

# Monitoring centrálních bank

---

## III/2023



## V tomto čísle

Inflace ve většině sledovaných zemí pokračuje v postupném poklesu, stále se však (s výjimkou Švýcarska) nachází na vysokých hodnotách. Americký Fed po červnové pauze v červenci znovu zvýšil pásmo pro hlavní úrokovou sazbu a své sazby zvyšovaly i další centrální banky. Naopak polská NBP již přistoupila ke snížení své úrokové sazby a některé z používaných sazeb postupně snižuje i maďarská MNB. Došlo k dalšímu vývoji v oblasti měnověpolitických revizí některých centrálních bank, kterým jsme se podrobně věnovali v červnovém čísle. V Turecku došlo k obratu měnové politiky a japonská centrální banka zvýšila flexibilitu svého cílování výnosové křivky.

Téma pod lupou se věnuje komunikaci prognóz centrálních bank a s nimi spojených nejistot, diskutuje výhody a nevýhody jednotlivých přístupů a popisuje praxi sledovaných centrálních bank. Ve vybraném projevu popisuje viceguvernér BoE Dave Ramsden zkušenosti této banky s kvantitativním utahováním probíhajícím od loňského roku.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i seznam všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Vojtěch Molnár (editor), Natálie Dvořáková, Kamila Kulhavá a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 14. září 2023.

# Obsah

<b>I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK</b>	<b>4</b>
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
<b>II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ</b>	<b>7</b>
<b>III. TÉMA POD LUPOU: KOMUNIKACE PROGNÓZ CENTRÁLNÍCH BANK A JEJICH NEJISTOT</b>	<b>9</b>
<b>IV. VYBRANÝ PROJEV: DAVE RAMSDEN: KVANTITATIVNÍ UTAHOVÁNÍ – DOSAVADNÍ PŘÍBĚH</b>	<b>14</b>

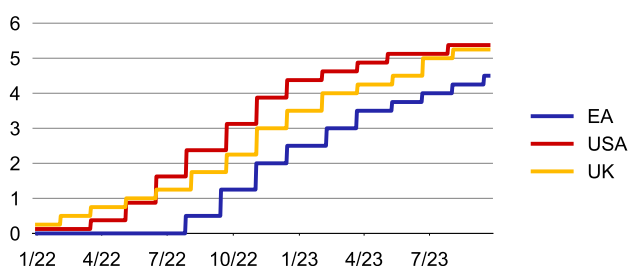
## I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

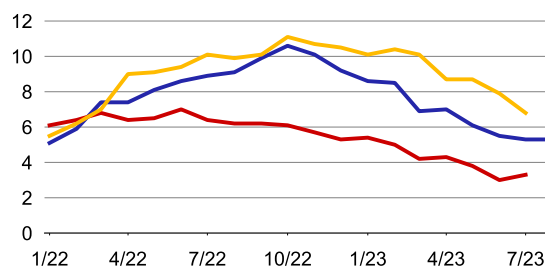
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
<b>inflační cíl</b>	2 % (HICP)	2 % (PCE) <sup>1</sup>	2 % (CPI)
<b>poslední inflace</b>	5,3 % (8/2023, flash)	3,3 % (7/2023)	6,8 % (7/2023)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	4,50 %	5,25–5,50 % <sup>2</sup>	5,25 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	27. července (+0,25) 14. září (+0,25)	26. července (+0,25)	22. června (+0,50) 3. srpna (+0,25)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	26. října 14. prosince	20. září 1. listopadu 13. prosince	21. září 2. listopadu 14. prosince

Poznámka: <sup>1</sup> index PCE (Personal Consumption Expenditures); <sup>2</sup> v grafu zobrazen střed pásma.

**Klíčové úrokové sazby**



**Inflace**



**ECB** v červenci i září zvýšila úrokové sazby pokaždé o 25 b. b. V červenci rovněž rozhodla, že povinné minimální rezervy bude úročit sazbou 0 % (viz Zajímavé události). Inflace v eurozóně nadále klesá, ale stále se očekává, že zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Ve své zářijové prognóze ECB přehodnotila výhled inflace v letech 2023 i 2024 směrem nahoru, a to zejména vlivem vyšší trajektorie cen energií. Podmínky financování se dále zpřísnily a tlumí spotřebitelskou poptávku, což je významný faktor v zajištění poklesu inflace k cíli. Oslabuje i dosud silný sektor služeb. Trh práce prozatím zůstává odolný. Očekávaný růst ekonomiky se vlivem zchlazené poptávky a oslabením prostředí mezinárodního obchodu podstatně snížil. Od července již nedochází k reinvesticím jistin splatných aktiv v programu APP. Dle současného hodnocení ECB úrokové sazby dosáhly úrovně, která – při svém dostatečně dlouhém působení – výrazně přispěje k včasnému návratu inflace k cíli. I nadále však bude ECB rozhodovat na základě přicházejících dat.

