

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2012

## V tomto čísle

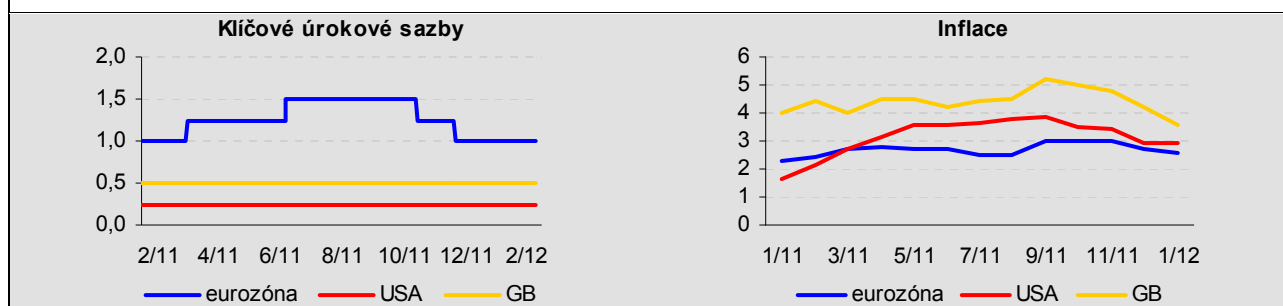
*Hospodářská aktivita v euroatlantickém prostoru zůstává utlumená a budoucí vývoj nadále obklopuje nejistota. I přes schválení další částky finanční pomoci Řecku není ekonomický výhled příliš optimistický, špatnou zprávou je navíc zhoršení ratingu mnoha zemí eurozóny. ECB ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu na úrovni 1 % a uskutečnila tříletou dodávací operaci likvidity v objemu 530 mld. EUR. Britská centrální banka navýšila objem nákupů dluhových cenných papírů. Švýcarská centrální banka ponechává i nadále minimální úroveň kurzu franku vůči euru na úrovni 1,20 CHF/EUR. Norská i švédská banka přistoupily v posledních měsících ke snižování měnověpolitických úrokových sazeb shodně celkově o 0,50 p.b. Zpřísnování měnové politiky jsme zaznamenali pouze v Maďarsku. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly své klíčové úrokové sazby beze změny. V „Tématu pod lupou“ přibližujeme čtenářům poslední kroky Fedu na jeho cestě k větší otevřenosti a transparentnosti měnové politiky, ke kterým přistoupil začátkem tohoto roku. Zásadní změny oznámila také japonská centrální banka, podrobnosti prezentované guvernérem M. Shirakawou jsou shrnuty ve vybraném projevu.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	12. ledna (0,00) 9. února (0,00) 8. března (0,00)	13. prosince (0,00) 24. – 25. ledna (0,00)	11. – 12. ledna (0,00) 8. – 9. února (0,00) 7. – 8. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,00 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,7 % (únor 2012) <sup>3</sup>	2,9 % (leden 2012)	3,6 % (leden 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	4. dubna 3. května 6. června	13. března 24. – 25. dubna	4. – 5. dubna 9. – 10. května 6. – 7. června
<b>další očekávané události</b>	6. června zveřejnění prognózy	11. dubna zveřejnění Beige Book	16. května zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>4</sup>	→	→	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> tzv. Flash odhad; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny. Aukce tříleté dodávací operace provedená počátkem března dosáhla v hrubém objemu výše 529 mld. EUR. Podle nové prognózy je pro rok 2012 růst reálného HDP očekáván v rozmezí od -0,5 do 0,3 % a oproti prosincové prognóze došlo ke snížení středu intervalu o 0,4 p.b. Míra inflace bude v letošním roce nadále nad definicí cenové stability, přičemž za krátkodobá rizika směrem nahoru byly označeny ceny energií a růst daní. Míra inflace by se v roce 2012 měla pohybovat v rozmezí 2,1–2,7 %, střed intervalu prognózy byl oproti prosincové prognóze zvýšen o 0,4 p.b.

