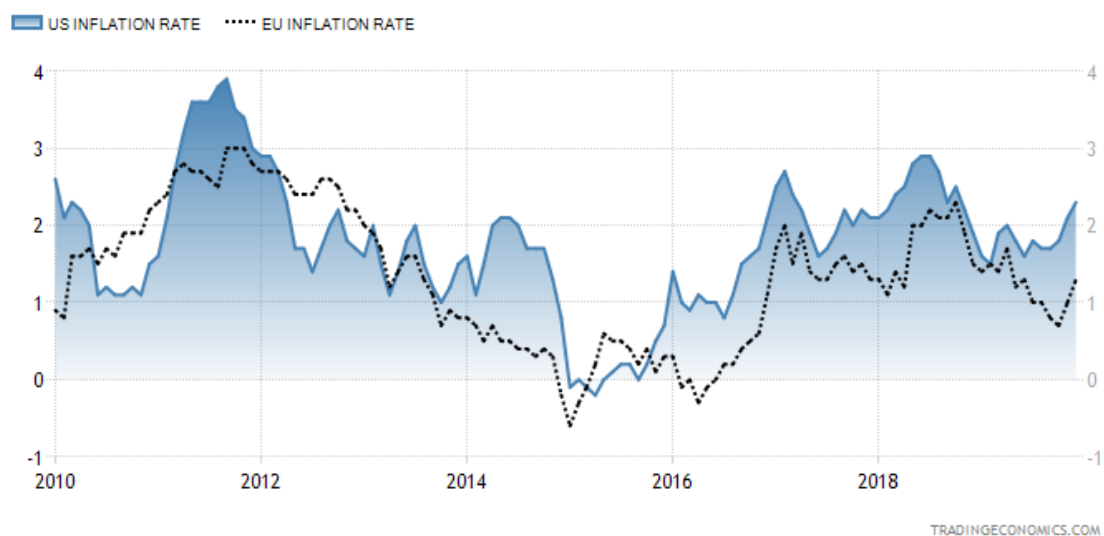


Kvantitativní uvolňování aneb tisknou centrální banky peníze?

Ten, kdo pozorně sledoval dění v měnové politice (nejen) v posledních letech, jistě nemohl přehlédnout terminologické sousloví *kvantitativní uvolňování*, pro něž se vžilo lidové označení „tisknutí peněz“. O co přesně se jedná a je skutečně pravdou, že centrální banky tisknou peníze?

Centrální bankovníctví jako takové ještě nedávno čelilo značné výzvě. Neuplynulo mnoho času od doby, kdy měly měnové autority obrovské potíže s dosahováním svého inflačního cíle. Nikoli však proto, že by byla inflace příliš vysoká – jak jsme dnes zvyklí –, ale naopak kvůli tomu, že inflace dlouhodobě zaostávala za svým cílem. [Příkladem](#) za všechny země budiž Japonsko, které se posledních 30 let neustále potýká s deflací (či alespoň její hrozbou) a dosud se zcela nevzpamatovalo z obrovského hospodářského propadu v 90. letech minulého století.



Míra inflace ve Spojených státech a eurozóně mezi lety 2010 a 2020. Zdroj: [TradingEconomics](#)

Když je i nula příliš

Všudypřítomné deflační tlaky v ekonomice byly natolik silné, že si na nich centrální banky otupily svoji hlavní sečnou zbraň – úrokové sazby. Ekonomové tuto nepříjemnou situaci odborně nazývají Zero lower bound (ZLB). Dlouho se jednalo o problém pouze teoretický, jelikož se vyspělý svět potýkal spíše se zvýšenou inflací než s jejím opakem – deflací. To se však podstatně změnilo na přelomu 20. a 21. století. Ačkoli se jedná o jedno z nejsložitějších témat moderní makroekonomie, domnívám se, že je možné tento fenomén vysvětlit i poměrně jednoduše, a přesně o to se nyní pokusím.

Začněme postupně. Centrální banky upravují své úrokové sazby tak, aby na svém horizontu (obvykle se jedná o dobu jednoho roku až osmnácti měsíců) dosáhly vlastního inflačního cíle, nejčastěji dvouprocentního. V případě, že je inflace vyšší než dvě procenta, zpravidla zvyšují své úrokové sazby, a naopak když je inflace příliš nízká, úrokové sazby snižují. Tím efektivně přizpůsobují celkovou poptávku v ekonomice svým potřebám – zejména cenové stabilitě. Je zřejmé, že neexistuje žádná limitní hranice pro vývoj úrokových sazeb směrem nahoru, tedy že nic nebrání centrální bance – v případě, že je to nutné – zvyšovat své úrokové sazby až na velmi

vysoké úrovni. Nicméně totéž se nedá říci o pohybu opačným směrem – úrokové sazby nemohou (moc) klesnout pod magickou hodnotu 0 %.

