

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

8
2018

V TOMTO ČÍSLE

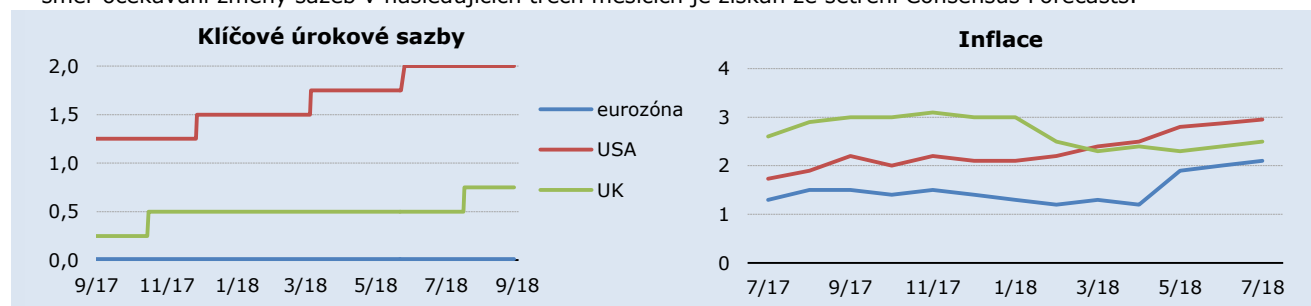
Inflace se ve většině sledovaných ekonomik pohybuje v blízkosti inflačních cílů a ekonomický růst dosahuje solidních temp. Některé ekonomiky již operují nad svým potenciálem. Trh práce většiny zemí vykazuje historicky nízké míry nezaměstnanosti a tempa mzdového růstu jsou poměrně svižná. Klíčové úrokové sazby centrálních bank se i nadále pohybují spíše na nízkých úrovních, což stále poskytuje daným ekonomikám měnověpolitický stimul. Úrokové sazby zvýšily pouze Bank of England a Bank of Canada. V nadcházejících měsících lze nicméně u mnoha dalších sledovaných centrálních bank očekávat zvyšování sazeb. Riksbank předpokládá první zvýšení klíčové sazby buď letos v prosinci, nebo v únoru příštího roku, a ECB v říjnu 2019. U obou těchto bank lze již zřejmě ke konci tohoto roku očekávat úplné opuštění nekonvenčních měnověpolitických nástrojů a s tím související počátek normalizace měnové politiky. Téma pod lupou se věnuje komunikaci měnověpolitických rozhodnutí a odlišných názorů v centrálních bankách. Ve vybraném projevu se viceguvernér Bank of England Ben Broadbent ohlíží za kvantitativním uvolňováním v podání této centrální banky a popisuje principy jeho fungování.

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)	26. července (0,00) 13. září (0,00)	31. července – 1. srpna (0,00)	21. června (0,00) 2. srpna (+0,25) 13. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	1,75 – 2,00 %	0,75 %
poslední inflace	2 % (srpen 2018) ⁴	3 % (červenec 2018)	2,5 % (červenec 2018)
očekávaná MP zasedání	25. října 13. prosince	25. – 26. září ⁵ 7. – 8. listopadu	1. listopadu 20. prosince
další očekávané události	13. 12. zveřejnění prognózy zaměstnanců euro systému	24. 10. zveřejnění Beige Book	1. 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 ekonomických prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; ⁶ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB nastavení svých měnověpolitických sazeb nezměnila a očekává, že na současných úrovních budou alespoň do konce léta 2019. Trh očekává, že první zvýšení přijde v říjnu 2019. ECB potvrdila, že program nákupů aktiv v současném měsíčním objemu 30 mld. eur bude probíhat do konce září 2018 a poté – s ohledem na aktuální ekonomický vývoj – budou nákupy sníženy do konce prosince 2018 na měsíční objem 15 mld. eur a pak zcela ukončeny. Reinvestování jistiny splatných cenných papírů však bude zachováno. Výhled růstu HDP byl v září oproti červnové prognóze lehce snížen pro letošní a příští rok na 2,0 % pro 2018 (proti 2,1 %) a 1,8 % pro 2019 (proti 1,9 %). Výhled pro rok 2020 (1,7 %) zůstává nezměněn. Prognóza inflace byla pro všechny tři roky 2018, 2019 a 2020 ponechána na úrovni na 1,7 %.

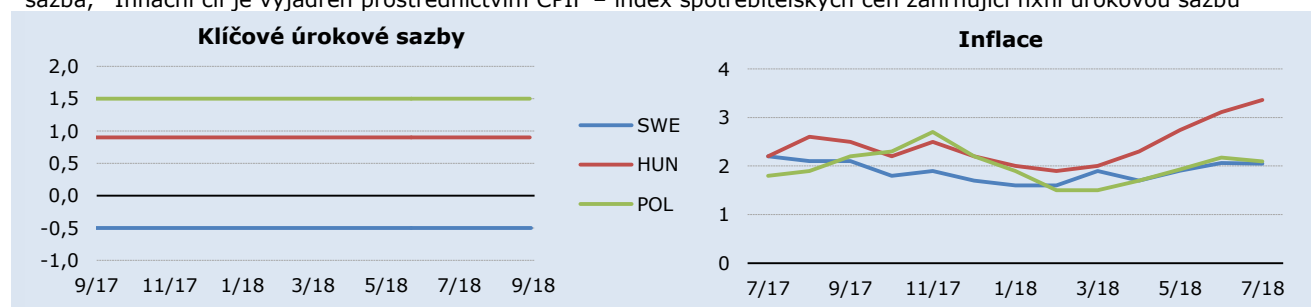
Fed na přelomu července a srpna v souladu s očekáváním trhů ponechal klíčovou úrokovou sazbu nezměněnou v rozmezí 1,75–2 %. Na zářijovém zasedání pak lze podle konsensu finančního trhu očekávat zvýšení této sazby o 0,25 p. b. a následně její další postupný nárůst. Ekonomická aktivita se zvyšuje silným tempem. FOMC očekává (**červnová prognóza**, medián) růst HDP v letošním roce o 2,8 % a v příštím roce o 2,4 %. Trh práce dále posílil, výhled míry nezaměstnanosti pro následující tři roky je pod 4 %, i když červnová míra nezaměstnanosti vzrostla na 4 %. Inflace by i v následujících letech měla mírně překonávat hranici 2 %.

