

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2011

## V tomto čísle

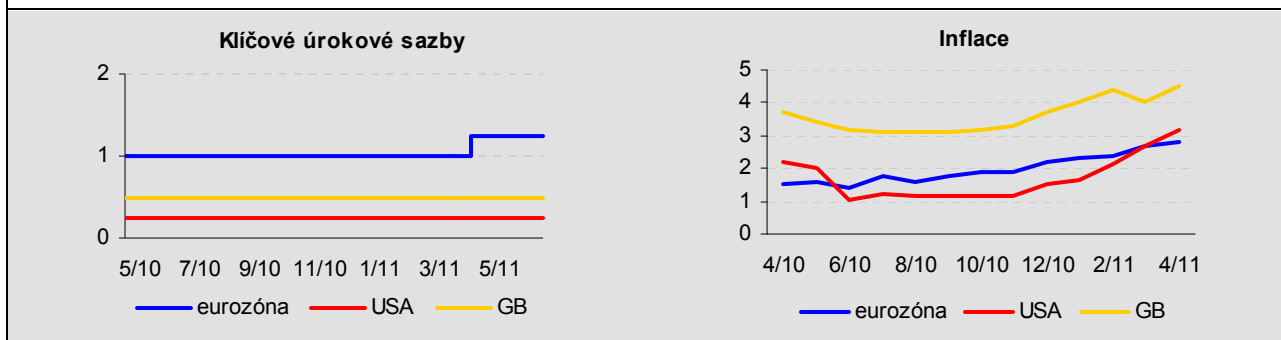
*Globální ekonomické oživení pokračuje, nicméně v pozvolném tempu. Dluhová krize v Evropě se dostává do další fáze, když na úrovni EU, ECB a MMF probíhají diskuze ohledně možností dalšího financování řeckého vládního dluhu a o jiných způsobech řešení problému, včetně reprofilace dluhu. Růst cen komodit a energií v minulém čtvrtletí se projevil ve zvýšení inflace v námi sledovaných ekonomikách. Dubnové zasedání ECB přineslo první zvýšení klíčových úrokových sazeb v eurozóně, avšak v následujících měsících klíčové sazby zůstaly nezměněny. Další zpřísnování měnové politiky jsme zaznamenali v Polsku, Švédsku a Norsku. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly své klíčové úrokové sazby beze změny. V příštím čtvrtletí pravděpodobně nedojde k zahájení cyklu zpřísnování měnové politiky významných centrálních bank mimo kontinentální Evropu (Fed, BoE). V „Tématu pod lupou“ se věnujeme komunikaci měnové politiky. Ve vybraném projevu přinášíme názory odstoupivšího guvernéra Bundesbanky Axela Webera na téma, jaké výzvy stojí před měnovou politikou (nejen) v eurozóně.*

## 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>	n.a.	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	7. dubna (+0,25) 5. května (0,00) 9. června (0,00)	15. března (0,00) 26. – 27. dubna (0,00)	9. – 10. března (0,00) 6. – 7. dubna (0,00) 4. – 5. května (0,00) 8. – 9. června (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,25 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,7 % (květen 2011) <sup>2</sup>	3,2 % (duben 2011)	4,5 % (duben 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	7. července 4. srpna 8. září	21. – 22. června 9. srpna	6. – 7. července 3. – 4. srpna 7. – 8. září
<b>další očekávané události</b>	8. září zveřejnění prognózy	27. července zveřejnění Beige Book	10. srpna zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>3</sup>	↑	→	→

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



**ECB** v dubnu hodnotila rizika jako mírně proinflační a zvýšila hlavní měnověpolitickou sazbu o 0,25 p.b., čímž se po dvou letech odrazila od hodnoty 1,00 %. Koridor sazeb byl přitom ponechán užší oproti předkrizové úrovni, v rozmezí  $\pm 0,75$  p.b. Na následujících zasedáních v květnu a červnu nedošlo k žádným změnám v nastavení měnové politiky. Refinanční operace budou i nadále prováděny s fixní sazbou a plným uspokojením, a to minimálně do října.

