

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2015

V tomto čísle

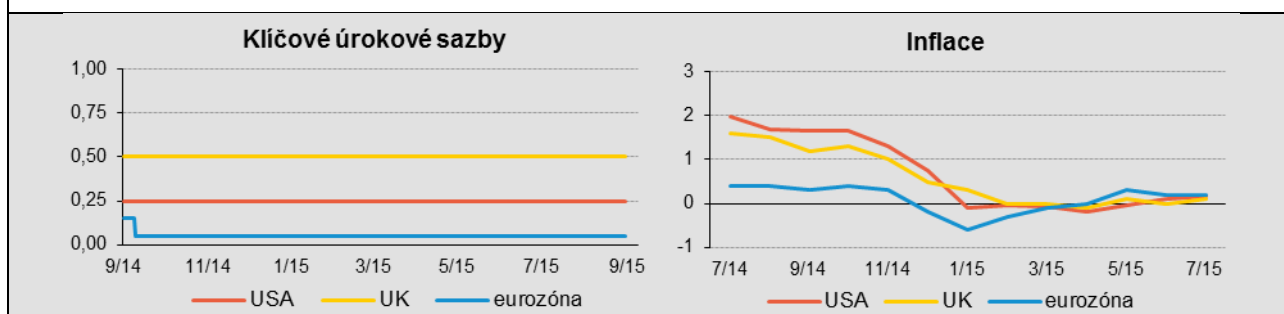
Uplynulé tři měsíce byly možná posledním čtvrtletím, v němž Fed i BoE ponechaly své klíčové úrokové sazby na historických minimech: v nadcházejících měsících by totiž v obou ekonomikách mělo podle očekávání dojít k pozvolnému zvyšování sazeb. Zvyšování úrokových sazeb se však netýká ECB. Zcela odlišně se vyvíjí měnová politika ve Švédsku, kde Riksbank v červenci dále snížila úrokové sazby hlouběji do záporu a současně zvýšila objem nakupovaných vládních dluhopisů. Rovněž norská centrální banka snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu. Zatímco NBP měnové podmínky neuvolnila, MNB snížila úrokové sazby dvakrát za sebou, a tím pravděpodobně ukončila cyklus uvolňování měnové politiky. Téma pod lupou se tentokrát věnuje zprávám o inflaci centrálních bank jako podstatné součásti jejich komunikace. Ve vybraném projevu viceprezident ECB Vítor Constâncio diskutuje přínosy a rizika stávající nekonvenční politiky ECB.

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> |
|--|---|--|---|
| inflační cíl | < 2 % ¹ | 2 % ² | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 2. července (0,00) 6. srpna (0,00) 3. září (0,00) | 16. – 17. června (0,00) 28. – 29. července (0,00) | 8. – 9. července (0,00) 5. – 6. srpna (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | 0,05 % | 0–0,25 % | 0,50 % |
| poslední inflace | 0,2 % (srpen 2015) ³ | 0,2 % (červenec 2015) | 0,1 % (červenec 2015) |
| očekávaná MP zasedání | 8. října 5. listopadu 3. prosince | 16. – 17. září ⁵ 27. – 28. října 15. – 16. prosince | 9. – 10. září |
| další očekávané události | 3. září zveřejnění prognózy | únor 2016 zveřejnění Monetary Policy Report | 6. srpna zveřejnění Inflation Report |
| očekávaný vývoj sazeb⁴ | → | ↑ | → |

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



ECB ponechala své úrokové sazby beze změny. Program nákupu aktiv probíhá dle vyjádření ECB hladce, jeho ukončení diskutováno nebylo a podle dřívějších vyjádření ECB by měl probíhat nejméně do konce září 2016. Na tiskové konferenci bylo zdůrazněno, že ECB je připravená použít veškeré dostupné prostředky pro uvolnění měnové politiky a program kvantitativního uvolňování považuje co do objemu, složení i délky svého trvání za flexibilní. Mezičtvrtletní růst HDP ve 2. čtvrtletí činil dle předběžného odhadu 1,2 %. Záříjová prognóza očekává mírně nižší ekonomickou aktivitu oproti červnovému výhledu, když předpokládá reálný růst HDP v roce 2015 o 1,4 %, v 2016 o 1,7 % a o 1,8 % v 2017. Prognóza ECB i nadále předpokládá v nejbližší době velmi nízkou inflaci, která v roce 2015 dosáhne 0,1 %, v 2016 se pak zvýší na 1,1 % a v roce 2017 dále zrychlí 1,7 %.

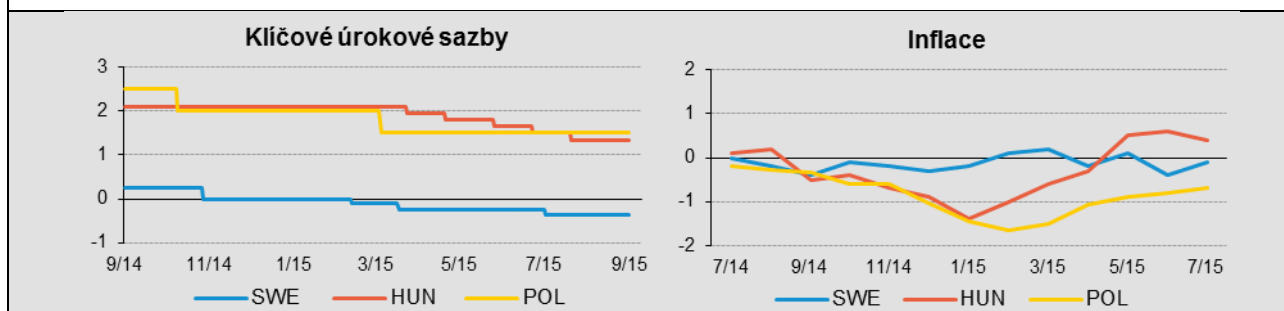
Fed i nadále udržuje nízké úrokové sazby v rozmezí 0–0,25 % a pokračuje v reinvestování inkasovaných splátek jistin z jím držených agenturních dluhových nástrojů a cenných papírů krytých hypotékami; držené dluhopisy, které dosáhnou splatnosti, jsou rolvány. Zvýšení úrokových sazeb se očekává ve druhé polovině roku 2015, přičemž by k němu mohlo podle některých spekulací dojít již v září, nicméně externí faktory tento krok spíše oddalují. Na trhu práce došlo k solidnímu nárůstu počtu pracovních míst. Míra nezaměstnanosti v červenci zůstala nezměněna na úrovni 5,3 %, stejně jako míra participace, která dosáhla 62,6 %. Růst spotřeby domácností byl mírný a sektor rezidenčních nemovitostí dále rostl.