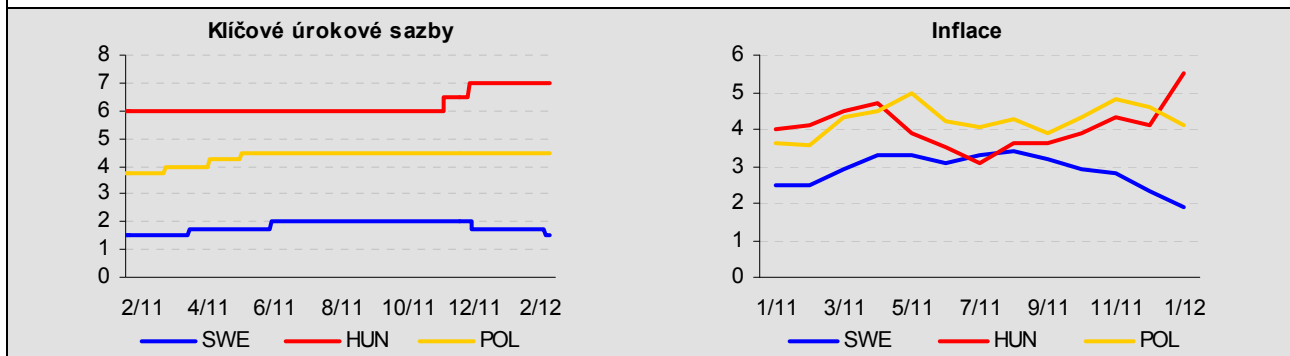
**Fed** ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny. Fed pokračuje v prodeji krátkodobých státních dluhopisů a z jejich prodeji financuje nákupy dluhopisů dlouhodobých, doposud v objemu přibližně 200 mld. USD. Ekonomická aktivita mírně rostla, zatímco globální ekonomický růst zpomaloval. Situace na trhu práce se pozvolna zlepšuje, míra nezaměstnanosti se v prosinci snížila na 8,5 %. Průmyslová produkce v listopadu a prosinci rostla. Spotřebitelská nálada se počátkem ledna zlepšila, nicméně stále zůstává na nízkých hodnotách. Fed předpokládá ponechání úrokových sazeb na extrémně nízké úrovni přinejmenším do pozdních měsíců roku 2014.

**BoE** i nadále ponechává svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %. Na únorovém zasedání banka rozhodla o zvýšení objemu nákupů dluhových cenných papírů o 50 mld. GBP. Celkově tak objem nákupů dosáhne 325 mld. GBP. Inflace činí 3,6 %, a stále se tak pohybuje nad inflačním cílem. Ve střednědobém horizontu by nicméně měla klesnout vlivem pokračujícího odeznívání dočasných faktorů, jakými jsou nárůst cen energií v nedávné minulosti a efekty plynoucí ze zvýšení sazby DPH v lednu loňského roku. Uvedené odeznívání proinflačních vlivů již započalo a projevílo se poklesem míry inflace z 5,2 % v září 2011 na aktuální hodnotu.

### Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	19. – 20. prosince (-0,25) 15. – 16. února (-0,25)	20. prosince (+0,50) 23. ledna (0,00) 28. února (0,00)	10. – 11. ledna (0,00) 7. – 8. února (0,00) 6. – 7. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	7,00 %	4,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,9 % (leden 2012)	5,5 % (leden 2012)	4,1 % (leden 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	19. dubna	27. března 24. dubna 29. května	3. – 4. dubna 8. – 9. května 7. – 8. června
<b>další očekávané události</b>	4. července zveřejnění Monetary Policy Report	27. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	½ března zveřejnění Inflation Report
<b>Očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	↓	↓	→

<sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts;



**Riksbank** snížila na přelomu roku dvakrát po sobě klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,5 %. Riksbank tyto kroky odůvodnila nízkými inflačními tlaky v ekonomice a slabším výhledem domácí ekonomické aktivity zejména kvůli zhoršeným podmínkám ve světové ekonomice. Dva členové boardu Riksbank (Karolina Ekholm a Lars E.O. Svensson) nesouhlasili s nastavením repo sazby, ani s budoucí trajektorií úrokové sazby. Oba jmenovaní navrhovali výraznější snížení repo sazby až na 1,25 % a celkově nižší budoucí trajektorii úrokové sazby, než jaká je uvedena v Monetary Policy Report z 16. února.

