

Monitoring centrálních bank

III/2021



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — III/2021

V tomto čísle

Inflace ve většině námi sledovaných zemí roste a v mnoha z nich již překračuje cíl příslušné centrální banky. Ke zpřísnění měnové politiky prostřednictvím navýšení úrokových sazeb přistoupila maďarská a česká centrální banka, norská centrální banka zřejmě sazby zvýší na svém zářijovém zasedání. Další centrální banky buď přímo omezují, nebo se chystají omezit své podpůrné programy. I nadále však platí, že v nadcházejícím období bude ekonomická situace ovlivněna dopady pandemie koronaviru.

Aktuální Téma pod lupou se věnuje problematice tolerančního pásma inflačního cíle a dalších vyjádření cíle optikou několika nedávných studií. Ve vybraném projevu představuje členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel závěry revize měnové politiky Evropské centrální banky.

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: Lucie Matějková (editorka), Kateřina Arnoštová a Ivana Kubicová.

Uzávěrka tohoto čísla je 9. září 2021.

Obsah

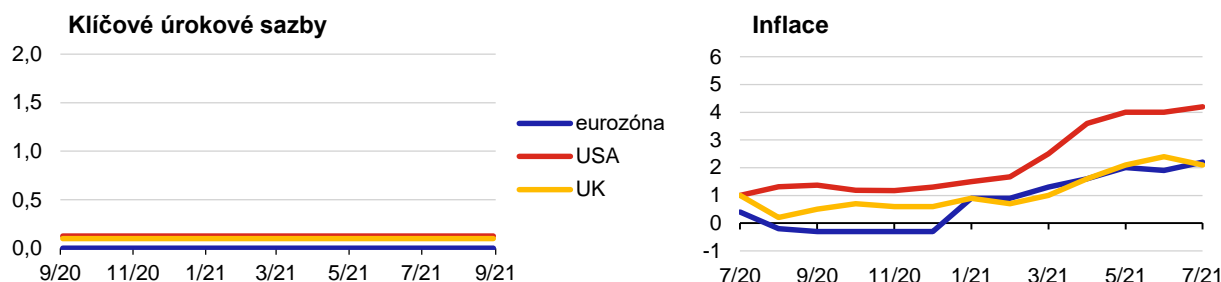
| | |
|---|-----------|
| I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK | 4 |
| I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru | 4 |
| I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace | 5 |
| I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci | 6 |
| II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ | 7 |
| III. TÉMA POD LUPOU: TOLERANČNÍ PÁSMO INFLAČNÍHO CÍLE A JEHO ÚSKALÍ | 9 |
| IV. VYBRANÝ PROJEV: ISABEL SCHNABEL: NOVÁ STRATEGIE PRO MĚNÍCÍ SE SVĚT | 13 |

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 % ¹ | 2 % ² | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 22. července (0,00);(0,00) ³ 9. září (0,00);(0,00) ³ | 15. – 16. června (0,00) 27. – 28. července (0,00) | 24. června (0,00) 5. srpna (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | 0,00 %; -0,50 % ³ | 0 – 0,25 % ⁴ | 0,1 % |
| poslední inflace | 3 % (srpen 2021) ⁵ | 4,2 % (červenec 2021) ⁶ | 2 % (červenec 2021) |
| očekávaná MP zasedání | 28. října 16. prosince | 21. – 22. září ⁷ 2. – 3. listopadu | 23. září 4. listopadu 16. prosince |
| další očekávané události | 28. 10. zveřejnění prognózy | 20. 10. zveřejnění Beige Book | 4. 11. zveřejnění Monetary Policy Report |
| očekávaný vývoj sazeb ⁸ | → | → | → |

Poznámka: ¹ nový inflační cíl ECB je od července 2021 symetrický ve výši 2 %; ² dlouhodobý průměr (definice ze srpna 2020); ³ depozitní sazba; ⁴ v grafu je zobrazen střed pásma; ⁵ tzv. Flash odhad; ⁶ jedná se o index spotřebitelských cen (Consumer Price Index for All Urban Consumers, CPI-U); ⁷ zasedání spojeno se souhrem ekonomických prognóz FOMC; ⁸ směr očekávání změny sazeb v následujících 3 měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts,.



ECB ponechala úrokové sazby beze změny a očekává, že zůstanou na současné či nižší hodnotě do doby, než zaznamená trvalejší dosahování 2% inflace výrazně před koncem horizontu projekcí. To může zahrnovat také přechodné období mírného přestřelování inflačního cíle. Čisté nákupy v rámci APP budou pokračovat beze změny v měsíčním objemu 20 mld. EUR a skončí krátce před zahájením zvyšování úrokových sazeb. Celkový objem programu PEPP zůstává 1850 mld. EUR a bude probíhat alespoň do konce března 2022, měsíční objem čistých nákupů aktiv však bude mírně nižší než v předchozích dvou čtvrtletích (revize PEPP je na programu prosincového zasedání). Financování skrze TLTRO III bude pokračovat. Ve 2Q 2021 vzrostl HDP o 2,2 %, což bylo více, než ECB očekávala. ECB mírně zvýšila prognózu růstu HDP pro tento rok (na 5 % oproti 4,6 % v červnu), pro roky 2022 a 2023 ji ponechala zhruba nezměněnou (tj. 4,6 % a 2,1 %). ECB zvýšila i prognózu inflace, letos očekává 2,2 % (proti 1,9 %), v roce 2022 1,7 % (1,5 %) a v roce 2023 1,5 % (1,4 %).

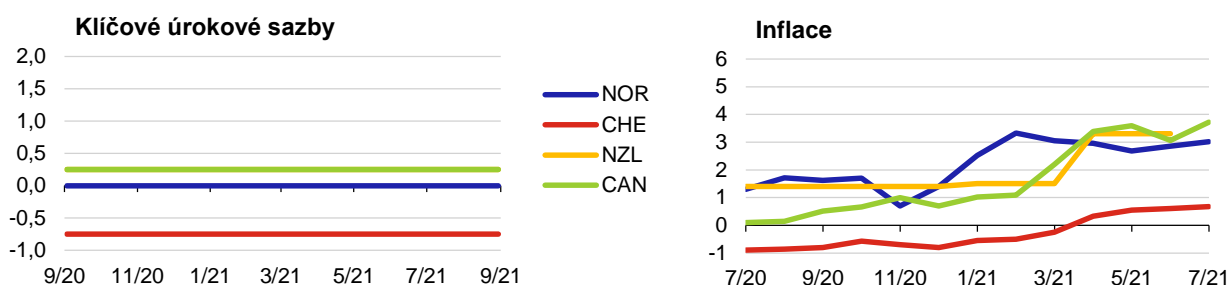
Fed v souladu s tržním očekáváním ponechal nastavení základních úrokových sazeb i parametry QE beze změny. Klíčová úroková sazba (FFR) tak zůstala v pásmu 0 až 0,25 % a tempo nákupů dluhopisů zůstává na 120 mld. USD měsíčně. Inflace se nachází nad cílem americké centrální banky. Nezaměstnanost sice poklesla na 5,4 %, nejnižší za dobu pandemie, přesto je však vysoká. Podle vystoupení svého prezidenta J. Powella na konferenci v Jackson Hole zřejmě Fed během následujících měsíců přistoupí ke snižování nákupů aktiv (více viz Zajímavé události). Optimističtější členové výboru vidí i možné první zvýšení sazeb v 2022 či 2023. Fed zavedl dvě stálé [repo facility](#), které mají sloužit jako pojistka pro zajištění účinné implementace měnové politiky a hladké fungování peněžního trhu. K facilitě SRF budou mít přístup domácí primární dealeri a později i další banky, k facilitě FIMA pak zahraniční a mezinárodní měnové autority.