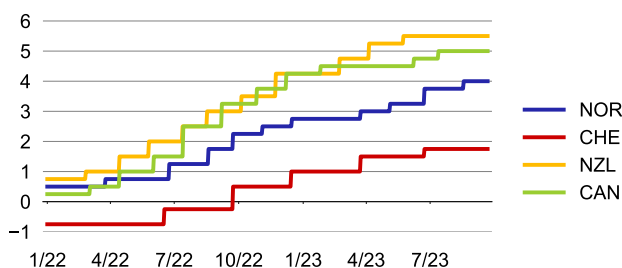
**Fed** v červenci zvýšil pásmo pro hlavní úrokovou sazbu na úroveň 5,25–5,50 % a pokračuje v kvantitativním utahování podle dříve zveřejněného plánu. Poslední ukazatele naznačují, že hospodářská aktivita roste mírným tempem. Dynamika spotřebitelských výdajů oproti začátku roku zpomalila. Přestože se aktivita v sektoru bydlení zvýšila, zůstává zřetelně pod hodnotami pozorovanými před rokem. Trh práce je stále poměrně napjatý. Zpřísnění úvěrových podmínek pro domácnosti i podniky se pravděpodobně odrazí ve zpomalení ekonomické aktivity, slabším tempu najímání nových zaměstnanců a ve zmírnění inflace. Rozsah těchto efektů je však podle Fedu zatím nejistý. Ačkoliv se inflace oproti loňsku zmírila, zpět k cíli má ještě kus cesty. Zejména jádrová inflace se stále nachází vysoko. Ohledně výhledu úrokových sazeb byl Fed zdrženlivý. Vyhodnocení, zda je současná měnová politika dostatečně přísná, proběhne až na základě nových dat a aktualizovaného ekonomického výhledu.

**BoE** v červnu i srpnu pokračovala ve zpřísnování měnové politiky, když zvýšila své úrokové sazby o 50 b. b., resp. o 25 b. b. Růst HDP zůstává ve střednědobém horizontu nižší než před pandemií, což odráží relativně slabý potenciální produkt a slábnoucí podporu ze strany fiskální politiky. Britská ekonomika v posledních čtvrtletích vykazovala přebytek poptávky v souvislosti s napjatou situací na trhu práce a vyšší než obvyklou mírou využití kapacit v podnicích. Nová data poukazují na vyšší míru perzistence inflačního prostředí. Inflace postupně klesá, stále se však nachází vysoko. Ačkoli BoE očekává, že se inflace do konce roku sníží k 5 %, k cíli se dostane podle prognózy až v roce 2025. Za snižováním inflace v letošním roce stojí zejména stabilizace cen energií. Do konce roku se k ní přidá v menší míře také zpomalení růstu cen potravin a zboží z cenového jádra. Naopak růst cen služeb zůstane zvýšený. V souhrnu budou sekundární efekty v cenovém a mzdovém vývoji vyvolané vnějšími nákladovými šoky odeznívat delší dobu. Rizika spojená s aktuální prognózou inflace vyhodnotila BoE jako vychýlená nahoru. BoE bude nadále sledovat zejména ukazatele perzistence inflace a odolnosti ekonomiky jako celku a dle jejich vývoje zhodnotí, zda je potřeba měnovou politiku dále zpřísnit.