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem držených cenných papírů (375 mld. GBP). Meziroční růst HDP za 2. čtvrtletí dosáhl dle předběžného odhadu 2,6 %. K tomuto vývoji přispěla spotřeba domácností i vlády společně s hrubou tvorbou kapitálu (zejména fixních investic). Inflace se z mírně záporných hodnot vrátila od dubna nad nulu; tento vývoj je v souladu s očekávanými BoE.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

| | Švédsko (Riksbank) | Maďarsko (MNB) | Polsko (NBP) |
|--|--|--|---|
| inflační cíl | 2 % | 3 % | 2,5 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 1. července (-0,10) 2. září | 23. června (-0,15) 21. července (-0,15) 25. srpna (0,00) | 7. – 8. července (0,00) 18. srpna (0,00) 1. – 2. září |
| aktuální klíčová sazba | -0,35 % | 1,35 % | 1,50 % |
| poslední inflace | -0,1 % (červenec 2015) | 0,4 % (červenec 2015) | -0,7 % (červenec 2015) |
| očekávaná MP zasedání | 27. října 14. prosince | 22. září 20. října 14. listopadu | 5. – 6. října 3. – 4. listopadu 1. – 2. prosince |
| další očekávané události | 28. října zveřejnění Monetary Policy Report | 24. září zveřejnění Quarterly Report on Inflation | 1/2 listopadu zveřejnění Inflation Report |
| očekávaný vývoj sazeb¹ | → | → | → |

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



Na červencovém zasedání **Riksbank** snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,1 p.b. na -0,35 % a rozšířila svůj program nákupu dluhopisů o dalších 45 mld. švédských korun v období září až prosinec 2015 (po dosavadních 30 miliard od dubna do září letošního roku). Banka v [prohlášení](#) svůj krok zdůvodnila vývojem v Řecku, který výrazně zvýšil nejistotu. Na zářijovém zasedání nedošlo ke změně úrokových sazeb ani objemu nakupovaných dluhopisů. Spotřebitelské ceny vyjádřené pomocí indexu CPIF (jímž se měří inflace za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték) meziročně pozvolna rostou, když takto vyjádřená inflace v červenci dosáhla 0,9 %. Inflace změřená na bázi běžného CPI byla přitom lehce záporná (-0,1 %). Riksbank očekává CPIF inflaci blízko 2 % v roce 2016 a je stále připravena měnovou politiku dále uvolnit v případě, že by se výhled inflace zhoršoval. Švédská ekonomika vzrostla ve druhém čtvrtletí o 3 %.

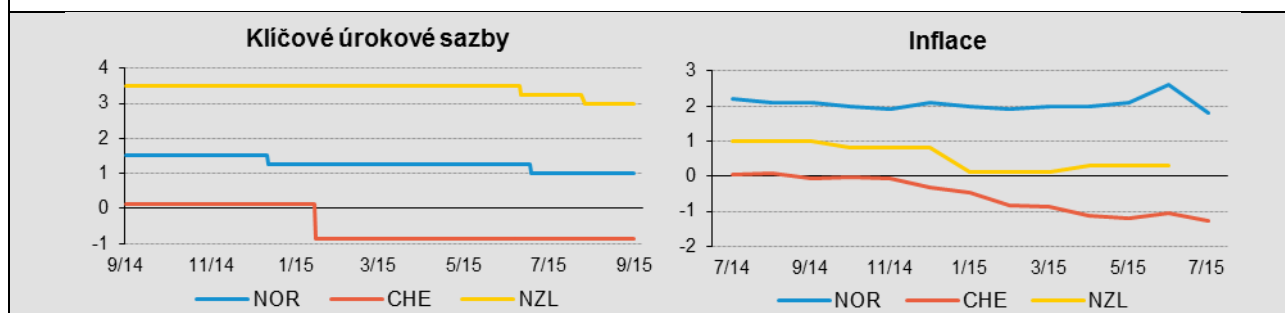
MNB v uplynulém čtvrtletí snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu dvakrát za sebou o 15 b.b. na úroveň 1,35 %. Na srpnovém zasedání již k dalšímu snížení sazby nedošlo, a banka tak zřejmě ukončila cyklus uvolňování měnové politiky. Předběžnými daty naznačený dynamický růst ekonomiky v 1. čtvrtletí 2015 tažený zejména čistými exporty i soukromou spotřebou se potvrdil, když meziroční růst HDP dosáhl 3,5 %. Ve 2. čtvrtletí došlo podle předběžného odhadu k mírnému zpomalení, když HDP vzrostl o 2,7 %. MNB očekává i nadále nízkou inflaci; podle prognózy MNB se cenový růst přiblíží tříprocentnímu cíli ke konci roku 2016. MNB oznámila detaily ohledně převodu cizoměnových spotřebitelských úvěrů na forintové (více v Zajímavých událostech).