BoE ponechala hlavní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,1 % a také limit programu nákupu aktiv zůstal zachován na úrovni 895 mld. GBP (nákupy aktiv budou probíhat do konce roku). Inflace ve 4Q 2021 dle BoE přechodně vzroste na 4 %, následně poklesne na 2,5 % koncem roku 2022 a na cíli bude ve druhém pololetí roku 2023. Růst HDP v tomto roce očekává BoE přes 7 % a v příštím roce kolem 6 %. Pokud se bude naplňovat hlavní scénář prognózy, dojde dle BoE ke zpřísnění měnových podmínek [v těchto krocích](#): poté, co BoE zvýší MP sazbu na 0,5 %, zastaví reinvestice z maturujících britských vládních dluhopisů, samotný proces odprodeje aktiv z rozvahy pak zahájí, až MP sazba vzroste alespoň na úroveň 1 %, vše v závislosti na vývoji ekonomiky; odprodeje aktiv přitom budou probíhat tak, aby nenarušily fungování finančních trhů. Nezávisle na tom BoE informovala o dokončení v únoru zahájených technických příprav ostrovního finančního systému na zavedení záporných úrokových sazeb, pokud by si to situace v budoucnu vyžadovala.

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

| | Norsko (NB) | Švýcarsko (SNB) | Nový Zéland (RBNZ) | Kanada (BoC) |
|--|--|---|--|---|
| inflační cíl | 2 % | 0–2 % | 2 % | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 17. června (0,00) 19. srpna (0,00) | 17. června (0,00) | 14. července (0,00) 18. srpna (0,00) | 14. července (0,00) 8. září (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | 0 % | -0,75 % | 0,25 % | 0,25 % |
| poslední inflace | 3 % (červenec 2021) | 0,7 % (červenec 2021) | 3,3 % (2Q 2021) | 3,7 % (červenec 2021) |
| očekávaná MP zasedání | 23. září 4. listopadu 16. prosince | 23. září 16. prosince | 6. října 24. listopadu | 27. října 8. prosince |
| další očekávané události | 23. 9. zveřejnění Monetary Policy Report | 29. 9. zveřejnění Quarterly Bulletin | 24. 11. zveřejnění Monetary Policy Statement | 27. 10. zveřejnění Monetary Policy Report |
| očekávaný vývoj sazeb¹ | ↑ | → | ↑ | → |

Poznámka: ¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ, v případě Norges Bank z prognózy.



NB ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0 %, poslední (červnová) prognóza NB však očekává růst sazeb od letošního podzimu (zřejmě od září), což je v souladu s dřívějším prohlášením guvernéra Olsena. Oproti březnové prognóze je trajektorie úrokových sazeb aktuálně po celé délce mírně výše. NB předpokládá, že k překročení normální úrovně využití kapacit ekonomiky dojde ke konci tohoto roku (překmit do kladné mezery výstupu). Nezaměstnanost by měla dále klesat, přičemž k návratu na úroveň před pandemií dojde v průběhu příštího roku. Dále NB předpokládá, že inflace ve zbytku roku poklesne. NB se vrací ke způsobu řízení likvidity, který používala před koronavirovou pandemií.

SNB ponechala úrokovou sazbu na úrovni -0,75 % a zopakovala připravenost intervenovat na devizovém trhu proti zhodnocování švýcarského franku (v průběhu loňského roku SNB intervenovala několikrát v celkovém objemu 100 mld. CHF). Červnová prognóza SNB předpokládá proti březnové prognóze v tomto a v příštím roce mírně vyšší inflaci, v tomto roce 0,4 %, v 2022 0,6 % a v 2023 0,6 %. To je primárně dáno zdražením ropy a nárůstem cen ve službách spojených s cestovním ruchem. HDP v tomto roce podle SNB poroste přibližně o 3,5 %. Hypoteční trh a ceny rezidenčních nemovitostí v posledních čtvrtletích silně rostly, a zranitelnost těchto segmentů se tak dále zvyšovala. SNB v březnu 2020 snížila sazbu sektorové kapitálové rezervy z 2 % na 0 % a potřebu její opětovné reaktivace pravidelně vyhodnocuje.

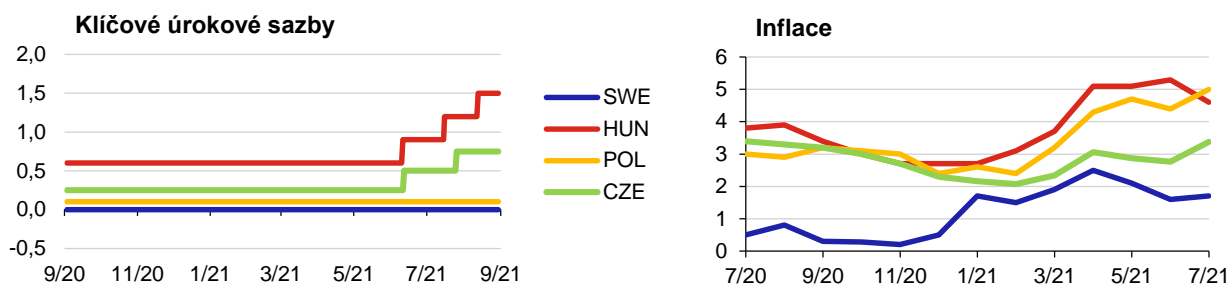
RBNZ ponechala hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,25 %, a to zejména v souvislosti s přijatými protipandemickými restrikcemi v zemi (původně se očekávalo zvýšení úrokové sazby). Program nákupu aktiv LSAP byl v červenci pozastaven (původně měl trvat do června 2022, již dříve se však objevily informace o možnosti nevyčerpání cílového objemu 100 mld. NZD). Program Funding for Lending, snižující náklady financování bankám, byl ponechán beze změny a očekává se jeho trvání do příštího roku. RBNZ předpokládá omezování stimulačního charakteru své měnové politiky, aby se snížilo riziko, že se inflační očekávání stanou neukotvenými. Srpnová prognóza očekává zvýšení úrokové sazby koncem tohoto roku.