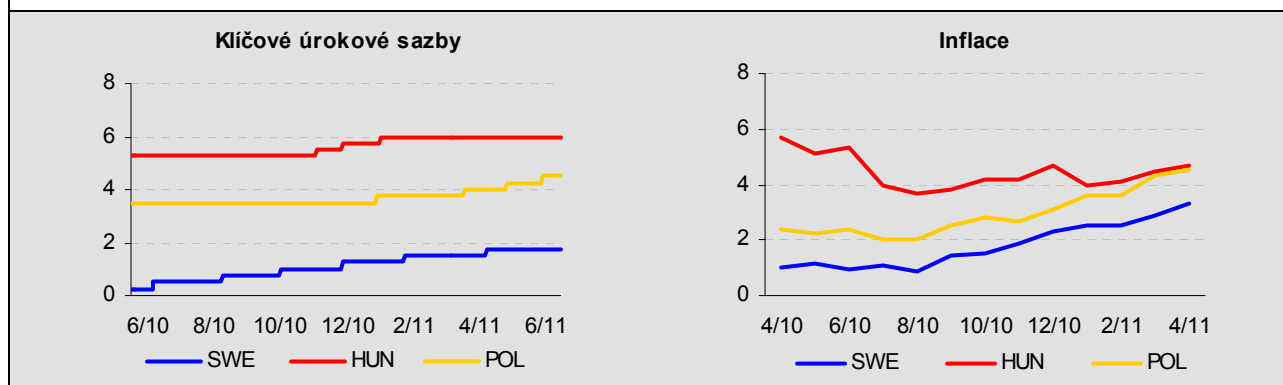
**Fed** ponechal klíčovou sazbu beze změny a pokračuje v kvantitativním uvolňování (QE2), které by však mělo být v červnu ukončeno. Ekonomická aktivita rostla v posledních měsících mírným tempem a podmínky na trhu práce se pozvolna zlepšují. Celková inflace byla urychlena značnými nárůsty cen potravin a energií, zatímco jádrová inflace zůstává stále utlumená. Dlouhodobá inflační očekávání jsou stabilní.

**BoE** ponechala v tomto čtvrtletí měnověpolitickou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a stejný zůstává rovněž objem nákupu dluhových cenných papírů (200 mld. GBP). Inflace je vlivem globálních cen a zvýšení sazby DPH nadále vysoká, BoE očekává, že by do konce roku mohla dosáhnout až 5 %, v následujícím roce by však mělo dojít k jejímu snížení. Ačkoliv existuje riziko, že vliv faktorů zvyšujících inflaci přetrvá, opačným směrem působí nejistota ohledně vývoje domácí poptávky, která je stále slabá. Na květnovém zasedání tři z devíti členů MPC hlasovali pro navýšení sazeb, z toho jeden dokonce o 0,50 p.b.

## 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. dubna (+0,25)	28. března (0,00) 18. dubna (0,00) 16. května (0,00)	4. – 5. dubna (+0,25) 10. – 11. května (+0,25) 7. – 8. června (+0,25)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,75 %	6,00 %	4,25 %
<b>poslední inflace</b>	3,3 % (duben 2011)	4,7 % (duben 2011)	4,5 % (duben 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	5. července 7. září	20. června 18. července	5. – 6. července 23. srpna 5. – 6. září
<b>další očekávané události</b>	5. července zveřejnění Monetary Policy Report	22. července zveřejnění Quarterly Report on Inflation	6. září zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	↑	→	→

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



**Riksbank** v uplynulém čtvrtletí zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,75 %. Švédská ekonomika pokračuje v rychlém ekonomickém růstu podpořeném exporty a domácí poptávkou. Přestože jsou současné inflační tlaky nízké, s dalším pozitivním vývojem v domácí ekonomice očekává Riksbank jejich nárůst. Celková míra inflace je nyní relativně vysoká v důsledku nárůstu cen komodit a energií. Za účelem stabilizace inflace blízko cíle a vyvarování se přehřátí ekonomiky se Riksbank rozhodla pokračovat ve zvyšování repo sazby.

