

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2019

V TOMTO ČÍSLE

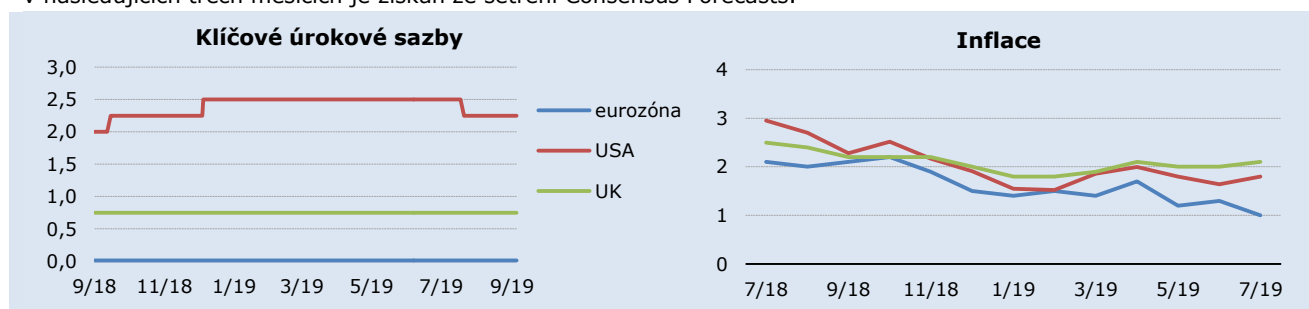
Inflace se ve většině námi sledovaných zemí – kromě Švýcarska – pohybuje poblíž stanovených inflačních cílů. Ekonomický růst napříč sledovanými ekonomikami převážně zpomalil, prozatím se však nepředpokládá jeho další výraznější přibrzdění. Fed snížil svou klíčovou úrokovou sazbu, prozatím však nepřipouští, že by tím zahájil cyklus postupného snižování sazeb. ECB snížila depozitní sazbu a vyhlásila jak nová nekonvenční měnová opatření, tak úpravu těch již zavedených. Všechna opatření jdou ve směru uvolňování měnových podmínek a podpory transmise měnové politiky. Naproti tomu norská centrální banka jako jediná své klíčové úrokové sazby zvýšila. Téma pod lupou se věnuje flexibilitě inflačního cílování v námi sledovaných centrálních bankách. Ve vybraném projevu se Mario Marcel, guvernér chilské centrální banky, věnuje nezávislosti centrálních bank.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	<2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. července (0,00) 12. září (0,00); (-0,10) ³	18. – 19. června ⁵ (0,00) 30. – 31. července (-0,25)	20. června (0,00) 1. srpna (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ³	2,00 – 2,25 %	0,75 %
poslední inflace	1,0% (srpen 2019) ⁴	1,8 % (červenec 2019)	2,1 % (červenec 2019)
očekávaná MP zasedání	24. října 12. prosince	17. – 18. září 29. – 30. října	19. září 7. listopadu
další očekávané události	12. prosince zveřejnění prognózy eurosystému	16. října zveřejnění Beige Book	19. 9. a 7. 11. zveřejnění Monetary Policy Summary
očekávaný vývoj sazeb⁶	→	→	→

¹ definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; ² definice cíle pro inflaci z ledna 2012; ³ depozitní sazba; ⁴ tzv. Flash odhad; ⁵ zasedání spojeno se souhrnem ekonomický prognóz FOMC; ⁶ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



V září **ECB** snížila depozitní sazbu o 10 b. b. na hodnotu -0,5 %. Sazbu hlavních refinančních operací a výpůjčních operací ponechala beze změny, na úrovni 0 %, resp. 0,25 %. Rada guvernérů očekává, že sazby zůstanou na současných nízkých úrovních, dokud se výhled inflace dostatečně robustně nepřiblíží hodnotě 2 %. Od 1. listopadu budou obnoveny nákupy cenných papírů (APP), a to v objemu 20 mld. EUR měsíčně. Jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv bude ECB i nadále reinvestovat v plné výši, nově i po zahájení zvyšování sazeb. ECB dále změnila způsob úročení TLTRO III a představila dvouúrovňový systém úročení rezerv (podrobnosti v Zajímavých událostech). Ve své nové makroekonomické projekci ECB snížila výhled inflace pro 2019 na 1,2 % (z 1,3 % v červnu), v 2020 na 1 % (z 1,4 %) a v 2021 na 1,5 % (z 1,6 %). Snížila také výhled růstu HDP na 1,1 % v 2019 (z 1,2 %) a v 2020 na 1,2 % (z 1,4 %).

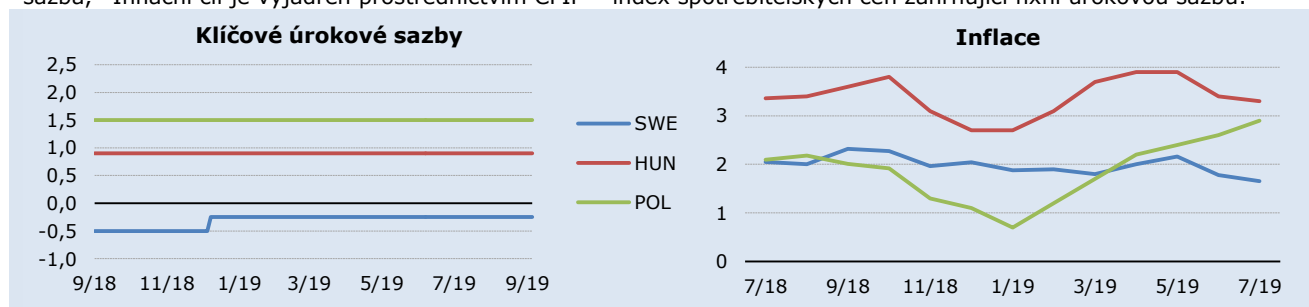
Fed v červenci očekávaně snížil klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na úroveň pásma v rozmezí 2–2,25 %. Záznam zasedání FOMC ukázal nesoulad názorů členů na vývoj sazeb. Úroková sazba z přebytečných rezerv ukládaných bankami u Fedu (IOER) byla snížena paralelně také o 25 b. b. na 2,10 %. Fed také oznámil, že k 1. srpnu ukončí snižování objemu své bilance (tj. splatné dluhopisy v portfoliu budou plně reinvestovány do amerických vládních dluhopisů). Medián projekcí členů FOMC z července 2019 (před snížením sazeb) očekával pro rok 2020 úroveň sazeb na hodnotě 2,1 %. FOMC ponechal výhled HDP prakticky beze změny, očekává růst HDP letos o 2,1 %, pro rok 2020 o 2 % a o 1,8 % v roce 2021. Prognóza inflace pro tento rok je 1,5 % a pro následující dva roky zhruba 2 %. Výhled míry nezaměstnanosti se pohybuje mezi 3,6 % a 3,8 %.

