Byla měnová politika Fedu po finanční krizi opravdu ultra uvolněná? Aneb puzzle měnové politiky

Americká ekonomika zažívá již devátý rok v kuse hospodářskou expanzi. Co se do délky týče, jedná se tak o mimořádné období konjunktury, avšak jiný obrázek ukazuje dynamika růstu, která naopak za obvyklými standardy oživení po recesi v období od WW2 výrazně zaostává. Ekonomika Spojených států sice od finanční krize roste dlouho, avšak o mnoho pomaleji, než bylo dříve zvykem. Kde hledat důvody pro ospalejší zotavování se z poslední finanční krize? Ještě zvláštněji se situace jeví v návaznosti na nestandardní měnově – politické kroky Fedu; ani ty však dynamičtější pokrizový růst nepřinesly. Jak je možné, že ani masivní program nákupu aktiv nevedl k rychlejšímu zotavení se z finanční krize? Jedná se snad o určitý puzzle měnové politiky? Anebo je při bližším pohledu na věc vše naprosto v souladu se současnou měnově – ekonomickou teorií?

Reakce Fedu na ZLB

Federální výbor pro otevřený trh (FOMC) reagoval v průběhu let 2007 a 2008 na finanční krizi a následnou recesi americké ekonomiky snižováním svého hlavního měnově – politického nástroje v podobě krátkodobých nominálních úrokových sazeb z 5,25 % až na 0,25 %. Poté, co se cílové pásmo pro mezibankovní sazbu federal funds rate dostalo na 0,00 % - 0,25 %, nejsledovanější centrální banka dopadla na nulovou hranici nominálních úrokových sazeb (tzv. ZLB) a přišla tak o svůj primární nástroj. Vzhledem k tomu, že návrhů o tom, jak reagovat na situaci nulových nominálních sazeb, a i přes ZLB nadále uvolňovat měnové podmínky, padalo na akademické půdě od mnoha špičkových ekonomů již od přelomu milénia mnoho, Fed měl na výběr i nadále širokou paletu nástrojů, jak s finanční krizí bojovat. Vybral si nákup dlouhodobých aktiv s cílem stlačit dolů dlouhý konec výnosové křivky, přičemž primárním mechanismem tohoto nástroje měl být zejména tzv. efekt rebalance portfolia. Americká centrální banka nákupem státních dluhopisů a MBS tlačila dolů výnosy u těchto aktiv a tím tak vytvářela na investory tlak, aby vyhledávaly pro své finanční prostředky jiné alternativní příležitosti. Ti posléze měly své prostředky přesouvat ze státních aktiv do soukromých a rizikovějších investic a zplošťovat tak výnosovou křivku napříč celým hospodářstvím. Díky tomuto mechanismu mělo dojít k uvolnění kreditních podmínek v americké ekonomice; QE mělo vytvořit inflační očekávání a dostat tak ekonomiku ze situace ZLB.

„Vzhledem k tomu, že návrhů o tom, jak reagovat na situaci nulových nominálních sazeb, a i přes ZLB nadále uvolňovat měnové podmínky, padalo na akademické půdě od mnoha špičkových ekonomů již od přelomu milénia mnoho, Fed měl na výběr i nadále širokou paletu nástrojů, jak s finanční krizí bojovat.“

Nekonzistentní kritika

Mnoho konzervativců a libertariánů po oznámení QE zahrnulo americkou centrální banku silnou kritikou. Fedu (stejně jako dalším centrálním bankám vyspělých zemí) bylo posléze vyčítáno, že drží měnovou politiku příliš uvolněnou po příliš dlouhé období. Uvolněné měnové podmínky podle těchto kritiků způsobovaly distorze na trzích a šponovaly ceny aktiv; případně byl často zmiňován také vliv na rozšiřování nerovnosti bohatství (právě v návaznosti na růst cen aktiv), avšak efekt do reálné ekonomiky se podle těchto kritických hlasů dostavil jen ve velmi omezené míře.

Přitom z toho stejného tábora v letech po finanční krizi zaznívaly výroky o tom, že ona domnělá ultra uvolněná měnová politika Fedu povede k výraznému nárůstu cenové hladiny. Když se očekávaná inflace ne a ne dostavit, přesunuly se argumenty kritiků jinam. Současná měnová politika podle nich vytváří umělé prostředí a ve chvíli, kdy centrální banka otočí směr měnové politiky, dostaví se dosud měnovou politikou zastírané problémy.