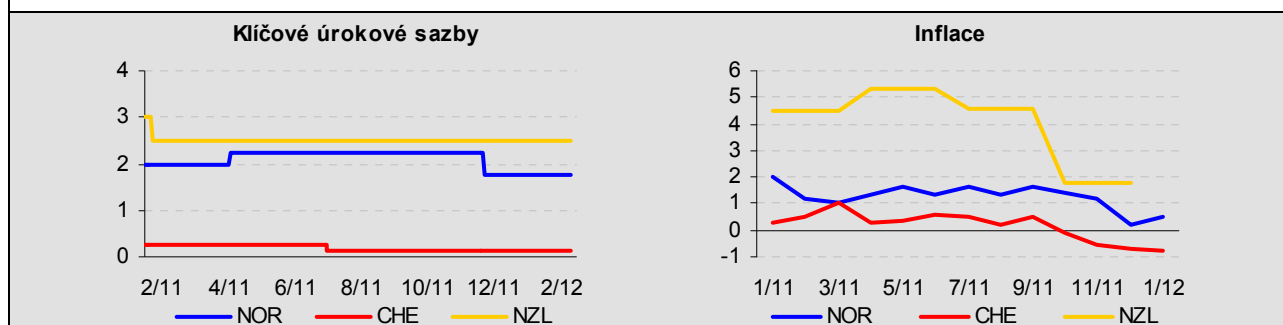
**MNB** v prosinci zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na 7,00 %. Důvodem byl rostoucí výhled inflace společně se zvýšením rizikové prémie země, který znamená výrazné riziko pro dosažení inflačního cíle. Na posledním, tj. únorovém, zasedání ponechala MNB sazby již beze změny. Inflace se nachází i nadále nad inflačním cílem, stále působí efekt zvýšení daní a meziročně slabšího forintu. Riziková prémie země byla v posledním období silně volatilní a zvýšená, jejímu snížení by mohlo napomoci schválení úvěrové linky, o které maďarská vláda v současnosti jedná s EU a MMF.

**NBP** ponechala klíčové sazby beze změny na úrovni 4,50 %. Údaje o HDP za 4Q 2011 a vývoj maloobchodních tržeb za leden 2012 ukazují, že ekonomický růst zůstal poměrně silný. Avšak v nadcházejících čtvrtletích je podle předstihových indikátorů očekáváno zpomalení hospodářské aktivity. Míra inflace mírně klesla oproti předchozím obdobím, nicméně zůstala v lednu stále nad inflačním cílem, když dosáhla 4,1 %. Inflační očekávání domácích a analytiků finančního trhu jsou zvýšená. NBP odhaduje, že míra inflace zůstane nad cílem i v příštích měsících, zejména kvůli dříve pozorované depreciaci zlatého a zvýšeným cenám komodit.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>1</sup>
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	14. prosince (-0,50)	15. prosince (0,00)	26. ledna (0,00) 8. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,75 %	0 – 0,25 % <sup>2</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	0,5 % (leden 2012)	- 0,8% (leden 2012)	1,8 % (4Q 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	14. března	15. března 21. června	26. dubna 14. června
<b>další očekávané události</b>	14. března zveřejnění Monetary policy report	21. března Monetary policy report	14. června Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></b>	↓	→	→

<sup>1</sup> střed cílového pásma 1 – 3 %; <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



**Norges bank (NB)** snížila v závěru loňského roku v reakci na turbulence na kapitálových trzích a externí vyhlídky ekonomického růstu měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na 1,75 %. Ekonomická aktivita v Norsku zůstává nadále solidní, podporovaná zejména investicemi v ropném průmyslu a stavebnictví. Inflace je nízká. Jako nepříznivý faktor se jeví dluhové problémy v eurozóně, které se promítají do rostoucích cen financování a zhoršeného přístupu norských bank k finančním zdrojům.

**SNB** udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 %. SNB na prosincovém zasedání potvrdila svůj závazek držet minimální výši kurzu na úrovni 1,20 CHF/EUR a je i nadále odhodlána při překročení této hranice nakupovat cizí měny v neomezeném množství. Švýcarskou ekonomiku negativně ovlivňuje předchozí posílení franku, oslabená zahraniční poptávka a nejistoty spojené s ekonomickým vývojem v eurozóně. SNB očekává růst reálného HDP v roce 2012 o 0,5 %. SNB podle své prognózy předpokládá průměrnou míru inflace v roce 2012 na úrovni -0,3 % a v roce 2013 na úrovni 0,4 %, to však za předpokladu přetrvávající de facto nulové hodnoty úrokových sazeb a dalšího oslabování kurzu franku.