BoE v srpnu zvýšila svou hlavní úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na úroveň 0,75 % a v září ji ponechala na této hladině. Objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) ponechala beze změny. Poslední data z reálné ekonomiky potvrzují, že zpomalení růstu HDP v prvním čtvrtletí bylo dočasné a ve druhém čtvrtletí se růst zotavil. Trh práce je i nadále napjatý a došlo ke zrychlení růstu jednotkových mzdových nákladů. Podle prognózy BoE poroste HDP v následujících letech v průměru tempem 1,75 %. Prognóza současně předpokládá mírné zvyšování úrokových sazeb v následujících třech letech.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 % ³	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	3. července (0,00) 5. září (0,00)	19. června (0,00) 24. července (0,00) 21. srpna (0,00)	10. – 11. července (0,00) 4. – 5. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % ²	0,9 %; -0,15 % ²	1,50 %
poslední inflace	2,2 % (červenec 2018)	3,4 % (červenec 2018)	2 % (srpen 2018)
očekávaná MP zasedání	23. října 19. prosince	18. září 16. října 20. listopadu	2. – 3. října 6. – 7. listopadu 4. – 5. prosince
další očekávané události	24. 10. zveřejnění Monetary Policy Report	18. 9. zveřejnění Inflation Report	12. 11. 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 nezměněnou na úrovni -0,5 % a předpokládá její zvýšení o 0,25 p. b. letos v prosinci nebo v únoru 2019. Riksbank nadále reinvestuje na trhu částku odpovídající maturujícím dluhopisům a splatným kuponům. Hodnota nakoupených dluhopisů dosáhla v květnu kumulativně více než 330 mld. SEK. Inflační tlaky jsou i nadále mírné, inflace se zvýšila na 2 % především kvůli rychle rostoucím cenám energií. Riksbank v červencové prognóze mírně zvýšila výhled inflace CPIF pro rok 2018 na 2,2 %. V letech 2019 a 2020 bude inflace dle prognózy na úrovni 2,1 % a 1,9 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank zvýšila na 2,9 % (z 2,5 %), pro příští rok pak očekává 2 % a v roce 2020 2,1 %. Nezaměstnanost očekává Riksbank v následujících třech letech mezi 6,2 a 6,4 %.

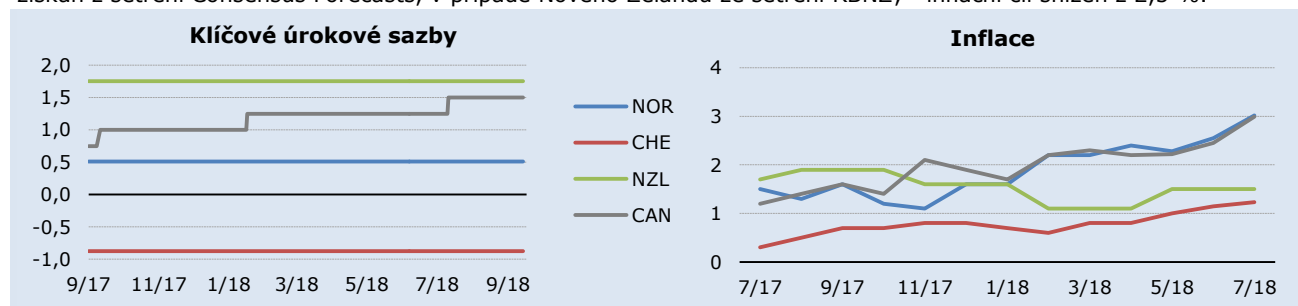
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na -0,15 %. Ve střednědobém horizontu MNB očekává zvýšení inflace plynoucí z růstu domácí poptávky a mezd. Maďarská ekonomika rostla ve druhém čtvrtletí tempem 4,6 % a v letošním roce by měla toto tempo udržet; v souhrnu za rok 2018 se ekonomický výkon zvýší o 4,4 %. Od roku 2019 růst HDP zvolní. Zaměstnanost se nachází na historických maximech, nezaměstnanost dále klesá. Ve druhém čtvrtletí pokračuje svižný růst firemních úvěrů v tempu kolem 12 %, u SME dokonce 16 %, což je dle MNB důsledkem zejména jejich předchozích podpůrných programů. Růst úvěrů domácnostem, dominantně hypotečních, činil 4,1 %. Odkupy hypotečních dluhopisů prostřednictvím programu centrální banky se staly stimulem nových primárních emisí.

NBP ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 1,5 %. Dle předběžného odhadu si ve druhém čtvrtletí 2018 ekonomický růst udržel výraznou dynamiku (5,1 %). Růst HDP je tažen především silnou spotřebitelskou poptávkou, které napomáhá zvyšující se zaměstnanost a svižný mzdový růst. Ve druhém čtvrtletí k ekonomickému růstu významně přispěl i čistý export. I přes tento vývoj zůstává spotřebitelská inflace umírněná. Podle červencové prognózy centrální banka pro letošní rok očekává tempo růstu HDP ve výši 4,6 %, v roce 2019 pak růst o 3,8 % a v roce 2020 o 3,5 %. NBP očekává, že při konstantní úrokové sazbě 3M WIBOR na úrovni 1,72 % bude v roce 2018 inflace na úrovni 1,8 %, v roce 2019 vzroste na 2,7 % a v roce 2020 dosáhne 2,9 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 % ⁵	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. června (0,00) 16. srpna (0,00)	21. června (0,00)	28. června (0,00) 9. srpna (0,00)	11. července (+0,25) 5. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %; -0,50 reserve rate ¹	od -1,25 do -0,25 % ² ; -0,75 % ³	1,75 %	1,50 %
poslední inflace	0,7 % (červenec 2018)	1,2 % (srpen 2018)	1,5 % (Q2 2018)	3,0 % (červenec 2018)
očekávaná MP zasedání	20. září 25. října 13. prosince	20. září	27. září 8. listopadu	24. října 5. prosince
další očekávané události	20. 9. zveřejnění Monetary Policy Report	26. 9. zveřejnění Quarterly Bulletin	8. 11. zveřejnění Monetary Policy Statement	24. 10. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	↑	→	→	↑

¹ pouze na rezervy překračující kvótu; ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ záporná depozitní sazba, již se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; ⁴ směr očekávaní změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ; ⁵ inflační cíl snížen z 2,5 %.



