

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2019

V TOMTO ČÍSLE

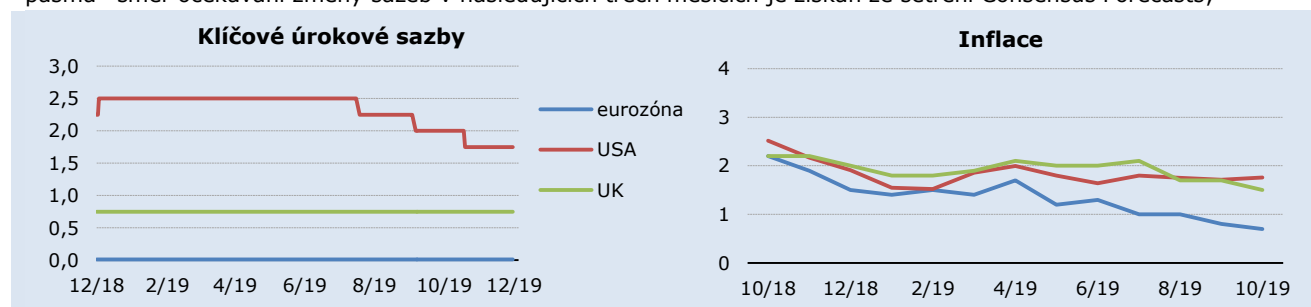
Růst HDP napříč sledovanými ekonomikami zpomaluje a většina centrálních bank prognózuje jeho další zvolnění zejména vlivem oslabení zahraniční poptávky. Inflace se ve většině námi sledovaných ekonomik – kromě eurozóny a Švýcarska – pohybuje poblíž stanovených inflačních cílů. Fed snížil v uplynulém čtvrtletí dvakrát a za uplynulý rok již třikrát svou klíčovou úrokovou sazbu a opětovně začal nakupovat vládní pokladniční poukázky. ECB sazby nezměnila; podle prosincové prognózy inflace nedosáhne 2% úrovně ani v roce 2022. Naproti tomu norská centrální banka jako jediná své klíčové úrokové sazby v září zvýšila, a to letos již potřetí. Téma pod lupou se věnuje Chorvatsku, které letos požádalo o vstup do ERM II a tím i o následné přijetí eura. Ve vybraném projevu popsal Christian Hawkesby, člen měnověpolitického výboru RBNZ, výhody i limity transparentní komunikace centrální banky.

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)	24. října (0,0); (0,0) ³ 12. prosince (0,0); (0,0) ³	17. – 18. září ⁵ (-0,25) 29. – 30. října (-0,25) 10. – 11. prosince ⁵ (0,00)	19. září (0,00) 7. listopadu (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,50 % ³	1,50 – 1,75 % ⁶	0,75 %
poslední inflace	1,0% (listopad 2019) ⁴	1,8 % (říjen 2019)	1,5 % (říjen 2019)
očekávaná MP zasedání	23. ledna 12. března	28. – 29. ledna	19. prosince 30. ledna
další očekávané události	12. března zveřejnění prognózy	únor 2020 zveřejnění Monetary Policy Report	30. 1. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁷	→	→	→

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; ⁶ v grafu je zobrazena horní hranice pásma ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts;



ECB ponechala své klíčové úrokové sazby na říjnovém i prosincovém zasedání beze změny, tj. depozitní sazba činí -0,5 %. Sazba hlavních refinančních operací a výpůjčních operací je tak na úrovni 0 %, resp. 0,25 %. Rada guvernérů očekává, že sazby zůstanou na současné nebo nižší úrovni, dokud se výhled inflace dostatečně robustně nepřiblíží hodnotě 2 % a dokud se toto přiblížení konzistentně nepromítne do vývoje jádrové inflace. Od 1. listopadu probíhají nákupy cenných papírů (APP) v objemu 20 mld. EUR měsíčně. ECB i nadále reinvestuje jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv v plné výši a bude tak konat i po okamžiku, kdy zahájí zvyšování sazeb. Ve své nové makroekonomické projekci ECB očekává inflaci v tomto roce na úrovni 1,2 %, mírně zvýšila její výhled pro 2020 na 1,1 % (z 1,0 % v září), snížila její výhled pro 2021 na 1,4 % (z 1,5 %) a pro 2022 očekává 1,6 %. Mírně zvýšila výhled růstu HDP v letošním roce na 1,2 % (z 1,1 %), pro rok 2020 ho naopak mírně snížila na 1,1 % (z 1,2 %). V letech 2021 a 2022 očekává růst HDP na úrovni 1,4 %.

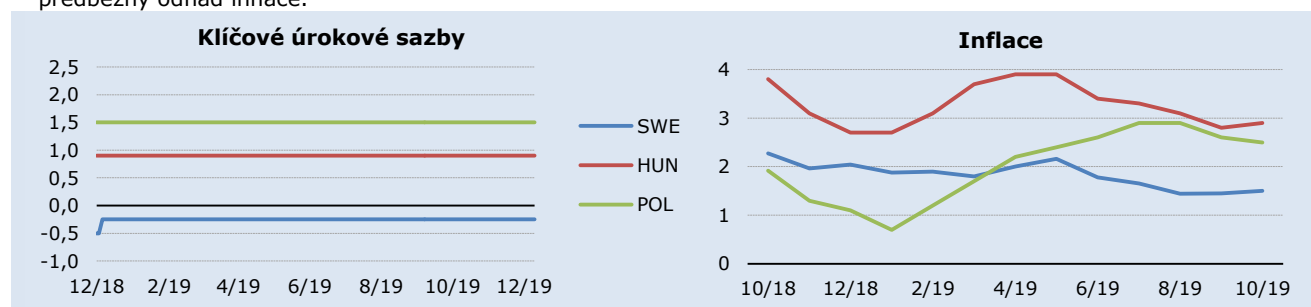
Fed v září a říjnu snížil klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p. b., kumulativně o 0,50 p. b. na úroveň pásma v rozmezí 1,5–1,75 %. V tomto roce tak došlo již ke třem snížením. FOMC opřel snížení sazeb o obavy z negativního vlivu vnějšího ekonomického prostředí na výkon domácí ekonomiky. Na prosincovém zasedání již ke změně sazeb nedošlo. Fed začal znovu nakupovat vládní pokladniční poukázky, tyto nákupy však nepovažuje za QE, a zavedl dodávací repo-operace (viz Zajímavé události). Medián projekcí členů FOMC z prosince 2019 očekává pro rok 2020 úroveň sazeb na hodnotě 1,6 %, pro 2021 pak 1,9 %. FOMC ponechal výhled HDP oproti zářijové prognóze beze změny, očekává růst HDP letos o 2,2 %, pro rok 2020 o 2 % a v roce 2021 o 1,9 %. Prognóza inflace pro tento rok je 1,6 % (oproti zářijovým 1,8 %) a pro následující dva roky zhruba 2 %. Výhled míry nezaměstnanosti se pohybuje okolo 3,6 %.