BoC ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,25 %. Na efektivní dolní hranici ji ponechá, dokud nebude udržitelně dosahováno 2% inflačního cíle, které je očekáváno dle červencové prognózy v 2H 2022. BoC i nadále nakupuje vládní dluhopisy, avšak týdenní objemy dále snížila ze 3 mld. CAD na 2 mld. CAD s ohledem na probíhající oživení ekonomiky. Kanadský HDP ve druhém čtvrtletí poklesl o 1,1 % meziročně a v mezičtvrtletním vyjádření o 0,3 %. To odráží pokles vývozu mj. kvůli narušení dodavatelských řetězců (zejména v automobilovém sektoru) a oslabenou aktivitu rezidenčních investic, neboť aktivita na trhu s bydlením se snížila z nedávných vysokých úrovní. Inflace CPI podle očekávání zůstává nad 3 %. Nárůst mezd byl dosud mírný a střednědobá inflační očekávání zůstávají dobře ukotvena. Jádrové míry inflace se zvýšily, ale o méně než CPI.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

| | Švédsko (Riksbank) | Maďarsko (MNB) | Polsko (NBP) | Česko (ČNB) |
|--|---|--|---|---|
| inflační cíl | 2 % ¹ | 3 % | 2,5 % | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 30. června (0,00) | 22. června (+0,30) 27. července (+0,30) 24. srpna (+0,30) | 8. července (0,00) 8. září (0,00) | 23. června (+0,25) 5. srpna (+0,25) |
| aktuální klíčová sazba | 0 %; -0,1 % ² | 1,5 % | 0,10 % | 0,75 % |
| poslední inflace | 1,7 % (červenec 2021) | 4,6 % (červenec 2021) | 5,4 % (srpen 2021) ³ | 3,4 % (červenec 2021) |
| očekávaná MP zasedání | 20. září 24. listopadu | 21. září ⁴ , 19. října 16. listopadu 14. prosince | 6. října 3. listopadu 8. prosince | 30. září 4. listopadu ⁴ |
| další očekávané události | 21. 9. a 25. 11. zveřejnění Monetary Policy Report | 21. 9. a 14. 12. zveřejnění Inflation Report | 10. 11. zveřejnění Inflation Report | 12. 11. zveřejnění Zprávy o měnové politice |
| očekávaný vývoj sazeb⁵ | → | → | → | ↑ |

Poznámka: ¹ inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; ² depozitní sazba; ³ tzv. flash odhad; ⁴ zveřejnění nové prognózy; ⁵ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, v případě ČNB z prognózy centrální banky.



Riksbank ponechala základní úrokovou sazbu na úrovni 0 % a na této úrovni ji očekává i po celé prognózované období (tj. do 3Q 2024), depozitní sazba zůstává také nezměněná (-0,1 %). Ani předpokládaný objem nákupu dluhopisů se nemění (700 mld. SEK); aktiva budou držena přinejmenším do konce roku 2022. Riksbank ponechává v platnosti i dřívější programy na poskytování likvidity. Červencová prognóza HDP počítá letos s růstem 4,2 % (dubnová prognóza očekávala 3,7 %), pro 2022 prognóza předpovídá růst o 3,7 % (oproti 3,6 %) a v roce 2023 1,9 % (oproti 2 %). Výhled inflace (CPIF) je pro tento rok mírně vyšší 1,8 % (oproti 1,5 %), pro příští rok také (1,7 % oproti 1,4 %) a v roce 2023 dosáhne 1,8 %. Na celém prognózovaném období je tak inflace mírně pod cílem centrální banky, avšak blíže cíli než v dubnové prognóze.

MNB po předchozím avízu ohledně zpřísnění měnové politiky zahájila v červnu sérii zvyšování úrokových sazeb, hlavní sazba byla zvýšena třikrát za sebou vždy o 30 b. b. na aktuální úroveň 1,5 %. MNB si udržuje přítomnost na trhu vládních dluhopisů, nicméně pozvolna bude nákupy ukončovat; prvním krokem je snížení týdenních nákupů z 60 mld. HUF na 50 mld. HUF od 23. srpna. Program FGS GO! na podporu SME byl ukončen v červnu. Červencová inflace dosáhla 4,6 %, když jádrový ukazatel inflace činil 3,5 %. Maďarský meziroční růst HDP ve 2Q vlivem nízké srovnávací základny přechodně zrychlil na 17,9 %, mezičtvrtletně ekonomika vzrostla o 2,7 % a ekonomická aktivita již přesáhla předpandemickou úroveň.

NBP ponechala úrokovou sazbu na úrovni 0,1 %, nadále nakupuje vládní dluhopisy a vládou garantované dluhové cenné papíry na sekundárním trhu a pokračuje program refinancování úvěrů. HDP dle předběžného odhadu vzrostl ve 2Q 2021 o 11,1 % meziročně a podpořil ho zejména silný růst soukromé spotřeby. Podle prognózy v červenci HDP letos vzroste o 5 % (oproti 4,1 % v březnu), v následujících dvou letech poroste tempem mírně nad 5 %. Aktuální prognóza předpokládá inflaci letos na úrovni 4,2 % (oproti 3,1 %), v příštím roce 3,3 % (oproti 2,8 %) a v roce 2023 3,4 % (proti 3,2 %).

ČNB na dvou posledních měnových zasedáních zvýšila hlavní úrokovou sazbu pokaždé o 25 b. b., tedy na úroveň 0,75 %, a to v reakci na zvýšené cenové tlaky ze zahraničí i domácí ekonomiky. HDP ve 2Q 2021 vzrostl meziročně o 8,2 %, v souhrnu za letošní rok se podle letní prognózy ČNB ekonomická aktivita zvýší o 3,5 % a v příštím roce o 4,1 %. Růst bude tažen výrazně oživující spotřebou domácností, spotřebitelský sentiment bude podpořen i zlepšováním situace na trhu práce. Inflace v následujících čtvrtletích vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma 2% cíle. K tomu povede zrychlení růstu cen potravin při nadále vysoké jádrové inflaci a silné dynamice cen pohonných hmot. ČNB zvýšila sazbu proticyklické kapitálové rezervy o 50 bazických bodů na úroveň 1,50 % platnou od 1. října 2022.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

ECB po revizi přijala symetrický 2% cíl a bude ve svém rozhodování zohledňovat klimatické aspekty

ECB v červenci [vyhlásila](#) výsledky [přezkumu své měnové politiky](#), na kterém pracovala 18 měsíců (k zahájení přezkumu viz [MCB z března 2020](#)). Zásadní změnou je vyhlášení symetrického 2% cíle místo dřívější formulace „pod, ale blízko 2%“. ECB uvedla, že nežádoucí pro ni je inflace pod i nad stanoveným cílem. C. Lagarde [upřesnila](#), že se nejedná o cílování průměrné inflace jako u amerického Fedu, ale že krátkodobé překročení cíle je možné. Měřítkem inflace zůstává i nadále index HICP, ECB však avizovala dlouhodobý záměr lépe zohlednit náklady spojené s vlastnickým bydlením. Do doby vytvoření potřebného indexu ze strany Eurostatu bude ECB v rámci měnověpolitických úvah brát v potaz jiné odhady nákladů vlastnického bydlení.

ECB také hodlá pomáhat v [boji proti klimatickým změnám](#) a úvahy o nich zahrne do své měnové politiky; klimatické indikátory a rizika zařadí do svého statistického, analytického i prognostického aparátu. Rámec, kterým se řídí při nákupu podnikových dluhopisů, do budoucna upraví tak, aby zahrnoval kritéria týkající se změn klimatu.