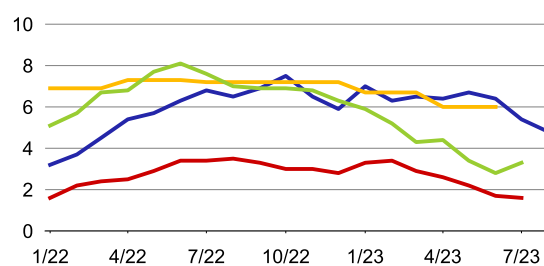
## I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
<b>inflační cíl</b>	2 % (CPI)	0–2 % (CPI)	2 % (CPI)	2 % (CPI)
<b>poslední inflace</b>	4,8 % (8/2023)	1,6 % (7/2023)	6,0 % (2Q 2023)	3,3 % (7/2023)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	4,00 %	1,75 %	5,50 %	5,00 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	22. června (+0,50) 17. srpna (+0,25)	22. června (+0,25)	12. července (0,00) 16. srpna (0,00)	12. července (+0,25) 6. září (0,00)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	21. září 2. listopadu 14. prosince	21. září 14. prosince	4. října 29. listopadu	25. října 6. prosince

Klíčové úrokové sazby



Inflace



**NB** zvýšila v souladu s předchozí komunikací úrokovou sazbu na červnovém i srpnovém zasedání, a to o 50 b. b., resp. o 25 b. b. Se zpřísněním měnové politiky přitom NB zřejmě nekončí, neboť počítá s dalším zvýšením sazeb v září. Ačkoli růst cen energií jako počáteční zdroj vysoké inflace polevil, dynamika spotřebitelských cen zůstává vysoká, a to zejména vlivem rychle rostoucích cen potravin, zboží a služeb. Ekonomická aktivita je stále silná, vlivem vysokých sazeb však již sestupuje z vrcholu ekonomického cyklu, kterého dosáhla koncem loňského roku. Spotřeba domácností rostla oproti očekávání rychleji. Trh práce je napjatý a vykazuje nejrychlejší růst mezd za posledních 15 let. Pokud norská koruna zůstane na slabší než prognózované úrovni a inflační tlaky budou přetrvávat, není vyloučeno, že NB přistoupí k razantnějšímu zvýšení sazeb, než které avizovala v červnu. Naopak pokud růst i inflace výrazně poleví, úrokové sazby by se již zvyšovat nemusely.

**SNB** zvýšila na červnovém zasedání základní úrokovou sazbu o 25 b. b. Hlavním důvodem pro zpřísnění měnové politiky byl nárůst inflačních tlaků ve střednědobém horizontu. SNB zároveň připustila možnost dalšího zvýšení sazby na některém z nadcházejících zasedání, bude-li to třeba. K zajištění vhodných měnových podmínek zůstává centrální banka připravena aktivně vstupovat na devizový trh, kde prodejem cizích měn působí proti oslabení švýcarského franku. Červnový výhled inflace do konce roku 2023 se oproti předchozí prognóze snížil vlivem nižších cen ropy, zemního plynu a silnějšího švýcarského franku. Naopak od roku 2024 je i přes zvýšení základní úrokové sazby inflační výhled výše. Důvodem jsou pokračující sekundární cenové efekty, vyšší ceny elektřiny a nájemného a trvalejší inflační tlaky ze zahraničí. Růst HDP byl v prvním čtvrtletí letošního roku solidní, po zbytek roku však dojde k jeho zmírnění vlivem utlumené zahraniční poptávky, ztráty kupní síly obyvatelstva v důsledku inflace a restriktivnějších finančních podmínkách. Prognóza je zatížena vysokou mírou nejistoty, přičemž za hlavní riziko SNB považuje výraznější hospodářské zpomalení v zahraničí.

**RBNZ** ponechala základní úrokovou sazbu v červenci i srpnu na 5,5 %. RBNZ má v plánu držet úrokovou sazbu na této restriktivní úrovni také na výhledu, aby zajistila návrat inflace do cílového pásma 1–3 % a zároveň podpořila maximální udržitelnou zaměstnanost. Ekonomická aktivita zpomaluje zejména v segmentech citlivých na úrokovou sazbu. Nedostatek pracovních sil je tlumen zvoľňováním poptávky a příchodem nových imigrantů. Celková inflace i inflační očekávání se postupně snižují. Přesto inflační tlaky přetrvávají vzhledem ke stále nedostatečné kapacitě nabídky vůči poměrně silné poptávce. Ta by však měla postupně polevovat mimo jiné v důsledku restriktivní měnové politiky.