BoE ponechala jak svou hlavní úrokovou sazbu (0,75 %), tak objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) beze změny. Dva členové MPC nicméně hlasovali pro snížení úrokové sazby. Ve Velké Británii došlo v průběhu tohoto roku ke zpomalení růstu ekonomické aktivity v souvislosti s nejistotami okolo brexitu; odezva domácností a firem na něj pak bude ovlivňovat další ekonomický vývoj. V posledním čtvrtletí 2019 BoE očekává mezičtvrtletní růst HDP o 0,2 % a pokles inflace na 1,4 %, přičemž tento pokles pod 2% inflační cíl považuje za přechodný.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 % ³	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	23. října (0,00)	24. září (0,00) 22. října (0,00) 19. listopadu (0,00)	1. – 2. říjen (0,00) 5. – 6. listopadu (0,00) 3. – 4. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,25 %; -1,00 % ²	0,9 %; -0,05 % ²	1,50 %
poslední inflace	1,5 % (říjen 2019)	2,9 % (říjen 2019)	2,6 % (listopad 2019) ⁴
očekávaná MP zasedání	19. prosince 11. února	17. prosince 28. ledna 25. února	7. – 8. ledna 4. – 5. února 3. – 4. března
další očekávané události	12. února zveřejnění Monetary Policy Report	17. prosince zveřejnění Inflation Report	v pol. března 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, ⁴ předběžný odhad inflace.



Riksbank ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni -0,25 %. Na prosincovém měnověpolitickém zasedání zřejmě dojde k očekávanému zvýšení klíčové sazby na 0 %, avšak dle říjnové prognózy lze v dalších obdobích očekávat již sazby po delší dobu beze změny (dle jejich trajektorie do konce roku 2022). Pomalejší zvyšování, než doposud Riksbank prognózovala, lze přičíst zhoršenému sentimentu v zahraničí a nízkým zahraničním úrokovým sazbám. Riksbank od července tohoto roku nakupuje vládní dluhopisy v objemu 45 mld. SEK (tj. zhruba polovinu částky získané z jistiny a kupónu, které obdrží v daném období z již existujícího dluhopisového portfolia) a nákupy potvrzují do prosince 2020. Důvodem nákupů je udržení adekvátní úrovně portfolia a zachování přítomnosti na trhu. Výhled inflace (CPIF) na roky 2019 a 2020 zůstává prakticky nezměněn oproti minulé prognóze, tj. 1,7 % a 1,8 %. Výhled růstu HDP Riksbank snížila zhruba o 0,3 p. b.: pro roky 2019, 2020, 2021 prognózuje, že ekonomika poroste tempem 1,3 % resp. 1,2 %, a 1,6 %.

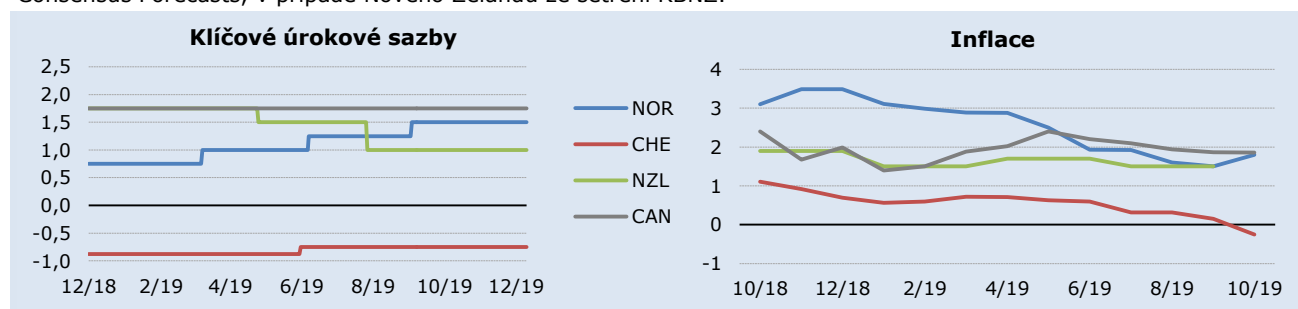
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 %, a depozitní sazbu na úrovni -0,05 %. Maďarská ekonomika rostla ve třetím čtvrtletí tempem 5 %. Tomu napomohl zejména vývoj ve službách a průmyslu. Růst HDP za rok 2019 podle prognózy MNB dosáhne 4,5 % a v dalších dvou letech zpomalí k 3,3 %. MNB předpokládá, že za tímto vývojem bude jak zpomalující ekonomická aktivita v Evropě, tak zpomalení růstu spotřeby domácností. Od září tohoto roku MNB nakupuje firemní dluhopisy, aby diverzifikovala financování domácího podnikového sektoru. Cílový objem programu (*Bond Funding for Growth Scheme*) je 300 mld. HUF a v důsledku toho se pro čtvrté čtvrtletí očekávají zvýšené emise firemních dluhopisů. V rámci doplňkového programu *Funding for Growth Scheme Fix* měly zúčastněné úvěrové instituce ke konci října uzavřeny úvěrové kontrakty s domácími SME v hodnotě 310 mld. HUF.

NBP ponechala úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Nicméně již na listopadovém zasedání podle [zápisu](#) padl návrh úrokové sazby snížit o 0,25 p. b. Růst HDP zpomalil, ale zůstal i ve 3. čtvrtletí tohoto roku svižný (téměř 4 %). Dynamika je tvořena zejména spotřebou domácností, podpořenou rychlým mzdovým růstem a pozitivním spotřebitelským sentimentem. Polsko je aktuálně nejrychleji rostoucí ekonomikou v Evropě. Listopadový předběžný odhad inflace činil 2,6 %. Podle listopadové prognózy NBP vzroste HDP letos o 4,3 %; v příštím roce jeho růst zpomalí na 3,6 % a ve 2021 na 3,3 %. Výhled spotřebitelské inflace pro rok 2019 činí 2,3 %, pro rok 2020 se očekává její růst na 2,8 % a pro rok 2021 pak její opětovný pokles na 2,6 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. září (+0,25) 24. října (0,00)	19. září (0,00) 12. prosince (0,00)	25. září (0,00) 13. listopadu (0,00)	30. října (0,00) 4. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,5 %	-0,75 % ¹	1,0 %	1,75 %
poslední inflace	1,8 % (říjen 2019)	-0,3 % (říjen 2019)	1,5 % (Q3 2019)	1,9 % (říjen 2019)
očekávaná MP zasedání	19. prosince 23. ledna	19. března	12. února	22. ledna 4. března
další očekávané události	19. 12. zveřejnění Monetary Policy Report	18. 12. zveřejnění Quarterly Bulletin	12. 2. zveřejnění Monetary Policy Statement	22. 1. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb²	↑	→	→	→

¹ nová klíčová MP sazba SNB; ² směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB po zářijovém zvýšení o 0,25 p. b. ponechala v říjnu svou základní úrokovou sazbu nezměněnou na 1,5 %. Podle vyjádření NB sazba zůstane pravděpodobně beze změny i v následujícím období. Inflace se nachází v blízkosti cíle a růst norské ekonomiky zůstává poměrně silný. Současně na ni však působí nejistoty ohledně globálního obchodního napětí. Na základě prognózy ze září NB očekává přechodný pokles inflace pod 2% cíl a opětovný návrat k cíli na přelomu let 2020-2021, přičemž CPI-ATE (inflace očištěná o daně na energetické produkty) dosedne přechodně na cíl shora a dále bude opět mírně nad ním po zbývajícím část predikčního období. Proticyklický kapitálový polštář se nachází na nejvyšší možné úrovni, tj. 2,5 %.