Bystrému čtenáři znalému základů měnově – ekonomické teorie jistě neuniká jistý nesoulad ukrytý mezi řádky výše situovaných odstavců. Kritika Fedu ze strany konzervativně smýšlejících hlasů na jedné straně obviňovala centrální banku z příliš uvolněné měnové politiky, která byla podle nich nebezpečným experimentem „bláznivých“ centrálních bankéřů a jakmile skončila, měly se dostavit problémy měnovou politikou ukryté. Jelikož Fed již druhým rokem graduálně zvyšuje úrokové sazby, QE skončilo v roce 2014, a fatální zastírané problémy příliš uvolněné měnové politiky se prozatím nedostavily, změnila se opět kritika konzervativců. Kritické hlasy začaly poukazovat na, podle jejich úhlu pohledu, nefunkčnost měnové politiky, kdy Fed od finanční krize soustavně akumuluje podstřelování inflačního cíle, trh práce i přes míru nezaměstnanosti na úrovni odhadu přirozené míry negeneruje příliš dynamické tempo růstu mezd a jak již bylo zmíněno, ekonomické oživení od Velké Recese z před devíti lety je relativně vzhledem k minulosti dosti líné. Nelze však centrální banku kritizovat za přílišnou uvolněnost a druhým dechem dodávat, že její měnová politika je neúčinná. Alespoň pokud stále věříte odkazu Miltona Friedmana; totiž, že inflace je vždy monetární jev. Pokud by Fedem uplatňovaná měnová politika opravdu byla „příliš“ uvolněná, efekt do nominálních veličin by musel být výraznější. Výše zmíněná nekonzistence v argumentech kritiků de facto popírá základní pilíře současné měnové ekonomie.

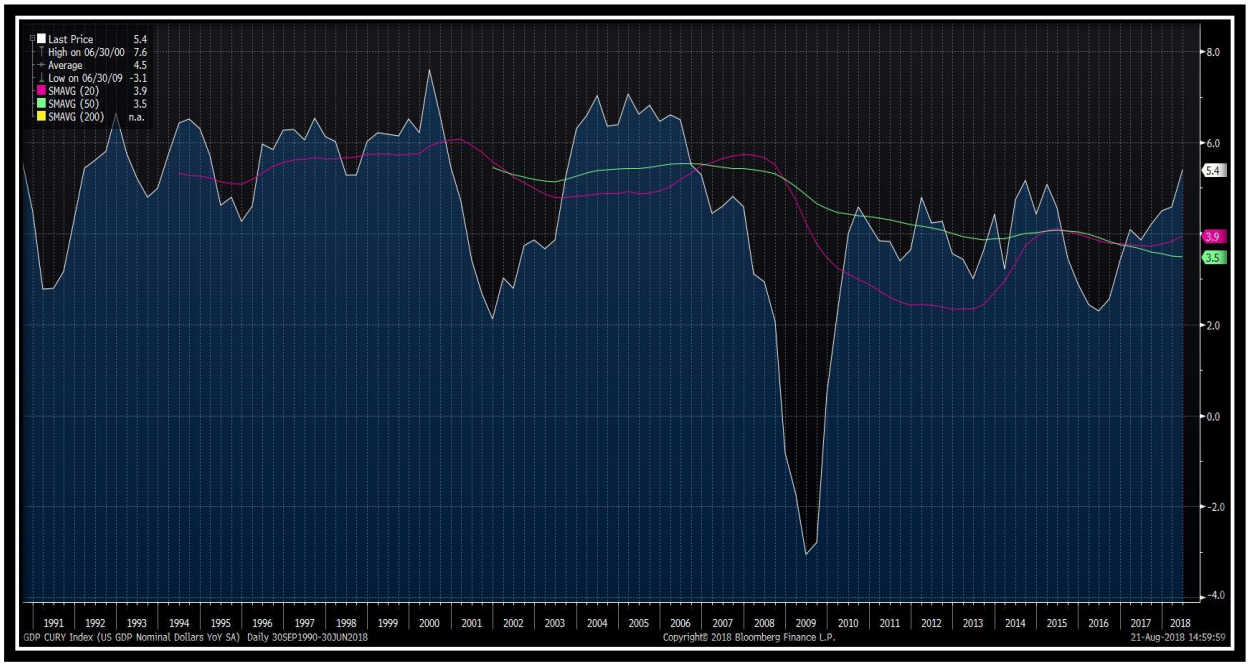
Ignorujme teď fakt, že chceme – li skutečně hodnotit dopad měnové politiky Fedu, musíme se snažit uvažovat (a pomocí nástrojů kvantitativních metod odhadnout) alternativní stav světa, ve kterém by Fed byl ještě opatrnější, a který by ukázal výsledné dopady a funkčnost či nefunkčnost měnové politiky. Jde mi o to, podívat se na věc spíše pohledem současné měnově – ekonomické teorie. Je opravdu pomalé oživení i při neobvykle uvolněné měnové politice takovou záhadou, za jakou je mnohými komentátory považováno? Nemusí tomu tak být, pokud nepřijmeme předpoklad, že měnová politika po finanční krizi byla výrazně uvolněná.

„Nelze však centrální banku kritizovat za přílišnou uvolněnost a druhým dechem dodávat, že její měnová politika je neúčinná. Alespoň pokud stále věříte odkazu Miltona Friedmana; totiž, že inflace je vždy monetární jev. Pokud by Fedem uplatňovaná měnové politika opravdu byla „příliš“ uvolněná, efekt do nominálních veličin by musel být výraznější.“

Kdy je měnová politika uvolněná?