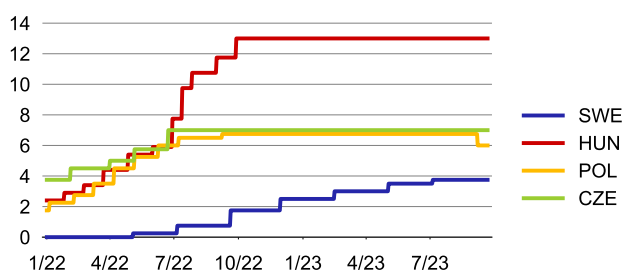
**BoC** po zvýšení sazby v červenci o 25 b. b. v září ponechala úrokovou sazbu beze změny. Nadále přitom pokračuje v kvantitativním utahování. Data o vývoji cen naznačují, že inflační tlaky přetrvávají v mnoha segmentech. Jádřová inflace setrvává kolem 3,5 %. Hospodářský růst v Kanadě ve druhém čtvrtletí prudce zpomalil. To odrazilo výrazné oslabení růstu spotřeby a snížení aktivity v oblasti bydlení, jakož i dopad požárů v mnoha regionech země. Růst úvěrů domácnostem zpomalil v důsledku vyšších sazeb, které omezily spotřební výdaje. Celková domácí poptávka rostla ve druhém čtvrtletí o 1 %, a to díky vládním výdajům a podnikovým investicím. Napjatá situace na trhu práce se dále postupně zmírňovala, přesto růst mezd setrval kolem 4 % až 5 %. BoC je připravena sazby v případě potřeby dále zvýšit, bude však záležet na nově přichozích datech.

## I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

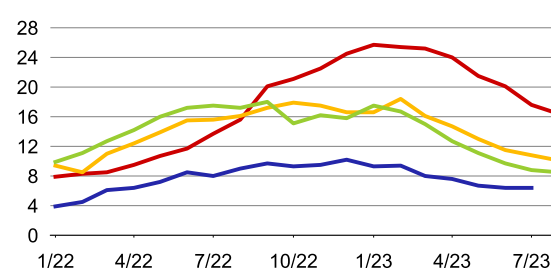
	Švédsko ( <a href="#">Riksbank</a> )	Maďarsko ( <a href="#">MNB</a> )	Polsko ( <a href="#">NBP</a> )	Česko ( <a href="#">ČNB</a> )
<b>inflační cíl</b>	2 % (CPIF) <sup>1</sup>	3 % (CPI)	2,5 % (CPI)	2 % (CPI)
<b>poslední inflace</b>	6,4 % (7/2023)	16,4 % (8/2023)	10,1 % (8/2023, flash)	8,5 % (8/2023)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	3,75 %	13,00 %	6,00 %	7,00 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	29. června (+0,25)	20. června (0,00) <sup>2</sup> 25. července (0,00) <sup>2</sup> 29. srpna (0,00) <sup>2</sup>	6. července (0,00) 6. září (-0,75)	21. června (0,00) 3. srpna (0,00)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	21. září 23. listopadu	26. září 24. října 21. listopadu	4. října 8. listopadu 6. prosince	27. září 2. listopadu

Poznámka: <sup>1</sup> CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu); <sup>2</sup> na všech uvedených zasedáních ponechala MNB svou formálně hlavní úrokovou sazbu beze změny, některé z dalších používaných sazeb však snižovala – viz níže v textu.

## Klíčové úrokové sazby



## Inflace



**Riksbank** v červnu dále zvýšila základní úrokovou sazbu o 25 b. b. Zpřísnění měnové politiky by mělo přinést ochlazení hospodářského vývoje včetně trhu práce. Inflaci ve Švédsku živí vedle domácích poptávkových tlaků také přetrvávající slabý kurz koruny. K jeho posílení by mohlo přispět rozhodnutí o navýšení objemu prodeje vládních dluhopisů ze 3,5 na 5 mld. SEK měsíčně s účinností od září. Návrat inflace k cíli centrální banka předpovídá v průběhu roku 2024. Podle aktuální prognózy dojde letos k ještě alespoň jednomu zvýšení základní sazby, přičemž v navazujícím období zůstane měnová politika restriktivní po relativně dlouhou dobu. Budoucí vývoj je nicméně obestřeno značnými nejistotami. Pokud bude nutné měnovou politiku dále zpřísnit, úrokové sazby jsou pro Riksbank hlavním nástrojem, zatímco prodeje vládních dluhopisů mají být předvídatelné a přispívat k normalizaci rozvahy centrální banky.