NB ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a očekává její pozvolný růst na 2 % koncem roku 2021. Nejbližší zvýšení sazeb lze přitom dle signálů z NB očekávat již na zářijovém zasedání. Norská ekonomika poroste v roce 2018 tempem 2 %, resp. tempem 2,6 % (po očištění o vliv ropného průmyslu). Na prognóze se kladná produkční mezera bude otevírat až do začátku roku 2020 a následně se začne přivírat. Inflace se na prognóze blíží ze zdola 2% inflačnímu cíli. Registrovaná nezaměstnanost dosáhla 2,3 %, míra nezaměstnanosti dle Labour Force Survey činí 3,9 %. Ceny nemovitostí po přechodném poklesu opět rostou tempem 2,5 %. Dynamika úvěrů domácnostem je stabilní na úrovni 6 %, růst úvěrů nefinančním podnikům zpomalil rovněž na 6 %.

SNB i nadále ponechává interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %) a také sazba pro úročení zůstatků bank u SNB zůstává na -0,75 %. SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. V roce 2018 očekává SNB růst HDP kolem 2 % a další pokles nezaměstnanosti. Prognózu inflace pro rok 2018 banka zvýšila na 0,9 % (z 0,6 %), pro rok 2019 očekává i nadále 0,9 % a pro rok 2020 další zvýšení inflace na 1,6 % (což je ale snížení z dříve očekávané hodnoty 1,9 %).

RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 1,75 % a předpokládá, že tuto úroveň bude udržovat déle, než očekávala v květnu (konkrétně až do roku 2020). Inflace za druhé čtvrtletí 2018 dosáhla úrovně 1,5 % a pouze pozvolna poroste k 2% cíli, kterého dosáhne až koncem roku 2020. Zaměstnanost se nachází poblíž vrcholu, resp. v blízkosti toho, co lze považovat za udržitelné. Ekonomický růst za první letošní čtvrtletí dosáhl 2,7 % a podle prognózy RBNZ ekonomika letos poroste zhruba 3% tempem.

BoC v červenci dále zvýšila svou klíčovou sazbu o 0,25 p. b. na 1,50 %, aby podpořila návrat inflace k inflačnímu cíli, neboť ekonomika se nachází na hranici svých produkčních možností a inflace je nad cílem. BoC přitom očekává návrat inflace k cíli začátkem příštího roku. Jádrové ukazatele inflace se nacházejí na úrovních kolem 2 %. Ve druhém čtvrtletí, v souladu s prognózou BoC, rostla kanadská ekonomika tempem 2,9 %. Ve třetím čtvrtletí je očekáváno zpomalení jejího růstu z důvodu výkyvů ve výrobě energií a zvolnění exportu.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Letošní konference v Jackson Hole se zabývala proměnami tržní struktury a jejich vlivem na měnovou politiku

Tématem letošního sympozia centrálních bankéřů a akademiků v americkém Wyomingu byly zejména změny tržní struktury a jejich implikace pro měnovou politiku. Diskutován byl například vliv rostoucích online prodejů na tvorbu a změny cen a z toho plynoucí důsledky pro transmissi měnové politiky, resp. obecně vliv digitalizace a nových technologií na centrální banky. Na programu byly také prezentace o možných dopadech rostoucí tržní koncentrace do snížení konkurence a do poklesu tempa růstu produktivity.

Konferenci zahájil předseda amerického Fedu Jerome Powell s projevem o roli měnové politiky v měnící se ekonomice. Ve svém projevu potvrdil současný kurz normalizace měnové politiky, tedy pozvolného zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu, které je podle něj nutné k zachování zdravého růstu americké ekonomiky. Výslovně nekomentoval vyjádření Donalda Trumpa, který navzdory tradiční neutralitě ze strany amerických prezidentů vzhledem k Fedu kritizoval zvyšování sazeb jako faktor zpomalování hospodářského růstu. Powellův projev tak lze vnímat i jako demonstraci nezávislosti centrální banky.

S projevy dále vystoupila řada představitelů akademické obce a současných i bývalých centrálních bankéřů, například šéf BIS a bývalý guvernér mexické centrální banky Agustín Carstens, guvernér kanadské centrální banky Stephen S. Poloz nebo bývalý guvernér indické centrální banky a současný profesor Chicagské univerzity Raghuram Rajan. Letošní konference se naopak nezúčastnil prezident ECB Mario Draghi.

ECB zveřejnila metodologii pro výpočet jednodenní referenční sazby ESTER

Rada guvernérů ECB zveřejnila finální [metodologii](#) pro výpočet nové nezajištěné jednodenní úrokové sazby. Ta ponese název ESTER (euro short-term rate), začne být publikována od října 2019 a bude sloužit jako záložní referenční sazba. Zároveň rozhodla, že do doby vydávání řad ESTER budou publikovány tzv. [pre-ESTER](#) datové řady založené na metodologii ESTER a pokrývající období od března 2017. Více o sazbě ESTER viz [stránky ECB](#) a MCB z [června 2018](#) a z [prosince 2017](#).

Bulharsko deklarovalo zájem o vstup do eurozóny

V červnu bulharské orgány deklarovaly zájem země požádat v termínu do července 2019 o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II a současně i do bankovní unie. Bulharsko se přitom zavázalo podniknout i další reformní kroky. Následné [prohlášení](#) členských zemí eurozóny, Dánska a ECB bulharskou žádost přivítalo a zároveň deklarovalo, že v souladu s principem rovného zacházení se bude obdobně jako v případě Bulharska napříště postupovat i v případě dalších zemí plánujících vstup do eurozóny, tj. že jejich vstup do ERM II bude podmíněn současným vstupem do bankovní unie a splněním dalších požadavků a podmínek.

Pokračující boj turecké centrální banky

Turecká centrální banka (CBRT) se snaží bojovat proti poklesu liry a proti rostoucí inflaci, navzdory očekávání trhů však zatím nikoli zvyšováním sazeb (na svém zasedání 24.7. ponechala sazby na stávající úrovni). S deklarovaným cílem podpořit hladké fungování finančního trhu snížila CBRT počátkem srpna (5.8.) [požadavky](#) na bankovní rezervy, čímž zvýšila bankovní likviditu o více než 2 mld. USD, a o týden později (13.8.) [vyhlásila](#), že bankám poskytne „veškerou potřebnou likviditu“, zavedla další opatření na podporu finanční stability a dále snížila rezervní požadavky. Uzavřela také [swapovou dohodu s Katar](#)em (20.8.) ve výši až 3 mld. USD a koncem srpna (29.8.) [zdvojnásobila limity](#) pro mezibankovní O/N transakce.