**RBNZ** ponechala klíčovou sazbu na úrovni 2,50 % s komentářem, že míra inflace se pohybuje blízko inflačního cíle a inflační očekávání poklesla. Domácí ekonomika vykazuje známky oživení. Výdaje domácností v posledních měsících vzrostly a v oblasti stavebnictví začíná být patrné zvyšování aktivity. Růst hospodářství je podpořen rovněž vysokými vývozními cenami komodit. Ke snížení inflace přispělo výrazné posilování novozélandského dolaru, silná měna však snižuje příjmy exportérů, což se může následně projevit v dalších sektorech ekonomiky.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### **Fed oznámil novinky ve své strategii a zveřejňuje odhady budoucích sazeb**

Americká centrální banka v lednu zveřejnila revizi strategie své měnové politiky. Především upřesnila svou představu o cenové stabilitě, když jako svůj cíl označila 2% roční růst cenové hladiny, vyjádřené indexem spotřebitelských cen PCE. Fed se ve svém prohlášení vyjádřil rovněž o svém druhém cíli, tj. cíli pro zaměstnanost, a vysvětlil, že tento není vhodné z pohledu centrální banky vyčíslit. Současně bylo připomenuto, že i nadále bude Fed mít vyvážený přístup v prosazování obou svých cílů.

Fed rovněž rozhodl, že bude zveřejňovat odhady budoucích měnověpolitických sazeb. Jedná se o prognózy jednotlivých členů FOMC a prezidentů federálních bank. Změnám Fedu se podrobněji věnuje aktuální Téma pod lupou.

### **ECB schválila kritéria pro dodatečné úvěry pro sedm národních centrálních bank**

Speciální národní kritéria pro kolaterál v rámci úvěrových operací eurosystému schválila Rada guvernérů Evropské centrální banky pro sedm národních centrálních bank. Francie, Irsko, Itálie, Kypr, Portugalsko, Rakousko a Španělsko tak mohou využít dodatečné cenné papíry k poskytování úvěrů v rámci těchto operací. Opatření navazuje na rozhodnutí ECB z prosince loňského roku o zvýšení dostupnosti kolaterálu.

### **Japonská centrální banka navýšila likviditní program a stanovila cíl pro inflaci**

Centrální banka Japonska po svém únorovém zasedání uvedla, že cílem cenové stability ve středně- a dlouhodobém horizontu rozumí kladnou míru inflace 2 % nebo nižší, prozatímní cíl pak stanovila na úrovni 1 %. Do té doby nebyla cenová stabilita číselně definována.

Japonská centrální banka rovněž navýšila celkový objem programu odkupu aktiv o 10 bil. JPY na cca 65 bil. JPY. Celé navýšení bude určeno pro nákup japonských vládních dluhopisů. Změnám v měnové politice Japonska se podrobněji věnuje aktuální vybraný projev.

### **Bank of England navýšila objem odkupovaných aktiv**

Měnový výbor britské centrální banky v únoru rozhodl o dalším navýšení nákupu aktiv. Kvantitativní uvolňování bylo vyhlášeno v březnu 2009 v původně plánovaném objemu 200 mld. GBP. K prvnímu navýšení došlo v říjnu 2011, nyní se objem programu zvětšil o dalších 50 mld. na celkových 325 mld. GBP. Bank of England očekává, že nákupy budou trvat tři měsíce.

### **MNB zavádí nové nástroje pro podporu bankovního systému**

Maďarská centrální banka oznámila, že zavede opatření k navýšení likvidity v bankovním sektoru, aby podpořila poskytování úvěrů. Od března plánuje zavést dvouletou úvěrovou facilitu, kterou chce podnítit banky, aby více půjčovaly firmám. Programem odkupu hypotéčních dluhopisů pak chce docílit efektivnějšího fungování příslušných trhů, zákon umožňující všem úvěrovým institucím vydávat hypoteční dluhopisy však musí být nejdříve schválen parlamentem. MNB navíc rozšíří seznam přijímaného kolaterálu, když požadavek na rating bankovních a firemních dluhopisů naváže na rating vládních dluhopisů, namísto dosavadního minimálního požadavku BBB-.

### **Švýcarská národní banka dosáhla zisku**

SNB oznámila za finanční rok 2011 zisk ve výši 13,5 mld. CHF, na rozdíl od výrazné ztráty v roce 2010. K tomuto výsledku přispěly především nárůst ceny zlata (5,4 mld. CHF) a zisky z devizových rezerv (7,7 mld. CHF), přičemž kurzový efekt byl jen velmi malý (-0,1 mld. CHF). Část zisku tak bude moci být alokována konfederaci a kantonům.