**MNB** ponechala na všech třech posledních zasedáních základní úrokovou sazbu na 13 %. K posílení měnověpolitické transmise však MNB používá úpravy dalších sazeb, jejichž zvýšenou úroveň postupně normalizuje a sblížuje se základní sazbou. Jednodenní depozitní sazbu snížila v červnu, červenci i srpnu o 100 b. b. na aktuálních 14 %. Úrokovou sazbu z dobrovolných rezerv, stejně jako O/N kolateralizovanou výpůjční sazbu MNB rovněž snižovala – na aktuálních 14 %, resp. 16,5 %, přičemž O/N depozitní sazbu zatím ponechává na 12,5 %. Sazba z dobrovolných rezerv bude od října sloučena se základní úrokovou sazbou. Ačkoli maďarská inflace již sestupuje z vrcholu, stále je mezi sledovanými zeměmi nejvyšší. Ekonomickou aktivitu v první polovině roku tlumilo opatrné jednání ze strany domácností i firem vlivem rostoucích nákladů. Centrální banka očekává pokles inflace na jednociferné hodnoty během podzimu, do tolerančního pásma cíle se však dostane až začátkem roku 2025.

**NBP** po delším období stability sazeb překvapivě snížila základní úrokovou sazbu o 75 b. b. Poslední data ukazují na slabší poptávkové tlaky a rychlejší pokles inflace k cíli, než banka původně očekávala. V souvislosti se zhoršenými globálními ekonomickými podmínkami ekonomická aktivita v Polsku ve druhém čtvrtletí poklesla. Inflace byla sice podle rychlého odhadu v srpnu stále těsně nad 10 %, NBP však vidí inflační tlaky z vnějšího i domácího prostředí postupně odcházet, což potvrzuje i snižující se jádrová inflace. Výrazný pokles inflace je podle NBP doprovázen klesajícími inflačními očekáváními. I nadále podle NBP platí, že k rychlejšímu návratu inflace k cíli by pomohlo posílení kurzu zlotého.

**ČNB** ponechala na červnovém i srpnovém zasedání 2T repo sazbu beze změny. V srpnu přitom formálně ukončila intervenční režim oznámený v květnu 2022 a zároveň obnovila program odprodeje části výnosů z devizových rezerv. Současné nastavení úrokových sazeb je podle ČNB dostatečně přísné, aby zajistilo návrat inflace k cíli. V české ekonomice odeznívají silné nákladové inflační tlaky, které měly původ v externím prostředí, i poptávkové tlaky plynoucí z domácí ekonomiky. Inflace podle prognózy na začátku příštího roku skokově klesne do blízkosti 2% inflačního cíle. Domácí ekonomická aktivita se pohybuje pod svým potenciálem, letos bude zhruba stagnovat a její růst se obnoví v příštím roce. Základní scénář prognózy implikuje postupný pokles úrokových sazeb od letošního třetího čtvrtletí, přičemž bankovní rada očekává, že se úrokové sazby budou v následujících čtvrtletích pohybovat oproti základnímu scénáři prognózy výše.



## II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

### Děni v oblasti měnověpolitických revizí

[Téma pod lupou v červnovém Monitoringu centrálních bank](#) se věnovalo měnověpolitickým revizím centrálních bank, a to zejména v kontextu novozélandské RBNZ, australské RBA, britské BoE a japonské BoJ. Zde shrnujeme následný vývoj v této oblasti u zmíněných bank:

- RBA začíná implementovat některá doporučení vzešlá z revize. Mimo jiné od příštího roku omezí počet měnověpolitických jednání z 11 na 8 ročně, jednání však budou delší a změna přinese prostor na hlubší diskuse. Všichni členové *Reserve Bank Board* (tj. včetně externích) budou moci navštěvovat schůzky s experty RBA s předstihem před měnověpolitickými zasedáními a více s nimi diskutovat. Oznámení o přijatých měnověpolitických rozhodnutích nebude vydávat samotný guvernér, ale celý *Board*, po každém jednání pak bude následovat tisková konference guvernéra. Ve spolupráci s Treasury by pak mělo docházet k revizím měnověpolitického režimu každých pět let. RBA pracuje rovněž na úpravách řízení a organizace banky. Všechny tyto změny v červenci [ohlásil guvernér Philip Lowe](#), jemuž australská vláda neprodloužila jeho sedmiletý mandát končící 17. září a v této pozici ho k tomuto datu [nahradila dosavadní viceguvernerka RBA Michele Bullock](#).
- Na Novém Zélandu byly [zveřejněny aktualizované dokumenty](#) definující celkový mandát a strategii centrální banky: *MPC Remit* (vydaný ministerstvem financí) a *MPC Charter* (na základě dohody ministerstva financí s RBNZ). V dokumentech došlo k jistým úpravám, jedná se však spíše o vyjasnění některých otázek či formalizaci záležitostí, které již do značné míry v praxi fungují – nejedná se tedy o zásadní změnu strategie RBNZ. Provedené úpravy obsahují doplnění požadavku na snahu o hlubší porozumění a vysvětlování vztahů mezi měnovou a fiskální politikou a dopadů měnové politiky na finanční rizika, vyjasnění některých otázek z oblasti veřejné komunikace členů MPC, či přesun požadavku na zohledňování dopadů měnové politiky na ceny nemovitostí z *MPC Remit* do *MPC Charter*. RBNZ se i nadále má snažit rozhodovat konsenzuálně, zatímco k hlasování by mělo docházet, jen pokud není konsenzu dosaženo. Ve svém doporučení pro ministerstvo financí ohledně *MPC Remit* centrální banka navrhovala zavedení jasné hierarchie cílů (cenová stabilita by dle doporučení měla představovat hlavní cíl, až poté by následovala maximální udržitelná nezaměstnanost), ministerstvo financí však ponechalo dosavadní duální mandát.
- BoJ v červnu [zveřejnila popis svého přístupu](#) ke zpracování měnověpolitické revize. Banka se v revizi zaměří na působení řady nekonvenčních nástrojů využívaných během posledních 25 let, včetně jejich dopadů na finanční systém. Rovněž se zaměří na hlubší porozumění dlouhodobým změnám ekonomického prostředí (např. ekonomická globalizace a stárnutí japonské populace), jejich dopadům na chování domácností i firem a na jejich implikace pro měnovou politiku. Součástí prací na revizi budou vedle interních analýz BoJ i diskuze a konzultace se zástupci soukromé sféry, veřejností či zahraničními experty (mj. na chystaných konferencích). Materiály týkající se revize bude BoJ zveřejňovat v [nově vzniklé části svých webových stránek](#).
- V červnu oznámenou revizi prognostických procesů BoE [povede bývalý šéf Fedu z období finanční krize a držitel Nobelovy ceny za ekonomii Ben Bernanke](#). Výsledky revize by měly být zveřejněny na jaře příštího roku.

### ECB a ČNB přestávají úročit povinné minimální rezervy

Na svém červencovém zasedání [Evropská centrální banka rozhodla](#), že s účinností od 20. září začne povinné minimální rezervy, které u ní musí držet banky, úročit sazbou 0 %. Dle prohlášení ECB by tento krok měl zlepšit účinnost měnové politiky snížením celkového objemu vyplácených úroků. ECB zároveň očekává zachování stávající míry kontroly nad nastavením měnové politiky a plného promítání měnových rozhodnutí do sazeb na peněžním trhu. V minulosti ECB tyto rezervy úročila svou základní sazbou pro hlavní refinanční operace, [loni v říjnu](#) rozhodla o jejich úročení depozitní sazbou (která je v prostředí přebytku likvidity v praxi klíčovou sazbou, za níž ECB likviditu stahuje a její využití tak lépe odpovídalo sazbám, za něž by jinak banky mohly s rezervami obchodovat na peněžním trhu). Nyní tak centrální banka přikročila k dalšímu snížení úročení, respektive úročení povinných minimálních rezerv de facto zrušila.

K obdobnému kroku přistoupila rovněž Česká národní banka, když [v září oznámila](#), že s cílem snížit náklady na provádění měnové politiky při zachování její efektivity od 5. října zrušila úročení povinných minimálních rezerv.

### Bundesbank nebude úročit vládní vklady

Německá centrální banka bude od letošního října na domácí vládní vklady [aplikovat sazbu 0 %](#). Na úrovni eurozóny platí od května letošního roku pro úročení vládních vkladů strop ve výši krátkodobé eurové sazby €STR snížené o 20 bazických bodů, národní centrální banky však mohou uplatňovat i sazbu nižší.

### Tradiční konference v Jackson Hole

V srpnu se uskutečnila každoroční [konference centrálních bankéřů v americkém Jackson Hole](#), která byla letos zaměřena na téma strukturálních posunů ve světové ekonomice. Projev šéfa amerického Fedu J. Powella se nesl v duchu předchozí komunikace Fedu – inflace již má v USA svůj vrchol za sebou, ovšem stále se nachází na vysokých hodnotách a je možné, že si situace vynutí další zvýšení sazeb, přičemž Fed se bude rozhodovat podle přicházejících dat. Na konferenci mimo jiné vystoupili také prezidentka ECB Ch. Lagarde či guvernér BoJ K. Ueda.