Navzdory všem těmto snahám CBRT je však situace turecké měny velmi nepříznivá v podmínkách silně zadlužené domácí ekonomiky, resp. i s ohledem na to, že měny

rozvíjejících se zemí jsou v současné době pod silným tlakem. Ten částečně souvisí s hrozbou obchodních válek se Spojenými státy. Turecko se přitom stalo objektem sankcí a zvýšení tarifů ze strany amerického prezidenta Trumpa. Nezávislost CBRT navíc neustále ohrožuje turecký prezident Erdogan, který odmítá zvyšování sazeb. Prezident krátce po svém znovuzvolení (25.6.) vydal několik dekretů, kde získává právo vybrat a jmenovat guvernéra i ostatní členy měnověpolitického výboru CBRT bez ohledu na jejich přechodní zkušenosti; do čela tureckého ministerstva financí navíc prezident dosadil člena své rodiny a netají se snahou ovlivňovat veškerou tureckou ekonomiku.

Počátkem září (3.9.), po publikaci nejnovějších dat o inflaci (která ke konci srpna dosáhla mizr. 17,9 %), banka vydala [vyjádření](#), že na zářijovém měnověpolitickém zasedání vzhledem k významným rizikům pro finanční stabilitu přikročí ke změnám měnové politiky. Na tomto zasedání (13.9.) pak přikročila k razantnímu [zvýšení jednotýdenní repo sazby](#) o 6,25 p. b. na 24 %.

Guvernér britské centrální banky zůstane kvůli brexitu déle v čele banky

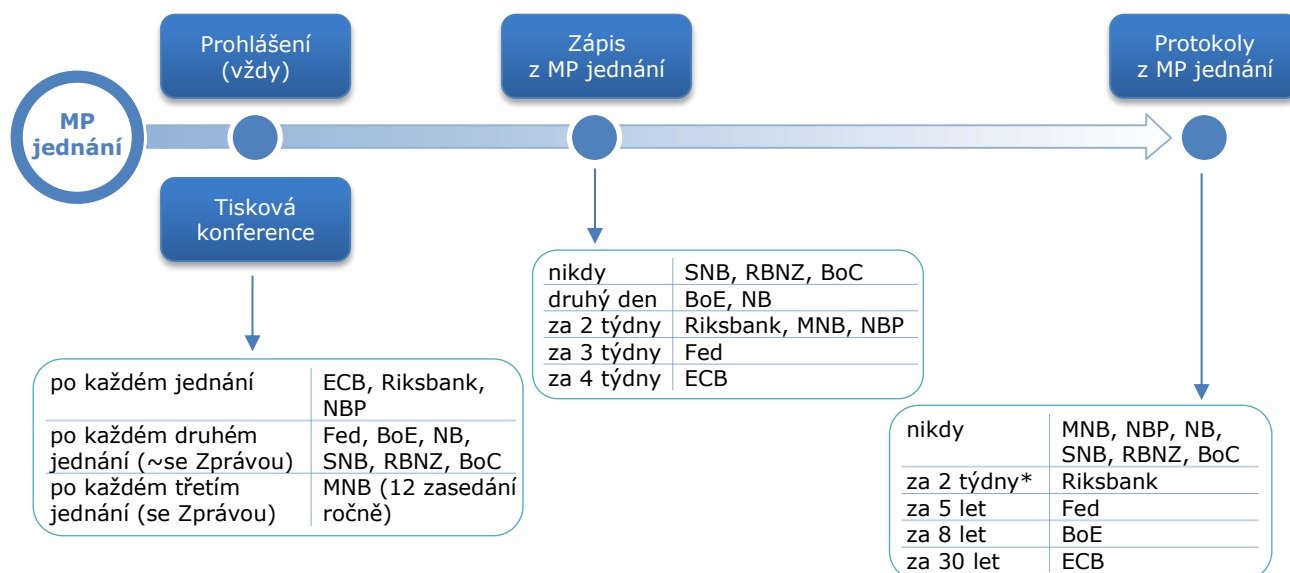
Guvernér Bank of England Mark Carney [souhlasil](#) s prodloužením svého funkčního období do konce ledna 2020, tedy o půl roku déle, než původně zamýšlel (tedy než do června 2019, viz MCB z [prosince 2016](#)). Chce tak britské vládě pomoci v ekonomicky turbulentním období po odchodu Británie z EU a umožnit efektivnější proces výběru nového guvernéra. [Oznámilo](#) to britské ministerstvo financí. Zároveň byl na další funkční období do října 2023 znovu jmenován Jon Cunliffe, viceguvernér BoE pro finanční stabilitu.

3. TÉMA POD LUPOU: KOMUNIKACE MĚNOVĚPOLITICKÝCH ROZHODNUTÍ A ODLIŠNÝCH NÁZORŮ V CENTRÁLNÍCH BANKÁCH

Otevřená komunikace centrálních bank pomáhá ekonomickým subjektům porozumět měnové politice a je důležitou podmínkou transparency a kredibility centrálních bank. Jednou z nejdůležitějších součástí komunikačního mixu bank v této oblasti je oznámení měnověpolitického rozhodnutí přijatého na právě skončeném zasedání. Centrální banky však nezůstávají jen u vyhlášení tohoto rozhodnutí. Objasňují jeho důvody a poskytují také podrobnosti z průběhu rozhodování, často včetně informací o odlišných názorech členů měnověpolitických výborů. Těmto součástem komunikačního mixu sledovaných centrálních bank se věnuje aktuální Téma pod lupou. Navazuje tak na dřívější Témata pod lupou pojednávající o zprávách o měnové politice (ze září 2015) a o přítomnosti centrálních bank na internetu (z března 2017).