BoE ponechala jak svou hlavní úrokovou sazbu (0,75 %), tak objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) beze změny. BoE v souvislosti s nejistotami okolo Brexitu pozoruje vyšší kolísavost dat o ekonomické aktivitě a zpomalení růstu investic. Mezičtvrtletní růst HDP dosáhl 0,5 % v prvním čtvrtletí, pro druhý kvartál se očekává přechodná stagnace HDP a následně růst 0,3 %.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 % ³	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	2. července (0,00) 4. září (0,00)	25. června (0,00) 23. července (0,00) 27. srpna (0,00)	2. – 3. července (0,00) 10. – 11. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,25 %; -1,00 % ²	0,9 %; -0,05 % ²	1,50 %
poslední inflace	1,7 % (červenec 2019) ⁴	3,3 % (červenec 2019)	2,9 % (červenec 2019)
očekávaná MP zasedání	23. října	24. září 22. října 19. listopadu	1. – 2. říjen 5. – 6. listopadu 3. – 4. prosince
další očekávané události	24. října zveřejnění Monetary Policy Report	24. září zveřejnění Inflation Report	1/2 listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	→	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, ² depozitní sazba, ³ Inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu.



Riksbank ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni -0,25 %. Zároveň nadále předpokládá, že zvýšení sazby lze očekávat na konci tohoto roku nebo začátkem roku příštího. Riksbank upozornila, že zvyšování bude pomalejší, než doposud předpokládala, z důvodu zhoršeného sentimentu v zahraničí a nízkých zahraničních úrokových sazeb. Riksbank od července tohoto roku nakupuje vládní dluhopisy v objemu 45 mld. SEK (tj. zhruba polovinu částky získané z jistiny a kupónu, které obdrží v daném období z již existujícího dluhopisového portfolia) a nákupy potvrzují do prosince 2020. Důvodem nákupů je udržení adekvátní úrovně portfolia a zachování přítomnosti na trhu. V zářijové prognóze banka očekává inflaci v období 2019-2021 na necelých 2 %. Výhled HDP Riksbank snížila, pro roky 2019 i 2020 prognózuje, že ekonomika poroste tempem 1,5 % a pro rok 2021 očekává růst o 1,9 %.

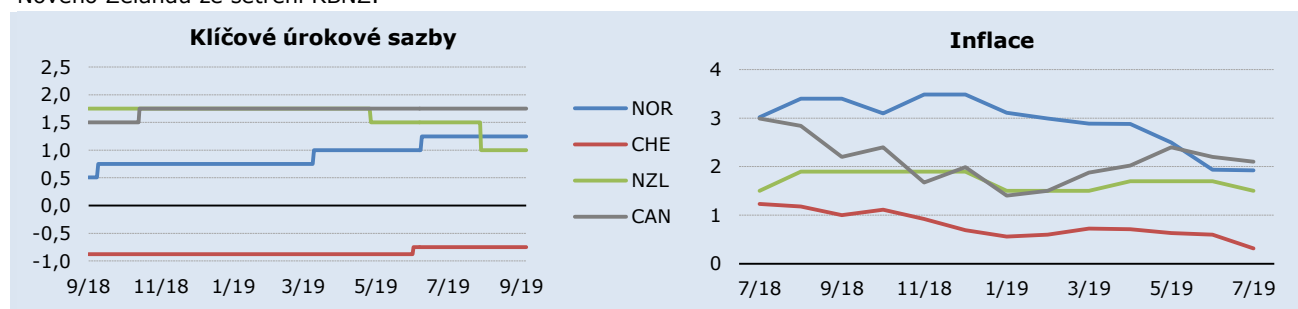
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 %, a depozitní sazbu na úrovni -0,05 %. MNB očekává pokles jádrové inflace (bez vlivu nepřímých daní) ke 3 % koncem roku 2019 z červencových 3,7 %. Maďarská ekonomika rostla ve druhém čtvrtletí tempem téměř 5 %. Tomu napomohl zejména vývoj v průmyslu, stavebnictví a službách. Potvrzuje se předpokládané zvolnění růstu HDP (v Q1 ekonomika vzrostla o 5,3 %), avšak růst podle prognózy MNB zůstane i tak silný (4,3 % v roce 2019, 3,3 % v roce 2020). MNB nakupuje firemní dluhopisy, aby diverzifikovala financování domácího podnikového sektoru. Cílový objem programu je 300 mld. HUF a pro čtvrté čtvrtletí se očekávají zvýšené emise firemních dluhopisů. V rámci doplňkového programu *Funding for Growth Scheme Fix* měly zúčastněné úvěrové instituce uzavřeny úvěrové kontrakty s domácími SME v hodnotě 219 mld. HUF.

NBP ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Růst HDP, navzdory zpomalování ekonomického růstu v zahraničí, zůstal i ve druhém čtvrtletí tohoto roku svižný (4,5 %); byl tažen i nadále zejména spotřebou domácností. Ta je podporována zvyšující se zaměstnaností, rychlým mzdovým růstem, pozitivním spotřebitelským sentimentem i platbami ze sociálního systému. K růstu HDP dále přispěly investice, avšak méně než v předchozím čtvrtletí. Podle prognózy NBP vzroste HDP letos o 4,5 % a v příštím roce jeho růst zpomalí na 4 %. Spotřebitelská inflace dle předběžného srpnového odhadu dosáhla 2,8 % a byla tažena zejména růstem cen potravin. Pro Q1 2020 NBP předpokládá přechodný nárůst inflace nad inflační cíl a dále ke konci MP horizontu návrat k cíli.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	20. června (+0,25) 15. srpna (0,00)	13. června (0,00)	26. června (0,00) 7. srpna (-0,50)	10. července (0,00) 4. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,25 %; 0,25 % ¹	-0,75 % ³	1,0 %	1,75 %
poslední inflace	1,9 % (červenec 2019)	0,3 % (červenec 2019)	1,7 % (Q2 2019)	2,0 % (červenec 2019)
očekávaná MP zasedání	19. září 24. října	19. září 12. prosince	25. září 13. listopadu	30. října 4. prosince
další očekávané události	19. 9. zveřejnění Monetary Policy Report	29. 9. zveřejnění Quarterly Bulletin	13. 11. zveřejnění Monetary Policy Statement	30. 10. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	↑	→	→	→