V období oživení od skončení recese v roce 2009 do druhého kvartálu roku 2016 (kdy ekonomika USA podle Fernald et al. (2017) dosáhla stavu plné zaměstnanosti) rostl reálný HDP meziročně (kvartální data) průměrně 2,1 %, zatímco zaměstnanost rostla meziročně (měsíční data) průměrným tempem 1,3 % (průměrné oživení po recesi 4,6 %, resp. 2,8 % od WW2). Výmluvnější obrázek o uvolněnosti měnové politiky ukazují vývoje nominálních veličin, nad kterými má centrální banka výraznější kontrolu. Za období tzv. Great Moderation rostl nominální HDP

ve Spojených státech vcelku stálým tempem při průměrném tempu růstu 5,3 % meziročně. Od roku 2009 je průměrné tempo růstu 3,7 %, tedy výrazně pod levelem z dekád předchozích. Fedem sledovaný ukazatel inflace – jádrový index výdajů na osobní spotřebu (core PCE) – dosahuje od finanční krize průměrné hodnoty 1,5 %. To je opět pod hodnotami z let před finanční krizí a navíc také 50 bazických bodů pod 2% - od roku 2012 již explicitně stanoveným – inflačním cílem centrální banky. K tomu, aby se například cenová hladina vrátila na level konzistentní s každoročním 2% inflačním cílem při uvažování startu cesty cenové hladiny v roce 1995 (právě polovina 90. let je považována za začátek toho, kdy Fed začal implicitně cílovat inflaci ve výši 2%, explicitní cíl má od roku 2012 – viz St. Louis Fed) by bylo třeba přestřelovat soustavně inflační cíl o 0,5 procentního bodu na horizontu příštích 10 let. Jak je to vše možné za situace, kdy měnová politika Fedu byla podle uvažování široké veřejnosti od finanční krize nebývale uvolněná?



Časová řada meziročního tempa růstu nominálního HDP v USA od roku 1990 do současnosti; Zdroj: Bloomberg

Ono rozšířené uvažování o měnové politice Fedu (o BOJ, ECB a dalších to platí totožně) jakožto o velice uvolněné vychází z přílišného zjednodušování a posuzování působení měnové politiky do ekonomiky pouze na základě směru pohybu nominálních úrokových sazeb (pro alternativní pohledy případně dle absolutní výše měnové báze). Takovéto uvažování nutně povede k podobným, na první pohled nelogickým závěrům, jaké jsem zmiňoval výše.

Wicksellův odkaz trvá

Současná měnová politiky postavená na novokeynesiánském (onoho keynesiánství v novokeynesiánství však příliš není, jedná se o dokonalý eklektismus) uvažování funguje v krátkosti pouze na tom, že se snaží o ovlivňování reálných úrokových sazeb, a to při zohlednění odhadů o tzv. rovnovážné reálné úrokové sazbě. Pokud centrální banka snižuje krátkodobé nominální úrokové sazby (v USA např. federal funds rate), dělá to se záměrem snížení reálných úrokových sazeb. Samotné snížení reálných úrokových sazeb však ještě nutně nemusí znamenat uvolněnou měnovou politiku, a to ani za situace, kdy nominální úrokové sazby dopadnou na nulu a ty reálné se pohybují v záporu. Celý proces je totiž stěžejní posuzovat relativně vzhledem k rovnovážné reálné úrokové sazbě. S konceptem přirozené úrokové sazby přišel na konci 19. století švédský ekonom Knut Wicksell. V jeho pojetí byla přirozená úroková míra takovou, jaká by nastávala ve světě bez peněz, tedy v barterové ekonomice. Současný mainstreamový pohled na rovnovážnou úrokovou sazbu je mírně odlišný, avšak hlavní implikace tohoto pojmu zůstávají totožné. Za rovnovážnou úrokovou sazbu lze uvažovat takovou, při které ekonomika nedisponuje nevyužitými kapacitami na straně jedné, ani se nepřehřívá na straně druhé. Jedná se tedy o úrokovou sazbu, kterou by ekonomika měla generovat při rovnovážném stavu, kdy dosahuje tzv. potenciálního růstu HDP a vykazuje tak nulovou produkční mezeru. Chce – li tak centrální banka působit na ekonomiku expanzivně a uvolňovat měnové podmínky, má se snažit stlačit reálnou úrokovou sazbu pod rovnovážnou, a naopak při snaze

o měnovou restrikci. Problém však pro centrální banku nastává v situaci, kdy krátkodobé nominální úrokové sazby dopadnou na nulovou hranici. V takové situaci totiž centrální bankéři ztrácejí hlavní nástroj, jakým reálnou úrokovou sazbu ovlivňovat a s vyřazenou nominální úrokovou sazbou jim zbývá jen jedna proměnná – inflace, lépe řečeno očekávání o inflaci.