SNB ponechala svou novou (letos v červnu zavedenou) „SNB policy rate“ beze změny na úrovni -0,75 %. SNB upravila způsob výpočtu objemu zůstatků bank u SNB, na který je uplatňována záporná sazba. Dříve pevná hodnota bude nyní aktualizována měsíčně dle vývoje bilancí bank. SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. Prosincová prognóza inflace byla na kratším konci výhledu mírně snížena. SNB tak očekává pro tento rok inflaci na úrovni 0,4 %, pro rok 2020 0,1 % a v roce 2021 0,5 %. Růst švýcarské ekonomiky za třetí čtvrtletí dle předběžného odhadu dosáhl 1,6 % a byl primárně tažen zpracovatelským průmyslem (zejména výrobou léků). SNB očekává růst HDP v tomto roce na úrovni 1 %, následně v roce 2020 mezi 1,5 – 2 %.

RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu beze změny na 1 %. Zaměstnanost zůstává blízko své maximální udržitelné úrovně a inflace je mírně pod inflačním cílem. RBNZ očekává, že domácí tlaky plynoucí z trhu práce i z nedostatku produkčních kapacit v nadcházejícím období zvolní. Inflace se aktuálně nachází pod inflačním cílem (ve 3Q na 1,5 %) a setrvá pod ním zřejmě i v roce 2020. Růst HDP ve 2Q zpomalil na 2,1 % (z 3,2 %) a je pravděpodobné, že do konce roku zůstane kolem 2 %. V roce 2020 se růst ekonomiky bude pohybovat nad 2 %.

BoC ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 1,75 %. Inflace za říjen dosáhla 1,9 %. V nejbližších měsících dojde k přechodnému zvýšení inflace vlivem zrychlení růstu cen paliv a následně opět k jejímu návratu do blízkosti 2% cíle. Indikátory jádrové inflace zůstávají rovněž kolem 2 %. Kanadská ekonomika v souladu s očekáváním BoC zpomalila a ve třetím čtvrtletí její mezioční růst dosáhl 1,3 %. Za tím stojí zejména solidní růst spotřeby domácností, investiční výdaje související s dopravními projekty a investice do nemovitostí tažené jednak růstem populace a také nízkými sazbami hypotečních úvěrů.

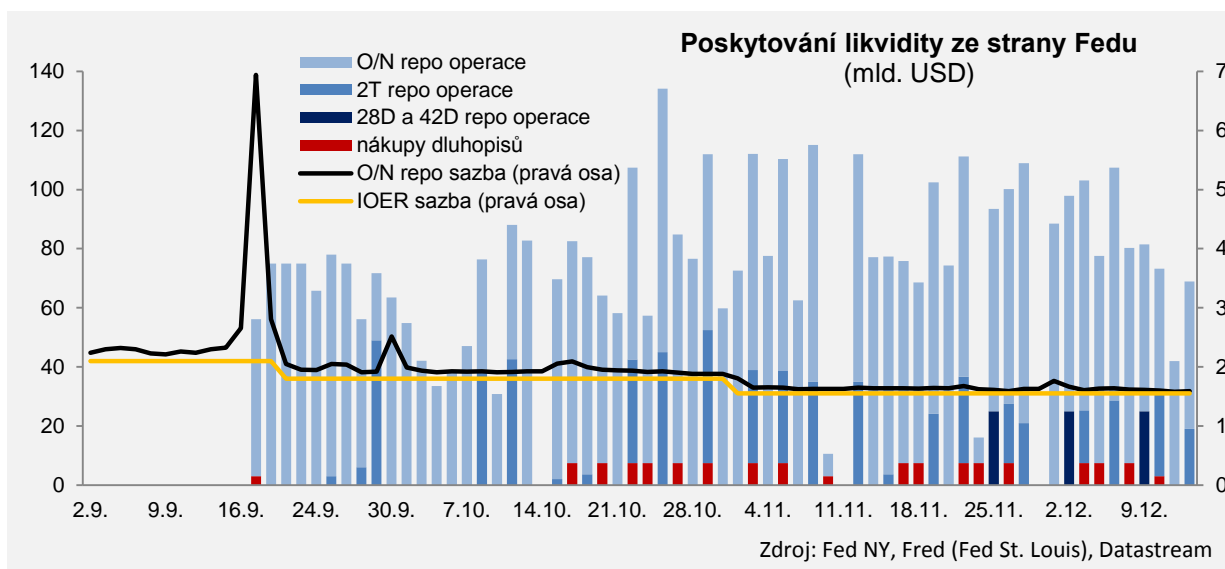
2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Americký Fed řeší nedostatek likvidity mezi bankami a začal znovu nakupovat vládní dluhopisy

Newyorský Fed 11. října [oznámil](#), že v souladu s [rozhodnutím](#) FOMC obnoví od poloviny října nákup vládních pokladničních poukázek (Treasury bills) v objemu 60 mld. USD měsíčně po dobu přinejmenším 6 měsíců, tedy do konce 2. čtvrtletí 2020. Představitelé Fedu opakovaně zdůraznili, že tyto nákupy neznamenají obnovení programu kvantitativního uvolňování (jehož cílem byla podpora ekonomiky), ale že jejich cílem je navýšit objem rezerv v bankovním sektoru, a tím zajistit dostatečnou likviditu na mezibankovním trhu.

Zahájení nákupů vládních dluhopisů následovalo několik týdnů poté, co Fed musel 17. září reagovat na prudký nárůst repo sazby na mezibankovním trhu. Ta kvůli nedostatku likvidity dočasně vzrostla na téměř 10 % a několikanásobně tak převýšila měnověpolitickou sazbu FFR (v té době 2,25 %). Fed začal v reakci na tento nárůst krátkodobé sazby okamžitě poskytovat bankám likviditu ve formě termínových a jednodenních (O/N) repo operací v denních objemech až 75 mld. USD (O/N), resp. 60 mld. USD (termínové repo).¹ Podobné likviditní injekce Fed naposledy mezibankovnímu trhu poskytoval v roce 2008.

Vedle toho Fed na svém zářijovém zasedání snížil sazbu na přebytečné rezervy (IOER) z 2,1 % na 1,8 %, aby podpořil mezibankovní úvěrování (a snížil koridor pro pásmo FFR na 1,75-2 %; ke konci října pak došlo ještě k dalšímu snížení sazeb).



Příčina zářijového prudkého vzestupu úrokových sazeb na mezibankovním trhu není zcela jasná; federální Komise pro dohled nad finanční stabilitou (Financial Stability Oversight Council) k jejich zjištění iniciovala analýzu. Místopředseda Fedu Randall Quarles [prohlásil](#), že příčinou byla komplexní sada faktorů, z nichž jedním mohlo být i příliš striktní nastavení zátěžových testů pro banky.