¹ pouze na rezervy překračující kvótu (tzv. reserve rate); ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ nová klíčová MP sazba SNB; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



V souladu s očekávaními **NB** v červnu zvýšila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 1,25 % a rovněž sazbu na rezervy nad individuálními kvótami bank o 0,25 p. b. na 0,25 %. Inflace se nachází mírně nad cílem a růst norské ekonomiky je poměrně silný. Současně na ni působí nejistoty ohledně globálního obchodního napětí. Na základě prognózy z června NB očekává další růst klíčové sazby ve druhé polovině tohoto roku. Výhled sazby pro konec roku 2022 zůstal na úrovni 1,75 %. Inflace vystoupá na cíl začátkem roku 2020 a setrvá na něm po zbytek predikčního období, přičemž CPI-ATE (inflace očištěná o daně na energetické produkty) naopak dosedne na cíl shora a rovněž na něm setrvá po zbývajících část predikčního období.

V červnu **SNB** opustila 3M LIBOR a jako hlavní MP sazbu a zavedla novou „SNB policy rate“. Ta bude používána pro MP transakce a bude skrze ní komunikováno rozhodnutí ohledně MP sazeb; sazba zůstává na úrovni -0,75 % (více v Zajímavých událostech). SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. Růst HDP v prvním čtvrtletí dosáhl 2,3 %, pro celý letošní rok SNB i nadále očekává růst HDP tempem 1,5 %. Prognóza inflace byla pro nejbližší čtyři čtvrtletí posunuta výše. Pro rok 2019 tak banka zvýšila její výhled z 0,3 % na 0,6 %, pro rok 2020 pak z 0,6 % na 0,7 %.

RBNZ v srpnu snížila svou hlavní úrokovou sazbu o 0,5 p. b. na 1 %. Důvodem byla potřeba měnového stimulu k udržení zaměstnanosti na maximální, ale udržitelné úrovni, a k dosažení inflačního cíle. Inflace se aktuálně nachází pod inflačním cílem (ve 2Q na 1,7 %) a setrvá pod ním zřejmě i v roce 2020. Zaměstnanost se v současné době blíží maximální udržitelné úrovni a mezera výstupu je blízko nulové úrovně. Růst HDP v uplynulém roce zpomalil na 2,5 % (z hodnot těsně pod 3 %) a je pravděpodobné, že v nejbližším čtvrtletí zůstane mírný (2 %). Podle prognózy RBNZ ekonomika v celém letošním roce poroste o méně než 3 %. V roce 2020 její růst dále zpomalí ke 2 %.

BoC ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 1,75 %. Inflace za červenec dosáhla 2 % (tj. inflačního cíle) a v nejbližších měsících bude kolem této hodnoty setrvávat. Indikátory jádrové inflace zůstávají rovněž kolem 2 %. Kanadská ekonomika rostla ve druhém čtvrtletí rychleji než BoC v poslední prognóze předpokládala, nicméně tento silnější růst je spíše přechodný, neboť rizika související s „obchodní válkou“ spíše vzrostla. Ekonomika se aktuálně nachází blízko svého potenciálu. V následujících obdobích bude Výkonná rada (Governing Council) věnovat pozornost především mezinárodnímu obchodnímu prostředí a jeho vlivu na výhled inflace a HDP.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB zavádí další opatření na podporu ekonomiky

ECB na svém zářijovém zasedání snížila svou depozitní sazbu dále do záporu na -0,5 %, upravila podmínky stávajících nekonvenčních měnových opatření a vyhlásila nová. Provedená opatření jdou ve směru uvolňování měnových podmínek a podpory transmise měnové politiky. Důvody pro zářijové rozhodnutí jsou podle prezidenta ECB M. Draghiho zejména tři: (i) dlouhodobé a citelnější než očekávané zpomalení ekonomiky eurozóny, (ii) přetrvávající obchodní a geopolitická rizika a (iii) současná silně utlumená inflace a její revize směrem dolů. Zavedená opatření jsou následující:

- Od 1. listopadu budou znovu zahájeny čisté nákupy aktiv (Asset Purchase Programme, APP) v měsíčním objemu 20 mld. EUR. Rada guvernérů očekává, že budou probíhat tak dlouho, jak bude nezbytné, aby podpořily akomodační dopad sazeb její měnové politiky, a že skončí krátce před tím, než Rada guvernérů zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB.
- V plném rozsahu budou pokračovat reinvestice jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci APP, a to i poté, kdy Rada guvernérů zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB, a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnové akomodace.
- Změní se podmínky nové série čtvrtletních cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III) s cílem zachovat příznivé podmínky pro poskytování bankovních úvěrů, zajistit hladkou transmisi měnové politiky a dále podpořit akomodační nastavení měnové politiky. Úroková sazba každé operace bude nyní stanovena na úrovni průměrné sazby hlavních refinančních operací Eurosystemu po dobu trvání příslušné operace TLTRO. V případě bank, jejichž čistý objem poskytnutých způsobilých úvěrů přesahuje referenční hodnotu, bude sazba uplatněná na operace TLTRO III nižší a může poklesnout až na úroveň průměrné úrokové sazby pro vkladovou facilitu během doby trvání operace. Splatnost těchto operací bude prodloužena ze dvou na tři roky. Podrobnosti podmínek jsou uvedeny [na stránkách ECB](#).
- ECB dále zavedla tzv. tiering, neboli dvouřádkový systém úročení rezerv, v němž bude část přebytečné likvidity držené bankami vyňata ze záporné sazby vkladové facility, a to s cílem podpořit bankovní transmissní kanál měnové politiky. Opatření budou v platnosti od 30. října. Podrobnosti tohoto programu jsou uvedeny [na stránkách ECB](#).