### **V Irsku proběhla další hodnotící mise EK, ECB a MMF**

V lednu se uskutečnilo další hodnocení průběhu irského hospodářského programu. Konsolidace veřejných financí i reformy finančního sektoru probíhají podle plánu, jsou podnikány kroky k podpoře růstu a tvorbě pracovních míst. Další pokrok však bude náročný, prognóza růstu pro rok 2012 se zhoršila o 0,5 p.b. na 0,5 % vlivem utlumené domácí poptávky, vysoké nezaměstnanosti a zpomalujícího růstu v zemích irských obchodních partnerů.

### **Do Řecka směřuje další finanční pomoc a dojde k výměně dluhopisů**

Zástupci ECB, EK a MMF schválili po dlouhých jednáních další finanční pomoc Řecku. Zemi se podařilo vyjednat s věřiteli ze soukromého sektoru výměnu stávajících řeckých dluhopisů za nové v nižší hodnotě, znamenající faktickou finanční ztrátu pro investory ve výši zhruba 70 % z hodnoty jimi držovaných řeckých vládních bondů. Na tuto výměnu dluhopisů reagovaly hlavní ratingové agentury snížením ratingu Řecka na stupeň deklarující selektivní restrukturalizaci, přičemž agentura Moody's i po výměně dluhopisů předpokládá vysoké riziko bankrotu. [Evropská centrální banka](#) v souvislosti s posledním vývojem dočasně přestala řecké dluhopisy přijímat jako kolaterál.

### **Zhoršení ratingů v eurozóně**

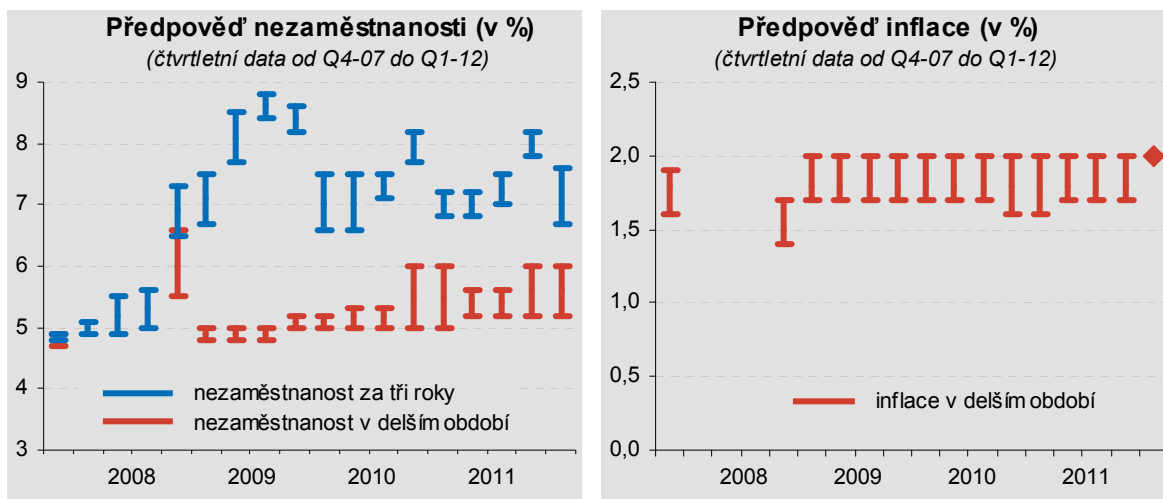
Ratingové agentury Standard & Poor's a Moody's reagovaly v prvních dvou měsících tohoto roku na nelepšící se dluhovou situaci v Evropě zhoršením svého hodnocení zemí eurozóny. Rating byl oběma agenturami snížen Itálii, Maltě, Portugalsku, Slovensku, Slovinsku a Španělsku; agentura S&P navíc zhoršila hodnocení Francie a Rakouska, ostatním zemím se společnou evropskou měnou změnila výhled na negativní. Zhoršení ratingu se následně nevyhnul ani záchranný fond EFSF.

### 3. TÉMA POD LUPOU: OTEVŘENOST A STRATEGIE MĚNOVÉ POLITIKY FEDU

Měnový výbor Fedu (FOMC) na svých nedávných zasedáních diskutoval principy týkající se dlouhodobých cílů své měnové politiky, její strategie a dalšího posilování její transparentnosti. V lednu letošního roku pak byly učiněny dva významné strategické kroky. Prvním z nich je prohlášení FOMC o dlouhodobých cílech, ve kterém se věnuje cenové stabilitě a zaměstnanosti a komentuje roli těchto dvou cílů v měnové politice. Druhou novinkou je zveřejňování výhledu úrokových sazeb Fedu.