NBP ponechala svou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,50 %. Růst HDP ve 2. čtvrtletí i přes mírné zpomalení dosáhl tempa 3,3 %. K tomu přispěla zejména spotřeba, podpořená příznivou situací na trhu práce, a investice, umožněné dobrou finanční situací firem. Nízké ceny komodit a mírný nominální růst mezd vytvářejí pouze omezené nákladové tlaky. Inflace zůstává i nadále záporná, když v červenci dosáhla -0,7 %, růst cen průmyslových výrobců je rovněž záporný a inflační očekávání zůstávají velmi nízká. NBP očekává pozvolný růst cen v následujících čtvrtletích.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

| | Norsko (NB) | Švýcarsko (SNB) | Nový Zéland (RBNZ) |
|--|---|---|--|
| inflační cíl | 2,5 % | 0–2 % | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 18. června (-0,25) | 18. června (0,00) | 11. června (-0,25) 23. července (-0,25) |
| aktuální klíčová sazba | 1,00 % | od -1,25 do -0,25 % ¹ | 3,00 % |
| poslední inflace | 1,8 % (červenec 2015) | -1,3 % (červenec 2015) | 0,3 % (Q2 2015) |
| očekávaná MP zasedání | 24. září 5. listopadu 17. prosince | 17. září 10. prosince | 10. září 29. října 10. prosince |
| další očekávané události | 24. září a 17. prosince zveřejnění Monetary policy report | 23. září zveřejnění Monetary policy report | 10. září zveřejnění Monetary policy statement |
| očekávaný vývoj sazeb² | → | → | → |

¹ v grafu znázorněn střed pásma; ² směr očekávaní změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB snížila svou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na úroveň 1,25 % a tato sazba může být v průběhu podzimu dle vyjádření guvernéra Olsena dále snížena. Ekonomický růst byl o něco slabší, než centrální banka předpovídala. Nezaměstnanost vzrostla a očekávaný růst mezd v roce 2015 je nižší, než NB předpokládala v březnu. Zadluženost domácností pokračovala v růstu a ceny nemovitostí rostly pomaleji, než NB očekávala. Ministerstvo financí 18. června rozhodlo o zvýšení proticyklické kapitálové rezervy z 1 % na 1,5 %. Nové nastavení vstoupí v platnost 30. června 2016. V Norsku tak aktuálně dochází ke snižování úrokových sazeb při preventivním zmírňování úvěrového růstu nástroji makrobezpečnostní politiky.

SNB na červnovém zasedání ponechala interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %. Úroková sazba na zůstatky bank u SNB rovněž zůstala na úrovni -0,75 % a beze změny je i hranice 10 mil. CHF, po jejímž překročení dochází k negativnímu úročení zůstatků finančních institucí u SNB. SNB koncem června intervenovala na devizovém trhu. Detailní informace o této intervenci však nejsou známy. Oproti březnové prognóze nedošlo k významnějšímu přehodnocení výhledu cenového vývoje: pro rok 2015 je očekáván pokles cen o 1% a v roce 2016 se ceny sníží o 0,4 %. Kladných hodnot tak inflace dle SNB dosáhne až v roce 2017. HDP se ve 2. čtvrtletí navrátil k mírnému mezičtvrtletnímu růstu (o 0,2 %) po dočasném poklesu o -0,2 % v 1. čtvrtletí.

RBNZ snížila svou klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbu dvakrát za sebou o 0,25 p.b. na tříprocentní úroveň. Ekonomický růst se pohybuje kolem 3 % a je podporován zejména vývojem ve stavebnictví. Inflace je nízká kvůli klesajícím dovozním cenám, růst mezd a inflační očekávání jsou utlumená. Auckland se i nadále potýká s růstem cen nemovitostí. Reakcí na tento finanční stabilitu ohrožující vývoj bylo zpřísnění makrobezpečnostní politiky v oblasti úvěrů proudících na tamní realitní trh (více v [červnovém MCB](#)) a ministerstvem financí plánované administrativní opatření vedoucí ke zpřísnění výběru daní za obchodní transakce s nemovitostmi od října 2015, které by mělo zmírnit tlak na trhu nemovitostí (více [zde](#)).

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

MNB zavedla další nástroj k podpoře nákupů vládních dluhopisů bankami

MNB po konzultaci s komerčními bankami zavedla novou úrokovou swapovou facilitu (IRS) s desetiletou splatností, která rozšíří stávající IRS nástroje s tříletými a pětiletými splatnostmi. Rozšíření nabídky IRS nástrojů je vedeno hlavně snahou podpořit nákupy a držbu vládních dluhopisů bankami a navazuje na rozhodnutí MNB o změně hlavní měnověpolitické sazby z počátku června 2015 (viz [červnový MCB](#)). Nový IRS nástroj dle MNB poskytne bankám podporu a stabilizaci při držení dlouhodobějších vládních cenných papírů.

Maďarsko a Polsko se chystají konvertovat cizoměnové spotřebitelské úvěry

Dne 19. srpna rozhodla maďarská vláda o povinnosti konvertovat cizoměnové spotřebitelské úvěry, vedené většinou ve švýcarských francích, na forinty. Účelem konverze téměř 250 tisíc úvěrových smluv v celkovém objemu asi 300 mld. forintů je ochránit dlužnické domácnosti před dopady zpevnění švýcarského franku a také zmírnit případné ztráty věřitelů. Maďarská centrální banka již [9. června rozhodla](#), že komerčním bankám poskytne veškeré devizy potřebné k uskutečnění projednávané konverze, a [19. srpna potvrdila](#), že všem finančním institucím poskytne švýcarské franky formou prodeje ze svých devizových rezerv. Celý proces konverze by měl být uzavřen zhruba do konce tohoto roku. Již loni musely za značných ztrát banky převést na forinty cizoměnové hypotéky.

Zákon o konverzi cizoměnových úvěrů (vedených také převážně ve švýcarských francích) do domácí měny chystá i **Polsko**, kde o něm bude počátkem září hlasovat horní komora parlamentu. Přijetí takového zákona se brání v Polsku působící banky, a to z obav ze ztrát odhadovaných až na 5 mld. EUR; navrhovanou legislativu kritizuje také ECB.

Další centrální banky vylepšují design a funkci svých webových stránek

ECB přistoupila počátkem července ke změně designu a funkčnosti svých [webových stránek](#). Nová podoba webu je přístupnější pro uživatele mobilních telefonů a tabletů a zaujme grafickými vstupy (fotografie, grafy, tabulková srovnání) a menším rozsahem textu na titulní straně. Větší důraz je kladen na vysvětlování funkce a činnosti ECB, na web byla mimo jiné nově zařazena sekce „Explainers“ a z hlavní stránky jsou také přístupné projevy, rozhovory a tiskové zprávy. Podoba webu je odvozena od stránek [Jednotného bankovního dohledu](#), který byl spuštěn v listopadu loňského roku.