Novou šéfkou ECB se s největší pravděpodobností stane Christine Lagardeová, do čela MMF se chystá Kristalina Georgieva

Do čela ECB se po Mariu Draghim, jemuž skončí mandát 31. října, postaví Christine Lagardeová, donedávna šéfka Mezinárodního měnového fondu. Do čela ECB ji v říjnu s konečnou platností jmenuje summit EU. Na pozici šéfky MMF, z níž Lagardeová po své nominaci do čela ECB odstoupila v červenci, byla zeměmi EU počátkem srpna nominována stávající šéfka Světové banky Kristalina Georgieva (po náročném volbě, v níž porazila nizozemského ministra financí Jeroena Dijsselbloema a guvernéra finské centrální banky Olliho Rehna). Její šance na definitivní jmenování do čela MMF jsou velké, protože v čele této instituce tradičně stál vždy kandidát evropských zemí (zatímco v čele Světové banky zase kandidát Spojených států). Do 6. září mohli být členskými zeměmi nominováni další kandidáti do čela MMF, nicméně žádná oficiální nominace nebyla oznámena. Výběr nového šéfa MMF by měl být ukončen do 4. října. Mezi dalšími kandidáty byli dříve zmiňováni například bývalý britský ministr financí George Osborne nebo současný guvernér Bank of England Mark Carney.

Letošní konference v Jackson Hole se zabývala výzvami pro měnovou politiku v prostředí globální ekonomické nejistoty

Letošní srpnová schůzka centrálních bankéřů v americkém Wyomingu si jako své téma zvolila „[Výzvy pro měnovou politiku](#)“. Vzhledem ke konání sympozia v atmosféře zpomalujícího globálního ekonomického růstu a možných obchodních válek se příspěvky zabývaly zejména omezenými možnostmi centrálních bank uchránit ekonomiku před nepříznivými účinky rostoucí politické nejistoty. Zahajovací proslov měl jako tradičně šéf amerického Fedu Jerome H. Powell, který mimo jiné v narážce na obchodní spory mezi USA a Čínou prohlásil, že začlenění obchodní nejistoty do měnověpolitického rozhodování centrální banky je pro Fed „novou výzvou“, a zdůraznil, že Fed má jen malou schopnost ovlivňovat mezinárodní obchodní jednání. Mezi dalšími účastníky byli přední centrální bankéři a akademici. Guvernér Bank of England Mark Carney přednesl radikální návrh na vytvoření mezinárodní elektronické měny MMF jako protiváhy

amerického dolaru. Dále vystoupili například guvernér izraelské centrální banky Amir Yaron, guvernér australské centrální banky Philip Lowe, bývalý guvernér brazilské centrální banky Ilan Goldfajn, profesorka MIT a bývalá externí členka MPC Bank of England Kristin J. Forbes, profesor MIT a bývalý guvernér centrální banky Kypru Athanasios Orphanides, hlavní ekonomka MMF Gita Gopinath nebo profesorka LSE a externí členka MPC Bank of England Silvana Tenreiro.

SNB odchází od LIBORu

Švýcarská centrální banka v červnu na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání [oznámila](#), že opouští dosavadní cílový interval založený na sazbě 3M LIBOR a jako svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu začne používat „SNB policy rate“, skrze kterou bude komunikovat svá měnověpolitická rozhodnutí. Sazba zůstává na úrovni -0,75 %. Jako sazba signalizující podmínky na finančním trhu bude používána jednodenní [sazba SARON](#) (Swiss average rate overnight), kterou vyvinula SNB společně se švýcarskou burzou v roce 2009. Jde o sazbu vypočtenou ze skutečně proběhlých repo transakcí na zajištěném mezibankovním peněžním trhu v CHF (asi 150 bank). Cílem SNB je prostřednictvím operací na volném trhu docílit, aby hodnoty obou sazeb byly přibližně totožné. Hodnota sazby SARON je v současnosti také -0,75 %. Měnová politika SNB se tímto přechodem nijak nemění.

Švýcarsko není první zemí, která se odklání od používání reputačně poškozené sazby LIBOR (a obecně od mezibankovních nezajištěných sazeb IBOR) a přechází k alternativním referenčním sazbám. V UK existuje sazba SONIA (Sterling Overnight Index Average) administrovaná britskou centrální bankou, ECB administruje sazbu €STR (euro short-term rate), v USA se začíná prosazovat sazba SOFR (Secured Overnight Financing Rate). Kanadská centrální banka (BoC) v červenci [oznámila](#), že se od příštího roku stane administrátorem kanadské sazby CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average).

Chorvatsko chce přijmout euro

Chorvatsko v červenci [oficiálně požádalo](#) o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II a o následné přijetí do eurozóny. Podmínky pro vstup do ERM II by pravděpodobně mělo splnit do poloviny roku 2020. Na Chorvatsko byly v duchu principu rovného zacházení [uplatněny ze strany EU](#) stejné podmínky jako na Bulharsko, které o vstup do ERM II požádalo v roce 2018, tedy mimo jiné to, že se vstupem do ERM II se zároveň musí stát členem bankovní unie. Nejbližší možné datum přijetí eura v Chorvatsku je rok 2023.

Změny v turecké CBRT

Turecký prezident Erdogan počátkem července nečekaně vyměnil guvernéra turecké centrální banky (CBRT) Murata Cetinkayu kvůli „personálním neshodám“ a nahradil ho jeho zástupcem Muratem Uysalem. Výměna pramení z prezidentovy dlouhodobé nespokojenosti s politikou CBRT, která v boji s vysokou inflací zvýšila úrokové sazby na 24 % a na této vysoké úrovni je stále držela navzdory prezidentovým námitkám, že dusí hospodářský růst (viz [MCB ze září 2018](#)). Další personální změny proběhly v polovině srpna, kdy CBRT odsunula z řídicích pozic nejméně devět seniorních ekonomických expertů včetně hlavního ekonoma CBRT a vedoucího oddělení měnové politiky. Na konci července CBRT přistoupila k razantnímu snížení sazeb o 4,25 p. b. na hodnotu 19,75 %. Umožnila jí to klesající inflace a stabilnější měna. Prezident nicméně banku neprodleně vyzval k dalšímu snížení sazeb. Guvernér Uysal obratem naznačil, že by ke snížení skutečně mohlo dojít. Na pravidelném zářijovém měnověpolitickém zasedání pak CBRT sazby skutečně snížila o 3,15 p. b. na 16,50 %.