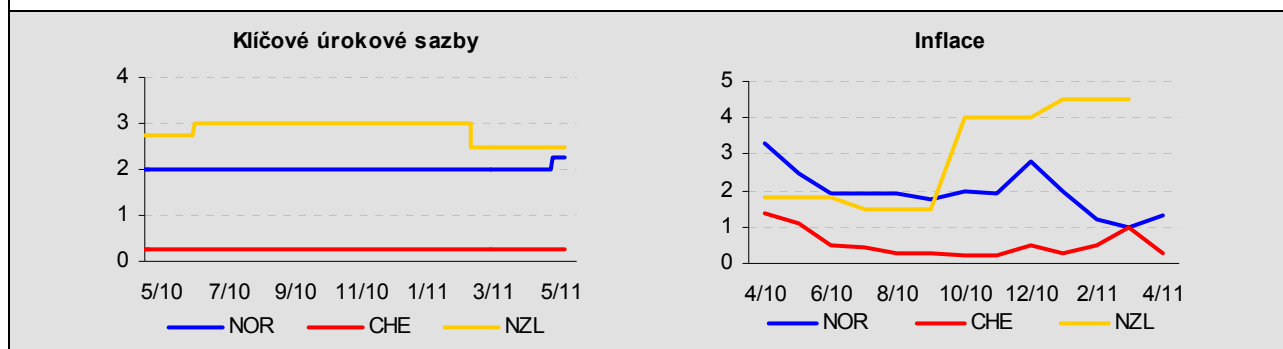
**MNB** v uplynulém období ponechala klíčové sazby beze změny. MNB očekává v následujících šesti měsících zlepšení domácího hospodářského růstu, ačkoliv úroveň ekonomické aktivity zůstane pod potenciálním výstupem. Míra inflace se bude v blízké době pohybovat i nadále nad inflačním cílem vlivem výrazných domácích nákladových šoků. Koncem tohoto roku by se ovšem měla přiblížit zpět k inflačnímu cíli, a to i bez zpříšňování měnové politiky.

**NBP** na dubnovém, květnovém i červnovém zasedání zvýšila klíčové úrokové sazby pokaždé o 0,25 p.b. na úroveň 4,50 % s ohledem na očekávaný nárůst inflačních a mzdových tlaků souvisejících s poměrně dynamickým ekonomickým růstem, který je doprovázen poklesem nezaměstnanosti. Inflace v dubnu vzrostla na 4,5 % vlivem zrychleného růstu cen potravin, energií i ostatních kategorií zboží a služeb. V důsledku toho dále vzrostla jádrová inflace. Relativně vysoká jsou také inflační očekávání.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>1</sup>
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	16. března (0,00) 12. května (+0,25)	17. března (0,00)	10. března (-0,50) 28. dubna (0,00) 9. června (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	2,25 %	0 – 0,75 % <sup>2</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,3 % (duben 2011)	0,3 % (duben 2011)	4,5 % (1Q 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	22. června 10. srpna	16. června	28. července
<b>další očekávané události</b>	22. června zveřejnění Monetary policy report	16. června zveřejnění Monetary policy report	15. září zveřejnění 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 z šetření RBNZ.



**Norges bank (NB)** v květnu zvýšila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 2,25 %. Norská ekonomika i nadále těží z růstu ekonomické aktivity svých obchodních partnerů a vysokých cen energetických surovin na světových trzích. Nízké úrokové sazby doposud nezpůsobily nárůst úvěrů domácnostem, vzrostly však ceny nemovitostí. Prognóza Norges bank neočekává v roce 2011 výrazný nárůst mez, nicméně nezaměstnanost je v poslední době nižší, než se očekávalo.

**SNB** i nadále ponechává cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) beze změny na hodnotách 0 – 0,75 % a udržuje sazby LIBOR v dolní části uvedeného koridoru, tj. průměrně za čtvrtletí na úrovni přibližně 0,25 %. I navzdory silnému švýcarskému franku švýcarská ekonomika zaznamenala nad očekávání rychlý ekonomický růst i ve 4Q 2010. Prognóza SNB aktuálně očekává růst ekonomiky pro rok 2011 kolem 2 %. SNB podle své prognózy předpokládá mírně vyšší inflaci pro rok 2011 vlivem vysokých cen ropy a dynamického domácího ekonomického růstu. Průměrná inflace je očekávána pro rok 2011 na úrovni 0,8 %, a dále 1,1 % v roce 2012 a 2,0 % v roce 2013.