¹ Pro repo operace stanovuje Fed tzv. minimální nabídkovou sazbu (the minimum bid rate); konkrétně pro termínové repo operace vychází z převládajících tržních sazeb odrážejících tržní očekávání vývoje sazby FFR s obdobnou délkou splatnosti jako u dané repo operace. V oznámení z 11. října Fed také [prohlásil](#), že bude v nabídkách repo operací pokračovat minimálně do ledna 2020; nabízené objemy budou ve výši min. 35 mld. USD pro termínové (dvoutýdenní) repo, resp. 75 mld. USD pro O/N repo. Nabízený objem byl pro překlenutí konce října [navýšen](#) na 45 mld. USD (pro termínové repo), resp. 120 mld. USD (O/N repo). V listopadu byl pak objem dvoutýdenních repo operací opět snížen na 35 mld. USD. Fed zároveň [oznámil](#), že do poloviny prosince nabídne tři dodatečné repo operace s delšími splatnostmi (42 dní a 28 dní) v objemu 25 mld. USD, které bankám umožní překlenout konec roku. V polovině prosince [oznámil](#), že poskytne ještě další repo operaci se splatností 32 dní v objemu 50 mld. USD. O tyto operace s delšími splatnostmi je mezi bankami velký zájem, který v aukcích násobně převyšoval nabídku; O/N repo operace probíhají většinou v objemech 70-75 mld. USD denně, tedy v menším než možném objemu. K uklidnění situace na konci roku Fed v polovině prosince také [oznámil](#), že ve dnech kolem konce roku (31. 12. a 2. 1.) nabídne O/N repo v objemech 150 mld. USD a 30. prosince repo se splatností 2. ledna v objemu 75 mld. USD.

Trhy se obávají, že i přes uvedená opatření Fedu by se podobná situace jako v září mohla opakovat v prosinci, neboť před koncem roku banky zpravidla z účetních důvodů omezují svou přítomnost na trhu a repo sazba vzhledem k menší nabídce likvidity roste.

ECB se chystá na revizi své měnověpolitické strategie

Při svém [slyšení](#) v Evropském parlamentu a na [tiskové konferenci](#) po prosincovém měnověpolitickém zasedání ECB nová prezidentka ECB Christine Lagarde podrobněji informovala o nadcházející revizi měnové politiky ECB. Revize by měla proběhnout na stejném principu, jako například v současnosti probíhá v americkém Fedu nebo jak je každých pět let prováděna v kanadské centrální bance. Poslední taková revize strategie v ECB proběhla v roce 2003. Nadcházející revize se bude týkat měnověpolitické strategie ECB, jejích nástrojů i hlavních cílů – zejména jak lépe definovat střednědobý cíl měnové politiky, aby zajistil ukotvenost inflačních očekávání. Lagarde také potvrdila, že významnou součástí revize by měl být postoj ECB ke klimatickým změnám. Někteří členové Rady guvernérů také navrhuji změny v rozhodování a transparentnosti Rady guvernérů, objevují se hlasy pro hlasování o každém měnověpolitickém rozhodnutí (dnes se hlasuje pouze po iniciativě prezidenta ECB) a občas je zmiňováno i možné zveřejňování tohoto hlasování. Přesný rozsah revize a její časový plán však bude teprve diskutován Radou guvernérů ECB.

Změny ve Výkonné radě ECB

Ke konci října skončil mandát prezidenta ECB Maria Draghiho a v čele banky ho vystřídala Christine Lagarde (viz [zářijový MCB](#)). Koncem září na svou pozici ve Výkonné radě ECB rezignovala Sabine Lautenschläger; oficiálně bez udání důvodu, neoficiálně zejména kvůli nesouhlasu se zářijovým uvolněním měnové politiky ECB. Její mandát skončil ke konci října a na její pozici Německo navrhlo profesorku Bonnské univerzity Isabel Schnabel. Ke konci letošního roku končí mandát dalšímu členovi Výkonné rady, Benoît Cœurému, na jehož pozici Itálie navrhla viceguvernéra italské centrální banky Fabia Panettu. Nominaci obou kandidátů podpořila Euroskupina a rada Ecofin je doporučila Evropské radě. V kompetenci Evropské rady je po konzultacích s ECB a s Evropským parlamentem jmenování kandidátů, které se v obou případech očekává do konce letošního roku. Těmito nominacemi tak byla zachována nepsaná tradice, podle které tři největší ekonomiky eurozóny (Německo, Francie a Itálie) mají každá právo jmenovat jednoho ze šesti členů Výkonné rady ECB.

Švédští poslanci navrhuji pro Riksbank duální mandát

Komise švédského parlamentu, sestavená v roce 2016 švédskou vládou k provedení revize měnověpolitického rámce Riksbank a zákona o Riksbank, [předložila](#) koncem listopadu švédské vládě svou závěrečnou zprávu (v angličtině je k dispozici její [shrnutí](#)). Poslanci mj. navrhuji rozšíření stávajícího mandátu Riksbank na duální, zahrnující kromě cenové stability i zaměstnanost. Riksbank a další zúčastněné strany se k této zprávě [mohou vyjádřit](#) do konce března.

Riksbank uvažuje o publikování nové referenční sazby jako alternativy k STIBORu

Riksbank [oznámila](#), že uvažuje o administraci a publikování jedné či více jednodenních sazeb od roku 2020. Některá z těchto bankou kalkulovaných sazeb by zároveň mohla být alternativou či doplňkem ke stávající bankami vyhlášené sazbě STIBOR (Stockholm Interbank Offered Rate), což je směr, kterým se ubírá většina centrálních bank (viz [zářijový MCB](#)). Riksbank zároveň vyzvala zainteresované instituce a orgány, aby se k jejímu návrhu vyjádřily do poloviny listopadu; poté souhrn odpovědí zveřejní na svém webu. Cílem nových sazeb je podle Riksbank dosáhnout schopnosti lépe ohodnotit implementaci měnové politiky.

Změny ve Výkonné radě Riksbank

Novou členkou Výkonné rady Riksbank byla od prosince jmenována hlavní ekonomka Swedbank Anna Breman. Nahradila tak Kerstin af Jochnick, která [byla na pět let jmenována](#) zástupkyní ECB v Radě dohledu jednotného mechanismu dohledu ECB (SSM), a v říjnu proto opustila Riksbank. Na pozici první viceguvernérky Riksbank, kterou zastávala af Jochnick, byla od listopadu jmenována dosavadní členka Výkonné rady Cecilia Skingsley.

Ze Zprávy o inflaci Bank of England se stává Zpráva o měnové politice

Koncem října [změnila](#) Bank of England název a strukturu své hlavní měnověpolitické publikace. Místo dosavadní Zprávy o inflaci (Inflation Report) začala vydávat Zprávu o měnové politice (Monetary Policy Report). Podle BoE je tato změna dalším krokem v neustálém vývoji komunikace centrální banky a má zajistit, aby veřejnost měla všechny informace nutné k porozumění měnověpolitickým rozhodnutím BoE a k jejich případné kritice. Kromě názvu se změnila i struktura zprávy, v níž je na prvním místě umístěna prognóza budoucího vývoje a zestručněn popis současného vývoje, větší prostor pak dostávají tematické diskuze otázek ovlivňujících aktuální měnověpolitické rozhodnutí. Poprvé byla nová Zpráva o měnové politice publikována [počátkem listopadu](#).

Benoît Cœuré bude stát v čele Inovačního centra BIS

V letošním červnu [rozhodla](#) BIS o založení tzv. Inovačního centra BIS pro centrální banky ([BIS Innovation Hub](#)). Do čela Inovačního centra byl s účinností od poloviny ledna 2020 [jmenován](#) Benoît Cœuré, kterému ke konci roku končí mandát ve Výkonné radě ECB (viz výše). Inovační centrum BIS by mělo napomáhat a dále rozvíjet mezinárodní spolupráci centrálních bank v oblasti inovativních finančních technologií. Jako možné oblasti zájmu centra BIS uvádí například digitální měny centrálních bank (CBDC), dopad velkých technologických firem na finanční zprostředkování, technologické inovace v oblastech regulace a dohledu (regulatorní technologie, tzv. RegTech, a dohledové technologie, tzv. SupTech), elektronické obchodování nebo digitalizace obchodních financí. V rámci tohoto centra budou pracovat víceoborové týmy na pracovištích v Singapuru, Hongkongu a ve Švýcarsku.