3. TÉMA POD LUPOU: FLEXIBILITA CÍLOVÁNÍ INFLACE V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH

Režim cílování inflace, který aplikují centrální banky většiny vyspělých zemí, není v žádné z nich zcela striktní. Je označován jako „flexibilní cílování inflace“, neboť banky se při orientaci na svůj cíl zaměřují na středně dlouhé období a v případě výrazných šoků tolerují krátkodobé odchylky inflace od cíle. Cílem tohoto článku je analyzovat flexibilitu inflačního cílování v námi sledovaných centrálních bankách.

Následující text popisuje zkušenost s flexibilním cílováním inflace v centrálních bankách, které jsou v Monitoringu centrálních bank pravidelně sledovány. Všechny tyto centrální banky označují svou měnovou politiku jako flexibilní, zdůrazňují její zaměření na střednědobé období a možnost odchýlení inflace od cíle v případě výrazných šoků. Míra flexibility se přitom příliš neodvíjí od zákonného mandátu, který mnohdy akcentuje pouze primární cíl v podobě cenové stability. Níže jsou analyzovány základní prvky flexibility režimu měnové politiky: existence vedlejšího cíle, komunikace tolerančního pásma kolem cíle, komunikace horizontu měnové politiky, existence explicitně stanovených výjimek z plnění inflačního cíle a to, zda v hlavním modelu banky vystupují v reakční funkci vedle inflace i další proměnné, respektive jaký je v reakční funkci centrální banky časový horizont pro odchylku inflace od cíle.

Stručný teoretický základ

Pro centrální banky vykazující určitou flexibilitu v reakci na krátkodobé šoky začali Bernanke a Mishkin (1997) používat pojem tzv. omezené diskrece (constrained discretion). Tato flexibilita je omezena tím, že centrální banka musí udržet nízkou inflaci a ukotvená inflační očekávání. Centrální banka například v případě kladných nákladových (cost-push) šoků nemusí agresivně zvyšovat úrokové sazby, aby udržela inflaci u svého cíle. To by se totiž dělo jen za cenu výrazného zpomalení ekonomiky či nepříznivých dopadů do oblasti finanční stability. Centrální banka tudíž na tento typ šoku reaguje mírněji s tím, že inflace se k cíli navrátí s určitým zpožděním.

Pojem flexibilního cílování inflace použil poprvé Svensson (1999). Definoval jej jako situaci, kdy centrální banka minimalizuje kvadratickou ztrátovou funkci, která v sobě obsahuje jak odchylku inflace od cíle, tak odchylku výstupu od potenciálu. Pokud je ve ztrátové funkci pouze odchylka inflace, jedná se v jeho pojetí o striktní cílování inflace. Velká část teoretických modelů předpokládá relativně jednoduchý případ, ve kterém obvykle nedochází ke konfliktům v dosahování obou zmíněných cílů. Měnová politika se tak může zaměřit na dosahování inflačního cíle, a v důsledku toho dosahuje v průměru i nulové mezery výstupu (tzv. divine coincidence, Blanchard a Galí, 2007). Některé modely, resp. většina centrálních bank, používají komplikovanější ztrátové funkce, obohacené např. o vyhlazování úrokových sazeb (Rudebusch a Svensson, 1999). Norská centrální banka do své ztrátové funkce zahrnuje i finančně-stabilitní úvahy v podobě minimalizace odchylky úrokových sazeb od jejich rovnovážných hodnot (Evjen a Kloster, 2012).

Od nastavení ztrátové funkce a dalších rovnic v makroekonomických modelech je odvozena tzv. reakční funkce. Je to rovnice popisující takové chování centrální banky, které je při dané struktuře a parametrizaci celého modelu (včetně daného režimu měnové politiky) a s ohledem na minimalizaci hodnot ztrátové funkce optimální (tzv. implikovaná reakční funkce).¹

Praxe jednotlivých centrálních bank²

Evropská centrální banka (ECB) v souladu se Smlouvou o fungování EU primárně udržuje cenovou stabilitu. Jejím vedlejším cílem pak je podpora obecné hospodářské politiky EU přispívající k dosažení cílů EU. ECB mandát interpretuje jako dosahování inflace blízko, ale pod 2 % („below, but close to 2%“). Toleranční pásmo ani horizont měnové politiky ECB nepoužívá. V případě cost-push šoků banka deklaruje pouze postupnou reakci měnové politiky. ECB používá škálu modelů, z nichž oba hlavní modely – NAWM II (New Area Wide Model II) a NMCM (New Multi-country Model) obsahují mezeru výstupu. Zatímco

¹ Reakční funkce by neměla být zaměňována se statistickým vztahem mezi sazbami a inflací, který je možné odvodit z historických dat. Nejznámějším takovým vztahem je tzv. Taylorovo pravidlo (Taylor, 1993) navržené k popisu chování amerického Fedu. Toto pravidlo, předpokládající reálnou rovnovážnou úrokovou sazbu ve výši 2 % a stejnou váhu na odchylku inflace od implicitního 2% cíle a na mezeru výstupu, vcelku přesně kopírovalo chování Fedu v letech 1987–1993. Je třeba ale zdůraznit, že Taylorovo pravidlo nebylo původně zamýšleno jako normativní, tj. nedávalo návod na to, co by měla centrální banka dělat, pouze aproximovalo vztah mezi veličinami v čase. Ekonomická literatura nicméně význam spojení „Taylorovo pravidlo“ v čase posunula k popisu vlastní reakční funkce.

² V této části vycházíme z veřejně dostupných informací na webových stránkách jednotlivých bank.

NMCM je model odhadovaný metodou GMM z reálných dat, NAWM II je DSGE model a používá odhad potenciálního výstupu Evropské komise. Oba modely obsahují v reakční funkci aktuální mezeru výstupu, u inflace je horizont aktuální (u NAWM), respektive příští čtvrtletí (u NMCM). Při tvorbě prognóz a formulaci měnové politiky ECB však tyto modely slouží pouze jako analytické a simulační nástroje. Při sestavování prognózy ECB se vychází z tržních výhledů, nikoliv z endogenní měnové politiky.

Americký Fed se řídí zákonem z roku 1913, který stanovuje jeho mandát v podobě dosahování plně zaměstnanosti, stabilních cen a umírněných („moderate“) dlouhodobých úrokových sazeb. Tento mandát výbor FOMC interpretuje jako dosahování inflace ve výši 2 %, měřenou cenovým PCE indexem (Personal Consumption Expenditures), který je ve srovnání s CPI méně volatilní. Fed nepoužívá toleranční pásmo, horizont měnové politiky ani výjimky. Makroekonomický model FRB/US je založen na reakční funkci, která obsahuje aktuální odchylku inflace od cíle i současnou výši mezery výstupu.