**RBNZ** v březnu reagovala na následky zemětřesení snížením klíčové úrokové sazby o 0,50 p.b. na 2,50 %, na dubnovém a červnovém zasedání již ponechala sazby nezměněny. Přestože lze sledovat náznaky oživení, hospodářský růst bude tlumen vysokým zadlužením domácností a pokračující fiskální konsolidací. Celková inflace je ovlivněna nárůstem nepřímých daní, cen potravin a energií a zvýšila se rovněž inflační očekávání, jádrová inflace však zůstává na nízké úrovni. RBNZ ovšem do budoucna očekává její postupný nárůst a předpokládá v následujících dvou letech postupné navyšování sazeb.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### Země G7 intervenovaly po událostech v Japonsku na devizových trzích

Na koordinované intervenci se dohodlo Japonsko s ostatními zeměmi G7 (Británie, Francie, Itálie, Kanada, Německo, USA) poté, co vedle následků ničivého zemětřesení a vlny tsunami čelila země také rychlému posilování japonského jenu. Na devizových trzích intervenovaly 18. března s cílem omezit zvýšenou volatilitu a zabránit dalšímu posilování japonského jenu, a přispět tak k obnově ekonomické a finanční stability. [Japonská centrální banka](#) navíc od dubna poskytuje speciální půjčky finančním institucím dotčeným zemětřesením v celkovém rozsahu 1 bil. JPY.

### Irská centrální banka zveřejnila plánovaná finanční opatření...

Centrální banka Irska představila koncem března balík opatření ke stabilizaci bankovního sektoru, odsouhlasený po dohodě s Evropskou komisí, Evropskou centrální bankou a Mezinárodním měnovým fondem. Na základě odhadu úvěrových ztrát a zátěžových testů byly stanoveny kapitálové požadavky a plán oddlužení konkrétních bank, včetně řady cílových ukazatelů. Banky tak budou nuceny v letech 2011–2013 řízeně prodávat aktiva.

### ...ECB dočasně zrušila požadavek hodnocení ratingu irských vládních dluhopisů...

Ve stejném období Evropská centrální banka rozhodla dočasně pozastavit uplatňování minimálního stupně ratingu na dluhové nástroje vydané či zaručené irskou vládou v rámci požadavků na kolaterál pro úvěrové operace Eurosystemu. Opatření se týká všech stávajících i nových obchodovatelných dluhových nástrojů, trvat bude do odvolání.

### ...a irský hospodářský program byl hodnocen mezinárodními institucemi

V první polovině dubna navštívili Dublin zástupci Evropské komise, ECB a MMF, aby zhodnotili naplňování hospodářského programu, který v březnu převzala nová irská vláda a zavázala se pokračovat v jeho naplňování. Delegace ocenila dosavadní úsilí, vyzvedla především navržené reformy bankovního systému a potřebu zajistit udržitelnost veřejných financí. Pozitivně byly hodnoceny také strukturální reformy, které by měly vést k nárůstu zaměstnanosti.

### Finanční pomoc poskytnuta také Portugalsku

V květnu si podmínky finanční pomoci vyjednálo s Evropskou komisí, ECB a MMF rovněž Portugalsko. Při plnění požadavků programu, jehož hlavními pilíři jsou strukturální reformy, fiskální konsolidace a rekapitalizace a oddlužení finančního sektoru, bude zemi poskytnut úvěr v celkové výši 78 mld. EUR. Financován bude ze zdrojů MMF, EFSM a EFSF (každý z nich příspěvkem ve výši 26 mld. EUR).

### Fed bude po měnověpolitických rozhodnutích pořádat tiskové konference

Šéf americké centrální banky Ben S. Bernanke představí čtyřikrát ročně – po vybraných jednáních o nastavení měnové politiky – aktuální ekonomické prognózy Výboru FOMC a poskytne rovněž doplňující podkladové informace důležité pro měnověpolitické rozhodování. Zavedení pravidelných tiskových konferencí má přispět k větší srozumitelnosti a aktuálnosti měnověpolitické komunikace Fedu. Komunikaci měnové politiky se blíže věnuje Téma pod lupou tohoto vydání Monitoringu (viz také následující událost).

### Maďarská centrální banka má nový predikční model

Od prvního čtvrtletí tohoto roku využívá Magyar Nemzeti Bank při tvorbě prognózy nový model. Zatímco předešlé prognózy byly založeny na předpokladu neměnné měnověpolitické sazby a konstantního měnového kurzu, současný model již s těmito veličinami pracuje jako

s endogenními. Zásadním výstupem prognózy tak je trajektorie úrokových sazeb, kterou se však MNB rozhodla nezveřejňovat. K jejich předpokládanému budoucímu vývoji ale bude poskytovat slovní komentář.