Bank of England [spustila](#) v červnu webový blog [Bank Underground](#) (designově odlišný od oficiálních stránek BoE). Blog je součástí snahy centrální banky o méně formální a častější komunikaci s veřejností. Ke změně designu a mírné úpravě struktury svých [webových stránek](#) přistoupila počátkem srpna také **maďarská centrální banka**. Koncem srpna [spustila švýcarská centrální banka](#) nový webový „[data portál](#)“, na kterém jsou dostupná statistická data SNB včetně měnové a finanční statistiky i statistiky dalších sektorů.

Bank of England změnila harmonogram zveřejňování informací

Od letošního srpna zveřejňuje Bank of England v den měnového zasedání – spolu s přijatým rozhodnutím – i zápis z tohoto jednání a Zprávu o inflaci (které byly doposud publikovány s odstupem jednoho, resp. dvou týdnů po zasedání); Zprávu o inflaci tradičně doplňuje tisková konference. Text obsahující vlastní [Měnověpolitické rozhodnutí](#) byl navíc rozšířen a nyní také tvoří celou první část Zprávy o inflaci. O těchto změnách bylo rozhodnuto již v prosinci 2014 (viz [březnový MCB](#)) společně s rozhodnutím o snížení počtu zasedání MPC ze současných

dvanácti na osm ročně. Poslední uvedená změna by měla vstoupit v platnost počínaje rokem 2016.

Izraelská centrální banka začala pořádat tiskové konference k měnověpolitickým rozhodnutím

S cílem poskytnout veřejnosti více informací o svém měnověpolitickém rozhodování a dále zvýšit svou transparentnost se BoI rozhodla počínaje letošním červnem pořádat ke konci každého čtvrtletí tiskové konference, které budou následovat vždy po zveřejnění měnověpolitického rozhodnutí. Dosud izraelská centrální banka zveřejňovala ke konci každého měsíce svá rozhodnutí pouze ve formě tiskového prohlášení.

Turecká centrální banka plánuje zjednodušení měnové politiky

Podle [zápisu](#) ze svého srpnového zasedání plánuje turecká centrální banka (CBRT) zjednodušení způsobu implementace své měnové politiky v souvislosti s postupnou normalizací měnové politiky ve světě. Stávající měnová politika CBRT využívá asymetrický koridor úrokových sazeb tvořený depozitní a zápůjční sazbou, v němž se pohybuje hlavní měnověpolitická jednotýdenní repo sazba. Šíře tohoto koridoru byla v minulosti aktivně využívána k boji s nadměrnými toky kapitálu. V situaci zklidnění na finančních trzích přitom podle guvernéra CBRT nastává doba k přechodu na standardnější měnovou politiku využívající primárně hlavní, tj. jednotýdenní, repo sazbu.

RBNZ snižuje od roku 2016 počet svých měnověpolitických zasedání

RBNZ v srpnu rozhodla o snížení počtu svých měnověpolitických zasedání ze současných osmi na sedm ročně. Změna bude v platnosti od příštího roku, kdy se jednání o nastavení měnové politiky nebudou konat mezi počátkem listopadu a počátkem února, tj. v období novozélandského léta. Zprávy o měnové politice (Monetary Policy Statement) včetně doprovodné tiskové konference budou nadále zveřejňovány čtyřikrát ročně, nicméně o měsíc dříve než podle dosavadního harmonogramu (tj. druhé úterý v únoru, květnu, srpnu a listopadu).

3. TÉMA POD LUPOU: KOMUNIKACE CENTRÁLNÍCH BANK – ZPRÁVY O INFLACI

Komunikace centrálních bank s veřejností – důležitá pro jejich transparentci a kredibilitu – je v současné době tvořena kombinací mnoha komunikačních nástrojů. Vedle tiskových zpráv, prezentací a projevů vrcholných představitelů banky má mezi tradičními kanály stále své nezastupitelné místo i vydávání pravidelných publikací. V oblasti měnové politiky jsou to pravidelné Zprávy o inflaci (či Zprávy o měnové politice), jejichž prostřednictvím centrální banka sděluje veřejnosti, na jakých základech se odehrává její rozhodování o měnové politice. Přestože vysvětlovací a informační role těchto Zpráv je pro banky v režimu cílování inflace v podstatě neměnná, jednotlivé centrální banky pojmají tyto Zprávy odlišně, ať už z hlediska rozsahu, nebo z pohledu detailní struktury. Obecně však všechny Zprávy obsahují následující oblasti: analýzu současného ekonomického vývoje, na jejím základě sestavenou prognózu inflace i dalších makroekonomických veličin a měnověpolitické úvahy a rozhodnutí centrální banky.

Efektivní komunikace centrálních bank s veřejností je důležitou podmínkou jejich transparentnosti a kredibility. Komunikace srozumitelně vysvětlující přijatá měnověpolitická rozhodnutí napomáhá ostatním ekonomickým subjektům porozumět měnové politice. V čase konzistentní logika kroků centrální banky navíc tržním subjektům umožňuje do jisté míry předjímat další vývoj měnové politiky. Účinná komunikace také snižuje volatilitu na finančních trzích a pomáhá ukotvovat dlouhodobá inflační očekávání, která jsou podstatná pro transmissi měnové politiky a dosahování cílů centrálních bank.

U centrálních bank v režimu cílování inflace je kredibilita dosažená díky efektivní a transparentní komunikaci klíčová. Důvěryhodná centrální banka v režimu cílování inflace může totiž ovlivnit dlouhodobá inflační očekávání už „pouhým“ stanovením výše inflačního cíle. Obsahem komunikace centrální banky v režimu cílování inflace pak musí být nejen veřejné vyhlášení inflačního cíle a pravidelné publikování prognózy inflace, ale také pravidelné a transparentní objasňování rozhodovacího procesu vedoucího k adekvátnímu nastavení měnové politiky z hlediska dosahování cíle a identifikace možných rizik budoucího vývoje.