Britská Bank of England (BoE) se stala nezávislou v roce 1998 a jejím zákonným mandátem se stala cenová stabilita, vedlejším cílem pak podpora ekonomické politiky vlády. Cíl je vládou stanoven ve výši 2 % bez tolerančního pásma. Toleranční pásmo však de facto existuje, protože při minutí cíle o více než ± 1 procentní bod vzniká centrální bance povinnost tuto odchylku písemně zdůvodnit ministru financí. BoE nemá explicitně stanovený horizont měnové politiky ani nekomunikuje výjimky z plnění cíle. Banka používá řadu modelů, přičemž centrálním je DSGE model COMPASS. V reakční funkci jsou čtyři poslední hodnoty odchylky inflace od cíle a aktuální mezera výstupu. Ta je měřena buď jako mezera přidané hodnoty oproti úrovni s flexibilními cenami, nebo jako odchylka výstupu od trendu vypočteného dle produkční funkce. Stejně jako ECB vychází finální prognóza BoE z tržních úrokových sazeb, nikoliv z endogenní reakce BoE.

Švédská Riksbank ze zákona usiluje o cenovou stabilitu, kterou interpretuje jako 2% inflaci, měřenou od září 2017 indexem CPIF, tj. indexem za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték, místo do té doby používaným indexem CPI, který je přímo ovlivněn úpravami úrokových sazeb. Od září 2017 Riksbank také používá k ilustraci nejistoty pásmo variability inflace v rozsahu 1–3 %. Riksbank nekomunikuje horizont měnové politiky ani výjimky. DSGE jádrový model RAMSES II využívá reakční funkci, ve které vystupují aktuální odchylka inflace od cíle, aktuální mezera odpracovaných hodin a první derivace těchto dvou proměnných. Důvodem pro použití mezery odpracovaných hodin (spočtenou pomocí HP, KAMEL filtru)³ je dle Riksbank to, že se jedná o pozorovanou veličinu a že tato specifikace zvyšuje empirickou relevanci modelu.

Maďarská centrální banka (MNB) udržuje cenovou stabilitu a jejím vedlejším cílem je podpora obecné hospodářské politiky vlády. Cenová stabilita je interpretována jako 3% inflace; od roku 2015 je cíl komunikován včetně tolerančního pásma ± 1 procentní bod. V komunikaci MNB používá horizont měnové politiky v délce 5–8 čtvrtletí. Banka explicitně uvádí, že v případě silných jednorázových šoků výjimkuje jejich primární cenové dopady. Jádrový gapový model MPM (Monetary Policy Model) obsahuje mezeru inflace v horizontu čtyř čtvrtletí a aktuální mezeru výstupu.

Polská centrální banka (NBP) dle zákona usiluje o cenovou stabilitu. Vedlejším cílem je podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud to není v rozporu s cílem hlavním. NBP cíluje inflaci ve výši 2,5 % s tolerančním pásmem ± 1 procentní bod, přičemž v posledních letech využívá celé šíře pásma, tedy toleruje budoucí inflaci i na hranicích tohoto pásma. Explicitní horizont měnové politiky banka nekomunikuje, délka horizontu neúčinnější transmise je několik čtvrtletí a může se měnit v čase. NBP nepoužívá explicitně označené výjimky z plnění cíle. Hybridní jádrový model NECMOD na pomezí DSGE (dlouhodobé steady state) a VAR modelu (krátkodobá dynamika) používá reakční funkci s odchylkou inflace od cíle (v horizontu jednoho čtvrtletí) i mezerou výstupu (aktuální).

Norges Bank (NB) je dle zákona vlastněna vládou a v jejím rozhodování hraje velkou roli král (např. při určování kurzového režimu) a ministerstvo financí. Mandát je v zákoně formulován spíše technicky (regulace, platební styk, emise), bankou je však v oblasti měnové politiky interpretován jako cenová stabilita. Banka nekomunikuje vedlejší cíle, uvádí jen, že inflační cílování má přispívat k vysokému a stabilnímu výstupu a zaměstnanosti a zabránit vzniku finančních nerovnováh. Inflační cíl je od března 2018 ve výši 2 % (do té doby byl ve výši 2,5 %), bez tolerančního pásma. NB nekomunikuje horizont měnové politiky ani výjimky. Jádrový DSGE model NEMO (Norwegian Economy Model) v reakční funkci obsahuje aktuální mezeru inflace i výstupu.

³ KAMEL je model, vyvinutý National Institute of Economic Research za účelem popisu demografického vývoje a trhu práce.

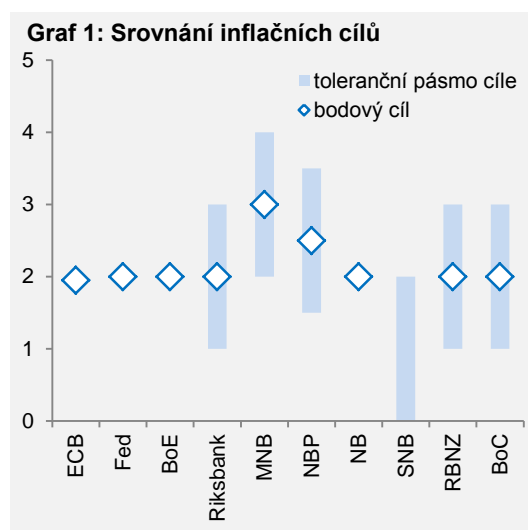
Švýcarská centrální banka (SNB) se podle zákona stará o cenovou stabilitu, přičemž zohledňuje ekonomický vývoj. Oficiálně nemá režim cílování inflace, de facto je tak ale často klasifikována. Cenovou stabilitu SNB definuje jako inflaci pod 2 %. SNB nekomunikuje horizont měnové politiky, výjimkuje jednorázové šoky, jako je např. změna ceny ropy nebo kurzu. SNB používá řadu modelů, přičemž DSGE model (Rudolf a Zurlinden, 2014) používá v reakční funkci aktuální odchylku inflace od cíle a mezeru výstupu a také změnu mezery výstupu.

