\)](#)
- Wang, P., Ho, T., Liu, X., & Wu, S. (2023). China's Trilemma: Exchange Rate Marketization, RMB Internationalization, and Exchange Rate Pricing Power. *Borsa Istanbul Review*. [\(ODKAZ\)](#)

IV. VYBRANÝ PROJEV: Thomas Jordan: Tvorba měnové politiky během nejistoty – důležitost zachování střednědobé orientace

Thomas Jordan, předseda rady guvernérů Švýcarské národní banky (SNB) se ve svém listopadovém projevu na společné konferenci SNB, Fedu a BIS o globálním riziku, nejistotě a volatilitě zabývá nejistotou a jejím dopadem na rozhodování a úvahy o měnové politice.

V úvodu svého projevu T. Jordan jmenuje nejistoty v současném ekonomickém prostředí. Aktuálně panuje kupříkladu významná nejistota ohledně dopadu kumulovaného zpřísnění měnové politiky na budoucí inflaci. Je zde také velká nejistota ohledně toho, jak současné geopolitické napětí ovlivní světovou ekonomiku. Tyto příklady přitom ilustrují jen dva z mnoha různých zdrojů nejistoty. Zároveň T. Jordan připomíná přístup SNB k řízení rizik v měnové politice. Tento přístup je charakterizován třemi principy: pragmatismem, konzistentností a odhodláním. Pragmatický přístup k řízení rizik znamená výběr politik, které přinášejí dobré výsledky v mnoha scénářích, spíše než hledání politik, které jsou optimální pouze v jednom konkrétním scénáři, ale které přinášejí špatné výsledky ve většině ostatních scénářů. Zároveň musí být měnová politika konzistentní – měnověpolitická rozhodnutí musí vždy směřovat k dosažení cenové stability. A konečně, odhodlání je důležité pro to, aby nejistota nevyvolávala nerozhodnost. Přístup k řízení rizik při tvorbě měnové politiky někdy vyžaduje rozhodné jednání.

Ekonomické prostředí se změnilo

S nižší inflací a vyššími úrokovými sazbami oproti situaci před rokem je značně obtížnější vyvážit riziko přílišného zpřísnění a riziko příliš malého zpřísnění měnové politiky. Mnoho centrálních bank proto zpomalilo či pozastavilo utahování měnové politiky, přičemž signalizovalo, že se nadále soustředí na návrat inflace ke svému cíli.

Když se centrální banky blíží k obratu měnové politiky, cesta vpřed je obzvláště nejistá. Signalizování budoucí měnové politiky v takovýchto situacích podle T. Jordana přináší značná rizika. Centrální banka, která vydává silné signály ohledně budoucí měnové politiky, si musí být poměrně jista budoucí trajektorií měnové politiky. Pokud se bude ekonomika vyvíjet směrem, který vyžaduje měnovou politiku, která není v souladu s daným signálem, může to centrální banku postavit před dilema. Buď se odchýlí od svého signálu, což může vést ke komunikačnímu problému a ke ztrátě důvěryhodnosti, nebo se bude držet svého signálu a podstoupí riziko provádění nevhodné měnové politiky. Toto je důvod, proč se centrální banky v současnosti odchýlily od silného signalizování budoucí měnové politiky.

Místo toho mnohé centrální banky zdůrazňují, že jejich rozhodnutí jsou závislá na datech. SNB též zdůrazňuje důležitost příchozích dat. Nicméně, T. Jordan klade otázku, co přesně centrální banky myslí tím, že jsou jejich rozhodnutí závislá na datech – ostatně centrální banky vždy sledují data. Jde však o to, že při současné vysoké ekonomické nejistotě není jasné vytyčený vývoj měnové politiky v blízké budoucnosti. Proto centrální banky průběžně využívají příchozí data, aby přehodnotily vhodné nastavení měnové politiky na každém zasedání zvlášť.

Závislé na datech, ale s jasnou střednědobou orientací

T. Jordan však zdůrazňuje, že na datech závislý postup rozhodování zasedání od zasedání s sebou nese i určité výzvy. První výzvou je nepodlehnout svodu reagovat na každé překvapení v datech výraznou změnou měnové politiky. Takové chování by vyústilo v nevyzpytatelnou měnovou politiku. Vzhledem k tomu, že měnová politika ovlivňuje ekonomiku s určitým zpožděním, časté změny jejího směřování by byly kontraproduktivní. Proto, ač závislé na datech, musí centrální banky udržovat střednědobou orientaci. Jejich modely, které zohledňují střednědobé vztahy mezi ekonomickými proměnnými, jim mohou pomoci tento úkol splnit. Spíše než aby reagovaly přímo na příchozí data, centrální banky nejdříve s pomocí svých modelů tato data zpracují. Zohledněním různých předpokladů pak modely poskytují osobám s rozhodovací pravomocí scénáře pro nastavení měnové politiky. Tyto modely ale reflektují skutečnost jen do určité míry. Při ověřování věrohodnosti výsledků modelu proto centrálním bankám mohou pomoci i vnější informace (například rozhovory s manažery společností a anekdotické informace). Centrální banky se nakonec musí řídit vlastním úsudkem při rozhodování, zda se nestal více pravděpodobným jiný scénář a zda je změna měnové politiky oprávněná.

Druhou výzvou je, jak komunikovat o v současnosti velké nejistotě ohledně měnověpolitického výhledu a zároveň stále poskytovat domácnostem a podnikům nějaké vodítko. Podle T. Jordana musí centrální banky přiznat, že měnověpolitický výhled obestírá nejistota. Současně mohou domácnostem, podnikům a trhům dát kompas v podobě jasné komunikace jejich reakční funkce. To zahrnuje i informace o tom, jak se vypořádávají s kompromisy, jaké jsou jejich priority v případě, že existují proinflační rizika, ale i rizika poklesu ekonomické aktivity. SNB jasně komunikovala, že se nadále soustředí na zajištění cenové stability a nebude váhat s dalším utahováním měnové politiky, pokud to bude nezbytné k dosažení inflace pod 2 % na udržitelné bázi. To sice trhům nemusí dávat jistotu ohledně budoucí měnové politiky, poskytuje to však určité vodítko, že domácnosti a podniky mohou ve Švýcarsku do budoucna nadále počítat se stabilními cenami.

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