### **Centrální banky Nového Zélandu a Číny dohodly swapovou facilitu**

RBNZ a čínská centrální banka dohodly swapovou linku v objemu 25 mld. RMB (5 mld. NZD), kterou může RBNZ využít v případě, že by novozélandské firmy neměly přístup k čínskému renminbi. Přestože toto opatření není v současnosti nezbytné, považují jej obě strany za užitečné pro případ narušení fungování trhů. Dohoda je platná po dobu tří let, může však být prodloužena. Zavedení swapové linky navazuje na akce čínské centrální banky k podpoře vyrovnávání transakcí s čínskými firmami v renminbi, podobné dohody uzavřela v minulých letech s centrálními bankami dalších zemí (viz např. [Singapur](#), [Island](#), [Hong Kong](#), [Malajsie](#)).

### **Centrální banka Islandu v aukci odkupuje islandské koruny**

V návaznosti na březnovou [Strategii liberalizace kapitálového účtu](#) přistoupila Islandská centrální banka k realizaci její první fáze a vybídla vybrané ekonomické subjekty k předložení nabídek na prodej islandských korun za eura, přičemž přislíbila odkoupit celkem 15 mld. ISK. Aukce představuje první krok v omezení restrikcí pohybu kapitálu, které byly zavedeny po zhroucení islandského bankovního sektoru na podzim 2008. Současně jsou odkupovány také vládní dluhopisy denominované v islandských korunách se splatností do konce května 2013.

### 3. TÉMA POD LUPOU: KOMUNIKACE CENTRÁLNÍCH BANK

*Nově zavedené tiskové konference Fedu po rozhodnutích o nastavení úrokových sazeb představují další krok k větší transparentnosti americké měnové politiky. Fed však v tomto směru zdaleka není průkopníkem, v mnoha centrálních bankách jsou již dlouho tiskové konference, veřejná prohlášení a diskuze s novináři považovány za samozřejmost. Tento krok Fedu tak lze vnímat jako reflexi dlouhotrvajícího trendu zvyšování otevřenosti a transparentnosti centrálních bank, který je popsán v tomto článku.*

Mezi klíčové pojmy moderní měnové politiky patří transparentnost, odpovědnost a kredibilita, přičemž podmínkou dosažení těchto hodnot je efektivní, tj. otevřená a srozumitelná, komunikace. Důležitým motivem pro zvyšování transparentnosti je nezávislost centrálních bank, která musí být doprovázena vysokou mírou odpovědnosti vůči veřejnosti, vysvětlováním přijatých rozhodnutí a důvodů těchto rozhodnutí. Transparentnost napomáhá tržním subjektům porozumět měnové politice, čímž se tato stává hodnověrnější a zároveň účinnější. Centrální banka, je-li kredibilní, může ovlivnit ekonomiku již „pouhou“ komunikací svých záměrů.

Transparentnost v měnové politice však nemá dlouhou historii. Ještě na začátku devadesátých let bylo rozhodování centrálních bank do značné míry zahaleno tajemstvím. Mezi první centrální banky, které začaly prosazovat větší transparentnost, patřily centrální banka Nového Zélandu (RBNZ) a Bank of England. Od té doby se úroveň komunikace měnové politiky významně rozvíjí a výrazně roste transparentnost centrálních bank po celém světě.

Efektivní komunikace plní v měnové politice dvě hlavní úlohy – jednak pomáhá ukotvovat dlouhodobá inflační očekávání, jednak snižuje volatilitu na finančních trzích. Centrální banky mohou přímo ovlivnit pouze velmi krátkodobé úrokové sazby, které samy o sobě nejsou pro rozhodování ekonomických agentů příliš důležité. Pro transmissi měnové politiky do ekonomiky je významná především výše sazeb s delšími splatnostmi, která je ovlivňována mj. očekáváním budoucích krátkodobých úrokových sazeb, a tudíž komunikací centrální banky.

Komunikace jako nástroj ovlivňování očekávání soukromého sektoru je extrémně důležitá v období zvýšené nejistoty. Během nedávné světové finanční a ekonomické krize bylo nutné patřičně vysvětlovat použití nestandardních nástrojů, ale především přispět k obnově důvěry soukromého sektoru v ekonomiku a ve fungování trhů jako takových. V extrémním případě, kdy se měnověpolitické úrokové sazby přiblíží nule, se komunikace stává zřejmě nejdůležitějším nástrojem měnové politiky.