ECB také ohlásila změny v komunikaci své měnové politiky, které začala uplatňovat již po měnověpolitickém zasedání na konci července. Úvodní prohlášení na tiskové konferenci bylo nahrazeno „[Měnovým prohlášením](#)“ ([Monetary policy statement](#)), které má pro lepší srozumitelnost i vlastní stručnou [vizualizaci](#). Zásadnější změnou byla úprava signalizace budoucí měnové politiky (forward guidance) na červencovém zasedání, kdy v souladu s novou strategií ECB uvedla, že úrokové sazby zůstanou na současné či nižší úrovni, „než zaznamená, že 2% inflace je dosahováno výrazně před koncem horizontu projekcí, a to trvale po jeho zbytek“. Někteří členové Rady guvernérů ECB tuto verzi nepodporovali, protože podle nich formulace „výrazně před“ může naznačovat nečinnost měnové politiky vedoucí k přestřelování inflačního cíle.

ECB plánuje provádět revize měnové politiky periodicky a příští přezkum plánuje přibližně na rok 2025. Další podrobnosti k revizi měnověpolitické strategie uvádí Vybraný projev Isabel Schnabel v tomto vydání MCB.

MNB přijala strategii na podporu životního prostředí

V červenci [přijala](#) MNB „zelenou“ měnověpolitickou [strategii](#) zaměřenou na podporu dlouhodobé udržitelnosti životního prostředí, která má MNB umožnit podporovat zelené financování v rámci jejího mandátu udržování cenové stability. V rámci implementace této strategie s cílem podpořit „zelené“ půjčky MNB spustila dva nové programy, a to program tzv. zelených hypoték (Green Mortgage Bond Purchase Programme) v objemu až 200 mld. HUF. V říjnu pak MNB spustí tzv. FGS Green Home Programme také v objemu 200 mld. HUF určený pro bezúročné poskytování likvidity bankám za podmínky nízkouročených půjček na stavbu energeticky efektivních domů.

Strategii na podporu boje proti změnám klimatu přijala i BoJ

Japonská centrální banka přijala [strategii na podporu klimatu](#), která kromě opatření měnové politiky zahrnuje ještě čtyři další oblasti (zaměří se na finanční stabilitu, výzkum, mezinárodní spolupráci a také na ekologickou udržitelnost vlastního fungování). V rámci [opatření měnové politiky](#) začne letos poskytovat roční bezúročné půjčky bankám určené na financování projektů šetrných ke klimatu. V rámci mezinárodní spolupráce bude nakupovat zelené dluhopisy v zahraničních měnách.

Na virtuální konferenci v Jackson Hole šéf Fedu naznačil snižování nákupu aktiv

Srpnová [konference](#) centrálních bankéřů a ekonomických expertů organizovaná kansaským Fedem si jako téma zvolila „Makroekonomickou politiku v rozkolísané ekonomice“ („Macroeconomic Policy in an Uneven Economy“). Letošní sympozium bylo nakonec svoláno jako virtuální, stejně jako v loňském roce. Zahajovací a všemi očekávaný [projev](#) pronesl šéf Fedu J. Powell, který naznačil, že americký Fed zřejmě přistoupí v následujících měsících ke snižování nákupů aktiv (tzv. tapering), neboť banka pozoruje „zřetelný pokrok“ na cestě k maximální zaměstnanosti a inflace se navrací k úrovním konzistentním s plněním 2% cíle; současné výrazně zvýšené inflační tlaky přitom považuje za dočasné. Mezi přednášející patřili dále například Kristin Forbes (MIT), Alan Blinder (Princeton) nebo Gita Gopinath (MMF).

Fed prodloužil přístup k dolarové likviditě pro zahraniční centrální banky

Fed v červenci [rozhodl](#) o dalším prodloužení svých swapových dolarových linek s devíti centrálními bankami (australskou RBA, centrálními bankami Brazílie, Jižní Koreje, Mexika, měnovou autoritou Singapuru, švédskou Riksbank, dánskou DNB, norskou NB a novozélandskou RBNZ), a to až do konce roku 2021. Likviditní linky Fedu měly původně trvat od

března 2020 po dobu nejméně 6 měsíců, ale byly již dvakrát prodlouženy (více viz [břežnový MCB](#)). Fed také [rozhodl](#) o ustanovení trvalé FIMA repo facility (repo linky pro zahraniční centrální banky a měnové autority).

Guvernér norské centrální banky odstoupje

Oystein Olsen, guvernér Norges Bank, [oznámil](#) v srpnu své rozhodnutí odstoupit k únoru 2022 ze své funkce z důvodu věku. Do funkce guvernéra NB nastoupil v lednu 2011 a v současnosti vykonává druhý šestiletý mandát. Jako Olsenova nástupkyně v čele NB je očekávána současná viceguvernérka Ida Wolden Bache.

RBNZ zvažuje nástroje ke zkrocení nemovitostního trhu...

V červnu novozélandská vláda [rozšířila](#) dostupné nástroje RBNZ o možnost používat DTI limit s cílem ochlazení trhu s nemovitostmi. RBNZ v předchozí [analýze](#) uvedla, že tento makroobezřetnostní nástroj nejlépe vyhovuje cílům dosáhnout udržitelných cen bydlení. V srpnu pak RBNZ [uvedla](#), že zvažuje zavedení některého z nástrojů k ochlazení nemovitostního trhu. Nadcházející konzultace mají vést k výběru nejlepšího možného postupu, včetně dalších úprav limitů LTV, nastavení DTI nebo určení dolních limitů úrokových sazeb.

...a pozastavila pandemický program nákupu aktiv, zvýšení sazeb však odložila

RBNZ v červenci [oznámila](#), že v souvislosti s oživením ekonomiky ukončí ještě týž měsíc program nákupu aktiv (LSAP), nicméně program podpory úvěrování (Funding for Lending Programme) zůstává v platnosti. Na srpnovém zasedání bylo poté všeobecně očekáváno zvýšení úrokových sazeb, nicméně vzhledem k nově zavedeným restrikcím proti šíření covidu bylo [odloženo](#).

Sazba SWESTR se stala oficiální referenční sazbou pro finanční kontrakty

Nová jednodenní referenční sazba švédské Riksbank s názvem SWESTR (Swedish krona Short Term Rate) je od září oficiálně [k dispozici](#) pro použití na finančních trzích. Riksbank zveřejnila její první oficiální hodnotu 2. září. Testovací období pro sazbu SWESTR, které bylo vyhlášeno v lednu (viz [břežnový MCB](#)), tak skončilo.

ECB zahajuje výzkumnou fázi projektu digitálního eura

V červenci ECB zahájila výzkumnou fázi projektu digitálního eura, který by měl probíhat během 24 měsíců od října 2021. Jeho cílem je vyřešit klíčové otázky týkající se designu a distribuce digitálního eura. ECB publikuje vývoj týkající se digitálního eura na zvláštní [webové stránce](#). Další informace o zahájení projektu jsou k dispozici v [MCB z prosince 2020](#).

Norges Bank získala pravomoc stanovit proticyklickou kapitálovou rezervu

V září norská vláda [svěřila](#) norské centrální bance odpovědnost za stanovení sazby proticyklické kapitálové rezervy. NB bude také pravidelně radit ministerstvu financí ohledně rezervy na krytí systémového rizika pro banky.