A je to vcelku logické. Co by se totiž stalo, kdyby – čistě hypoteticky – centrální banka nastavila úrokové sazby hluboko do záporu (pro příklad povězte třeba na úroveň -10 %) a tento krok by se projevil tak, že by podobně nízkými úrokovými sazbami úročily komerční banky vklady svých klientů? Chtěli byste mít stále v bance uložené své peníze? Pravděpodobně ne. A není divu, přijít každý rok právě o desetinu finančních prostředků by jistě bylo mimořádně nepříjemné. Vnímali bychom to nejspíš podobně negativně, i kdyby byla reálná úroková míra kladná – podléháme totiž nominální iluzi (spíše než na úrokovou míru očištěnou o inflaci se zaměřujeme pouze na nominální úrokovou sazbu). Co by se tedy v praxi stalo? Lidé by si hojně vybírali své rezervy z bank a ty směnili za bezpečnější hotovost (či jiné peněžní substituty), která tolik nepodléhá erozi kupní síly. A tím by učinili krok centrální banky neefektivním, jelikož ta chtěla v prvé řadě podnítit vyšší spotřební a investiční aktivitu prostřednictvím levnějších úvěrů, ovšem to se jí nepodařilo, protože banky pochopitelně nechtěly půjčovat za takovýchto podmínek (neboť by tím dost tratily). Čímž ani nedejde ke kýženému růstu peněžní zásoby a stimulaci agregátní poptávky.

Jak vidíme, z pochopitelných důvodů může existovat nezdolatelná překážka pro dodatečné snižování úrokových sazeb. A to nás plynule přesouvá k otázce, co může centrální banka dělat ve chvíli, kdy je třeba měnové podmínky nadále uvolnit (jinými slovy, když se inflace nachází **pod** hodnotou inflačního cíle kvůli působení tzv. *negativního poptávkového šoku*), ale úrokové sazby již k tomuto účelu sloužit nemohou pro jejich nepřekročitelnou „spodní hranici“? V ten moment je třeba sáhnout po nekonvenčních nástrojích měnové politiky.

Kurz, nebo QE?

Možných způsobů, jak se může centrální banka vymanit z výše popsaného, pro ni velice tristního, stavu (ZLB), je vícero. Dva nejdůležitější jsou devizové intervence a kvantitativní uvolňování. V malé otevřené ekonomice, kterou je Česká republika, se však jeví nejvhodnějším využití řízení nominálního kurzu domácí měny. A přesně to i Česká národní banka učinila – přistoupila k tzv. *kurzovému závazku* (2013–2017), když vývoj makroekonomických veličin nasvědčoval tomu, že tuzemská ekonomika čelí slabé domácí i zahraniční poptávce (primárně v důsledku fiskální restrikce a dluhové krize eurozóny), a tudíž i obávaným deflačním tlakům. ČNB tak v praxi vytvářela nové koruny, aby za ně obratem nakoupila na trhu dostupná eura, a tím tlačila na změnu jejich vzájemného kurzu – oslabení české koruny. Slabší kurz pak zvyšuje zahraniční poptávku po tuzemských produktech a zároveň zdražuje dovážené spotřební i kapitálové statky. Výsledkem je pak rozdmýchání, pro centrální banku žádoucího, inflačního žáru.

Ačkoli byl tento intervenční režim některými českými ekonomy, a zejména pak laickou veřejností, vnímán negativně, skutečností je, že byl zcela v souladu s moderními teoretickými poznatky. A přinesl to, o čem usiloval – cenovou stabilitu a zdárný hospodářský růst. Emeritní viceguvernér České národní banky a nynější předseda Národní rozpočtové rady Mojmír Hampl jasně [dokládá](#), že se jednalo o období nejdelšího a nepřerušovaného hospodářského růstu v našich moderních dějinách, a to dokonce za stavu velice nízké inflace.

Ne všechny centrální banky se ovšem vydaly stejnou cestou jako ta naše. Světové měnové autority, jmenovitě třeba Fed a ECB, zvolily jinou, pro ně rozumnější, alternativu – kvantitativní uvolňování (QE). Přestože toto slovní spojení může znít složitě, netřeba se ničeho bát, jeho základní princip je poměrně jednoduchý.