Transparentnost je klíčová zejména v režimu cílování inflace, jehož základním pilířem je veřejně stanovený inflační cíl; nedílným prvkem režimu je pak pravidelná komunikace prognózy, ekonomických faktorů hovořících pro ponechání či změnu sazeb a rizik budoucího vývoje. Vzhledem ke zpoždění v transmissi měnových rozhodnutí do vývoje inflace je třeba být vpředhledící, což nemusí být pro veřejnost snadno pochopitelné, a proto je nutné tento princip opakovaně zdůrazňovat. Pro kredibilitu centrální banky je významné rovněž zpětné vyhodnocení odchylek inflace od cíle a jejich důvodů.

#### **Komunikační strategie**

Pro efektivnost komunikace je potřeba oslovovat různé typy publika specifickým způsobem a využívat pro to různé komunikační kanály. Pronesená sdělení by přitom neměla představovat omezení prostoru pro budoucí akce. Komunikace by měla být zaměřena na všechny tržní subjekty ve stejném okamžiku, nikdo by neměl mít preferenční a/nebo dřívější přístup k informacím, aby nevznikaly tržní deformace. Transparence přitom znamená víc než jen předávání informací (informační otevřenost). Je třeba informace sdělovat a strukturovat tak,



aby byly pro veřejnost srozumitelné. Poskytování příliš mnoha detailních informací může být „těžko stravitelné“ a ve výsledku kontraproduktivní, příliš dominantní informační pozice centrální banky může navíc vytlačovat formulaci nezávislých názorů v soukromé sféře.

Hlavním dlouhodobým rámcem komunikace vůči finančním trhům je veřejné oznamování cílů a měnověpolitické strategie, např. při přechodu na režim cílování inflace již samotné vyhlášení inflačního cíle může významně formovat inflační očekávání za předpokladu, že je tento krok učiněn důvěryhodně a je trhy přijat. Kvantitativní cíl pomáhá tržním subjektům ukotvit očekávání, proto i ECB, která svoji měnovou politiku neoznačuje za cílování inflace, stanovila číselnou definici cenové stability. Jiná je strategie Fedu, který má ze zákona dva hlavní cíle v podobě cenové stability a plné zaměstnanosti, přičemž ani jeden z nich není kvantifikován.

Vedle komunikace budoucí inflace je důležité sdělování i dalších ekonomických ukazatelů, zachycujících vývoj reálné ekonomiky, trhu práce a další. Je dnes běžné, že centrální banky zveřejňují svoji prognózu všech těchto ukazatelů, po měnověpolitickém rozhodování pořádají tiskové konference, jsou zveřejňovány záznamy z jednání, často doplněné o informace o hlasování jednotlivých členů měnového výboru. I zde však existují rozdíly. Bank of England nepořádá tiskové konference po zasedání o změně sazeb, ale pouze při zveřejnění Zprávy o inflaci. ECB ani RBNZ neposkytují záznam z jednání. Ve většině centrálních bank zároveň platí určitá omezení komunikace (komunikační embargo), především v období před měnověpolitickým jednáním, ale i nějakou dobu po něm, kdy by mohla zvýšit volatilitu trhů.

Novou výzvu (nejen) pro komunikaci představoval přechod mnoha centrálních bank k tzv. nepodmíněné prognóze (endogenní trajektorii úrokových sazeb konzistentní s prognózou), kterou dnes vytváří a publikuje např. RBNZ, Riksbank, Norges Bank a ČNB. Nováčkem v této oblasti je maďarská MNB, která endogenní úrokové sazby využívá od letošního roku. MNB však, na rozdíl od výše uvedených centrálních bank, zatím svoji prognózu úrokových sazeb nepublikuje a omezuje se jen na verbální popis pravděpodobného budoucího vývoje úrokových sazeb, podobně jako tomu bylo do konce roku 2007 u ČNB.

Hlavní argument proti zveřejňování prognózy úrokových sazeb spočívá v tom, že by soukromé subjekty mohly výhled sazeb mylně považovat za závazek centrální banky dosahovat prognózovaných sazeb. Praxe však ukázala, že toto riziko se dá minimalizovat vhodnou komunikací. Názory ve prospěch tohoto kroku navíc říkají, že se jedná o dosažení vysoké míry transparency, která má významný dopad na tržní očekávání a zvyšuje schopnost tržních subjektů předpovídat měnověpolitická rozhodnutí.