III. TÉMA POD LUPOU: TOLERANČNÍ PÁSMO INFLAČNÍHO CÍLE A JEHO ÚSKALÍ

Revize měnové politiky probíhající v poslední době v několika významných centrálních bankách se zaměřily mimo jiné na to, jak nejlépe formulovat inflační cíl. Jedním z aspektů formulace inflačního cíle je jeho specifikace jako bodu či intervalu. Aktuální Téma pod lupou shrnuje výsledky několika nedávných studií, které se touto problematikou zabývají, a detailněji tak rozvádí problematiku inflačních cílů z červnového Monitoringu centrálních bank.

Bod nebo interval? Historie formulace inflačních cílů

Debaty o vhodnosti vyjádření inflačního cíle bodem či intervalem probíhají prakticky již od samého počátku existence režimu cílování inflace. Problémem diskuzí týkajících se intervalu však občas bývá určitá nevyjasněnost, zda se týkají intervalu pro ex-post kolísání pozorované inflace kolem bodového cíle, nebo intervalu ve smyslu cílovaného rozpětí v případě očekávaného budoucího vývoje inflace. K zamlžení debat přispívá i rozmanitost názvosloví v centrálních bankách, kde se pro interval používají názvy jako „variation band“, „tolerance band“, „uncertainty band“, „control range“, „inflation range“, „target range“ apod. Přehlednou klasifikaci inflačních cílů, kterou tento článek bude používat, navrhli např. Apel a Claussen (2017):

- (i) cílované rozpětí (target range), kdy celé toto rozpětí představuje inflační cíl
- (ii) bodový cíl (point target), kdy je inflační cíl centrální banky vyjádřen jednou (jedinou) číselnou hodnotou
- (iii) bodový cíl s tolerančním pásmem (tolerance band), kdy toleranční pásmo vyjadřuje, jakou odchylku od cíle centrální banka při zpětném hodnocení považuje za přijatelnou.

Počátek režimu cílování inflace byl v centrálních bankách velmi často spojen s vyjádřením inflačního cíle ve formě **cílovaného rozpětí**. To veřejnosti tlumočilo důležitou informaci, že dosahování určité přesně stanovené inflace je nejisté (de facto nemožné), resp. že schopnost centrální banky kontrolovat inflaci je nutně nedokonalá. Nejistota ohledně správné interpretace konkrétní výše inflačního cíle v případě cílovaného rozpětí však hrozí oslabit ukotvení inflačních očekávání. Proto řada zemí s inflačním cílem definovaným ve formě rozpětí od počátku, případně od jisté doby výslovně uvádí, že cíluje jeho střed (midpoint – například Nový Zéland nebo Kanada). V případě australské RBA je rozpětí natolik úzké (2–3 %), že ho sama centrální banka charakterizovala jako „rozptýlený bod“ (thick point).¹ Historii vyjádření inflačních cílů v čase uvádí následující tabulka.

Tabulka: Vyjádření inflačního cíle ve vybraných centrálních bankách v čase

B (modře) = bodový cíl, **BP (červeně)** = bodový cíl s tolerančním pásmem, **R (žlutě)** = cílované rozpětí

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | | |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|----|
| ECB | | | | | | | | | | | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | B | |
| Fed | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B |
| BoE* | | | | R | R | R | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | |
| NB | | | | | | | | | | | | | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | |
| SNB | | | | | | | | | | | | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | |
| RBNZ** | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | |
| BoC** | | | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | |
| Riksbank | | | | | | | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | B | B | B | B | B | B | B | BP | BP | BP | BP | BP |
| MNB | | | | | | | | | | | | | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | BP | BP | BP | BP | BP | BP | |
| NBP | | | | | | | | | | B | R | R | R | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | |
| ČNB | | | | | | | | | | R | R | R | R | R | R | R | R | R | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP | BP |
| RBA | | | | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R |
| BoJ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | B | B | B | B | B | B | B | B | B | B | |

Poznámky: *Britská Bank of England má od roku 1995 bodový cíl. Vyšší než předem určitá stanovená odchylka od inflačního cíle však má od roku 1997 konkrétní důsledky, a to, že centrální banka musí v otevřeném dopise tuto odchylku vládě vysvětlit. Inflační cíl má proto spíše podobu bodového cíle s tolerančním pásmem. **Novozélandská a kanadská centrální banka mají obě cíl vyjádřen jako 2% střední hodnotu (midpoint) cílovaného rozpětí 1–3 %. Pořadí bank odpovídá jejich sledu v první kapitole MCB. První záznam pro danou centrální banku odpovídá roku přijetí režimu cílování inflace, u Riksbank rok vstupu inflačního cíle v platnost (inflační cíl byl přijat již o dva roky dříve).

Zdroj: Webové stránky centrálních bank, Ehrmann (2021), Min. financí UK (2013).

¹ Debelle (2018)

Alternativní možností oproti cílovanému rozpětí je vyjádření inflačního cíle ve formě **bodového cíle**. V jeho prospěch hovoří skutečnost, že poskytuje jasnou nominální kotvu, ke které mohou konvergovat a ukotvit se na ní inflační očekávání. Vzhledem k vnějším šokům a dalším faktorům mimo kontrolu centrální banky však inflace kolem stanovené bodové hodnoty zpravidla kolísá. Kolem bodového cíle proto banky vnímají jisté implicitní (nevyjádřené) pásmo, resp. konkrétně definují explicitní „**pásmo tolerance**“, v němž se inflace může pohybovat, aniž by toto kolísání bylo vnímáno jako porušení cíle. Přechod mezi implicitním a explicitním pásmem představuje situace, kdy banka má oficiálně stanoven pouze bodový cíl, avšak vyšší než definovaná odchylka od tohoto cíle je spojena s konkrétními důsledky. Příkladem takové situace je Bank of England, která musí otevřeným dopisem odchylku vyšší než ± 1 p. b. vládě vysvětlit a navrhnout nápravu. Nejčastěji je však toleranční pásmo vyjádřeno explicitně, tedy numerickou hodnotou přijatelných odchylek inflace od bodového cíle.

Podstatný rozdíl mezi výše uvedenými kategoriemi je také v časovém pohledu. Bodový cíl a cílované rozpětí vyjadřují, jaká hodnota (resp. hodnota z jakého intervalu) je *ex-ante* konzistentní s cílem centrální banky. Naproti tomu toleranční pásmo naznačuje, jaký rozptyl hodnot kolem svého cíle centrální banka sama při zpětném (*ex-post*) hodnocení považuje za přijatelný výsledek své měnové politiky.

Problematikou vyjádření inflačního cíle se zabýval již Mishkin (2000), který upozorňoval, že specifikovaný interval kolem cíle „může začít žít vlastním životem“. To znamená, že veřejná debata se může zaměřovat víc na skutečnost, zda je inflace uvnitř nebo vně tohoto intervalu, než na to, jak daleko je inflace od bodového cíle či od středu intervalu. Přílišné zaměření na okraje pásma pak může vést centrální banku ke koncentraci na udržení inflace pouze uvnitř pásma, a nikoli na dosažení inflačního cíle. To následně může přispívat k nelineárnímu provádění měnové politiky, kdy centrální banka agresivněji reaguje na inflaci vně intervalu než uvnitř něj. Tuto situaci a její implikace pro měnovou politiku pak za použití neokynesiánského modelu ilustrují Le Bihan et al. (2021, viz dále).