„Samotné snížení reálných úrokových sazeb ještě nutně nemusí znamenat uvolněnou měnovou politiku, a to ani za situace, kdy nominální úrokové sazby dopadnou na nulu a ty reálné se pohybují v záporu. Celý proces je totiž stěžejní posuzovat relativně vzhledem k rovnovážné reálné úrokové sazbě.“

Prim hraje Fisherova rovnice a inflace ex ante, aneb jak řešit ZLB

Výše zmíněná myšlenka vychází z jednoduché úvahy, pro niž je třeba naučit se uvažovat v termínech reálné a nominální úrokové sazby (viz Fisherova rovnice). Rovnice reálné úrokové sazby obsahuje dvě proměnné, kromě úrokové sazby nominální i inflaci. A jelikož centrální bankéř pracuje po revoluci racionálních očekávání ve vpředhledícím světě, jedná se tedy o inflaci ex – ante neboli inflační očekávání. Pro jednodušší vizualizaci čtenář jistě odpustí vložení jednoduché Fisherovi rovnice do textu níže:

$$r = i - \pi^e,$$

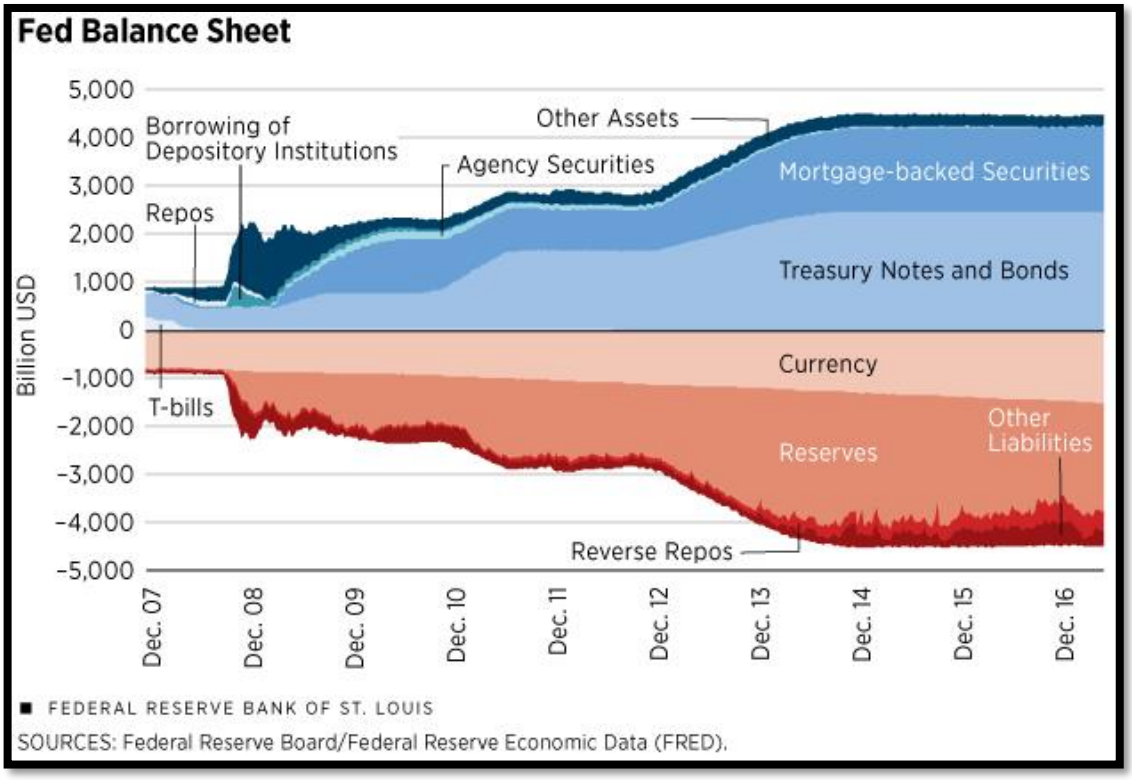
kde r znázorňuje reálnou úrokovou sazbu, i nominální a π^e očekávanou inflaci.

Z výše zmíněného posléze vychází jasné implikace. Pokud nominální úrokové sazby dopadnou na nulu, může centrální bankéř reálnou úrokovou sazbu ovlivňovat ještě druhou proměnnou v rovnici – inflačním očekáváním. Aby centrální banka zvýšených inflačních očekávání dosáhla, musí posléze učinit jasné konkrétní kroky a působit na subjekty v ekonomice navýsost kredibilně pomocí explicitně daného závazku. Kroků, které mají zajistit zvýšení inflačních očekávání, navrhovalo na startu nového tisíciletí mnoho špičkových akademických ekonomů nespočet. Od nákupu dlouhodobých bondů s cílem tlačit dolů dlouhý konec výnosové křivky (pro QE měl hlavní roli sehrávat již zmiňovaný efekt rebalance portfolia) a rapidního nárůstu měnové báze, až přes oslabení kurzu, ideálně to vše ještě doplnit přechodem na cílování cenové hladiny. Diskutovala se samozřejmě i témata záporných úrokových sazeb a kde leží ona skutečná effective lower bound na kterou centrální banka může snížit sazby do záporu, případně možnost zvýšení inflačního cíle (které by mělo posléze pomoci i při pomalejším dopadu na ZLB v budoucnu, podobně jako cílování cenové hladiny viz náš starší článek). Ať již posléze centrální banka vybere jakýkoliv ze zmiňovaných nástrojů, musí ho doprovázet zřetelně uvedený závazek sloužící k vytvoření očekávání ohledně vyšší inflace v budoucnu. Používání daného nástroje, dokud nebude naplněn explicitně daný závazek, posléze podle uvažování centrálního bankéře ono zvýšení očekávání inflace v budoucnu přinese a tím dojde ke snížením reálné úrokové sazby.