### Obrat v turecké měnové politice

Turecká centrální banka, v jejímž čele nově stojí guvernérka H. G. Erkan, výrazně změnila svůj přístup v oblasti měnové politiky. Po období snižování úrokových sazeb navzdory pádivé inflaci banka od června natřikrát zvýšila svou základní úrokovou sazbu z 8,5 % na aktuálních 25 %. Svou rétoriku změnil po vítězných volbách i prezident Erdogan, který má na tamní centrální banku silný vliv a který v minulosti politiku nízkých úrokových sazeb prosazoval – [nyní již hovoří o potřebě přísné měnové politiky](#). Turecká inflace v srpnu dosáhla mezeročně 58,9 %.

### Bank of Japan upravila přístup k cílování výnosové křivky

Japonská BoJ na červencovém zasedání [upravila provádění cílování výnosové křivky](#), přičemž k němu bude přistupovat s větší flexibilitou. Technicky sice ponechala horní hranici pásma tolerovaného výnosu desetiletých státních dluhopisů na hodnotě 0,5 %, tato hranice však bude brána jako referenční hodnota spíše než jako nepřekročitelný limit. Banka bude téměř každý pracovní den nabízet nákup desetiletých dluhopisů s výnosem 1 %, a teoreticky tak může umožnit nárůst výnosů až k této úrovni – vyšší výnosy dluhopisů již tolerovat nebude.

### Změna ve vedení ECB, Rada guvernérů Fedu opět kompletní

Dosavadní člen šestičlenné Výkonné rady ECB Fabio Panetta [byl jmenován novým guvernérem Banca d'Italia](#) s účinností od 1. listopadu letošního roku. Ačkoli v této souvislosti opustí Výkonnou radu, z pozice guvernéra italské centrální banky bude i nadále členem hlavního měnověpolitického orgánu ECB, tedy Rady guvernérů. Opačným směrem bude pravděpodobně směřovat viceguvernér Banca d'Italia [Piero Cipollone, který je jediným navrženým kandidátem](#) na post člena Výkonné rady ECB, který Panetta uvolní.

Místo v Radě guvernérů amerického Fedu uvolněné odchodem Lael Brainard do administrativy prezidenta Bidena zaplní ekonomka Adriana Kugler – [její nominaci v září schválil americký senát](#). Místopředsedou Rady guvernérů pak byl schválen Philip Jefferson a prodloužení mandátu v Radě na plnohodnotných 14 let získala Lisa Cook – členy Rady guvernérů jsou oba od loňského roku.



### III. TÉMA POD LUPOU: KOMUNIKACE PROGNÓZ CENTRÁLNÍCH BANK A JEJICH NEJISTOT

*Ekonomický vývoj je nevyhnutelně provázen nečekanými událostmi, což vede centrální banky ke snaze komunikovat nejistoty a rizika spojené s makroekonomickými projekcemi. Centrální banky přitom používají různé způsoby, jak informovat veřejnost a další ekonomické subjekty o pestrosti možných scénářů dalšího vývoje. Zatímco některé instituce se staví na stranu větší transparentnosti a vyjadřují nejistoty spojené s projekcemi například formou tzv. vějířových grafů či alternativních scénářů, jiné rizika a nejistoty nekvantifikují a popisují je v kvalitativní podobě. Mezi centrálními bankami se liší rovněž role (a tedy i následná související komunikace) úrokových sazeb a měnového kurzu při zpracování prognózy.*