Toleranční pásmo ano, či ne? Dilema Riksbank

Další studie s tematikou formulace inflačního cíle se objevily v roce 2017 v souvislosti s debatami o znovuzavedení tolerančního pásma švédskou Riksbank, která toleranční pásmo o šíři ± 1 procentní bod zavedla v roce 1995 a následně ho opustila v roce 2010. Toleranční pásmo bylo v Riksbank v roce 2017 znovu zavedeno pod názvem „variační pásmo“ (variation band).²

Apel a Claussen (2017) analyzují výhody a nevýhody různých formulací inflačního cíle (ve smyslu bod – bod s tolerančním pásmem – rozpětí) a jejich vliv na možnost flexibility měnové politiky.

Dospívají k závěru, že měnová politika může být flexibilní i bez tolerančního pásma kolem cíle a brát v potaz i další faktory, jako je výstup nebo zaměstnanost, ovšem jen v případě, kdy je bodový cíl centrální banky dostatečně kredibilní. Tuto tezi ilustrují na příkladu Riksbank, která ve své prognóze využívá i alternativní scénáře možného vývoje úrokových sazeb při různém vývoji dalších faktorů. Alternativní scénáře nicméně neznamenají, že si banka může zvolit libovolnou měnovou politiku. Musí zvolit takovou měnovou politiku, která přivede inflaci na horizontu prognózy zpět k inflačnímu cíli, aby zaručila, že veřejnost neztratí důvěru v dosažení inflačního cíle a inflační očekávání tedy zůstanou ukotvená.

Toleranční pásmo může podle nich měnové politice poskytnout vyšší flexibilitu. Musí však zůstat zachována kredibilita inflačního cíle. Toleranční pásmo také nesmí mít tzv. „tvrdé okraje“ (hard edges), tedy nesmí fungovat způsobem, že pro centrální banku je velmi problematická inflace vně pásma, nikoli uvnitř pásma. V případě „tvrdých okrajů“ má totiž centrální banka omezenou volbu ohledně reakce na inflaci vně pásma, neboť volí pouze takové reakce, kdy se inflace rychle do pásma navrací.³

Toleranční pásmo však podle autorů představuje pro centrální banku užitečný komunikační nástroj, který poskytuje informaci, jak velkou míru nejistoty – a jak velkou odchylku inflace od cíle – považuje centrální banka za normální a přijatelnou. Představuje tak didaktickou pomůcku, jak vyjádřit nemožnost dosahování přesného bodového cíle. Existence tolerančního pásma také činí mírné odchylky inflace od bodového cíle opticky „méně dramatické“. Autoři však upozorňují, že toleranční pásmo nesmí být zaměňováno s cílovaným rozpětím. Rozpětí, kdy banka může teoreticky cílovat různé hodnoty inflace v různou dobu, vede podle nich k menší ukotvenosti inflačních očekávání, protože zvyšuje nejistotu ohledně skutečné výše inflačního cíle a tím snižuje jeho kredibilitu, což může vést k výkyvům v ekonomickém výkonu.

² O znovuzavedení tolerančního („variačního“) pásma rozhodla Riksbank zároveň s přechodem k cílování inflace měřené indexem CPIF, viz [rozhodnutí Riksbank ze září 2017](#) a také [MCB ze září 2017](#).

³ Situace „tvrdých okrajů“ je obdobou „pásma netečnosti“ specifikovaného ve studii Chung et al. (2020). Implikace pro měnovou politiku rozebírá výzkum Le Bihan et al. (2021); obojí viz dále v tomto článku.

Andersson a Jonung (2017) ve svém článku argumentují ve prospěch tolerančního pásma. Odchylka inflace od inflačního cíle může být dána i konkrétním cenovým indexem, používaným pro měření inflace. Mezi různými cenovými indexy (CPI, deflátor HDP, jádrová inflace apod.) mohou existovat podstatné rozdíly a ani jeden z nich neposkytuje zcela „pravdivý obraz“ o vývoji cenové hladiny. V každém indexu se navíc vyskytují chyby měření. Prognostická nejistota navíc pramení i z neočekávaných šoků, které mohou v mezidobí ovlivnit inflaci. Toleranční pásmo je z hlediska komunikace jednoduchou metodou, jak veřejnosti sdělit, že měnová politika nemůže udržet inflaci na cíli neustále. Na zkušenosti Riksbank, která v letech 2010 až 2017 toleranční pásmo opustila, se podle autorů navíc ukázalo, že bez tolerančního pásma má veřejnost i analytici tendenci soustředit se pouze na specifickou hodnotu inflačního cíle. Jakákoli odchylka od tohoto bodového cíle je následně interpretována jako selhání měnové politiky.

Jak formulace cíle ovlivňuje inflační očekávání? Výzkum ECB

Otázku, jakou má formulace inflačního cíle (ve tvaru bod – bod s tolerančním pásmem – rozpětí) vliv na krátkodobá a střednědobá inflační očekávání, si klade Ehrmann (2021). Ve svém článku testuje dvě hypotézy: první je, že cíl specifikovaný ve formě intervalu méně efektivně ukotvuje inflační očekávání, protože dovoluje centrální bance větší flexibilitu v provádění měnové politiky ve smyslu cílování různých hodnot inflace (tzv. „hypotéza flexibility“), tj. recipročně vyjádřeno, že inflační očekávání nejlépe ukotvuje bodový cíl, nejhůře ho ukotvuje cílované rozpětí, a bodový cíl s tolerančním pásmem se pohybuje mezi těmito dvěma výsledky. Druhá hypotéza tvrdí, že cíl specifikovaný ve formě intervalu je efektivnější v ukotvenosti inflačních očekávání, protože snižuje pravděpodobnost minutí cíle a tím zvyšuje kredibilitu centrální banky (tzv. „hypotéza zvýšení kredibility“). Na souboru dat z 20 zemí s režimem cílování inflace hypotézy testuje mj. s ohledem na dobu zavedení režimu cílování inflace a na ukotvenost inflačních očekávání před zavedením tohoto režimu, sleduje vliv délky setrvání inflace poblíž cíle a dál od cíle a sleduje také odlišnosti mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami na vybraném vzorku zemí.

Článek vyvrací hypotézu flexibility, tedy že interval je méně efektivní v ukotvenosti inflačních očekávání. Data jsou podle něj obecně konzistentní s druhou hypotézou, tedy hypotézou zvýšení kredibility. Analýza tedy podporuje přijetí nějaké formy intervalu, ať už ve formě rozpětí, nebo tolerančního pásma kolem bodového cíle.

Podotýká však, že žádný ze tří typů inflačního cíle nepodařilo ve všech testech ukotvenosti inflačních očekávání konzistentně lepší výsledky než ostatní. Nelze tedy některý z nich jednoznačně prohlásit za nejlepší. Lišily se však výsledky ve vyspělých a rozvíjejících se zemích. Ve vyspělých zemích s bodovým inflačním cílem ohrožovalo ukotvenost inflačních očekávání, pokud inflace dlouhodobě setrvala daleko od tohoto cíle. Pro rozvíjející se země se ukázalo jako méně vhodné cílované rozpětí, protože pokud se skutečná inflace nacházela mimo toto pásmo, velmi podstatně klesla kredibilita inflačního cíle, jak naznačily razantně rostoucí rozdíly v prognózách inflace mezi externími analytiky.