Co se týče cíle cenové stability, FOMC jej v lednu 2012 poprvé konkrétně kvantifikoval. S mandátem Fedu je podle jeho vyjádření v dlouhém období nejvíce konzistentní míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen PCE ve výši 2 %. Od jasné komunikace tohoto cíle si Fed slibuje lepší ukotvení dlouhodobých inflačních očekávání, které má napomoci k udržení cenové stability a k přiměřené výši dlouhodobých úrokových sazeb. Tím se vytváří větší prostor pro podporu maximální zaměstnanosti v případě výrazných problémů ekonomiky. Doposud přitom Fed zveřejňoval pouze odhady míry inflace v dlouhém období, a to v rámci tzv. souhrnu ekonomických projekcí (*Summary of economic projections, SEP*). Ten ve formě intervalů pravidelně přináší odhady jednotlivých členů FOMC a prezidentů federálních bank a vedle inflace obsahuje např. také růst reálného HDP či míru nezaměstnanosti (grafy níže zobrazují intervaly odhadů, z nichž byly vyřazeny tři největší a tři nejmenší hodnoty, tzv. *central tendency*).

Ve svém lednovém vyjádření FOMC rovněž komentuje svůj cíl v podobě plné zaměstnanosti. Zatímco míra inflace je v delším období určena v první řadě měnovou politikou, plná úroveň zaměstnanosti je do značné míry dána neměnovými faktory, které ovlivňují strukturu a dynamiku trhu práce. Z tohoto důvodu FOMC nepovažuje za vhodné specifikovat fixní cíl pro zaměstnanost, uvědomuje si navíc nejistoty v hodnocení plné zaměstnanosti.

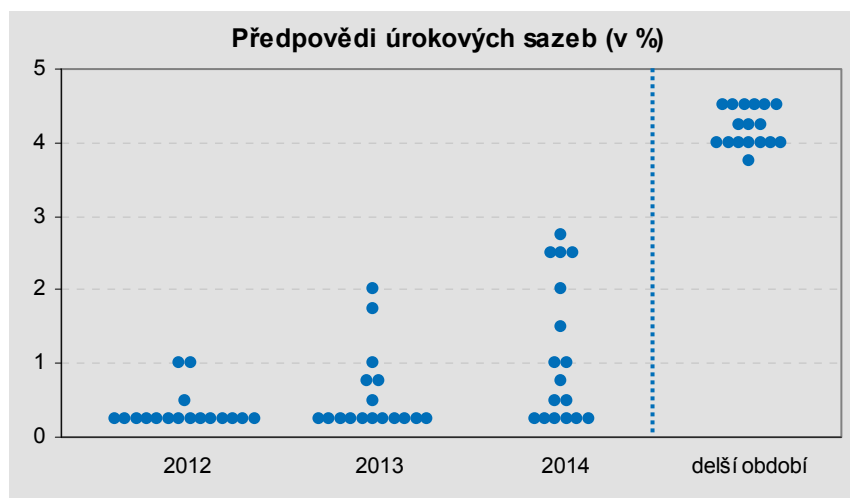


Jak vyplývá z lednového prohlášení, oba cíle mají při rozhodování Fedu vyrovnané postavení. Při určování měnové politiky se FOMC snaží minimalizovat odchylky inflace od dlouhodobého cíle cenové stability a odchylky zaměstnanosti od její odhadované plné míry. V situacích, kdy jsou tyto dva cíle v konfliktu, rozhoduje FOMC na základě velikosti odchylek a potenciálně odlišných časových horizontů, během nichž se předpokládá návrat zaměstnanosti a inflace k požadovaným hodnotám.

Výše avizovanou druhou lednovou novinkou Fedu je zveřejňování odhadů budoucích měnověpolitických sazeb. Již od ledna 2009 Fed upozorňuje, že očekává zachování extrémně nízkých sazeb i do budoucna, za předpokladu pokračování stávajících hospodářských podmí-



nek. Z původního časového určení „po nějakou dobu“ se záhy stalo „po delší dobu“; od srpna 2011 předpokládal FOMC zachování nízkých sazeb do poloviny roku 2013, v lednu tohoto roku se časový horizont posunul až do pozdních měsíců roku 2014. Publikace odhadů tak může být považována za další krok ve snaze působit na trhy v situaci, kdy jsou úrokové sazby na minimální úrovni. Aktuální předpovědi jednotlivých členů pro rok 2014 jsou nicméně poměrně různorodé, zachování výše sazeb na současných úrovních očekává jen šest členů ze sedmnácti. V delším období pak předpokládají sazby Fedu v rozmezí 3,75–4,50 %.