„Pokud nominální úrokové sazby dopadnou na nulu, může centrální bankéř reálnou úrokovou sazbu ovlivňovat ještě druhou proměnnou v rovnici – inflačním očekáváním.“

Centrální banka musí být nezodpovědná?

Tímto jednoduchým uvažováním posléze NKE ekonomové včele s Krugmanem, Woodfordem, Eggertsonem, Bernankem, Svenssonem a dalšími na startu nového tisíciletí navrhovali, jakým způsobem v budoucnu řešit situaci nulových nominálních úrokových sazeb. Stěžejním je zejména článek Paula Krugmana *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Hlavní myšlenka článku je přesně v duchu výše zmíněného. Nemůže – li centrální banka nadále kvůli nulovému omezení používat krátkodobé nominální úrokové sazby, musí pro ovlivňování reálných sazeb vytvořit kredibilní inflační očekávání (viz Fisherova rovnice výše). Není příliš složitou myšlenkovou úvahou okamžitě opáčit, že vytvářet inflační očekávání za situace nulových nominálních sazeb, které signalizují, že centrální banka přišla o svůj hlavní nástroj, nebude žádný med. Proto Krugman před dvaceti lety psal o tom, že pro vytvoření takovýchto očekávání musí centrální banka působit na první pohled možná až nezodpovědně (Krugman opravdu použil výraz *irresponsible*). Subjekty v ekonomice prostě musí centrální bance uvěřit, že je schopna dostat inflaci na cíl za každou cenu.



Vývoj bilance Fedu v průběhu všech tří programů nákupu aktiv; Zdroj: St. Louis Fed

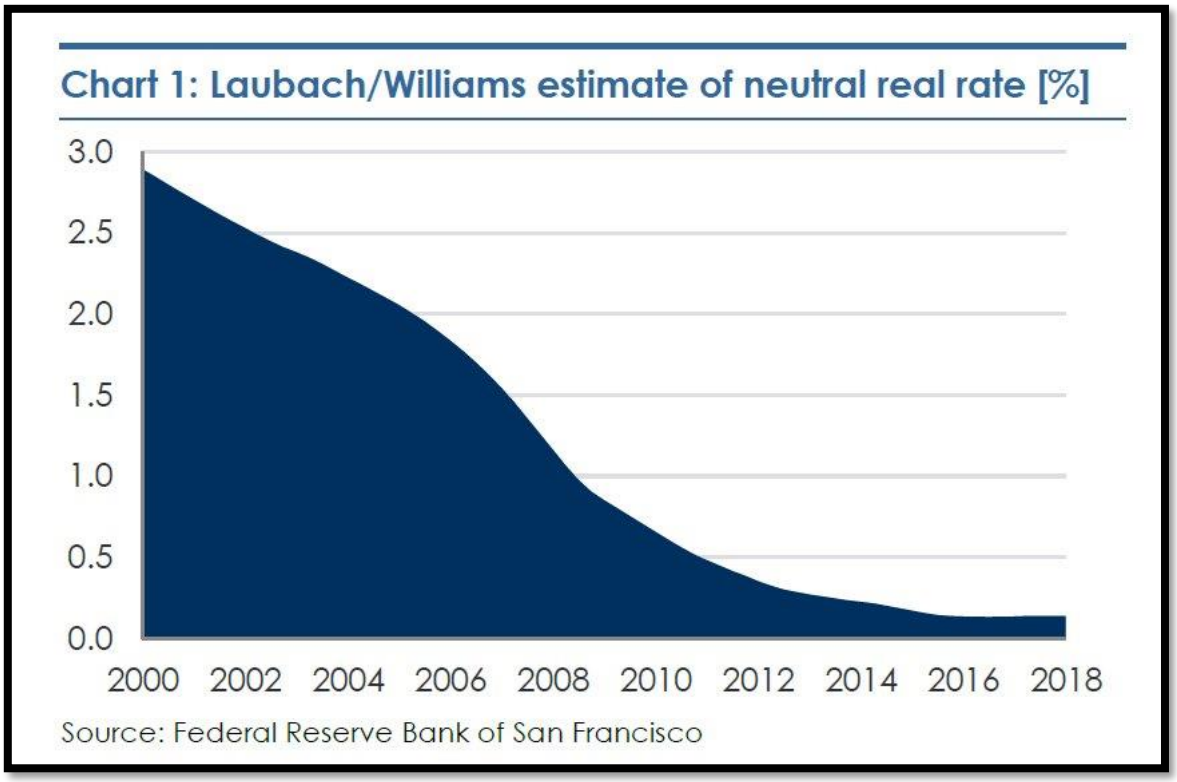
Nebezpečí irelevantních výsledků při podcenění závazku