3. TÉMA POD LUPOU: CHORVATSKO

Letos v červenci požádalo Chorvatsko o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II a následně do eurozóny. Přijetí eura je pro tuto zemi přirozenou cestou, jak eliminovat rizika plynoucí z vysokého stupně spontánní euroizace jeho bankovního sektoru a celé ekonomiky. Ta se odvíjí od dlouhodobé nedůvěry chorvatských střadatelů k domácí měně. Současně se vstupem do ERM II, které očekává do poloviny roku 2020, Chorvatsko vstoupí i do bankovní unie. Tento článek shrnuje historii Chorvatska a vývoj jeho ekonomiky od vzniku samostatného státu v roce 1992 až do současnosti.

Historické souvislosti

Vznik samostatného Chorvatska se datuje do počátku 90. let 20. století a je poznamenán válkou na území bývalé Jugoslávie. Kořeny tohoto krvavého konfliktu jsou nicméně mnohem starší. Značná nestabilita regionu daná národními a náboženskými odlišnostmi se projevila už brzy po vzniku prvního společného státu Jihoslovanů na tomto území¹ v roce 1918 a vyústila během druhé světové války v jeho rozpad. Poválečné znovusjednocení pod vedením J. B. Tita vedlo ve vzniku totalitního komunistického státu potlačujícího národnostní a náboženské rozdíly.² Demokratické reformy, které v letech 1989-1990 po pádu východoevropských totalitních režimů probíhaly postupně i v Jugoslávii, však byly v tomto regionu doprovázeny nárůstem nacionalismu a separatistických tendencí jednotlivých republik. V červnu 1991 vyhlásily Chorvatsko a Slovinsko nezávislost, kterou však Jugoslávská federace neuznala, což rozpoutalo sérii válečných konfliktů trvajících s přestávkami až do konce 90. let.³



Evropské společenství uznalo existenci samostatné Chorvatské republiky v lednu 1992 a v témže roce bylo Chorvatsko přijato do OSN. Vzhledem k jeho účasti ve válce v Bosně a Hercegovině (trvajících do roku 1995) však zůstalo v 90. letech v určité mezinárodní izolaci. Poválečné směřování Chorvatska k upevnování národní suverenity nebylo spojeno s dostatečným pokrokem v demokratizaci společnosti a respektování lidských práv, což bránilo zintenzivnění vztahů s Evropskou unií. Obrat nastal až po změně chorvatské politické reprezentace v roce 2000. V roce 2003 Chorvatsko podalo přihlášku ke vstupu do EU, jejím členem se však stalo po vleklých přístupových rozhovorech až v červenci 2013 jako zatím poslední přistouplivší země.⁴ Chorvatsko není členem schengenského prostoru, podle nedávného prohlášení Evropské komise však již splnilo všechny požadavky pro vstup. Ten však může být (vzhledem ke stále nedořešeným hraničním sporům) vetován Slovinskem. Od ledna do června 2020 bude Chorvatsko předsedat Radě EU.

Ekonomický vývoj

Přestože v některých oblastech mělo Chorvatsko v transformaci k tržní ekonomice náskok před ostatními státy bývalého východoevropského bloku, neboť započala už v době, kdy byla země součástí Jugoslávie, následující válečné události odsunuly ekonomické otázky do pozadí a promítly se výrazného zhoršení hospodářské situace. Na počátku 90. let se tak Chorvatsko potýkalo s hyperinflací (v roce 1993 dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen přes 1000 %) a výrazným propadem HDP. V rámci stabilizačního programu za podpory Mezinárodního měnového fondu (MMF) byl kurz chorvatského dináru navázán k německé marce, což vedlo k poklesu inflace (v roce 1994 pod 100 %, v roce 1995 dosáhl růst cen již jen 2 %), a to bez dalšího propadu HDP. Znehodnocený dinár byl v roce 1994 nahrazen novou měnou - chorvatskou kunou (HRK). Vysoký podíl zahraničních měn (zejména německých marek, později eur) v aktivech chorvatských střadatelů vedl k obavám Chorvatské národní banky (Hrvatska narodna banka,

¹ Království Srbů, Chorvatů a Slovinců, později Království Jugoslávie.

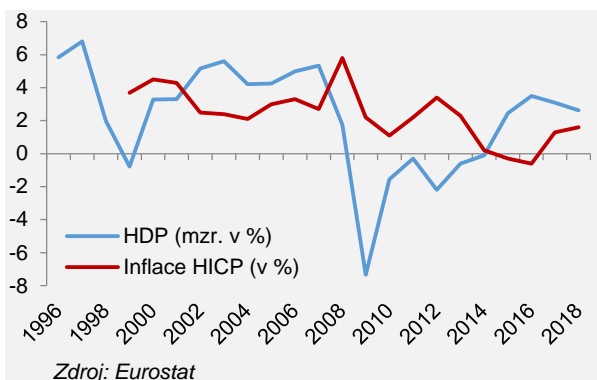
² Federativní lidová republika Jugoslávie, od r. 1963 Socialistická federativní republika Jugoslávie (SFRJ) měla s ostatními zeměmi tehdejšího východního bloku řadu společných rysů (např. politika jedné strany), v řadě oblastí se však lišila (možnost soukromého vlastnictví, větší otevřenost ekonomiky a distancování se od Sovětského svazu).

³ Odtržení Slovinska bylo doprovázeno jen několikadenní válkou. Válka Chorvatů se Srby trvala s přestávkami až do roku 1995 (po mezinárodním uznání samostatného Chorvatska bylo v lednu 1992 uzavřeno příměří, které však bylo porušováno). Souběžná válka mezi Chorvaty, Srby a Bosňáky o části území multikulturní Bosny a Hercegoviny trvala také až do roku 1995. Později proběhla ještě válka v Kosovu a občanská válka v Makedonii.

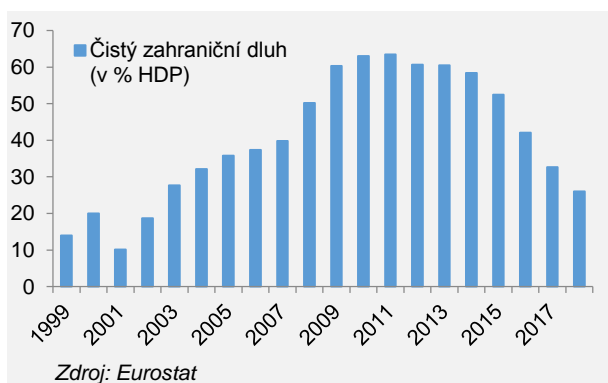
⁴ V přístupových rozhovorech Chorvatsku pomohla spolupráce s Mezinárodním trestním tribunálem pro bývalou Jugoslávii. Až do roku 2009 však přístupové rozhovory Chorvatska blokovalo Slovinsko kvůli sporu o podobu vzájemných hranic (přístup Slovinska k mezinárodním vodám v Jaderském moři), který vyřešila dohoda obou zemí, že věc přenechají arbitráži OSN. Chorvatsko se po Slovinsku stalo teprve druhou zemí bývalé Jugoslávie, která byla do EU přijata. Chorvatsko patří k menším zemím EU. Rozlohou (cca 57 tis. km²) je na 19. místě v EU, počtem obyvatel (cca 4 miliony) na 21. místě.