Jak přistupovat k tolerančnímu pásmu? Pohled Fedu

Jako jeden z podkladů pro revizi měnové politiky Fedu vznikl článek Chung et al. (2020), který rozlišuje tři možné způsoby, jak může centrální banka přistupovat k tolerančnímu pásmu kolem bodového cíle. U každého z těchto tří konceptů hodnotí možné přínosy a rizika pro FOMC.

Měnová politika podle nich může zvolit (i) tzv. pásmo nejistoty (uncertainty range), které vyjadřuje nejistotu ohledně výsledků inflace, (ii) tzv. operační pásmo (operational range), které definuje rozsah úmyslných odchylek inflace od cíle, a (iii) tzv. pásmo netečnosti (indifference range), uvnitř kterého měnová politika nebude reagovat na odchylky inflace.

Většina centrálních bank podle této taxonomie používá první přístup, tedy přistupuje k tolerančnímu pásmu jako k tzv. pásmu nejistoty. Jako příklad druhého přístupu, tedy využití tolerančního pásma jako tzv. operačního pásma, autoři uvádějí kurzový závazek ČNB, kdy banka komunikovala strategii udržování kurzu na oslabené hladině, dokud nebude udržitelně plněn 2% inflační cíl, což podle publikovaných prognóz inflace znamenalo dosažení či mírné překročení cíle.⁴ Kredibilitu tohoto závazku podle autorů umožňovalo mimo jiné i toleranční pásmo ± 1 procentní bod (autoři nicméně dodávají, že toleranční pásmo ČNB nemá za cíl signalizovat úmyslné odchylky od cíle a je tak spíše blíže k prvnímu přístupu, tj. pásmu nejistoty). Třetí přístup, tj. toleranční pásmo jako pásmo netečnosti, podle nich veřejně nekomunikuje žádná centrální banka. Podle autorů jsou však možnými kandidáty pro tento přístup švýcarská SNB s pásmem 0–2 %, která komunikuje potřebu reakce až při výskytu inflace mimo toto pásmo, a australská RBA s pásmem 2–3 % charakterizovaným jako „rozptýlený bod“ (thick point), což naznačuje, že měnová politika nebude na pohyby inflace v tomto pásmu reagovat.

Autoři – reflektující aktuální situaci americké ekonomiky a kontext revize měnové politiky Fedu – vyslovují obavy, že libovolný koncept tolerančního pásma hrozí zmatením veřejnosti ohledně chápání bodového inflačního cíle a možným snížením jeho kredibility. Uvádějí, že pro případné zavedení tolerančního pásma je důležitý ekonomický kontext. Většina

⁴ Autoři citují práci Duarte et al. (2020), která analyzuje měnovou politiku ČNB a japonské centrální banky v době dosažení dolní efektivní hranice úrokových sazeb.

zemí podle nich zavedla toleranční pásmo krátce po zavedení režimu cílování inflace, kdy nebyla dostatečně jasná schopnost centrálních bank kontrolovat inflaci. Zavedení tolerančního pásma v době, kdy je inflace dlouhodobě pod 2% cílem, by podle nich mohlo vyústit v menší kredibilitu snah udržet inflaci skutečně na cíli a mohlo by snížit ukotvenost inflačních očekávání. Podle autorů by byla v případě zavedení tolerančního pásma v současné době zásadní jasná komunikace směrem k veřejnosti, objasňující povahu zavedeného pásma, jeho roli v měnověpolitické strategii FOMC a také upozornění na možnost jeho budoucích změn v závislosti na vnějších faktorech.

Může měnová politika reagovat jen vně hranice tolerančního pásma? Studie BdF

V letošním roce vyšel také článek Le Bihan et al. (2021), který s použitím neokeynesiánského modelu analyzuje důsledky fungování tolerančního pásma kolem inflačního cíle, charakterizovaného silnější reakcí měnové politiky, pokud inflace leží vně tolerančního pásma, a slabší, pokud se inflace nachází uvnitř tolerančního pásma. Model tak vyjadřuje jistou „trpělivost měnové politiky“, která reaguje na inflační šok pomaleji, pokud se inflace nachází uvnitř tolerančního pásma. Je tak formou „pásma netečnosti“ podle definice z článku Chung et al. (2020) a ukazuje jeho možné implikace pro měnovou politiku.

Autoři docházejí k závěru, že toleranční pásmo nesmí být „pásmem neaktivity“. Nedostatečně aktivní měnová politika při inflaci uvnitř pásma podle nich ohrožuje makroekonomickou stabilitu. Aby centrální banka stabilizovala inflaci v rámci hospodářského cyklu, musí slabou reakci měnové politiky na inflaci nacházející se uvnitř tolerančního pásma vyvažovat razantní reakcí při inflaci vně pásma. Rozdíl v reakcích uvnitř a vně pásma však vede mj. ke zvýšené volatilitě nominálních úrokových sazeb. Autoři také uvádějí, že jejich výsledky jsou robustní mimo jiné i v situaci blízkosti efektivní dolní hranice úrokových sazeb.

Závěr

Úkolem konkrétně vyjádřeného inflačního cíle je poskytovat nominální kotvu pro ekonomiku. Konkrétní číselná hodnota se lépe komunikuje a snáze se pamatuje, proto je bodový cíl pro ukotvování inflačních očekávání zmiňován jako vhodnější. Centrální banky však zároveň potřebují vyjádřit nejistotu týkající se budoucího vývoje inflace a komunikovat, že měnová politika nemá nad inflací plnou kontrolu, neboť mohou přijít šoky, které inflaci vychýlí od cíle. Jednou z možností, jak tuto nejistotu vyjádřit, je toleranční pásmo kolem bodového cíle, případně cílované rozpětí, v němž banky často zdůrazňují jeho střed jako de facto inflační cíl. Rozdíly mezi těmito přístupy je tak spíše sémantický než praktický.

Centrální banka má také další možnosti, jak komunikovat nejistotu ohledně budoucího vývoje inflace, například pomocí vějířových grafů s intervaly spolehlivosti kolem její prognózy inflace (a podobně také jiných veličin). Další možnosti jsou alternativní scénáře prognózy inflace, kterými centrální banka naznačuje existenci vícero směrů, kterými se budoucí vývoj může ubírat. Ve výsledku je podstatné, aby byla zachována kredibilita inflačního cíle. Tě je dosaženo tím, že měnová politika reaguje vždy tak, aby se výhled inflace nacházel blízko hodnoty, která je kotvou pro inflační očekávání.