Již víme, že centrální banka určuje výši úrokových sazeb, čímž i značnou měrou ovlivňuje úroveň tržních úrokových sazeb. Pozor, takový výklad není zcela přesný. Centrální banky touto svojí aktivitou determinují výši pouze krátkodobých úrokových sazeb. Na dlouhodobé úrokové sazby nemá samotné zvýšení regulovaných úrokových sazeb zas tak velký vliv. A nyní přichází do hry kvantitativní uvolňování, které již schopnost ovlivňovat dlouhodobé tržní úrokové sazby má.

Kvantitativní uvolňování je ve zkratce rozsáhlým nákupem aktiv ze strany centrální banky. Musíme si – jak opakovaně a neúnavně [zdůrazňuje](#) přední český odborník na finanční trhy Jan Berka – nicméně uvědomit, že QE má více druhů, které se liší svým účelem. My se zde však pro jednoduchost výkladu budeme zabývat jen tím, jehož role je čistě měnově-politická. Takové opatření probíhá následovně – centrální banka za nově vzniklé rezervy (tj. „mezibankovní peníze“) nakoupí od finančních institucí (na tzv. sekundárním trhu) vládní dluhopisy (může se však jednat i o jiná aktiva). Je důležité mít v tento okamžik na paměti, že výnos a cena dluhopisu se vždy ubírají opačným směrem (ekonomové hovoří o inverzním vztahu mezi těmito veličinami).

Při tom, co centrální banka nakupuje dluhopisy, ztělesňuje zámožného poptávajícího, jehož nákupní aktivita zvyšuje cenu daného statku – v našem případě dluhopisu. Zároveň tedy z logiky věci nutně musí klesat výnos onoho dluhopisu. A ten zaujímá podobu úroků, které věřiteli dluhopis přinese. Centrální banka tímto způsobem docílila zploštění výnosové křivky, a tím i poklesu dlouhodobých tržních úrokových sazeb. Co to v praxi znamená? Centrální banka úspěšně dokázala uvolnit podmínky financování. Od výnosů dluhopisů se totiž odvíjejí i úrokové sazby u úvěrů obchodních bank – třeba u takových hypotečních úvěrů se sleduje zcela primárně delší konec výnosové křivky (takže není zřetel tolik brán na krátkodobé úrokové sazby centrální banky, nýbrž spíše na úrokové výnosy dlouhodobých dluhopisů). To může roznítit jiskru v podobě rostoucí úvěrové aktivity, tvorby více peněžních jednotek a v konečném důsledku i stimulaci celkové poptávky v ekonomice. A hle – inflace je konečně na světě!

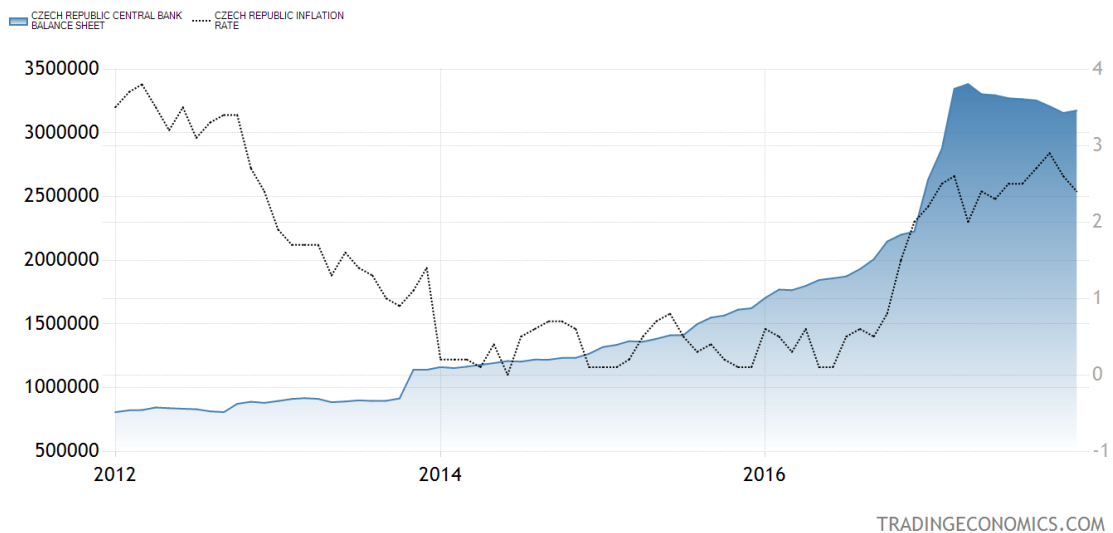
QE ≠ tištění peněz!

Častou chybou je ztotožňovat kvantitativní uvolňování s tiskem peněz. Jednou provždy upozorněme, že se jedná o fatální omyl. Centrální banka v dnešním měnovém systému neemituje peníze, ty vytvářejí naprosto výhradně komerční banky skrze úvěry. A ani QE nemá přímý a bezprostřední vliv na peněžní zásobu.