Centrální banky v režimu cílování inflace s veřejností pravidelně komunikují a zveřejňují svá měnověpolitická rozhodnutí, publikují informace o současném i budoucím vývoji ekonomiky včetně prognózy inflace a dalších klíčových ekonomických ukazatelů. Zároveň většinou zveřejňují také průběh rozhodovacího procesu (tedy zápisy z jednání). Veškerou komunikaci centrálních bank lze popsat jako komunikační mix, v němž hrají podstatnou roli jak tiskové zprávy, prezentace a projevy představitelů banky, tak pravidelně i ad hoc vydávané oficiální publikace, ale také v současné době stále oblíbenější blogové příspěvky, sociální sítě a další formy webové prezentace centrální banky. Hlavním dokumentem zachycujícím měnovou politiku v celém rozsahu však u většiny bank zůstávají pravidelně publikované Zprávy o inflaci, resp. Zprávy o měnové politice či ekonomické bulletiny. Z důvodu stručnosti jsou tyto publikace dále v textu souhrnně nazývány „Zpráva“.

Aktuální téma Pod lupou se zabývá pravidelnými Zprávami námi v Monitoringu centrálních bank (MCB) standardně sledovaných centrálních bank v režimu cílování inflace, a navazuje na téma Pod lupou v MCB z června 2011, které čtenáře uvedlo do problematiky komunikace centrálních bank. Ostatními prvky komunikačního mixu se bude zabývat některé z nejbližších témat Pod lupou.

Pět hlavních oblastí pokrývaných ve Zprávách

Monitoring centrálních bank pravidelně sleduje klíčové centrální banky euroatlantického prostoru, tj. ECB, Fed a Bank of England (BoE), a dále vybrané centrální banky zemí cílujících inflaci: švédskou Riksbank, maďarskou MNB, polskou NBP, norskou Norges Bank, švýcarskou

SNB a novozélandskou RBNZ. V obsahu zkoumaných Zpráv těchto centrálních bank lze zpravidla identifikovat následujících pět základních oblastí:

1. úvodní části, obsahující definici inflačního cíle, poslání centrální banky a postavení publikované Zprávy v kontextu provádění měnové politiky;
2. souhrn posledního měnověpolitického zasedání, případně shrnutí Zprávy;
3. analýzu současného ekonomického vývoje;
4. prognózu inflace a dalších veličin, její rizika, změny oproti minulé prognóze;
5. popis měnověpolitické strategie a měnověpolitické úvahy s vazbou na současnou a očekávanou budoucí ekonomickou situaci, výsledné rozhodnutí přijaté na posledním zasedání.

Srovnávané Zprávy však těmto pěti oblastem přiřazují rozdílnou váhu (vyjádřenou jak v počtu stran, tak v míře odbornosti a detailu textu) a uvádějí je v různém pořadí. V případě některých (zejména obsahově kratších) Zpráv se jednotlivé sekce obsahově prostupují a nejsou striktně odděleny.

Úvodní části

Zpráva naprosté většiny bank je uvedena souhrnnou informací o měnové politice v dané zemi a o postavení Zprávy v kontextu provádění měnové politiky, případně také včetně definice inflačního cíle a popisu úlohy centrální banky. Výjimkou je ECB, která tyto informace ve Zprávě nepublikuje, uvádí je však stejně jako ostatní centrální banky na svém webu.

V první kapitole bývá u většiny Zpráv publikován souhrn posledního měnověpolitického (MP) zasedání, a to ve formě kopie tiskové zprávy, zveřejňované po zasedání na webových stránkách banky. Obsahem tohoto souhrnu/tiskové zprávy je shrnutí současného ekonomického vývoje, prognózy inflace a dalších veličin a komentář k měnové politice. V naprosté většině případů (kromě MNB) obsahuje úvodní kapitola zároveň i poslední MP rozhodnutí. Některé centrální banky (ECB, Fed, NBP) místo textu tiskové zprávy publikují shrnutí celé Zprávy, do kterého doplňují rozhodnutí z posledního MP zasedání. V případě Riksbank je souhrn ekonomického vývoje a prognózy součástí kapitoly věnované měnověpolitickým úvahám, obsahující také poslední měnověpolitické rozhodnutí. V případě Fedu, kde je Zpráva předkládána Kongresu dvakrát ročně, je uvedeno shrnutí všech měnověpolitických rozhodnutí od minulé Zprávy.

Analýza současného vývoje

Analýza současného makroekonomického vývoje je téměř u všech sledovaných centrálních bank nejrozsáhlejší částí jejich Zpráv (kromě Riksbank, která největší část své Zprávy věnuje prognóze); u některých centrálních bank představuje více než polovinu celkového rozsahu Zprávy. Struktura a množství informací se u jednotlivých centrálních bank podstatně liší. V některých případech jsou publikovány v relativně stručné formě pouze zásadní informace ovlivňující MP rozhodnutí (Riksbank), opačným přístupem je komentováním téměř veškerých dostupných dat o ekonomice (MNB), které však hrozí informačním přesycením a potlačením informace o tom, která data jsou pro měnověpolitické rozhodování skutečně relevantní.

Popis současného vývoje bývá rozdělen na domácí a zahraniční prostředí a v rámci tohoto dělení dále členěn na jednotlivé sektory ekonomiky (např. Zprávy Fedu, RBNZ, MNB). Opačným přístupem je nejprve dělení podle ekonomických oblastí a v rámci nich komentáře k vývoji v zahraničí a v domácí ekonomice (např. BoE, Riksbank). Popis současného vývoje a důraz na jednotlivé sektory se mezi jednotlivými centrálními bankami logicky liší. Důvodem je odlišná otevřenost jednotlivých ekonomik a tím i rozdílný význam vnějšího prostředí pro

domácí ekonomický vývoj (a tedy i pro měnověpolitické rozhodování). Dalším důvodem je odlišná ekonomická struktura hospodářství (např. důraz na sektor těžby ropy v případě Norska).

Jednotlivé centrální banky do části věnované analýze současného ekonomického vývoje zařazují i další informace, například v případě Norska je od roku 2013 její součástí i pasáž věnovaná informacím o finančním trhu jako podkladu pro rozhodování o makrobezpečnostních opatřeních (proticyklické kapitálové rezervě).¹

Prognóza

Informace týkající se prognózy představují klíčovou součást komunikace centrální banky v režimu cílování inflace. Úlohou banky je v této části Zprávy nejen předložit věrohodnou – jejím analyticko-prognostickým aparátům vytvořenou – prognózu inflace a dalších makroekonomických veličin, ale zároveň vysvětlit důvody případné odchylky prognózované inflace od inflačního cíle a připravit prostor pro navrhované měnověpolitické zásahy.