Sledované centrální banky¹ se v zásadě shodují v základním způsobu, jakým informují veřejnost o svých rozhodnutích v oblasti měnové politiky. Krátce po skončení měnověpolitického zasedání je publikováno prohlášení s rozhodnutím ohledně nastavení měnověpolitických sazeb. Prohlášení je pak představeno a jeho důvody dále objasněny na následné tiskové konferenci. Podrobnosti ohledně prognózy a souhrnu ekonomického a finančního vývoje doma i v zahraničí obsahuje Zpráva o měnové politice² vydávaná zpravidla čtvrtletně, většinou souběžně s každým druhým měnověpolitickým zasedáním. S odstupem několika dnů či týdnů po zasedání pak bývá publikován zápis z jednání, který podává informaci o jeho průběhu a diskusi mezi přítomnými účastníky. Některé banky s odstupem několika let publikují i podrobný přepis jednání. Mezi jednotlivými bankami však existují odlišnosti, kdy jednotlivé informační výstupy zveřejňují a kolik informací v rámci nich poskytují.

Schéma 1: Komunikace měnověpolitických rozhodnutí ve sledovaných centrálních bankách



* U Riksbank je po 2 týdnech zveřejňován zápis, jehož jmenovitá podoba se protokolům blíží.

¹ Monitoring centrálních bank sleduje klíčové centrální banky euroatlantického prostoru (ECB, Fed a Bank of England) a vybrané centrální banky zemí cílujících inflaci: švédskou Riksbank, maďarskou MNB, polskou NBP, norskou Norges Bank, švýcarskou SNB, novozélandskou RBNZ a kanadskou BoC.

² Název „Zpráva“ se mezi bankami liší. Většina používá název „Zpráva o měnové politice“ (Monetary policy report/statement), některé banky název „Zpráva o inflaci“ (Inflation report) a další používají odlišné, historicky zavedené názvy (např. Quarterly report). Více viz [Monitoring ze září 2015](#).

Prohlášení

Primárním výstupem z měnověpolitického jednání je prohlášení (statement), publikované u většiny bank v podobě tiskové zprávy.³ Souhrnně informuje o závěrech právě skončeného zasedání a kromě měnověpolitického rozhodnutí obsahuje většinou i nejdůležitější argumenty, na jejichž základě banka k tomuto rozhodnutí dospěla. Prohlášení je zpravidla vydáváno krátce po skončení měnověpolitického zasedání, pouze v několika případech je publikováno následující den.⁴

Publikaci prohlášení u všech námi sledovaných bank doprovází tisková konference, na níž nejvyšší představitelé banky toto prohlášení představí a odpovídají na dotazy novinářů. Tisková konference se koná buď po každém měnověpolitickém zasedání, nebo je omezena pouze na ta jednání, kdy je zveřejněna nová prognóza a publikována související Zpráva, tedy většinou čtyřikrát ročně (viz Schéma 1 a Tabulka 1).

Prohlášení reprezentuje oficiální postoj centrální banky a obsahuje většinově odsouhlasené měnověpolitické rozhodnutí. Na jednání však samozřejmě probíhá diskuze mezi přítomnými členy, jejichž individuální odborné názory se od finálního většinového rozhodnutí mohou lišit. Některé centrální banky o existenci těchto rozdílných názorů informují už v prohlášení, množství informací o případném „disentu“ se však liší: některé banky uvádějí anonymní poměr hlasů, jimiž bylo výsledné rozhodnutí přijato,⁵ jiné odlišně hlasující členy uvádějí jmenovitě a uvádějí i jimi preferované varianty rozhodnutí.⁶ Nejvíce „odkrývá karty“ švédská Riksbank, která už v prohlášení zveřejňuje tzv. reservations, neboli jmenovitou formulaci výhrad k finálnímu většinovému názoru, včetně zdůvodnění a preferované odlišné podoby rozhodnutí (praxi Riksbank se podrobněji věnuje Box 1).

Zveřejňování odlišných názorů není samozřejmostí a o jeho vhodnosti probíhá již delší dobu debata v odborné literatuře. Řeší se zejména otázka, zda a jak mohou informace o rozdílnosti názorů členů měnověpolitického výboru ovlivňovat účinnost komunikace centrální banky. Výzkum potvrzuje, že informace o rozdílných názorech nesnižují v očích veřejnosti transparentnost a srozumitelnost komunikace centrální banky,⁷ a naopak naznačuje, že vnějším pozorovatelům tyto informace usnadňují predikovat budoucí nastavení měnové politiky.⁸

Zápis z jednání

Zápis z měnověpolitického jednání (minutes) umožňuje hlubší vhled do rozhodování o nastavení měnové politiky. Pro vnější pozorovatele je cenným informačním zdrojem o postojích a názorech jednotlivých členů měnověpolitického výboru a o argumentech, které jsou pro centrální banku důležité při naplňování její měnověpolitické strategie. V současnosti zápis z jednání zveřejňuje většina z námi sledovaných centrálních bank a bývá publikován s odstupem několika týdnů po MP zasedání (viz Schéma 1 a Tabulka 1).

³ Pouze Norges Bank vydává samostatnou tiskovou zprávu, v níž text oficiálního prohlášení (Executive Board's Assessment) ještě pro média v krátkosti shrnuje.

⁴ Druhý den po zasedání vydává prohlášení Riksbank, Bank of England a Norges Bank, u nichž je však souběžně zveřejňováno větší množství podkladových a doprovodných materiálů, včetně Zprávy o měnové politice a (kromě Riksbank) i zápisu z měnověpolitického jednání.

⁵ Rozhodnutí je ve většině námi sledovaných bank přijímáno hlasováním. Nehlasuje se pouze v RBNZ, kde není zřízen oficiální měnověpolitický výbor; v současnosti však probíhá revize měnové politiky RBNZ (viz [březnový MCB](#)), v rámci níž by měl být měnověpolitický výbor ustaven, měl by publikovat svá hlasování i zápisy ze svých jednání. ECB hlasování guvernérů nezveřejňuje.

⁶ Některé banky (BoE, Riksbank, MNB a NBP) zveřejňují výsledky hlasování v samostatných souborech na svých webových stránkách. Soubor většinou zachycuje i několikaletou historii hlasování a jmenovitě u jednotlivých členů uvádí, pro jakou výši sazeb hlasovali.

⁷ Jansen DJ, Moessner R (2016): Communicating dissent on monetary policy: Evidence from central bank minutes. *De Nederlandsche Bank Working Paper*, No. 512/2016.

⁸ Apel M, Grimaldi MB (2012): The Information Content of Central Bank Minutes. *Sveriges Riksbank Working Paper*, No. 261. Riboni A, Ruge-Murcia F (2014): Dissent in monetary policy decisions. *Journal of Monetary Economics*, 66: 137–154.