HNB) z možných důsledků výrazných výkyvů kurzu, a HNB proto i nadále často intervenovala na devizových trzích a velkou pozornost jeho pohybům věnuje v rámci režimu přísně řízeného plovoucího kurzu své měny dodnes.

Během poválečné obnovy země (tedy po roce 1995)⁵ se postupně rozběhly strukturální reformy a poměrně rychle byl nastartován ekonomický růst. Po zkrácení inflace se nicméně projevil špatný stav rozvah chorvatských bank daný dědictvím špatných aktiv, válkou a rozpadem Jugoslávie. V letech 1995-96 si Chorvatsko prošlo bankovní krizí. Druhá bankovní krize, která je přičítána špatnému managementu bank a nedostatečnému dohledu, proběhla v letech 1998-99, kdy se zpomalení ekonomického růstu projevilo v horším splácení poskytnutých úvěrů. V reakci na krizi došlo ke zlepšení bankovního dohledu a k rozhodnutí chorvatské vlády urychlit prodej státem vlastněných bank zahraničním investorům, které v předchozích letech od vstupu na chorvatský trh odrazoval probíhající válečný konflikt. Během následujících pěti let se tak většina chorvatských bank dostala pod kontrolu zahraničních investorů.

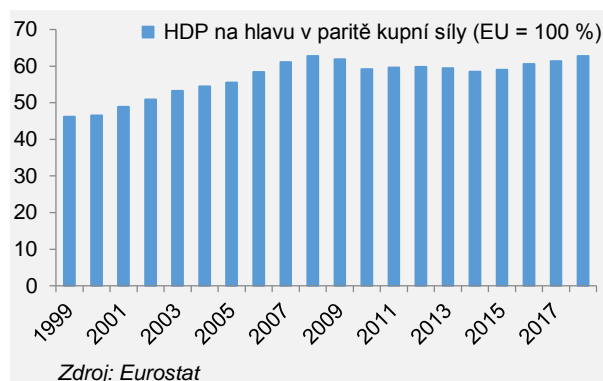


Ekonomický růst Chorvatska se po delším období hospodářské expanze znovu zastavil s příchodem světové finanční krize. Pokles zahraniční poptávky při nízké konkurenceschopnosti a úzké základně chorvatského vývozu vedl k propadu ekonomiky. Nepružnost trhu práce a velká byrokracie odrazující příliv zahraničních investic přispěly k dlouhému trvání ekonomické recese – od roku 2009 až do roku 2014. To se odrazilo ve zhoršení zadlužení veřejného sektoru, které se téměř zdvojnásobilo (na více než 80 % HDP). Vnější zadlužení, které bylo kvůli dlouhodobému deficitu běžného účtu platební bilance vysoké již před příchodem krize, během jejího trvání dále narostlo, čistý zahraniční dluh překročil 60 % HDP. Měnová politika působila jen mírně uvolněně, neboť s ohledem na vysokou euroizaci chorvatské



ekonomiky nadále udržovala poměrně stabilní kurz kuny k euru, a kurz tak netlumil šoky přicházející ze zahraničí. Krize dopadla zejména na podnikový sektor, který musel podstoupit oddlužení; bankovní systém zůstal během této krize stabilní.

Oživení ekonomiky, které přišlo v roce 2015, bylo taženo odvětvím cestovního ruchu, soukromou spotřebou a zahraničním obchodem, na jehož rozvoj měl pozitivní efekt již zmíněný vstup Chorvatska do EU v roce 2013.⁶ Předkrizové úrovně však HDP dosáhl až v letošním roce. Délka krize se promítla i do výrazného zpomalení reálné ekonomické konvergence k EU. Výšší ekonomické úrovně měřené pomocí HDP na hlavu v paritě kupní síly, která v roce 2018 dosáhla 63 % průměru EU, se Chorvatsko řadí na předposlední místo v EU (před Bulharsko).



Současný příznivý vývoj chorvatské ekonomiky přispívá k pozvolnému poklesu zadlužení soukromého i veřejného sektoru, úroveň zadlužení je však stále vysoká. Podle MMF tak patří jeho další snižování k hlavním výzvám pro chorvatskou ekonomiku. Obdobně

⁵ Poválečnou obnovu Chorvatska podpořila řada mezinárodních organizací (např. MMF, Světová banka, Evropská banka pro obnovu a rozvoj, EU, humanitární organizace).

⁶ Vyššímu příspěvku investic bránilo nízké využívání fondů EU a administrativní překážky.

hodnotí situaci také Evropská komise (EK), která v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) v Chorvatsku zatím každoročně od jeho vstupu do EU provádí hloubkový přezkum (in-depth review, IDR). Podle něj se Chorvatsko v letošním roce potýká s nerovnováhami, přičemž zranitelnost chorvatské ekonomiky je spjata s vysokými úrovněmi veřejného, soukromého i zahraničního dluhu, které jsou navíc z velké části denominovány v cizí měně. Situace se však ve srovnání s předchozími lety, kdy byly identifikovány nadměrné nerovnováhy, zlepšila. Čistá zahraniční pozice nadále zůstává výrazně záporná, díky přebytku běžného účtu platební bilance se však snižuje. Chorvatský bankovní sektor je ziskový a objem úvěrů v selhání klesá. Zdrojem zranitelnosti však dle EK zůstává expozice podniků a domácností vůči zahraničním měnám (zejména euru).

Euroizace⁷

Charakteristickým rysem chorvatské ekonomiky je její vysoká spontánní euroizace, neboli neoficiální nahrazování chorvatské kuny eurem. Nahrazování domácí měny důvěryhodnější měnou často bývá důsledkem negativní zkušenosti s vysokou inflací; v řadě postsocialistických zemí doprovázelo transformaci k tržní ekonomice.⁸ Kořeny tohoto jevu v Chorvatsku však sahají už do 60. a 70. let, kdy domácí střadatelé v reakci na prudkou devalvaci domácí měny doprovázenou vysokou inflací převáděli svá aktiva do německých marek, což tehdejší politika dovolovala. Dalším faktorem byl příliv zahraničních měn spojený s rozvojem turistického ruchu. K završení započatého trendu pak přispěla hyperinflace doprovázející vznik samostatného Chorvatska. I přes úspěch následného stabilizačního programu, tedy dosažení nízké inflace a stabilního kurzu, se po většinu období od zavedení kuny v roce 1994 až do současnosti pohyboval podíl zahraniční měny na celkových bankovních vkladech mezi 80 až 90 %. Vrchol euroizace bankovních vkladů nastal po překonání bankovní krize na přelomu tisíciletí, kdy vkladatelé ukládali na své bankovní účty úspory v cizích měnách, držené do té doby v hotovosti či na zahraničních účtech. Tento jev pak zesílil při převodu některých evropských měn na nově vzniklé euro.