Opatrné jsou centrální banky i co se týče zveřejňování predikce měnového kurzu. Průkopníkem ve zveřejňování trajektorie kurzu byla RBNZ, v jejím případě se jedná o index měn hlavních obchodních partnerů (WTI), tedy de facto o nominální efektivní kurz. Prognózu efektivního kurzu zveřejňují i další centrální banky, jako např. BoE, Riksbank a Norges Bank. ČNB jako jediná centrální banka na světě zveřejňuje nominální kurz české koruny vůči jedné konkrétní měně, k euru. (Trajektorii nominálního kurzu začala publikovat již v roce 2003 také Kolumbijská centrální banka, v následujícím roce však od tohoto upustila).

V neposlední řadě je důležité, kdo by měl prohlášení související s měnovou politikou komunikovat. V mnoha centrálních bankách rozhodují jednotliví členové měnových výborů o výsledném nastavení úrokových sazeb hlasováním, čemuž odpovídá i jejich ne vždy jednotná komunikace před zasedáním i po něm. Naopak kolegiálně se rozhodují v Norges Bank a v ECB a je tedy pochopitelné, že tyto centrální banky nezveřejňují ani informace o hlasování, stejně jako RBNZ, kde formálně rozhoduje pouze guvernér a rada má poradní funkci. Přestože je v literatuře zmiňován problém „kakofonie“, tedy rizika, že více různých názorů členů výboru by mohlo zmást veřejnost, v praxi převažuje rozhodování hlasováním. Narůstá též počet bank,

které zveřejňují zápisy z jednání, poměr hlasování či dokonce jmenovité hlasování členů měnového výboru (v případě Sveriges Riksbank i včetně argumentace jednotlivých členů rady). V roce 2010 začaly zveřejňovat zápisy Bank of Mexico a Bank of Thailand, poslední jmenovaná banka začala zveřejňovat i poměr hlasování. Česká národní banka začala zveřejňovat poměr hlasů v roce 2000 a jmenovité hlasování v roce 2008.

## Nejen finanční trhy

Předchozí odstavce se věnovaly komunikaci zaměřené především na finanční trhy a odbornou veřejnost. Centrální banky však v oblasti měnové politiky komunikují také s mezinárodními institucemi, s ostatními centrálními bankami, obvyklá jsou rovněž vystoupení v parlamentních výborech.

V neposlední řadě je důležitá i komunikace centrálních bank směrem k široké veřejnosti. I ta má dva hlavní cíle, kterými jsou odpovědnost a efektivnost, i zde je důležitý vliv na inflační očekávání a tedy i na mzdová vyjednávání. Na rozdíl od analytiků, kteří sami komunikaci centrální banky vyhledávají a pozorně sledují, je veřejnost obvykle potřeba aktivně oslovovat. Vedle publikování článků v tisku a vystupování v médiích pořádají centrální bankéři dny otevřených dveří, v mnohých centrálních bankách se pořádají pro veřejnost výstavy spojené s přednáškami, v posledních letech se rovněž klade důraz na vzdělávání veřejnosti, včetně tvorby výukových programů pro děti a distribuce vzdělávacích her. V této oblasti je aktivní zejména [ECB](#), [Fed](#), [BoE](#), ale také menší centrální banky jako je např. [Bank of Finland](#).

	Tisková konference po MP jednání	Zápis z MP jednání	Zveřejnění informace o hlasování	Publikace prognózy úrokových sazeb	Publikace prognózy měnového kurzu
ECB	ano	ne	ne (kolektivní rozhodnutí)	ne	ne
Fed	ano	ano (po třech týdnech)	ano	ne	ne
BoE	po zveřejnění zprávy o inflaci	ano (po dvou týdnech)	ano	ne	ne
Švédská Riksbank	ano	ano (po dvou týdnech)	ano	ano	index TCW
Maďarská MNB	ano	ano	ano	ne	ne
Polská NBP	ano	ano (po třech týdnech)	ano	ne	reálný efektivní kurz
Norges Bank	ano	ne	ne (kolektivní rozhodnutí)	ano	efektivní kurz
Švýcarská SNB	ne	ne	ne	ne	ne
RBNZ	ano	ne	ne (rozhoduje guvernér)	ano	index WTI
Australská CB	ne	ano (po dvou týdnech)	ne (kolektivní rozhodnutí)	ne	ne
Kanadská CB	po zveřejnění zprávy o měnové politice	ne	ne (kolektivní rozhodnutí)	ne	ne
CB Izraele	ne	ano (po dvou týdnech)	ne * (rozhoduje guvernér)	ano	ne
Česká národní banka	ano	ano (po osmi dnech)	ano	ano	CZK/EUR