Zápis z jednání není doslovným přepisem, nýbrž jde o editovaný, relativně stručný text většinou několikastránkového rozsahu. U některých bank podává informaci o rozdílných názorech, které během diskuze zazněly, ale tyto názory zůstávají téměř vždy anonymní (např. „několik členů vyjádřilo přesvědčení, že...“). Pouze švédská Riksbank dává jednotlivým názorům konkrétní tvář a publikuje velmi transparentní zápis (tzv. attributed minutes), v němž uvádí jménem všechny aktivní účastníky schůzky a jejich diskusní příspěvky (viz Box 1).

Otázka zveřejňování konkrétních jmen členů měnověpolitického výboru, kteří zastávají názory odlišné od většinově přijatého rozhodnutí, je přitom další oblastí debatovanou v odborné literatuře. Nejde o samotné zveřejňování diskuze – zde výzkum potvrzuje, že sice (logicky) prodlužuje délku zápisů, nesnižuje však jejich čitelnost ani srozumitelnost.⁹ Hlavní otázkou však je zveřejňování konkrétních jmen, kde literatura nečiní jasný závěr a uvádí jak argumenty pro, tak argumenty proti.

Ve prospěch zveřejňování jmenovitých názorů hovoří argument, že zdůrazní odpovědnost jednotlivých členů měnověpolitického výboru a tím povede k jejich důkladnější přípravě na zasedání.¹⁰ Mezi argumenty hovořící proti pak patří, že zveřejňování jmenovitých názorů zvýrazňuje individuální pohled na úkor dalších relevantních ekonomických argumentů, a mohlo by tak veřejnost mást.¹¹ Mohlo by také limitovat samotný průběh diskuze, protože větší kontrolovatelnost názorů by mohla vést k formalizaci vystupování během zasedání, k uzamčení se do předem připravených a na jednáních pouze tlumočených pozic a těžšímu hledání konsenzu. Autentická debata by se také mohla předsunout na porady předcházející samotnému zasedání.¹²

Box 1: Zvyšování transparency švédské Riksbank

Proces zvyšování transparency probíhá ve švédské Riksbank již od roku 1999, kdy byla zákonem ukotvena její nezávislost a byl ustaven interní šestičlenný výbor rozhodující o nastavení měnověpolitických sazeb (Executive board, Výkonná rada). Na prvním zasedání Výkonné rady v lednu 1999 bylo rozhodnuto o publikování zápisů z měnověpolitických jednání s odstupem několika týdnů od jednání. Obsahem těchto zápisů byl anonymní souhrn diskuze členů a od počátku i jmenovité výhrady.¹³ Tiskové prohlášení ze skončeného jednání bylo i nadále konsenzuální a odlišné hlasy nezmiňovalo.

V květnu 2007 rozhodla Výkonná rada o zveřejňování jmenovitého zápisu (attributed minutes) s platností od června 2007 a své rozhodnutí odůvodnila tím, že tento krok umožní lépe předvídat budoucí vývoj měnové politiky a snadněji přezkoumávat motivy ležící v pozadí měnověpolitického rozhodování. V dubnu 2009 pak Riksbank rozhodla, že již samotné tiskové prohlášení bude obsahovat jmenovité výhrady. V únoru 2018 pak banka rozhodla, že zápis z jednání bude publikován již 10 dní po zasedání místo dřívějších 14 dnů, a projevy jednotlivých členů Výkonné rady budou reprodukovány v přímé řeči. (Zkrácení termínu zveřejňování Riksbank odůvodnila změnami v interních procesech banky probíhajícími již od roku 1999, a mimo jiné i tím, že členové Výkonné rady předávají zapisovatelům minutes své projevy v písemné podobě, takže zkrácení lhůty nezpůsobí větší komplikace.)

⁹ Viz Jansen a Moessner (2016).

¹⁰ Weber A (2010): Communication, Decision Making, and the Optimal Degree of Transparency of Monetary Policy Committees. *International Journal of Central Banking*, 6(3): 1–49. Gersbach H, Hahn V (2008): Information Acquisition and Transparency in Committees. *Centre for Economic Policy Research Discussion Papers*, No. 6677.

¹¹ Issing O (2005): Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(2, Part 1): 65–83.

¹² Swank OH, Visser B (2008): Is Transparency to No Avail? Committee Decision-Making, Pre-Meetings, and Credible Deals. *European University Institute Economics Working Papers*, ECO2008/18. Meade EE, Stasavage D (2008): Publicity of Debate and the Incentive to Dissent: Evidence from the US Federal Reserve. *The Economic Journal*, 118: 695–717.

¹³ Námitku mohou členové vyjádřit proti většinově přijatému rozhodnutí o nastavení sazeb a/nebo proti předpovědi budoucí trajektorie sazeb, kterou od roku 2007 Riksbank zveřejňuje. Vyjádření námitky tedy neznamená, že daný člen vždy hlasuje jinak než ostatní ohledně aktuálního nastavení sazeb. Např. z 23 námitek vznesených v době od ledna 2007 do října 2009 se 10 týkalo pouze budoucí trajektorie úrokových sazeb (viz Ekici B (2009): Executive Board voting – a summary of the first eleven years. *Sveriges Riksbank Economic Commentaries*, No. 15/2009).

Svou zkušenost s prací ve Výkonné radě po zahájení publikování attributed minutes popsal viceguvernér Riksbank Lars Svensson (2009).¹⁴ Jeho názory na vliv zavedení attributed minutes na měnověpolitické rozhodování jsou pozitivní. Podle něj přispěly k větší připravenosti a konzistenci názorů jednotlivých členů a snížily riziko spoléhání se na názory jiných (tzv. social loafing), zvýšily individuální odpovědnost členů a poskytly větší vhled do jejich názorů, čímž také posílily predikovatelnost jejich budoucích názorů. Attributed minutes podle něj také snížily riziko skupinového myšlení (group think) a navíc odhalily vnějšímu pozorování ty členy, kteří takovému úzkému pohledu podléhali. Svensson nepozoroval žádné omezení spontánní diskuze nebo sešněrovanou atmosféru, a podle informací, které získal od bankovních expertů, spíše došlo k prohloubení a větší důkladnosti probíhajících debat. Je však nutno dodat, že v Riksbank je měnověpolitické zasedání, z něž jsou pořizovány attributed minutes, pouze finálním v řadě jednání, na nichž probíhají diskuze o měnové politice a ve kterých se mění či utvářejí názory členů výboru. Svensson také zdůrazňuje důležitost toho, že attributed minutes jsou editované a členové tedy mají v několika krocích možnost zpřesnit svá vyjádření nebo odstranit duplicity.