Jednotlivé banky se však liší v důrazu kladeném na popis a vysvětlování prognózy. Švýcarská SNB uvádí prognózu inflace pouze v tabulce a grafu v úvodu Zprávy, a výhledu HDP věnuje jednu stranu v navazujícím textu. U ostatních bank je prognóze inflace, HDP a dalších veličin věnováno kolem deseti stran (15–20 % Zprávy); výjimkou jsou polská NBP (26 stran, tj. téměř třetina Zprávy) a švédská Riksbank (necelých 40 % Zprávy). ECB svou prognózu do Zprávy nezařazuje, ale vydává ji čtyřikrát ročně ve formě samostatného dokumentu v rozsahu přibližně 10 stran.²

Většina centrálních bank publikuje kromě prognózy inflace a HDP také predikci ukazatelů trhu práce (všichni kromě SNB), měnového kurzu či indexu efektivního měnového kurzu (ECB, Norges Bank, Riksbank, RBNZ), úrokových měr (ECB, Norges Bank, Riksbank, NBP, RBNZ) a dalších veličin (např. fiskální predikce u ECB). Prognóza je představena v podobě grafů, často také tabulek a doprovodného textu. Horizont prognózy je většinou dvouletý, pouze v případě RBNZ a Norges Bank jsou některé ukazatele prognózovány až do horizontu t+3.

Rizika a nejistoty prognózy jsou komentovány u všech bank kromě SNB. Graficky je nejistota obestírající budoucí vývoj vyjádřena vějířovými grafy, které jsou ve Zprávách používány všemi bankami kromě SNB, Fedu a RBNZ. Všechny banky také uvádějí a většinou také komentují srovnání s předcházející prognózou. U ECB a MNB je uvedeno také srovnání vlastních prognóz s výhledy jiných institucí (např. MMF, Consensus Forecast, OECD apod.).

Měnověpolitické úvahy a rozhodnutí

Měnověpolitické úvahy nalezneme v nadpoloviční většině Zpráv (nenalezneme je pouze ve Zprávách ECB, maďarské MNB a polské NBP). Jsou jim většinou věnovány samostatné kapitoly nebo sekce, jednotlivé centrální banky však těmto úvahám dávají rozdílný prostor, od jediné strany v případě BoE až 7 stran u Riksbank nebo 9 stran v případě Norges Bank. Měnověpolitické rozhodnutí z posledního zasedání jako výsledek těchto úvah je citováno ve všech Zprávách kromě MNB (a ECB, která měnověpolitickou část postrádá). Do měnověpolitické části (viz tabulka) logicky patří také komentáře minulých měnověpolitických rozhodnutí (v případě Fedu) a zařazujeme sem i zápisy z minulých

¹ Společně se zařazením pasáže týkající se finančního trhu do Zprávy o měnové politice byl v Norsku také upraven publikační harmonogram: Zpráva o měnové politice je vydávána čtyřikrát ročně (dříve třikrát) a Zpráva o finanční stabilitě je publikována pouze jednou ročně (do roku 2012 dvakrát za rok).

² Jedná se o publikaci Makroekonomické projekce (Macroeconomic projections), vydávanou vždy v březnu, červnu, září a prosinci.

měnověpolitických zasedání, v nichž jsou obsaženy diskuze týkající se nedávné měnové politiky (NBP). Průměrně tvoří měnověpolitická část necelých 15 % délky Zprávy.

Zprávy zpravidla nejsou publikovány po každém měnověpolitickém zasedání, opak je pravdou pouze v případě ECB, SNB a Riksbank (viz tabulka). Některé z centrálních bank proto ve svých Zprávách uvádějí veškerá měnověpolitická rozhodnutí učiněná od publikování předchozí Zprávy (BoE, NBP), případně několik posledních rozhodnutí souhrnně komentují (Fed). Polská NBP kromě přetištění zápisů z předchozích jednání rekapituluje také jmenovitá hlasování z těchto MP zasedání.

| | Počet MP zasedání ročně | Počet zpráv ročně | Název zprávy | Celkový rozsah Zprávy | Info o měnové politice | Shnutí/tisková zpráva | MP část | Prognóza | Současný ekon. vývoj |
|-------------|-------------------------|-------------------|--|---|------------------------|-----------------------|---------|----------|----------------------|
| | | | | (přibližný počet stran; součet do celkového rozsahu tvoří boxy, obálka apod.) | | | | | |
| ECB | 8 | 8 | Economic Bulletin | 60–120 | 0 | 0 | 0 | 0 | 33 |
| Fed | 8 | 2 | Monetary Policy Report | 58–66 | 1 | 2 | 8 | 11 | 28 |
| BoE | 12* | 4 | Inflation Report | 56–58 | 1 | 2 | 1 | 11 | 30 |
| Riksbank | 6 | 6 | Monetary Policy Report | 38–40 | 2 | 0 | 7 | 14 | 10 |
| MNB | 12 | 4 | Inflation Report | 80–90 | 1 | 2 | 0 | 14 | 45 |
| NBP | 11 | 3 | Inflation Report | 80–100 | 1 | 2 | 19 | 26 | 29 |
| Norges Bank | 6 | 4 | Monetary Policy Report with financial stability assessment | 50–65 | 2 | 2 | 9 | 9 | 26 |
| SNB | 4 | 4 | Quarterly Bulletin | 40–60 | 2 | 2 | 4 | 2 | 20 |
| RBNZ | 8* | 4 | Monetary Policy Statement | 34–42 | 1 | 1 | 5 | 6 | 15 |

Poznámka: Rozsah zprávy je uveden podle posledních čtyř/pěti vydání zprávy (kromě Riksbank, jejíž zpráva byla letos zkrácena a v budoucnu bude mít zde uvedený rozsah). *Počet zasedání bude u BoE a RBNZ od roku 2016 snížen, v případě BoE z 12 na 8 a v případě RBNZ z 8 na 7 (více viz Zajímavé události).