Mnozí z výše zmiňovaných – viz např. Krugman (1998) či Woodford, Eggertson (2003) - posléze totožně upozorňovali na nebezpečí tzv. irelevantních výsledků (*irrelevant results*) při používání nástrojů v podobě QE či oslabení kurzu za situace, kdy centrální banka zavedení používání nástroje nedoprovází explicitním stanovením závazku, do kdy bude onen nástroj používat. Ať již se má jednat o závazek typu, že centrální banka nepřestane s nákupem dluhopisů, dokud inflace nebude na hodnotě x či bude držet kurzový závazek, dokud míra nezaměstnanosti poklesne na úroveň z, výsledek má být vždy stejný. Přesvědčit celou ekonomiku o tom, že centrální banka s monetární expanzí nepřestane, dokud nedostane hospodářství ze situace nulových nominálních úrokových sazeb. Tento krok většina významných centrálních bank v letech po finanční krizi podcenila, či úplně vynechala, a vzhledem k následnému vývoji nelze hypotézu irelevantních výsledků považovat za scestnou, spíše právě naopak.

„Mnoho špičkových ekonomů včele s Woodfordem, Eggertssonem či Eggertssonem upozorňovalo na nebezpečí tzv. irelevantních výsledků (irrelevant results) při používání nástrojů v podobě QE či oslabení kurzu za situace, kdy centrální banka zavedení používání nástroje nedoprovází explicitním stanovením závazku.“

Měnová politika Fedu byla nedostatečně uvolněná

V souladu s výše zmíněnými řádky je tak již vcelku jednoduché ukázat, že měnovou politiku Fedu v období finanční krize a po ní jen stěží lze titulovat pojmy jako ultra či příliš uvolněná. Začněme pohledem na to, jak se ve zmiňovaném období vyvíjela rovnovážná reálná úroková míra (respektive lépe řečeno její odhady). Jedním z nejpoužívanějších a nejrespektovanějších odhadů je ten z dílny ekonomů amerického Fedu (Holston, Laubach, a Williams 2016), který ukazuje na zřetelný pokles rovnovážné sazby v posledních dvou dekádách. Pro období v letech finanční krize a po ní odhad ukazuje na to, že tehdejší úroveň přirozené úrokové míry se pohybovala v intervalu 0 až 1 %. V současné chvíli stejní autoři odhadují rovnovážnou sazbu na nulu. Další renomované odhady taktéž ukazují, že reálná rovnovážná sazba se pohybuje od finanční krize u nulové úrovně. Například odhad od ekonoma Fedu Del Negra odhaduje rovnovážnou sazbu na 0,5 %. Prezident st. louiského Fedu J. Bullard ve své práci odhaduje reálnou rovnovážnou sazbu v současnosti dokonce v záporu (-0,8 %). Členové FOMC Fedu pak na základě svých vlastních projekcí přirozenou sazbu odhadují na 0,9 %. Poklesu rovnovážné sazby jsme se věnovali v článcích například zde či zde.



Odhad vývoje reálné rovnovážné sazby od Laubach/Williams; Zdroj: St. Louis Fed

Pokles rovnovážné sazby k nulovým hodnotám tak implikuje, že chtěla – li centrální banka působit silně expanzivně, bylo třeba dostat reálnou úrokovou sazbu výrazně pod nulovou hranici. Na nominální nulu Fed dopadl již na konci roku 2008 a k ovlivňování reálné úrokové sazby tak centrální bance zbývalo pouze snažit se

ovlivňovat inflační očekávání a rozpohybovat tak intertemporálně chování subjektů v ekonomice pomocí zvýšeného očekávání inflace v budoucnu. Pokud čtenáři stále není zřejmé, jak by mohla vyšší očekávaná inflace v budoucnu pomoci stimulovat agregátní poptávku dnes, je třeba si opět uvědomit vztah reálné úrokové míry; případně si pro znázornění dovolím vložení dynamické IS křivky ze zjednodušeného New Keynesian (NKE) modelu, který neuvažuje akumulaci kapitálu, a tedy celý produkt je ve stejném čase i spotřebován. Dynamická vpředhledící IS křivka je výstupem odvozeným z poptávkového sektoru NKE modelů, které uvažují domácnosti maximalizující celoživotní užitek s nekonečným horizontem (pro jednoduchost neřešíme intertemporální elasticitu substituce ve spotřebě). Výsledkem optimalizační úlohy je posléze tzv. Eulerova rovnice, přičemž, pokud uvažujeme již zmiňovanou absenci akumulace kapitálu (a mezičasové elasticity spotřeby), pak platí za předpokladu, kdy y_t=c_t