Úrokové sazby na současných úrovních očekává jen šest členů ze sedmnácti. V delším období pak předpokládají sazby Fedu v rozmezí 3,75–4,50 %.

Výše uvedené změny představují další milníky na cestě k větší otevřenosti americké centrální banky a její měnové politiky. Před rokem 1994 Fed neoznamoval po svých jednáních změny výše jím cílovaných sazeb. Trhy ji tak musely v průběhu následujících týdnů po zasedání vyvozovat z typu a velikosti operací Fedu na volném trhu (rozhodnutí bylo zveřejněno až po následujícím zasedání FOMC). Teprve v únoru 1994 bylo po jednání vydáno prohlášení, ve kterém byla zveřejněna změna v nastavení měnové politiky, k pravidelnému oznamování změn se Fed zavázal o rok později. Od května 1999 pak začal Fed uvádět rizika budoucího vývoje. Ke zvýšení transparentnosti přispělo zveřejňování hlasování jednotlivých členů FOMC, ke kterému dochází od března 2002.

Rostoucí otevřenost měnověpolitické komunikace Fedu	
únor 1993	záznam z jednání zveřejňován tři dny po následujícím jednání
únor 1994	poprvé vydáno prohlášení o výsledku měnověpolitického jednání s kvalitativním popisem změny
srpen 1994	kvantitativní oznámení změny s uvedením argumentů pro dané rozhodnutí
únor 1995	oznámeno, že veškeré změny v nastavení měnové politiky budou ihned komunikovány veřejnosti
červenec 1995	explicitně komunikována cílová úroveň sazby Fedu
květen 1999	do prohlášení byla přidána rizika budoucího vývoje sazeb
leden 2000	rizika začala být komunikována vůči hospodářskému růstu či inflaci
leden 2000	prohlášení vydávána po každém jednání (i v případě neměničích se nastavení měnové politiky)
březen 2002	v prohlášení začalo být zveřejňováno jmenovité hlasování FOMC
srpen 2003	explicitní vyjádření pravděpodobného budoucího pohybu sazeb v delším období
leden 2005	záznam z jednání tři týdny po jednání (do té doby zveřejňován až tři dny po následujícím jednání)
listopad 2007	hospodářské projekce (SEP) zveřejňovány 4x ročně a s prodlouženým časovým horizontem
červen 2009	vydávání pravidelných zpráv o úvěrových a likviditních programech Fedu a o jeho rozvaze
duben 2011	4x ročně tiskové konference po jednání FOMC, představení projekcí a kontextu rozhodování
leden 2012	revize strategie + zveřejňování odhadu členů FOMC ohledně budoucího nastavení sazeb

V srpnu 2003 FOMC explicitně vyjádřil pravděpodobné nastavení měnové politiky v budoucnosti. Nedávným zásadním krokem k větší otevřenosti bylo zahájení tiskových konferencí po měnověpolitických jednáních. Poprvé takto prezentoval Ben Bernanke

ekonomické projekce a úvahy související s rozhodováním v dubnu loňského roku. Dosavadní kroky směrem k větší transparentnosti Fedu shrnuje tabulka.

Trend rostoucí otevřenosti je patrný u většiny centrálních bank (včetně ČNB), přičemž Fed v řadě ohledů následuje dřívější příklady jiných zemí. Stanovení inflačního cíle hraje klíčovou roli v režimu cílování inflace, kde je jeho stanovení nutné z principu samotného režimu; definici cenové stability má však stanovenu i Evropská centrální banka. V letošním roce svůj cíl upřesnila také centrální banka Japonska (blíže viz aktuální *Vybraný projev* v tomto čísle Monitoringu). I ke zveřejňování trajektorie budoucích úrokových sazeb přistoupilo v minulosti již několik centrálních bank, v mnoha z nich jsou samozřejmostí tiskové konference (viz [Monitoring z června 2011](#)). Je navíc možné očekávat, že Fed přistoupí k dalším úpravám v budoucnosti. Náznakem toho je lednové vyjádření FOMC o tom, že hodlá své strategické principy každoročně přehodnocovat a případně je upravovat podle aktuálních představ.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: SNAHA JAPONSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY PŘEKONAT DEFLACI

Guvernér japonské centrální banky Masaaki Shirakawa představil 17. února 2012 členům japonského klubu novinářů (Japan National Press Club) strategii centrální banky v boji proti deflaci, kterou její vedení schválilo na svém posledním únorovém zasedání.