Ty „peníze“, za něž centrální banka během kvantitativního uvolňování nakupuje aktiva, nejsou penězi v tom pravém slova smyslu. Centrální banka touto aktivitu sice jednak zvyšuje likviditu bankovního sektoru, a jednak zvětšuje svojí bilanci, ale peněžní zásoba je tím zcela nedotčena! To, co centrální banka použila k nákupu aktiv nelze označit za peníze jednoduše z toho důvodu, že se nedostanou ke konečným uživatelům peněz (běžným lidem), kteří by je mohli libovolně utrácet za statky jim blízké, nýbrž pouze „zamrznou“ v mezibankovním sektoru. Ekonomové

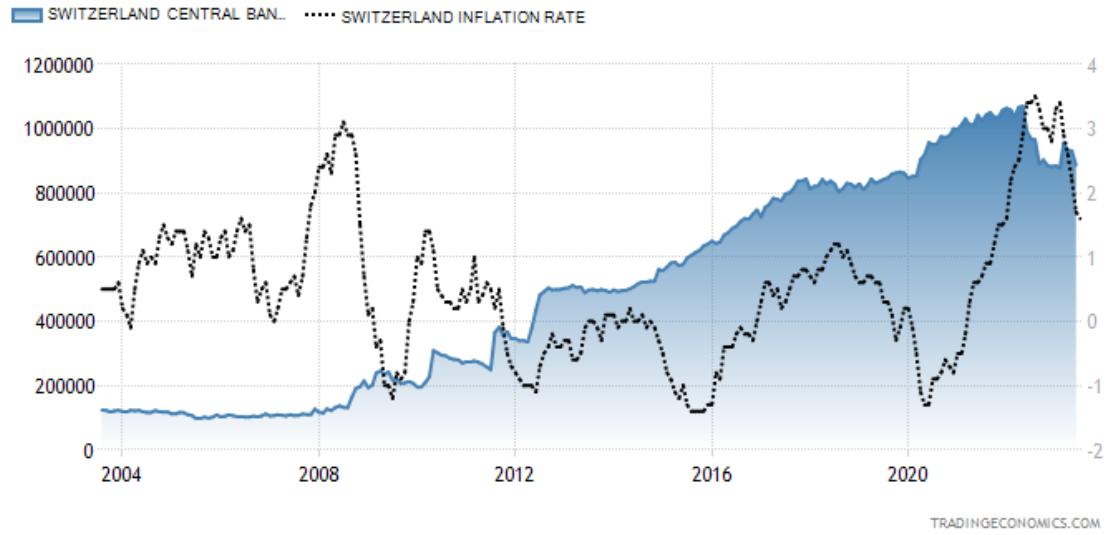
proto záměrně rozlišují mezi měnovou bází a peněžní zásobou. Zatímco první zmíněný ukazatel roste (neboť se zvyšují rezervy komerčních bank), druhý se ani nehne.

Centrální banky nezářídka provádějí QE proto, aby stabilizovali bankovní či obecněji finanční sektor. Činí to tak, že určitým (systémově důležitým) subjektům dodávají potřebnou likviditu. A když se tak děje, můžeme být svědky toho, jak někteří bijí na poplach, že bude kvůli tomu obrovská inflace brzy hlasitě klepat na dveře. Ti, kdo takto argumentují, se však mýlí.



Rozvaha České národní banky a míra inflace v letech 2012–2018. Zdroj: [Trading Economics](https://tradingeconomics.com)

Za současnou inflací nestojí QE, a obzvlášť ne u nás, kde Česká národní banka tento nekonvenční nástroj měnové politiky dosud nikdy nepoužila. Kvantitativní uvolňování můžeme kritizovat z mnoha důvodů, například proto, jak svým způsobem deformuje dluhopisový trh. Ovšem vztah mezi velikostí bilance centrální banky a mírou inflace nehledejme. Žádná přímá kauzální vazba mezi těmito není. Ostatně v letech kurzového závazku se rozvaha České národní banky zvýšila o celých 400 % a inflace v té době byla takřka přesně na cíli (resp. těsně pod ním). A ještě zřetelněji lze spatřit nesoulad mezi bilancí centrální banky a mírou inflace na Švýcarsku, kde tamní centrální banka prováděla bezuzdné QE, přesto však inflace v této zemi je nyní jedna z nejnižších.



Bilance Švýcarské národní banky a tamní míra inflace mezi lety 2003 a 2023. Zdroj: [Trading Economics](https://tradingeconomics.com)