$$y_t = y^e{}_{t+1} - (i_t - \pi^e{}_{t+1}) - \Omega_t,$$

kde c_t je spotřeba domácností dnes, y_t znázorňuje produkt v současnosti, $y^e{}_{t+1}$ očekávaný produkt v budoucnu, $i_t - \pi^e{}_{t+1}$ je výše zmiňovaná rovnice reálné úrokové míry, kdy i_t je nominální úroková sazba nastavovaná centrální bankou a $\pi^e{}_{t+1}$ očekávaná inflace v budoucnu a Ω_t vyjadřuje poptávkový šok vyvolaný změnou preferencí spotřebitelů mezi spotřebou dnes a spotřebou v budoucnu. Z výše uvedeného dynamického vztahu zřetelně vyplývá, že současní centrální bankéři žijí ve světě, ve kterém vyšší očekávaní o budoucí inflaci vyvolají růst produktu dnes.

„Pokles rovnovážné sazby k nulovým hodnotám tak implikuje, že chtěla – li centrální banka působit silně expanzivně, bylo třeba dostat reálnou úrokovou sazbu výrazně pod nulovou hranici.“

Federální výbor pro otevřený trh (FOMC), který rozhoduje o měnové politice v USA, za dob předsednictví Bena Bernankeho v Radě guvernérů; Zdroj: Fed

Irrelevant results v praxi?

Fed se při dopadu na ZLB ve snaze uvolnit měnové podmínky nezastavil a jako další nástroj použil již zmiňovaný program nákupu aktiv, který měl zploštit výnosovou křivku napříč ekonomikou. Fedu se však zpočátku nepodařilo dosáhnout kýžené změny v očekávání vyšší inflace (viz vývoj indikátorů inflačního očekávání, např. pětiletých TIPS – dluhopisů indexovaných inflací), což lze přisoudit právě hrozbě již zmiňovaných irelevantních výsledků. Nezaváže – li se totiž centrální banka konkrétní nástroj používat, dokud nedosáhne kýžené hodnoty inflace (případně nějaké jiné veličiny, která dostatečně ukotví očekávání o měnové politice – např. míry nezaměstnanosti), výsledný efekt takovéhoto opatření může být marginální. V ekonomice se nevytvoří dostatečně výrazné očekávání o budoucím vývoji, a tudíž nedojde k takovému oživení agregátní poptávky, jaké by centrální banka potřebovala. Ekonomické subjekty jednoduše řečeno centrální bance onu avizovanou monetární expanzi nevěří (resp. nevěří, že bude mít permanentní charakter, viz např. článek D. Beckwortha). Fed takovýto zřetelný explicitní závazek při prvním QE nedal. Poté, co první program nákupu aktiv ukončil, udělal totéž při QE 2 a jasný závazek přišel až s oznámením QE 3. Je tak trochu ironií osudu, že v čele americké centrální banky tehdy seděl Ben Bernanke – muž, kritizující na přelomu milénia Bank of Japan právě za nedostatečnou agresivitu a přílišnou opatrnost při uvolňování měnové politiky v Japonsku. Očíslováním QE a přílišnou opatrností plynoucí z jeho tehdejších komentářů zcela popřel svůj text *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis*? z roku 1999.

Fed nejen, že QE zřetelně nesvázal s explicitním závazkem navázaným na konkrétní makroekonomickou veličinu, avšak ihned při oznámení QE 1 začal úročit přebytečné rezervy bank. Tím tak opět dal najevo určitou rozpolcenost, co se jeho tehdejší měnové politiky týče. Na jedné straně se snažil stlačit dolů dlouhodobé výnosové míry a vytvořit očekávání o budoucím růstu agregátní poptávky, na straně druhé však snahu o monetární expanzi raději mírně tlumil úročením bankovních rezerv. Kde hledat důvody pro takovouto opatrnost ve chvíli, kdy nominální HDP klesal nejrychlejším tempem od Velké Deprese ve 30. letech?

„Je tak trochu ironií osudu, že v čele americké centrální banky tehdy seděl Ben Bernanke – muž, kritizující na přelomu milénia Bank of Japan právě za nedostatečnou agresivitu a přílišnou opatrnost při uvolňování měnové politiky v Japonsku. Očíslováním QE a přílišnou opatrností plynoucí z jeho tehdejších komentářů zcela popřel svůj text Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? z roku 1999.“

Nízký inflační cíl jako problém při ZLB?