Guvernér ve svém projevu blíže představil tři aktuální opatření v měnové politice Japonska. První opatření se týká pojmenování a číselného vyjádření cenové stability, přičemž snahou japonské centrální banky (Nippon Ginko, Bank of Japan, BOJ) je zajistit cenovou stabilitu ve středním až dlouhém období. Kvantifikace tohoto cíle odpovídá meziročnímu kladnému přírůstku indexu spotřebitelských cen (CPI) maximálně o 2 %, pro aktuální období je však stanoven nižší cíl na úrovni 1 %. V roce 2006 BOJ předpokládala brzké ukončení kvantitativního uvolňování realizovaného od roku 2001. V té době měli jednotliví členové bankovní rady odlišné názory na definici cenové stability a považovali za nutné představit za celou bankovní radu společné základní numerické vyjádření. Bankovní rada se proto rozhodla poskytnout veřejnosti interval hodnot inflací, které jednotliví členové považovali za cenovou stabilitu. Ve vyjádřeních bankovní rady byl pak používán pojem „vnímání cenové stability“ (*understanding of price stability*). Tento výraz byl na únorovém zasedání nahrazen výrazem „úkol“ (*goal*). Terminologická změna má odrážet fakt, že se jedná o jednotný postoj bankovní rady, nikoli o individuální názory jejích členů. Banka po zralé úvaze nezvolila obvyklejší pojem „inflační cíl“ (*inflation target*), a to s odůvodněním, že tento termín by vyvolával dojem, že se jedná o mechanické sledování tohoto cíle.

Druhým bodem rozhodnutí BOJ je zaměření se na posílení dlouhodobých efektů měnové politiky. V situaci prakticky nulových krátkodobých úrokových sazeb (v Japonsku od roku 1999) již nezbyvá prostor pro jejich další pokles, a proto je nutné ovlivňovat celou výnosovou křivku, zejména její dlouhý konec. K tomu je vhodné podpořit důvěru účastníků trhu v dlouhodobé pokračování politiky kvantitativního uvolňování. Guvernér uvedl, že na rozdíl od amerického Fedu, který trvání politiky rekordně nízkých úrokových sazeb vymezuje časově (aktuálně minimálně do pozdní části roku 2014), BOJ váže ukončení politiky kvantitativního uvolňování na dosažení žádoucího stavu ekonomiky (měřeno hladinou CPI) a žádný časový rámec si nestanovuje.

Jako třetí opatření oznámil M. Shirakawa navýšení Programu nákupu aktiv z dosavadních 55 mld. JPY na 65 mld. JPY. Program byl spuštěn v říjnu roku 2010 a je určený nejen k nákupu vládních dluhopisů, ale také některých rizikovějších aktiv. Vedle transakcí prováděných v rámci tohoto programu však BOJ navíc pravidelně nakupuje japonské vládní dluhopisy (v hodnotě 1,8 mld. JPY měsíčně), již na konci minulého roku přitom hodnota dluhopisů držených BOJ dosahovala 14,2 % HDP (pro srovnání Fed drží v dluhopisech 10,8 % HDP a ECB 2,2 % HDP).

V závěru svého projevu guvernér vyvracel spekulace o odpovědnosti BOJ za současnou deflaci v Japonsku. Poměr peněžní zásoby k HDP dnes v Japonsku dosahuje vlivem kvantitativního uvolňování zhruba 1,7, což je nejvyšší hodnota mezi velkými ekonomikami. Podle guvernéra japonská ekonomika netrpí nedostatkem peněz, ale nedostatkem podnikatelských příležitostí a možností růstu. Skutečnými důvody deflace tak jsou podle M. Shirakawy stárnutí populace, nepřizpůsobení se globalizaci a tlak na snižování cen plynoucí z deregulace. Vedle toho je pak příčinou deflace specifická japonská politika zaměstnanosti, spočívající v platových dohodách mezi zaměstnanci a zaměstnavateli s cílem zachování maximální úrovně zaměstnanosti.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. března 2012. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).