Literatura

Andersson, F. N. G. a L. Jonung (2017): „How Tolerant Should Inflation-Targeting Central Banks Be? Selecting the Proper Tolerance Band – Lessons from Sweden“, Lund University Working Paper 2017:2. ([ODKAZ](#))

Apel, M. a C. A. Claussen (2017): „Inflation targets and intervals – an overview of the issues“, Sveriges Riksbank Economic Review 2017:1. ([ODKAZ](#))

Chung, H., B. M. Doyle, J. Hebden a M. Siemer (2020): „Considerations Regarding Inflation Ranges“, Board of Governors of the Federal Reserve Board System, Finance and Economics Discussion Series 2020-075. ([ODKAZ](#))

Duarte, F., B. K. Johansson, L. Melosi a T. Nakata (2020): „Strengthening the FOMC’s Current Framework in View of the Effective Lower Bound and Some Considerations Related to Time-Inconsistent Strategies“, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2020-067. ([ODKAZ](#))

Debelle, G. (2018): „Twenty-five Years of Inflation Targeting in Australia“, projev na RBA Conference 2018, Sydney, 12. dubna 2018. ([ODKAZ](#))

Ehrmann, M. (2021): „Point targets, tolerance bands, or target ranges? Inflation target types and the anchoring of inflation expectations“, ECB Working Paper 2562, květen 2021. ([ODKAZ](#))

Le Bihan, H., M. Marx a J. Matheron (2021): „Inflation tolerance ranges in the New Keynesian Model“, Banque de France Working Paper No. 820. ([ODKAZ](#))

Mishkin F. S. (2000): „Issues in Inflation Targeting“, *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, proceedings ze semináře Bank of Canada, červen 2000. ([ODKAZ](#))

Min. financí UK (2013): „Review of the monetary policy framework“, HM Treasury Policy Paper, březen 2013. ([ODKAZ](#))

IV. VYBRANÝ PROJEV: Isabel Schnabel: Nová strategie pro měnící se svět

Členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel představila ve svém červencovém [projevu na virtuálním setkání pořádaném Petersonovým institutem pro mezinárodní ekonomiku závěry právě dokončené revize měnové politiky ECB, motivaci vedoucí ke změnám strategie a to, jak budou tyto změny ovlivňovat měnovou politiku.](#)

Měnová politika ECB čelila zejména v poslední dekádě vážným hospodářským a finančním krizím i výrazným strukturálním změnám ekonomiky. Výzvami byly zejména postupný a trvalý pokles reálné rovnovážné úrokové sazby a vleklé období dezinflace, které donutily centrální banky hledat další nástroje k uvolnění měnové politiky. Revize měnové politiky ECB se snažila najít cestu ze začarovaného kruhu nízké inflace a nízkých úrokových sazeb a objasnit, proč se inflace v reakci na dlouhodobá a dalekosáhlá opatření ECB nezvýšila razantněji. Provedené úpravy měnověpolitické strategie Isabel Schnabel shrnula do následujících bodů:

Definice cenové stability

- Ceny vlastnického bydlení: ECB nadále považuje index HICP za vhodný ukazatel inflace. Aby však lépe zachytil skutečnost, že rostoucí část příjmů domácností pohlcují náklady na bydlení, Rada guvernérů doporučuje do indexu začlenit ceny vlastnického bydlení. Rozšířený index bude lépe reprezentovat skutečné spotřební výdaje domácností i transmissi měnové politiky, která skrze vliv na sazby hypoték ovlivňuje i náklady spojené s investicemi do bydlení. Do doby, než Evropský statistický systém vytvoří požadovaný index s měsíční frekvencí, bude ECB pro účely rozhodování o měnové politice využívat k posouzení dopadu nákladů na bydlení do inflace čtvrtletní indexy bydlení.
- Symetrický inflační cíl: ECB nově jasně definovala svůj cíl jako 2% inflaci, přičemž odchylky nahoru i dolů od tohoto cíle jsou stejně nežádoucí. Předchozí definice byla předmětem nepochopení, neboť hodnota 2 % byla některými vnímána jako strop a nikoli jako cíl. Důraz na symetričnost cíle by měl přispět k lepšímu ukotvení inflačních očekávání.
- Střednědobá orientace a proporcionalita měnové politiky: Rada guvernérů potvrdila střednědobou orientaci měnové politiky ECB, která poskytuje dostatečnou flexibilitu k přizpůsobení reakce měnové politiky velikosti, trvání a typu šoku, kterému čelí, a rovněž umožňuje zohledňovat finanční stabilitu. Tato flexibilita bude podléhat důkladnému hodnocení proporcionality nově zakotvené do strategie ECB. Hodnocení proporcionality bude obsahovat analýzu přínosů a nákladů kroků ECB s ohledem na jejich efektivnost, vedlejší účinky i riziko destabilizace inflačních očekávání. Výsledek tohoto hodnocení může ovlivnit výběr, podobu a intenzitu používaných opatření.

Měnová politika v blízkosti efektivní dolní hranice úrokových sazeb

- Širší sada měnověpolitických nástrojů: V posledních letech ECB v reakci na dosažení efektivní dolní hranice úrokových sazeb podstatně rozšířila sadu používaných měnověpolitických nástrojů, což dle závěrů provedené revize pomohlo stimulovat ekonomický růst a inflaci. Rada guvernérů tedy rozhodla, že se tyto nástroje stanou součástí standardního instrumentária měnové politiky a nebudou již považovány za nekonvenční. V budoucnu pak mohou být v případě potřeby použity další doposud nepoužívané nástroje.
- Obzvláště razantní a vytrvalá reakce měnové politiky v blízkosti dolní hranice: Vzhledem k omezené možnosti snižování sazeb se může stát, že dezinflační šoky v blízkosti dolní hranice sazeb nebudou plně kompenzovány a stanou se perzistentnějšími. Měnová politika tedy musí reagovat zvláště razantně nebo vytrvale, což může vést k budoucímu přechodnému mírnému přestřelení inflačního cíle.
- Vhodný mix makroekonomické politiky: Měnová a fiskální politika se musí vzájemně doplňovat. Veřejný sektor, který je do značné míry necitlivý na změny úrokových sazeb a v eurozóně tvoří téměř polovinu agregátních výdajů, snižuje účinnost měnové politiky. Zatímco v běžných dobách je stabilizační role fiskální politiky omezená, během krizí a v blízkosti dolní hranice sazeb je právě proticyklická diskreční fiskální politika klíčová.

Předpoklady pro cenovou stabilitu

- Finanční stabilita a cenová stabilita: Některá opatření měnové politiky, zejména ta razantní a déletrvajíc, mohou zvyšovat rizika pro finanční stabilitu, která je však nutným předpokladem cenové stability. Revidovaná měnová a finanční analýza tedy bude nově systematicky vyhodnocovat finanční zranitelnosti a nerovnováhy a z nich plynoucí možná budoucí rizika pro HDP a inflaci. Přiřazení větší role finanční stabilitě neznamená, že se měnová politika bude řídit jejími potřebami, bude ji však flexibilně zohledňovat.
- Klimatické změny a cenová stabilita: Vzhledem k tomu, jaká rizika pro růst a cenovou stabilitu představuje změna klimatu, a za účelem urychlení přechodu k udržitelnějšímu hospodářství, se ECB zavázala vypracovat komplexní akční plán související s klimatem, který završí změny implementačního rámce měnové politiky.

Revize měnové politiky ECB byla dle Isabel Schnabel dlouhým procesem. Zatímco některé části dosavadní strategie se při ní ukázaly jako správné, jiné byly zpochybněny a vyžadovaly úpravu. V reakci na měnící se podmínky má ECB v úmyslu posuzovat vhodnost své strategie pravidelně, přičemž příští hodnocení plánuje již na rok 2025.

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