

## Japonsko – místo zrodu nekonvenční měnové politiky

Kde se vzalo kvantitativní uvolňování (QE) a další měnověpolitická opatření, která řadíme do kategorie nekonvenčních nástrojů? A kvůli jaké zemi se probudil zájem o dříve poněkud okrajovou ryze teoretickou oblast makroekonomie?

Píše se rok 2001 a Bank of Japan (BoE) se odhodlala zavést zcela nový, do té doby žádnou jinou centrální bankou neaplikovaný, nástroj měnové politiky. Řeč je o kvantitativním uvolňování, po kterém japonská centrální banka sáhla v době, kdy její úrokové sazby klesly na nulu a kdy bylo k dosažení cenové stability třeba měnové podmínky dále uvolnit.

Onen „limitní případ“ – o kterém psal již J. M. Keynes ve své Obecné teorii s doplněním, že nemá žádný důkaz toho, jestli vůbec někdy nastal – se v Japonsku na sklonku minulého století stal nešťastnou skutečností. Bylo dosaženo stavu ZLB (Zero lower bound) a z pomyslného teoretického cvičení se stal akutní praktický problém. Klíčovou prací v této oblasti byl Krugmanův [slavný článek z roku 1998](#), v němž ukázal, že očekávaný pokles budoucího reálného důchodu může způsobit snížení přirozené úrokové míry až pod nulovou hranici. Centrální banka však v takové situaci nemusí být schopna této veličině přizpůsobit své úrokové sazby, které se kvůli jejich nulové bariéře nemusejí dostat na jejich požadovanou (nižší) úroveň.

Centrální banka ale v tu chvíli nutně není ve zrádné pasti, z níž by nebylo žádné cesty ven. Z Fisherova vztahu víme, že (ex ante) reálná úroková míra představuje rozdíl mezi nominální úrokovou sazbou a inflačními očekáváními. A tak – [jak popisuje Svensson](#) – může centrální banka docílit kýženého poklesu reálné úrokové míry nikoli snížením úrokových sazeb (neboť ty jsou již na víceméně nepřekročitelné hranici), nýbrž zvýšením inflačních očekávání. Tento poznatek dále rozpracovali ekonomové [Svensson](#), [McCallum](#) a mnozí další, kteří představili různé způsoby, jak důvěryhodně přesvědčit soukromý sektor o růstu inflace v nadcházejícím období, ačkoli je již hlavní nástroj měnové politiky (úrokové sazby) pro praktické účely nepoužitelný, a tím docílit poklesu reálné úrokové míry, díky čemuž i dosažení cenové stability (tj. 2% míry inflace).

Jedním z takových nástrojů je právě kvantitativní uvolňování, které Japonsku zavedlo na počátku 21. století. Režim QE nicméně BoJ ukončila hned v roce 2006 z důvodu silnější domácí poptávky a (byť jen mírně) rostoucí míry inflace. Za pár let si ale tamější makroekonomická situace, negativně ovlivněná Velkou recesí, vyžádala znovuzavedení tohoto opatření. Tentokrát se jednalo o rozsáhlejší nákupy aktiv centrální bankou – tento program nese jméno „komplexní měnové uvolňování“ (CME). Jak v odborné publikaci ČNB [píše](#) Vojtěch Molnár, ačkoli BoJ zaváděla stála další měnověpolitická opatření (jako např. známé kvantitativní a kvalitativní uvolňování – QQE), deflační tlaky byly příliš silné, a Bank of Japan se tak stále nedařilo dosahovat vlastního inflačního cíle (tyto podstoupené kroky však zajisté měly pozitivní dopad na inflační očekávání, která by bez nich byla ještě více vzdálená vyššímu inflačnímu cíli).

Nositel Nobelovy ceny za ekonomii z roku 2022 Ben Bernanke [napsal](#): „... nízká inflace se může stát sebeudržující pastí, v níž nízká inflace a nízké nominální úrokové sazby snižují účinnost měnové politiky, což následně umožňuje přetrvávání nízké inflace nebo deflace.“ Máme-li si z trpké zkušenosti Japonska něco odnést, mělo by to být poznání, že je-li deflace jednou dosaženo a jsou-li inflační očekávání výrazně odkotvena od cíle centrální banky, nízká inflace se i přes mimořádnou snahu centrální banky může stát dlouhodobou, či dokonce trvalou.