Vysoká euroizace na straně vkladů vedla postupně k euroizaci i na straně bankovních úvěrů, neboť banky se snažily zajistit proti kurzovému riziku. Euroizace úvěrů nabrala na rychlosti po privatizaci bankovního sektoru na konci 90. let minulého století a na počátku tisíciletí ji ještě posílila výrazná úvěrová aktivita podpořená přílivem zahraničního kapitálu. Euroizace bankovních vkladů i úvěrů tak v Chorvatsku dosahuje nejvyšší úrovně ze všech zemí střední a východní Evropy a řadí se k nejvyšším na světě.⁹ Znatelný pokles euroizace na straně vkladů i úvěrů byl v Chorvatsku pozorován pouze v letech 2006-2008,¹⁰ zastavil jej však příchod světové finanční krize a euroizace se velmi rychle vrátila na předchozí úroveň.¹¹

Měnová politika Chorvatské centrální banky uplatňuje při dosahování svého hlavního cíle – cenové stability – s ohledem na vysokou euroizaci režim přísně řízeného plovoucího kurzu; kurz tak slouží jako nominální kotva. Stabilita kurzu je vzhledem k vysokému zadlužení v zahraničních měnách všech domácích sektorů ekonomiky klíčová i pro udržení finanční stability. Přestože HNB nestanovila žádnou cílovou úroveň kurzu, v posledních patnácti letech kurz chorvatské kuny fluktoval kolem průměrné hodnoty (7,4 HRK/EUR) v relativně úzkém pásmu $\pm 5\%$.¹² Meziroční inflace přitom v tomto období v průměru činila zhruba 2 % a nikdy nedosáhla dvouciferných hodnot. Nízká inflace, stabilní kurz kuny v euru, kladný úrokový diferencál ve prospěch vkladů v kunách a stabilita bankovního systému však nestačily k obratu v chování spotřebitelů, resp. změně jejich preferencí ohledně úspor v cizí měně. Také zkušenosti z jiných zemí potvrzují, že euroizace je perzistentní jev, který je velmi těžké zvrátit. Hluboce zakořeněná nedůvěra v domácí měnu v Chorvatsku je tak silným argumentem pro přijetí eura.

⁷ Tato část textu čerpá ze studie: Mirna Dumičić, Igor Ljubaj and Ana Martinis: Persistence of Euroisation in Croatia (Croatian National Bank Working Paper, 2018)

⁸ V době ekonomické transformace se jednalo většinou o dolarizaci.

⁹ Obdobně úroveň dosahuje spontánní euroizace v Srbsku, o něco menší v Bosně a Hercegovině a v Makedonii.

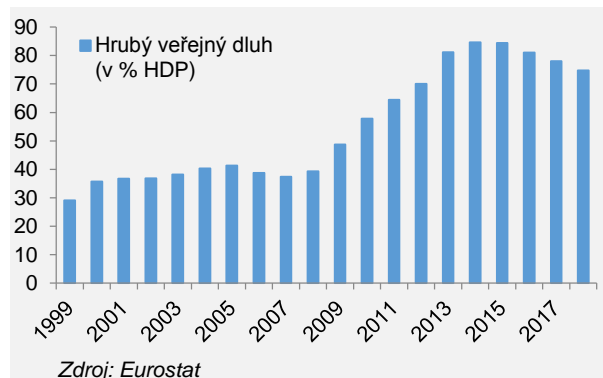
¹⁰ K poklesu euroizace přispěla aprece chorvatské kuny a makrobezpečnostní opatření HNB zaváděná postupně od roku 2003 s cílem omezit systémová rizika plynoucí z nadměrného růstu úvěrů a rostoucí vnější nerovnováhy. Související růst nákladů bankovních operací se zahraniční měnou totiž zároveň nepřímo omezoval euroizaci.

¹¹ V době následné dluhové krize v eurozóně někteří střadatelé v Chorvatsku dočasně přešli k jiným globálním měnám, například americkému či kanadskému dolaru, švýcarskému franku či norské koruně.

¹² Dle HNB se kurz chorvatské kuny vůči euru vyvíjí volně dle nabídky a poptávky na devizovém trhu, nicméně je stabilizován občasnými devizovými intervencemi HNB. HNB se do dění na devizovém trhu zapojuje zejména tehdy, pokud považuje skutečnou či očekávanou fluktuaci směnného kurzu za nadměrnou. Přitom však předem nestanovuje horní ani dolní hranici kurzu kuny k euru (horní a dolní intervenční bod), kterou by obhajovala.

Přistoupení k eurozóně

Chorvatsko bylo od svého přistoupení k EU zatím třikrát hodnoceno v Konvergenčních zprávách ECB a EK (v letech 2014, 2016 a 2018). Vždy přitom mělo problém s plněním kritéria stavu veřejných financí, ostatní kritéria plnilo (kromě kritéria směnného kurzu vázaného na účast v ERM II). Od ledna 2014, kdy bylo zjištěno, že Chorvatsko neplní kritérium schodku ani dluhu, byla vůči Chorvatsku uplatňována nápravná část Paktu o stabilitě a růstu – tzv. postup při nadměrném schodku. Rada EU vydala doporučení, v němž vyzvala k odstranění schodku do roku 2016. Deficit chorvatských veřejných financí se v této době snížil pod 1 % HDP, v následujících letech už byl zaznamenán jejich přebytek. Poměr veřejného dluhu k HDP dosáhl nejvyšší hodnoty (cca 84 %) v roce 2014, poté se postupně snižoval. Postup při nadměrném schodku tak byl v červnu 2017 pro Chorvatsko zrušen.



Zatím poslední konvergenční zpráva EK z roku 2018 hodnotí kritérium stavu veřejných financí jako splněné, neboť poměr veřejného dluhu k HDP sice přesahuje referenční hodnotu, ale přibližuje se k ní. Kritérium cenové stability i kritérium úrokových sazeb Chorvatsko splnilo s rezervou. Právní předpisy Chorvatska jsou plně slučitelné s legislativou EU.

Podle EK je chorvatské hospodářství dobře propojeno s eurozónou prostřednictvím obchodních a investičních vazeb. Ve vybraných ukazatelích týkajících se podnikatelského prostředí si však vede hůře než většina členských států eurozóny. Výzvy se týkají také institucionálního rámce, včetně kvality právních předpisů. Hlubkový přezkum ukázal, že Chorvatsko se i nadále potýká s makroekonomickými nerovnováhami souvisejícími s vysokými úrovněmi veřejného, soukromého i zahraničního dluhu.

Dle konvergenční zprávy ECB jsou v Chorvatsku pro dosažení prostředí podporujícího udržitelnou konvergenci zapotřebí hospodářské politiky zaměřené na stabilitu a rozsáhlé strukturální reformy. Ty by měly usilovat o zvyšování celkové produktivity, podporu potenciálního růstu ekonomiky, zejména zlepšování institucionálního a podnikatelského prostředí, standardů správy a řízení podniků, posílení konkurence na trzích zboží a služeb, snížení nerovnováh na trhu práce, zvýšení kvantity i kvality nabídky práce a zvýšení efektivity veřejné správy a soudnictví. Rovněž je potřeba zlepšit čerpání fondů EU. Pro zvýšení důvěry ve finanční systém by měly být dále zlepšovány dohledové postupy.