Novozélandská Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) má v zákoně explicitně uloženo kromě dosahování cenové stability ve středně dlouhém období také snižování nežádoucích výkyvů v zaměstnanosti a v ekonomické aktivitě. Cíl je určován ministrem financí. Aktuálně je ve výši 2 %, což je střed pásma 1–3 %, v němž se inflace má ve střednědobém horizontu udržet (toleranční pásmo). Horizont měnové politiky RBNZ je 6–8 čtvrtletí, není však aktivně komunikován. V minulosti obsahovaly dohody ministra financí a guvernéra banky (tzv. Policy Targets Agreement, PTA) seznam výjimek, v současnosti RBNZ již neuvádí explicitní výčet situací, při kterých je ochotna tolerovat inflaci mimo cíl, pouze uvádí, že mohou nastat. DSGE model KITT (Kiwi Inflation Targeting Technology) obsahuje reakční funkci, kde úrokové sazby ovlivňuje pouze odchylka inflace od cíle jedno čtvrtletí dopředu.

Kanadská centrální banka (Bank of Canada, BoC) má poměrně obecně definovaný zákonný mandát „podporovat hospodářský a finanční blahobyt Kanady“, jehož dosahuje prostřednictvím cílování inflace. Cíl ve výši 2 % je středem tzv. „kontrolního pásma“ 1–3 %. BoC zdůrazňuje flexibilitu režimu, což se projevuje v tom, že obvyklý horizont měnové politiky v délce 6–8 čtvrtletí se mění podle typu šoků, kterým v dané době čelí. Banka zmiňuje tři situace, které mohou vést k prodloužení horizontu: (i) velké a perzistentní šoky do inflace, např. kvůli cenám ropy či v důsledku globálního zpomalení, které mohou vést až k dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb, (ii) finanční nerovnováhy (např. když přísnější měnová politika může zabránit vzniku finančních nerovnováh), (iii) „risk management“ budoucího inflačního vývoje (pokud např. existuje velké riziko negativního šoku do inflace, banka může po delší dobu tolerovat vyšší inflaci, a tím se proti tomuto riziku „pojistit“). Reakční funkce v jádrovém modelu všeobecné rovnováhy TOTEM II (Terms-of-Trade Economic Model, model typu DSGE) obsahuje jak odchylku inflace od cíle (v horizontu dvou čtvrtletí), tak aktuální mezeru výstupu.

Shrnutí

Vedle primárního mandátu, jímž je cenová stabilita, má 5 z 10 námi sledovaných centrálních bank zákonem určen též vedlejší cíl. Konkrétní bodový inflační cíl je u šesti centrálních bank doplněn tolerančním pásmem, které zohledňuje skutečnost, že plnění cíle na desetinu procenta přesně není ani v klidných dobách z důvodu běžné volatility inflace příliš pravděpodobné (tzv. variation band). Naprostá většina centrálních bank používající toleranční pásmo však nechápe toto pásmo jako pásmo akce/neakce. Jedná se spíše o komunikační nástroj nejistoty, které centrální banka při dosahování cílů čelí, resp. určitou metriku pro ex post hodnocení, kdy byla centrální banka při dosahování cílů relativně úspěšná a kdy byly odchylky inflace od cíle „větší než malé“. Švýcarská centrální banka jako jediná z námi sledovaných bank používá cíl v podobě pásma (viz Graf 1).



Flexibilitu inflačního cílování centrálních bank posiluje aktivní a explicitní komunikace výjimek. Z námi sledovaných bank jich komunikuje výjimky polovina. Většina z bank nekomunikuje délku horizontu měnové politiky, a pokud ano, obvykle se jedná o relativně dlouhý horizont (6–8 čtvrtletí). Hodnotit vliv kalibrace reakční funkce na míru flexibility je obtížné s ohledem na endogenitu specifikace reakční funkce. Na jednu stranu platí, že většina bank má v reakční funkci i proměnné zachycující cyklus v reálné ekonomice. Na druhou stranu však banky zpravidla reagují na odchylku inflace od cíle na relativně krátkém horizontu (obvykle 0–1 čtvrtletí).

Literatura:

Bernanke, B. S. a F. S. Mishkin (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives* 11, s. 97-116.

Blanchard, O. a J. Galí (2007): "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*. 39 (1): s. 35-65.

Evjen, S. a T.B. Kloster (2012): "Norges Bank's new monetary policy loss function – further discussion", *Norges Bank Staff Memo No. 11*.

Rudebusch, G.D. a L.E.O. Svensson (1999): "Policy rules for inflation targeting", v: Taylor, J.B. (Ed.), *Monetary Policy Rules*. University of Chicago Press.

Rudolf, B. a M. Zurlinden (2014): "A compact open economy DSGE model for Switzerland", *SNB Economic Studies* 8/2014.

Svensson, L.E.O. (1999): "Inflation targeting: Some extensions", *Scandinavian Journal of Economics* 101(3), s. 337-361.

Taylor, J.B. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, s. 195-214.

	ECB	Fed	BoE	Riksbank	MNB	NBP	NB	SNB	RBNZ	BoC
hlavní cíl	cenová stabilita	plná zaměstnanost a cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita	plná zaměstnanost a cenová stabilita	cenová stabilita
vedlejší cíl	podpora obecné hospodářské politiky EU se záměrem přispět k dosažení cílů EU	není	podpora obecné hospodářské politiky vlády	není	podpora obecné hospodářské politiky vlády	podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud není v rozporu s cílem hlavním	není	v dosahování cenové stability zohledňuje ekonomický vývoj	není	není
aktuální výše cíle	<2%	2%	2%	2%	3%	2,5%	2%	do 2%	poblíž 2%	2%
toleranční pásmo	není	není	není	1-3%	± 1 procentní bod	± 1 procentní bod	není	není	1-3 %	1-3 %
délka horizontu měnové politiky	není	není	není	není	5-8 čtvrtletí	několik čtvrtletí, lze měnit	není	není	6-8 čtvrtletí	6-8 čtvrtletí, lze měnit
výjimky	ano (u cost-push šoků pouze postupná reakce měnové politiky)	ne	ne	ne	ano (výrazné šoky)	ne	ne	ano (jednorázové šoky, např. změna ceny ropy či měnového kurzu)	ne	ano (výrazné šoky, vliv na finanční stabilitu, záměrné míjení cíle v případě asymetrických rizik)
output / zaměstnanost v reakční funkci	New Area Wide Model II (NAWM II): ano, mezera výstupu, změna mezery výstupu. New Multi-country Model (NMCM): ano, mezera výstupu	FRB/US model: mezera výstupu gap	COMPASS: mezera výstupu	Ramses II: mezera odpracovaných hodin a její změna	MPM (Monetary Policy Model): mezera výstupu	NECMOD: mezera výstupu	Norwegian Economy Model (NEMO): mezera výstupu	DSGE model: mezera výstupu a změna mezery výstupu	KITT : ne	Totem II: mezera výstupu
horizont v modelu	0 čtvrtletí (NAWM II), 1 čtvrtletí (NMCM)	0 čtvrtletí	0 až -3 čtvrtletí	0 čtvrtletí	4 čtvrtletí	1 čtvrtletí	0 čtvrtletí	0 čtvrtletí	1 čtvrtletí	2 čtvrtletí