Důvodů může být více, avšak jeden z nich dle mého tkví nad ostatními. Je jím samotný explicitní 2% inflační cíl centrálních bank. Pokud centrální banka dopadne na ZLB a potřebuje k ovlivňování reálné úrokové sazby vytvořit vysoká inflační očekávání (pamatujme na Krugmanovo *irresponsible*), lze jen stěží očekávat, že se jí to podaří ve chvíli, kdy cíluje inflaci na 2 %. Centrální banka se o monetární expanzi může snažit, avšak samotný cíl a vytvořená očekávání v ekonomice díky předchozím dekádám nízké inflace jsou přímým protivětrem těchto snah. I proto ostatně měnová politika v letech po krizi možná působí lehce schizofrenně (viz oznámení QE a úročení rezerv v jeden okamžik). Fed sice chtěl uvolnit měnové podmínky, na druhou stranu si však byl vědom svého cíle nízké inflace, který mu znemožňuje zavázat se po určitou dobu k vyšším úrovním inflace. Nízký inflační cíl lze pravděpodobně považovat za stěžejní problém měnové politiky v Japonsku ve snaze oživit tamní ekonomiku v předchozích dekádách (BOJ cílovala dlouhá léta nulovou inflaci). Řešením situace ZLB je několikrát zmiňovaný explicitně stanovený závazek (který reprezentuje kýžené oživení ekonomiky) používat určitý konkrétní nástroj,

dokud onen závazek nebude naplněn a za žádnou cenu z něho neustupovat. Závazek se však hledá o mnoho hůře (a stejně hůře posléze dodržuje) pokud centrální bance brání nízký inflační cíl. Pro centrální banku s nízkým inflačním cílem je tak velmi obtížné nadále snižovat reálné úrokové sazby při dopadu na nominální nulu.

Opatrnosti členů FOMC v období finanční krize se však nelze divit. Mnozí z tehdejších členů zažilo období stagflace na přelomu 70. a 80. let, a tudíž jejich obavy z vysoké inflace jsou pochopitelné. Jsem však toho názoru, že právě nedostatečná agresivita při uvolňování měnových podmínek ze strany centrální banky je v USA (stejně tak např. i v EMU či JAP) důvodem pomalého se zotavování se z finanční krize.

Fed tak podle mého názoru nelze kritizovat za příliš uvolněnou měnovou politiku. Takovýto přístup vychází z přílišného zjednodušování pojmů monetární expanze a restrikce. Pravdou je spíše opak. Nejen Fed, ale mnoho centrálních bank vyspělých zemí, nebylo v období finanční krize a v letech po ní dostatečně monetárně expanzivní, aby dokázaly tlumit dopady finanční krize a zajistily dynamičtější po – krizové oživení. Za co však Fed pochválit lze, je poučení se ze 30. let, kdy tentokrát nenechal padnout bankovní systém a v časech největší potřeby dodal bankám potřebnou likviditu. Měnovou politiku však z mého pohledu na základě současného měnově – ekonomického mainstreamu lze hodnotit jako spíše nedostatečně expanzivní, a to i přes používání nekonvenčních nástrojů.

„Je však správné ptát se, zda – li je inflační cílování optimálním režimem i ve světě, kde je pravděpodobnost ZLB o mnoho vyšší, než bývalo zvykem v předchozích dekádách.“

Inflační cílování při ZLB

Pozice centrálních bank však byla v mnoha ohledech velmi těžká, přičemž za největší problém vnímám samotný nízký inflační cíl, který vytváří pro centrální banku ve snaze stimulovat agregátní poptávku při ZLB mnohé překážky. Za více než dvě dekády inflačního cílování nelze tento režim hodnotit negativně. Přinesl ukotvení nízké inflace napříč vyspělými ekonomikami; snížená variabilita inflace v mnoha zemích je výmluvná. Je však správné ptát se, zda – li je inflační cílování optimálním režimem i ve světě, kde je pravděpodobnost ZLB o mnoho vyšší, než bývalo zvykem v předchozích dekádách. Pokles rovnovážné sazby implikuje nižší prostor pro manévrování nominální úrokovou sazbou směrem dolů, což může znamenat, že měnová politika se bude v budoucnu muset v mnoha státech popasovat se ZLB znovu. Například ekonomové Fedu Michael T. Kiley a John M. Roberts kvantifikují, že americká centrální banka v budoucnu může trávit až 40 % času s nominální úrokovou sazbou jako hlavním nástrojem na nule. I přes možné úspěchy inflačního cílování je tak možná nejvyšší čas ptát se, zda při vyšší pravděpodobnosti ZLB nelze najít vhodnější měnově – politické režimy do současného prostředí.

Zdroje:

Paul R. Krugman: *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*; **Gauti Eggertsson and Michael Woodford**: *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*; **Paul R. Krugman**: *It's Baaack, Twenty Years Later*; **Knut Wicksell**: *Interest and Prices*; **Irving Fisher**: *Appreciation and Interest;* **Ben Bernanke**: *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis;* **David Beckworth**: *Permanent versus Temporary Monetary Base Injections: Implications for Past and Future Fed Policy*; **Kathryn Holston, Thomas Laubach and John C. Williams**: *Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants*; **Scott Sumner:** *The Case for NGDP Targeting Lessons from the Great Recession;* **Lawrence H. Summers***: Why the Fed needs a new monetary policy framework;* **Argia M. Sbordone, Andrea Tambalotti, Krishna Rao, and Kieran Walsh**: *Policy Analysis Using DSGE Models: An Introduction*; **Michael T. Kiley and John M. Roberts**: *Monetary policy in a low interest rate world*; *St. Louis Fed; federalreserve.gov; Bloomberg*