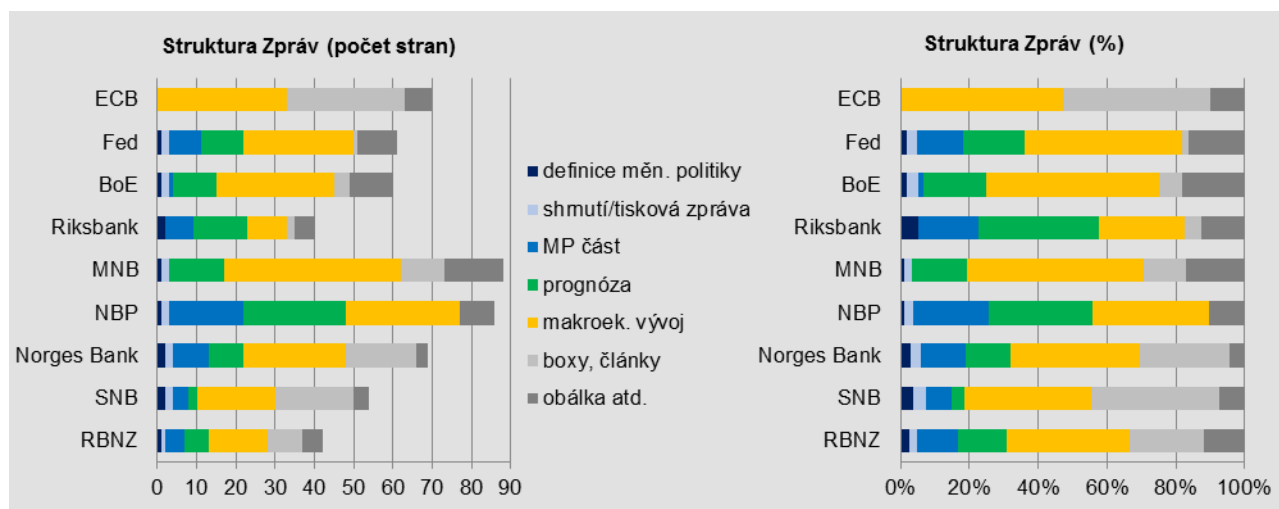
Zápis z aktuálního měnověpolitického zasedání popisující rozhodovací proces není jako součást Zpráv publikován. Podle zvyklostí dané centrální banky je zápis z jednání zpravidla v úplné či zkrácené verzi uveřejňován samostatně na webu ve stanoveném termínu po zasedání, případně také včetně uvedení jmenovitých hlasování členů rozhodovacího orgánu.

Speciální témata

Většina Zpráv obsahuje kromě výše uvedených pěti částí také pasáže se speciálními tématy, většinou ve formě jedno- či vícestránkových boxů, a to převážně na konci relevantních podkapitol nebo na konci Zprávy, případně ve formě odborných článků (SNB, ECB). U většiny Zpráv jsou tyto boxy a články pouze doplňujícím materiálem, u výše uvedených dvou bank (SNB, ECB) však tvoří významnou část (přes 40 %). Takové Zprávy jsou pak nejen přehledným souhrnem měnové politiky a aktuálního ekonomického vývoje, ale současně také značně odbornými publikacemi analyzující aktuální ekonomická témata. U jiných bank (např. BoE) jsou odborné články vydávány v samostatných pravidelných publikacích (v případě BoE jde o Quarterly Report).

Celkový rozsah

Také v celkovém rozsahu se Zprávy jednotlivých centrálních bank poměrně výrazně liší. Rozsah přitom nesouvisí s frekvencí jejich vydávání ani s tím, kolik měnověpolitických zasedání se koná v mezidobí. K nejdelším patří Zprávy maďarské MNB a polské NBP s rozsahem hlavního textu, tj. základních částí bez dodatečných materiálů, přes 60 stran (a celkově kolem 80 stran). K nejkratším patří Zpráva Riksbank, která byla letos v dubnu zkrácena z maxima 80 stran na necelých 40 stran (podrobně viz MCB 2015 Q2). Zpráva Riksbank tak svou stručností předčila jak Zprávy SNB a Norges Bank, tak doposud nejúspěšnější Zprávu novozélandské RBNZ. Rozsah Zpráv ostatních bank se pohybuje kolem 60 stran.



Poznámka: Délka a struktura Zpráv podle aktuálního vydání.

Grafická podoba zpráv

Svým formátem zaujme mezi srovnávanými Zprávami RBNZ, která od letošního června publikuje svou Zprávu ve formátu landscape (na ležato); všechny ostatní banky využívají standardní formát na výšku.

Co se týče grafické úpravy, využívá převážná většina Zpráv v hlavním textu dvousloupcový formát, liší se pouze tím, který sloupec vymezují pro text (levý, pravý) a který pro grafiku (tj. grafy a tabulky). V případě absence grafiky je druhý sloupec ponechán prázdný. Nejsvobodněji s grafikou zachází SNB, kde může být text v kterémkoli sloupci, případně mohou být grafy či tabulky přes oba sloupce. Jiný než dvousloupcový přístup zvolila pouze ECB, jejíž hlavní text je v jednom sloupci zabírajícím dvě třetiny šířky strany, přičemž grafy zasahují do textu. Boxy a případně další texty jsou u všech Zpráv zřetelně označeny a odděleny od ostatního textu, a jejich formát může být v případě celostránkových textů dvou- i jednosloupcový.

Závěrem

Srovnávané Zprávy poskytují obrázek o tom, jak jednotlivé centrální banky v režimu cílování inflace vnímají úlohu pravidelných zpráv při komunikaci s veřejností. Jeden směr reprezentuje Riksbank a RBNZ, které se vizuálně i obsahem snaží o maximální přístupnost obsahu pro širokou veřejnost, ať už celkovou stručností (RBNZ) nebo snahou o vysvětlování dopadů měnové politiky na firmy a domácnosti (Riksbank). Pro odborně zaměřené čtenáře pak ale zpráva nemusí poskytovat dostatek informací, které je třeba dohledávat na webu banky. Ke

kratším patří i Zpráva SNB, která je sice vzhledově i obsahově určena pro „náročnějšího čtenáře“, nicméně nabízí velmi málo zejména z hlediska popisu prognózy.