Názory a zkušenosti bývalých a současných členů Výkonné rady Riksbank se zavedením attributed minutes se staly také předmětem průzkumu v letech 2009–2013.¹⁵ Respondenti byli dotazováni na míru souhlasu s následujícími tvrzeními o dopadu attributed minutes na povahu diskuze na měnověpolitickém jednání:

- (i) Diskuze na jednáních bude limitovaná a méně spontánní.
- (ii) Diskuze na jednáních bude kvalitnější.
- (iii) Členové MP výboru budou věnovat přípravě na jednání více úsilí.
- (iv) Více pozornosti veřejnosti bude věnováno individuálním názorům.

Při dotazování mezi členy Riksbank získalo nejmenší podporu vyjádření, že jmenovité minutes budou omezovat diskuzi, zatímco vyjádření, že jmenovité minutes zkvalitňují diskuzi, získalo největší podporu. Platilo také, že ti z dotazovaných členů Riksbank, kteří se účastnili jednání, z nichž již byly attributed minutes pořizovány, měli na jejich vliv pozitivnější pohled: nikdo z nich nesouhlasil s tvrzením, že by omezovaly diskuzi, a řada z nich byla přesvědčena, že přispěly k důkladnější přípravě členů na měnověpolitické zasedání. Odpovědi zástupců Norges Bank byly skeptičtější, například jen necelá polovina z nich byla ochotna v attributed minutes vidět přínos ke zkvalitnění diskuze na měnověpolitickém zasedání (u zástupců Riksbank to byla naprostá většina). Zástupci Norges Bank také častěji než Riksbank zdůrazňovali, že na individuální názory členů měnověpolitických výborů bude po zavedení attributed minutes kladena mnohem větší pozornost, a byli také častěji toho názoru, že attributed minutes mohou omezit jasnost komunikace centrální banky. Je otázkou, do jaké míry byly výsledky dotazování ovlivněny předchozím rozhodnutím Riksbank zveřejňovat attributed minutes a možnou snahou toto rozhodnutí obhajovat (fenomén známý též jako status quo bias), nebo přirozenou nedůvěrou v nově zaváděná opatření.

Protokoly (transcripts)

Pouze několik centrálních bank se v rámci ještě vyšší transparency rozhodlo zveřejňovat tzv. protokoly, neboli podrobný jmenovitý přepis měnověpolitického jednání s uvedením jmenovitých vystoupení jednotlivých členů. I tyto přepisy se liší mírou editace a tím i délkou, od doslovných přepisů po editované souhrny zasedání. Byť k jejich zveřejňování dochází až po letech, zvyšují tím ty centrální banky, které se k jejich publikaci odhodlaly, svou transparentci a ukazují, že „nemají co skrývat“. Zároveň těmito historickými materiály přispívají i k zachování ekonomické paměti své země.

¹⁴ Svensson LEO (2009): Transparency under Flexible Inflation Targeting: Experiences and Challenges. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2009:1. Lars Svensson patřil do svého odchodu z Riksbank v roce 2013 mezi nejčastěji disentuující členy výboru, když prosazoval více uvolněnou měnovou politiku včetně záporných úrokových sazeb.

¹⁵ Dotazy týkající se attributed minutes byly položeny v rámci dotazníkového šetření mezi bývalými a současnými členy Výkonného výboru Riksbank a Výkonné rady Norges Bank, jako srovnatelné skandinávské centrální banky s režimem cílování inflace. Šetření probíhalo v roce 2009 (Riksbank), 2011 (Norges Bank) a v roce 2013 (doplňkové otázky v obou bankách). Výsledky souhrnného šetření jsou k dispozici v Apel M, Claussen CA, Lennartsdotter P, Røisland Ø (2015): Monetary Policy Committees: Comparing Theory and “Inside” Information from MPC Members. *International Journal of Central Banking*, 11(4): 47–89.

Závěr

Otevřenost a transparence dnešních centrálních bank pokročila daleko od doby Montagu Normana, předválečného guvernéra Bank of England, jehož citát o měnové politice centrální banky „Nikdy nevysvětluj a nikdy se neomlouvej“ („Never explain, never excuse“) se stal legendárním. Trend však – zdá se – směřuje ke stále intenzivnější a otevřenější komunikaci s veřejností, centrální banky neustále zkoumají nové cesty, využívají moderní komunikační nástroje a inspiřují se úspěšnými příklady ostatních bank a či jiných subjektů.

Tabulka 1: Komunikace vybraných centrálních bank

	ECB	Fed	BoE	Riksbank	MNB	NBP	Norges Bank	SNB	RBNZ	BoC
MP výbor	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	- ^a	ano
mandát členů	8 let	14 / 5 let	8 / 5 let	5 / 6 let	6 let	6 let	6 let	6 let	5 let	7 let
zasedání	8 ročně	8 ročně	8 ročně	6 ročně	12 ročně	11 ročně	8 ročně	4 ročně	7 ročně	8 ročně
zprávy (MPR, IR...)	4 ročně	4 ročně	4 ročně	6 ročně	4 ročně	3 ročně	4 ročně	4 ročně	4 ročně	4 ročně
prohlášení	hned	hned	druhý den	druhý den	hned	hned	druhý den	hned	hned	hned
tisková konference	vždy	jen se zprávou	jen se zprávou	vždy	jen se zprávou	vždy	jen se zprávou	každé druhé zasedání	jen se zprávou	jen se zprávou
zápis z jednání	4 týdny	3 týdny	druhý den	10 dní	2 týdny	2 týdny	druhý den ^b	-	-	-
protokoly	30 let	5 let	8 let	(10 dní) ^c	-	-	-	-	-	-
Informace o rozdílných názorech										
V prohlášení:										
počty hlasů	-	ano	ano	ano	-	-	ano	-	-	-
jmenovité hlasování^d	-	ano	-	ano	-	-	(ano) ^e	-	-	-
výhrady	-	-	-	ano	-	-	-	-	-	-
V zápise:										
počty hlasů	-	ano	ano	ano	ano	-	ano	-	-	-
jmenovité hlasování^d	-	ano	ano	ano	ano	pouze soubor ^f	(ano) ^e	-	-	-
výhrady	-	ano	-	ano	-	-	-	-	-	-
jmenovitý zápis	-	-	-	ano	-	-	-	-	-	-

Zdroj: Internetové stránky centrálních bank.