\* Dle Zákona o centrální bance z roku 2010 by měl být jmenován měnový výbor a publikován poměr hlasů.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: VÝZVY PRO MĚNOVOU POLITIKU V EUROZÓNĚ

*Axel A. Weber, který na konci dubna po sedmi letech ukončil svoje angažmá v Bundesbance na pozici guvernéra, prezentoval 13. dubna 2011 při příležitosti [Homer Jones Memorial Lecture](#)<sup>1</sup> svoje postřehy ohledně budoucí měnové politiky (nejen) v eurozóně.*

V úvodu svojí přednášky Axel Weber poukazuje na skutečnost, že ve vedení centrálních bank se v posledních letech častěji objevují lidé z akademického prostředí. Za typické akademiky v měnové politice považuje mj. Mervyna Kinga, Bena Bernankeho, Janet Yellen, a k výčtu jmen přidává i své vlastní. Zároveň dodává, že díky tomuto trendu došlo během finanční a hospodářské krize k rychlému přenosu vědeckých poznatků do praktické měnové politiky. Domnívá se, že tato krize s sebou přinesla řadu nových otázek, které se stanou předmětem vědeckého bádání v následujících letech. Ve svém projevu se některých těchto témat dotýká a konfrontuje základní paradigmaty monetární ekonomie se současným stavem měnové politiky.

Zásadní ponaučení z finanční krize spatřuje A. Weber v potřebě zahrnutí bankovního sektoru do jádrových analytických a prognostických modelů centrálních bank, na jejichž základě jsou přijímána měnověpolitická rozhodnutí. Před propuknutím finanční a hospodářské krize vycházela řada centrálních bank z předpokladu, že kapitálové trhy fungují v souhrnu efektivně a že prostřednictvím nástrojů měnové politiky (úrokových sazeb) není možné předcházet vzniku bublin na finančních trzích. Bývalý guvernér se domnívá, že bude třeba zkoumat nerovnoměrný vývoj řady proměnných, např. nevyrovnaný nárůst úvěrů a měnových agregátů může naznačovat riziko nadměrného zadlužení daného segmentu finančního trhu. Horizont měnové politiky by se měl podle něj po zohlednění cyklického vývoje bankovního sektoru prodloužit, jelikož nerovnováhy ve finančním sektoru vznikají v průběhu řady let. Měnová politika by se tak stala více souměrnou s finančním cyklem a zároveň by přispívala k udržení finanční stability. Nicméně i přes toto zohlednění bude nutné při hodnocení finanční stability používat řadu samostatných nástrojů a primárním cílem měnové politiky zůstane cenová stabilita.

Ve druhé části svého projevu se Axel Weber věnuje současným problémům eurozóny. Nespatřuje přitom problém v rostoucí heterogenitě členských států (v oblasti ekonomického růstu, inflace, konkurenceschopnosti), a to s ohledem na obdobnou různorodost členských států USA a na fakt, že rozdíly v hospodářském růstu dosahují podobných hodnot jako v prvních letech fungování měnové unie. Naopak za problematickou považuje vysokou míru zadlužení, kterou mnohé členské státy léta neřešily a za níž se skrývají hlubší neudržitelné tendence, jako např. nadměrné utrácení veřejných zdrojů, neefektivní využívání příchozího kapitálu či ztráta konkurenceschopnosti. Tím jsou podkopávány základy měnové unie, které stojí na principu subsidiarity, tedy vlastní odpovědnosti států za hospodářskou politiku a z ní plynoucí stav veřejných financí. Strukturální reformy a fiskální konsolidace jsou tudíž nutnou podmínkou pro fungování společné měnové politiky. Použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky v reakci na finanční krizi považuje bývalý guvernér za dočasné řešení. Upozorňuje, že měnová politika nemůže dlouhodobě plnit úkoly, které spadají do fiskální politiky.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 9. června 2011. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika.  
Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).

<sup>1</sup> The Homer Jones Memorial Lecture Series pořádá Federální rezervní banka (Fed) v St. Louis na počest svého bývalého ředitele výzkumu a vicepresidenta Fedu v St. Louis, Homera Jonese (1906-1986). Od roku 1987 zde pozvaný akademik či centrální bankéř přednáší svůj projev na téma z oblasti měnové politiky.