Na opačném pólu stojí maďarská MNB a polská NBP, které se snaží poskytnout čtenáři maximální množství informací, z nichž však není vždy zcela zřejmé, jakou vahou se které z nich podílejí na prognóze a na měnověpolitickém rozhodování. V tomto případě hrozí určitá forma informačního přesycení, kdy si čtenář ze Zprávy vybírá pouze pro sebe relevantní informace (např. o určitém výseku ekonomiky), Zpráva jako celek však nepodává obraz zacílený na měnověpolitický rozhodovací proces uvnitř centrální banky, ale zejména o informačních zdrojích.

Obsahově i graficky se k nejpovedenějším řadí Zpráva o inflaci britské Bank of England. Ta ostatně na vylepšování své komunikace trvale intenzivně pracuje, letos přepracovala svou Zprávu o finanční stabilitě, od srpna navíc přistoupila ke změně načasování zveřejňování výstupů z měnověpolitického zasedání a mírně upravila svou Zprávu o inflaci (více v Zajímavých událostech).

Vzhledem k rozmachu používání tabletů a chytrých telefonů přistupuje řada centrálních bank k úpravám svých webových stránek tak, aby byly z těchto zařízení dobře čitelné. Zároveň se banky snaží prezentovat veřejnosti blogovými příspěvky a dalšími webovými aplikacemi. V souladu s tím lze v budoucnu pravděpodobně očekávat i postupné pronikání tohoto trendu do publikování pravidelných Zpráv, například v podobě publikování jejich interaktivní formy na webových stránkách.

4. VYBRANÝ PROJEV: AKTUÁLNÍ NEKONVENČNÍ POLITIKA ECB

Přínosy a rizika současné nekonvenční politiky ECB diskutoval koncem srpna ve svém [projevu](#) viceprezident ECB Vítor Constâncio, předneseném v rámci panelové diskuze na výroční konferenci Evropské ekonomické asociace v Mannheimu.

ECB v červnu 2014 zavedla vedle záporné úrokové depozitní sazby též kombinaci opatření k uvolnění úvěrových standardů v podobě cílených dlouhodobých refinančních operací (TLTRO) a nabídky střednědobých úvěrů bankám za fixní sazby. Na podzim 2014 dále spustila program přímých nákupů aktiv soukromého sektoru, který byl v lednu 2015 rozšířen o program nákupu aktiv veřejného sektoru (Public Sector Purchase Program, PSPP), tedy programy takzvaného kvantitativního uvolňování. ECB se tehdy zavázala nakupovat uvedená aktiva v objemu 60 mld. EUR každý měsíc od března 2015 až do odvolání, minimálně však do září 2016. Program bude ukončen až poté, co ECB vyhodnotí inflaci jako mířící udržitelně k střednědobému inflačnímu cíli. Nákupy aktiv jsou přitom prováděny napříč celým spektrem splatností, tj. mezi dvěma až třiceti lety a jsou realizovány všemi centrálními bankami euro systému v objemech, které byly odvozeny z kapitálového klíče. Případné ztráty bank vzniklé v souvislosti s tímto programem budou kryty z 80 % národními bankami a z 20 % ECB.

Podle Constâncie je na nekonvenční měnovou politiku ECB třeba nahlížet v kontextu specifického ekonomického vývoje eurozóny. Ten byl po odeznění recese v druhé polovině roku 2013 charakterizován výhledem jen křehkého ekonomického růstu. V průběhu roku 2014 se situace zlepšovala, růst však zůstával slabý a pohyboval se pouze kolem 1 %; podzim byl pak spojen s dalším zhoršením ekonomického výhledu a s inflací směřující do záporných hodnot. Významný vliv na rozhodnutí o přijetí programu PSPP měla prognóza ECB z počátku roku 2015, jejíž hlavní riziko představoval další pokles výhledu dlouhodobých inflačních očekávání při stále relativně přísných úvěrových standardech.

Oproti předchozím nekonvenčním nástrojům dokládá podle Constâncie zavedení PSPP aktivnější přístup ECB k řízení bilance centrální banky. Jeho hlavním cílem je přitom snížit riziko příliš dlouhého období nízké inflace v situaci dosažení dolní meze úrokových sazeb.

K odvrácení tohoto rizika a stimulaci agregátní poptávky mají napomoci nové transmisní kanály. První kanál je signalizační, který prostřednictvím dlouhodobého závazku ECB nakupovat aktiva naznačuje pravděpodobné budoucí úrokové sazby. Druhý kanál z něj částečně vychází a souvisí přímo s tvorbou střednědobých inflačních očekávání. Třetí kanál působí skrze snížení efektivních nákladů a zvyšuje dostupnost úvěrů nefinančním podnikům soukromého sektoru. Na stejném principu sice fungují i původní TLTROs, data však ukazují, že program PSPP skutečně efektivně přispívá k dalšímu úvěrovému uvolnění a ozdravení bilancí komerčních bank. Stejným směrem působí také čtvrtý kanál, kdy PSPP umožňuje bankám výměnu dlouhodobých a relativně málo likvidních aktiv za krátkodobé a vysoce likvidní prostředky u centrální banky, čímž podporuje snížení likviditního a časového rizika a povzbuzuje obnovení rovnováhy v portfoliích bank i u cen aktiv. Lepší podmínky financování tak vedou k zvýšení růstových výhledů, ziskovosti podniků a snížení pravděpodobnosti jejich selhání, což v důsledku opět vylepší bilance bank.

Constâncio však nepopírá ani rizika nové nekonvenční politiky ECB, kterých uvádí hned několik. Střednědobá inflační rizika přitom hodnotí jako velmi malá a podobně vidí i pravděpodobné ztráty související s ukončováním nekonvenčních politik, které budou v relativním porovnání s přínosy PSPP v podobě významné podpory ekonomického růstu zanedbatelné. Významná rizika pramenící ze zájmu maximalizovat výnos při vyšším pákovém efektu vidí Constâncio v oblasti finanční stability. Předcházení těmto rizikům je úkolem makrobezpečnostní politiky centrálních bank, jejichž nástroje by se měly adekvátně rozšířit.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 3. září 2015. 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.