Poznámky:

^a RBNZ v současné době prochází revizí, v rámci níž by měnověpolitický výbor měl být zaveden, viz PPČ 5.

^b V Norges Bank je zápis z měnověpolitického jednání součástí prohlášení Výkonné rady vydávaného druhý den po jednání. Celý zápis z jednání Výkonné rady (obsahující i body nesouvisející s měnověpolitickým rozhodnutím) je publikován s odstupem 2 až 5 měsíců od zasedání.

^c U Riksbank je po 10 dnech zveřejňován zápis, jehož podoba (attributed minutes) se protokolům blíží.

^d V případě zveřejnění jmenovitého hlasování je vždy uváděn preferovaný protinávrh.

^e U NB je stručný zápis z jednání s výsledky hlasování uveřejňován teprve od června 2017. Od té doby se konalo pouze několik MP zasedání, a to zatím vždy s jednomyslnými výsledky; nelze tedy určit, jak bude hlasování uváděno.

^f Poslední soubor s informací o hlasování v NBP je z března 2015.

4. VYBRANÝ PROJEV: HISTORIE A BUDOUCNOST KVANTITATIVNÍHO UVOLŇOVÁNÍ

Viceguvernér Bank of England (BoE) pro měnovou politiku Ben Broadbent popsal ve svém [projevu](#) na setkání Společnosti profesionálních ekonomů v červenci v Londýně princip fungování kvantitativního uvolňování (QE), které v nedávných letech využila řada centrálních bank k uvolnění měnové politiky. Nastínil i plány BoE ohledně ukončení tohoto opatření.

V úvodu svého projevu viceguvernér Broadbent připomněl, že už M. Friedman a A. Schwartzová v knize Monetární historie Spojených států předložili tezi, že Fed mohl ve 30. letech 20. století zmírnit hloubku Velké hospodářské krize razantním uvolněním měnové politiky, např. prostřednictvím nákupu aktiv. Dnes máme pro tento typ měnověpolitického opatření název: kvantitativní uvolňování (QE). Tato nekonvenční politika byla naposledy použita v reakci na silné recesní tlaky plynoucí ze světové finanční krize. Z údajů o následném nízkém ekonomickém růstu nelze vyvozovat, že by ekonomice nepomohla. Srovnání uplynulých let s vývojem ve 30. letech naznačuje, že bez QE mohla být nedávaná situace mnohem horší. Stejně tak ale nelze kvantitativnímu uvolňování přičítat všechny zásluhy. Ve 30. letech například neexistovalo pojištění bankovních vkladů zabraňující runům na banky. Příznivějšímu vývoji v nedávných letech navíc pomohla vedle QE také řada dalších opatření: snížení sazeb centrálních bank k nule, podpora bankovního systému, uvolnění fiskálních politik.

Na základě analýz dostupných dat lze odvodit dva závěry ohledně vlivu QE na ekonomiku. Prvním z nich je ten, že nákupy aktiv měly nezanedbatelný pozitivní dopad na ekonomickou aktivitu, a to skrze pokles výnosů dluhopisů. Největší vliv přitom měly první fáze QE. Druhým zjištěním je, že vliv QE na ceny akcií je mnohem hůře vysledovatelný, neboť ceny akcií reagovaly na QE oběma směry. Vzhledem k jejich volatilitě to však neznamená, že na ně QE nemělo žádný vliv. Na základě pozorovaných dat lze nicméně popřít často zmiňované tvrzení, že QE nepřineslo nic než prudký nárůst cen aktiv. To B. Broadbent ve svém projevu ilustruje na vývoji cen nemovitostí a akcií v UK, u nichž QE spíše zabránilo poklesu.

Princip QE lze zjednodušeně popsat následovně: centrální banka kupuje státní dluhopisy, prodávajícím se zvyšují jejich úložky v bankách, banky zvyšují své vklady u centrální banky. Dochází tak k růstům bilancí komerčních bank a centrální banky, nikomu se však nemění čistá finanční pozice. QE je tedy proces nahrazení jednoho druhu závazku jiným. Při dokonalém fungování finančního trhu by takovéto finanční transakce neměly mít žádný dopad na výnosy aktiv. Proč tedy QE funguje? Dle Broadbenta nabízejí ekonomové tři hlavní mechanismy fungování. První z nich (bank lending channel) vyzdvihuje důležitost likvidních bankovních aktiv a vliv nedostatku rezerv na chování bank (jejich ochotu půjčovat). Druhý (portfolio balance channel) zdůrazňuje přímé cenové efekty na aktiva kupovaná centrální bankou, přičemž předpokládá různé preference držitelů aktiv, které může přesvědčit ke změně pouze růst ceny. Třetí vysvětlení (potential signalling effect) spatřuje význam QE v naznačení záměrů centrální banky ohledně její budoucí politiky. První dva mechanismy tedy předpokládají nedokonalost trhů, která se však v čase mění, a s příchodem finanční krize a narušeným fungování trhu tak tyto mechanismy nabývají na důležitosti. Síla třetího, signálního efektu se odvíjí od komunikace centrální banky. Zatímco první fáze QE byly vnímány jako silná snaha o uvolnění měnových podmínek a měly nejvýraznější vliv na vývoj cen aktiv, naopak oznámení Fedu o zpomalení nákupu aktiv (tzv. taper tantrum) bylo vnímáno jako signál jestřábího postoje a vedlo k růstu výnosů dluhopisů, ačkoli nebylo zpřísněním měnové politiky. Růst sazeb a efekt zmenšování bilance centrální banky tak mohou být vzájemnými substituty.

Na závěr B. Broadbent přiblížil plánovaný postup BoE ohledně snižování zásoby aktiv. BoE k němu přistoupí až poté, co dojde k dostatečnému zvýšení sazeb. BoE totiž považuje sazby za svůj primární měnověpolitický nástroj a bude se snažit o jejich navrácení na úroveň, která umožňuje s nimi pracovat, tedy je v případě potřeby zvýšit či opět snížit. Konvenční měnová politika je totiž flexibilnější a umožňuje lépe reagovat na krátkodobější ekonomické výkyvy.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 13. září 2018. 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.