4. VYBRANÝ PROJEV: DŮVĚRA VEŘEJNOSTI A CENTRÁLNÍ BANKOVNICTVÍ

V úvodním [projevu](#) na konferenci chilské centrální banky konané v červenci v Santiagu připomněl její guvernér Mario Marcel třicáté výročí nezávislosti této centrální banky. Kromě významu nezávislosti centrálních bank pro efektivní vliv na inflaci se v projevu věnoval také spojitosti mezi nezávislostí a důvěryhodností centrálních bank a možnostem, jak získávat a posilovat důvěru veřejnosti.

Vytvoření nezávislého centrálního bankovníctví, které podle guvernéra Marcela patří k nejdůležitějším přínosům ekonomického myšlení posledního půlstoletí, nebylo jednoduché. Nejedná se totiž pouze o nezávislost na okolních vlivech, ale také o tvorbu rámce, standardů a řídicích struktur centrální banky tak, aby byla centrální banka konzistentní a předvídatelná. Nezávislost centrálních bank však stále nelze považovat za samozřejmost. Nehledě na to, jak hluboce je právně ukotvena, vždy může být bance odebrána či výrazně oslabena. V reálném světě totiž závisí na ochotě zainteresovaných osob dodržovat pravidla a na schopnosti centrální banky získat legitimitu a důvěryhodnost. Zároveň obráceně platí, že nezávislost automaticky nezaručuje důvěryhodnost centrální banky. Důvěryhodnost je přitom důležitá pro efektivní provádění měnové politiky. Jak ukázala nedávná studie MMF, dobré ukotvení inflačních očekávání centrální bance pomáhá k vyhlazování šoků s menšími ztrátami výstupu a sociálními náklady.

Klíčovou otázkou tedy je, jak důvěryhodnost budovat. Škola racionálních očekávání navrhuje přijetí jasné reakční funkce, otevřenou komunikaci a dodržování pravidel. V měnícím se prostředí to však může být výzvou. Důvěryhodnost centrální banky je spojena s vírou veřejnosti, že banka provede očekávané optimální kroky. Centrální banka nicméně může mít důvěru veřejnosti i v případě, že provádí diskreční měnovou politiku bez ohledu na předchozí sliby. Těžko si však lze představit opačnou situaci, že by centrální banka ovlivňovala očekávání, aniž by měla důvěru veřejnosti. Totéž platí i o komunikaci – bez důvěry veřejnosti dobrá komunikační strategie nezmuže nic. Pro moderní centrální banky je tedy důležité porozumět pojmu důvěra a možnostem její podpory. Guvernér Marcel v této souvislosti přiblížil nedávnou studii OECD, která se zabývala důvěrou ve veřejné instituce. Tato studie specifikovala pět dimenzí důvěry veřejnosti, které guvernér Marcel ve svém projevu doplnil o souvislosti týkající se centrálních bank.

První dimenzí je spolehlivost. Ta je dána mírou, do jaké je instituce schopna efektivním a předvídatelným způsobem plnit očekávání, která jsou na ni kladena. V kontextu centrálního bankovníctví se jedná o vhodné vyvážení rizik tak, aby měnová politika směřovala k dlouhodobému sociálnímu blahobytu, dále o konzistentní jednání, vysvětlování provedených opatření a efektivní vedení instituce.

Druhou dimenzí je přizpůsobivost, která zahrnuje schopnost rozpoznat změny prostředí, adaptovat se na ně bez ústupků ze závazků vůči veřejnosti a tyto změny a jejich důsledky veřejnosti vysvětlit. Pro rozvoj přizpůsobivosti musí centrální banka stále zlepšovat své analytické dovednosti k identifikaci strukturálních změn a zdrojů rizik. Zároveň musí být připravena reagovat na neočekávané události.

Třetí dimenzí je morální zásadovost, která znamená upřednostňování veřejného zájmu před zájmy jiných autorit, užších skupin, či zaměstnanců. Vyžaduje tedy nejen přísnou regulaci a kontrolu, ale také etické chování. Pro centrální banku to znamená provádění kontroly střetu zájmů a efektivního auditu.

Čtvrtou dimenzí je dosažitelnost neboli schopnost instituce rozumět potřebám veřejnosti. Od instituce vyžaduje využívání širokého souboru informací, rozvíjení transparentnosti, usilování o zpětnou vazbu a podporu dialogu. Pro centrální banku je klíčová zejména komunikace měnové politiky a finančních rizik, ale také provádění konzultací při vydávání nových předpisů a dobrou strukturu rozdělení zodpovědnosti.

Poslední dimenzí tvorby důvěry je spravedlnost, která bere na vědomí rozdíly ve společnosti a skutečnost, že působení instituce nemusí být neutrální. Spravedlnost znamená uvědomování si těchto rozdílů a hledání způsobů, jak omezit nežádoucí redistribuční efekty. Dimenzi důvěry může centrální banka posilovat pomocí prevence krizí, řízením rizik a finančním vzděláváním, v rámci instituce pak zajištěním rovných příležitostí pro zaměstnance.

Uvedené body poskytují užitečný rámec pro posouzení stávající důvěryhodnosti centrálních bank a pro vypořádání se s případnými nedostatky a zranitelností. Důvěru je totiž potřeba systematicky chránit a posilovat, neboť k jejímu oslabení může dojít velmi rychle. A jak v závěru projevu vyzdvihl guvernér Marcel, důvěra veřejnosti je základem moderní měnové politiky a legitimity nezávislosti centrálních bank při plnění jejich mandátů.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 12. září 2019. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo podatelna@cnb.cz.