Hodnocení plnění konvergenčních kritérií podle Konvergenční zprávy 2018

	2016	2017	2018	Referenční hodnota
Kritérium cenové stability	-0,6	1,3	1,3	1,9
Kritérium stavu veřejných financí				
Saldo sektoru vlád. institucí (v % HDP)	-0,9	0,8	0,7	-3,0
Dluh sektoru vlád. institucí (v % HDP)	80,6	78,0	73,7	60,0
Kritérium úrokových sazeb	3,5	2,8	2,6	3,2
Kritérium směnného kurzu	-	-	-	-

Pozn.: Červeně je označeno překročení referenční hodnoty kritéria. U inflace a sazeb se údaje za rok 2018 vztahují k období od dubna 2017 do března 2018. U hodnocení veřejných financí za rok 2018 jsou údaje převzaty z ekonomické prognózy EK z jara 2018.

V červenci 2019 podalo Chorvatsko žádost o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II a následně přijetí eura. Zavázalo se přitom realizovat řadu závazků, které jsou důležité pro hladký vstup a účast v ERM II. Konkrétně se jedná o (1) další posílení bankovního dohledu prostřednictvím úzké spolupráce s ECB, (2) rozvíjení makroobezřetnostního rámce, (3) posílení rámce pro boj proti praní peněz, (4) zlepšení

shromažďování, tvorby a šíření statistických údajů, (5) zkvalitnění správy veřejného sektoru a (6) snížení administrativní a finanční zátěže pro podnikatele. Chorvatsko očekává, že současně se vstupem do ERM II vstoupí i do bankovní unie, a to do poloviny roku 2020.

Rada EU ve svém prohlášení potvrdila, že vstup Chorvatska do ERM II bude spojen s jeho vstupem do bankovní unie. Chorvatsko se rovněž zapojí do Jednotného mechanismu pro řešení krizí (SRM). V souladu s principem rovného zacházení byl na Chorvatsko uplatněn stejný postup jako na Bulharsko, které o vstup do ERM II požádalo v roce 2018. Dle prohlášení Rady EU bude obdobný přístup uplatňován i v budoucnosti vůči dalším státům, které projeví zájem o vstup do ERM II.

4. VYBRANÝ PROJEV: UMĚNÍ KOMUNIKACE MĚNOVÉ POLITIKY

Novozélandská centrální banka (RBNZ) patří k nejvíce transparentním centrálním bankám na světě. Člen jejího měnověpolitického výboru (MPC) Christian Hawkesby ve svém [projevu](#) v říjnu v Sydney popsal, v čem RBNZ spatřuje výhody své transparentnosti, ale také limity, na které tato transparentnost naráží. Dále přiblížil přístup RBNZ ke komunikaci, která podle něj musí být obousměrná. Neměla by se tedy omezovat pouze na publikaci informací, ale měla by zahrnovat i naslouchání informacím z finančních trhů.

Komunikace centrálních bank prošla od poloviny 90. let 20. století významnou změnou. Zatímco dříve byly centrální banky ohledně poskytování informací velmi skoupé, v současnosti stále ochotněji sdělují svůj pohled na stav ekonomiky i například na výhled úrokových sazeb. C. Hawkesby v této souvislosti připomněl, že právě novozélandská centrální banka patřila k průkopníkům otevřeného přístupu a v rámci hodnocení transparentnosti se setrvale umísťuje na špici. Podle nejčastěji užívaného měřítka – Dincer-Eichengreenova indexu – se řadí na třetí místo na světě za švédskou Riksbank a ČNB. Už od 90. let je přitom klíčovou částí komunikace RBNZ publikování prognózy krátkodobých úrokových sazeb, což do dnešní doby praktikuje jen několik málo centrálních bank.

Christian Hawkesby spatřuje tři hlavní výhody ve zveřejňování prognóz celé řady ekonomických proměnných včetně měnověpolitické úrokové sazby. První z nich spočívá v tom, že sdílením výzkumu a odborných znalostí týkajících se očekávaného vývoje hospodářství a měnové politiky může centrální banka podnikům a jednotlivcům poskytnout informace, které jim pomohou činit kvalitnější ekonomická rozhodnutí. Druhá výhoda spočívá v ovlivňování střednědobých a dlouhodobých úrokových sazeb, respektive jejich posouvání na úroveň, která je v souladu s měnověpolitickým cílem. Na ekonomickou aktivitu má přitom vliv celá výnosová křivka, nikoli pouze oficiální krátkodobá úroková sazba. Třetí výhodou je zprostředkování pohledu centrální banky na faktory ovlivňující měnovou politiku a na to, jak se mohou měnit s příchodem nových informací. Centrální banka tak ukazuje, že se dokáže poučit z minulých zkušeností, což zvyšuje její důvěryhodnost. RBNZ dle Hawkesbyho očekává, že kombinace transparentnosti a konzistentního přístupu pomůže trhům porozumět, jak banka reaguje na nová data a ekonomický vývoj. Trhy by pak mohly samy reagovat na nová data, aniž by musely čekat na prohlášení centrální banky.

Ačkoli má transparentnost mnoho výhod, je důležité porozumět také omezením, potenciálním nákladům a nezamýšleným důsledkům poskytování velkého množství informací. Prvním z nich je, že zveřejňování prognózy může vytvářet mylný pocit přesnosti. Ve skutečnosti přitom množství nejistot přítomných při vytváření prognózy znamená, že ekonomika se téměř vždy vyvíjí odlišně od očekávání. Jedinou jistotou při vytváření prognózy je, že pravděpodobně nebude naprosto správně. Je tedy klíčové, aby účastníci trhu chápali prognózu úrokových sazeb jako závislou na řadě předpokladů. Druhým negativem je, že publikování prognózy může pro tvůrce měnové politiky představovat překážku pro přizpůsobení se novým údajům a změnu jejich názoru. Třetím negativem transparentnosti je šum, který může vytvářet. Příkladem je uveřejňování rozdílných názorů jednotlivých členů měnověpolitického výboru, které může finančním trhům ztížit interpretaci společného rozhodování celé skupiny. Větší transparentnost tak paradoxně nemusí znamenat lepší srozumitelnost pro účastníky trhu a širokou veřejnost, a větší dostupnost informací nutně neznamená, že publikum bude lépe rozumět tomu, jak a z jakých důvodů vznikají rozhodnutí centrálních bank.

Za neocenitelnou součást své komunikace považuje RBNZ schopnost naslouchat informacím z finančních trhů. Banka zde však naráží na určitý paradox. Čím více komunikuje a snaží se působit na tvorbu tržních cen, tím více mohou tyto ceny odrážet pouze prohlášení banky, a tudíž selhávat ve své signalizační roli. Existuje rovněž riziko, že trhy budou věnovat příliš velkou pozornost sdělením banky a nebudou samy analyzovat příchozí data. Případná polemika trhů s rozhodnutími či prognózami centrální banky přitom pro banku představuje nedocenitelný test jejich východisek i její argumentace.

V kontextu výše popsaných úvah C. Hawkesby ve svém projevu dále rozvedl přístup RBNZ ke komunikaci. Základem tohoto přístupu je snaha o to, aby trh používal informace v souladu s tím, jak je používá sama centrální banka. RBNZ je přesvědčena, že publikování prognózy sazeb přináší finančním trhům cenné informace, ale pouze tehdy, když jsou tyto informace správně interpretovány.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 12. prosince 2019. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: [http://www.cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz) nebo podatelna@cnb.cz.