V posledních desetiletích došlo k značnému nárůstu transparentnosti centrálních bank. Za tímto trendem směrem k větší transparentnosti stojí zejména lepší porozumění významu očekávání, důvěryhodnosti centrálních bank a toho, jak účinným nástrojem měnové politiky může být její komunikace. Jedním ze zásadních aspektů transparentnosti je zveřejňování makroekonomických projekcí. Vzhledem k tomu, že měnová politika působí se zpožděním a měla by tak být vpřehledící, právě tyto odhady budoucího makroekonomického vývoje představují klíčový – byť ne jediný – vstup pro rozhodování o aktuálním nastavení měnové politiky. Zveřejňování prognóz tak pomáhá porozumět přijatým měnověpolitickým krokům a rovněž ukotvovat dlouhodobá inflační očekávání firem a domácností, která jsou důležitá pro transmissi měnové politiky a dosahování cílů centrálních bank. Nedílnou součástí měnověpolitického rozhodování je přitom vedle samotného základního scénáře prognózy i analýza rizik a nejistot s ním spojených. Vzhledem k událostem posledních let, jako je pandemie covid-19 nebo ruská invaze na Ukrajinu a s nimi související výrazné vzednutí inflace, se centrální banky staly středem pozornosti také široké veřejnosti. Současně výrazně narostla míra nejistoty ohledně dalšího ekonomického vývoje. Pro lepší orientaci v komunikaci centrálních bank je proto dobré orientovat se jak v přístupu k úrokovým sazbám a měnovému kurzu při tvorbě a následné komunikaci prognózy, tak ve způsobu, jakým odhalují nejistotu spojenou s prognózami a jaká úskalí s tím souvisí – a právě na tyto otázky se zaměřuje toto Téma pod lupou.<sup>1</sup>

#### Úrokové sazby a kurz v predikčních modelech

Centrální banky zpravidla prognózují řadu makroekonomických veličin, mezi ty nejdůležitější patří prakticky pro všechny banky inflace a HDP. Rozdíly napříč bankami však panují v přístupu k úrokovým sazbám a kurzu měny jako dvěma klíčovými složkami měnové politiky, které mohou být do predikčního modelu zahrnuty různými způsoby. Například mohou být považovány za endogenní<sup>2</sup> proměnné, mohou být odvozené na základě tržních očekávání, nebo mohou být zvoleny jako konstanty. V prvním případě jsou tedy sazby a kurz výstupem prognózy, zatímco v dalších zmíněných případech se jedná o předpoklad pro prognózu ostatních veličin. Když centrální banky vytvářejí prognózu vývoje úrokových sazeb a měnového kurzu jako endogenní trajektorie, vzniká otázka, jaké jsou výhody a nevýhody jejich zveřejnění.

Zveřejňování prognóz úrokových sazeb přispívá ke zvyšování transparentnosti měnové politiky centrální banky, což zvyšuje důvěryhodnost centrální banky a umožňuje lepší porozumění jejím rozhodnutím ze strany tržních účastníků a veřejnosti. Zveřejňování těchto prognóz tak umožňuje lépe ukotvovat inflační očekávání a ovlivňovat tržní úrokové sazby s delší splatností. Díky své větší otevřenosti čelí centrální banka také zvýšenému tlaku na zlepšení kvality prognostického aparátu. To přináší prospěch nejen veřejnosti, ale i samotné centrální bance.

Na druhou stranu, jak upozorňují Clinton et al. (2017), hlavní obavou spojenou se zveřejňováním explicitního předpokládaného vývoje úrokových sazeb je riziko nesprávné interpretace veřejností. Existuje možnost, že by takovou trajektorii chápala jako pevný závazek bez ohledu na budoucí změny ekonomického vývoje, nebo by mohla podcenit nejistoty s prognózou spojené. Úkolem centrální banky není slepě následovat své prognózy úrokových sazeb, ale rozhodovat o nastavení měnové politiky potřebném pro plnění inflačního cíle vždy na základě všech informací dostupných v daný okamžik a flexibilně reagovat na nově přicházející informace. V tomto kontextu je třeba zdůraznit, že prognóza úrokových sazeb je pouze jedním faktorem při rozhodování o měnové politice; celkové rozhodování zahrnuje také odborné zhodnocení rizik a faktorů nad rámec prognózy. Zveřejnění trajektorie sazeb proto zvyšuje komunikační nároky na centrální banku v případě, že se od své prognózy odchýlí.

<sup>1</sup> Volně tak navazuje na starší Témata pod lupou [z června 2011](#), které čtenáře uvedlo do problematiky komunikace centrálních bank, a [ze září 2015](#), které se věnovalo pravidelným zprávám o inflaci centrálních bank.

<sup>2</sup> [Endogenita měnové politiky](#) znamená, že úrokové sazby i měnový kurz reagují v prognóze na vývoj a očekávání všech zbývajících makroekonomických veličin zahrnutých v modelu a vzájemně se s nimi ovlivňují. Prognóza tak již zahrnuje též očekávané chování samotné centrální banky, resp. ukazuje vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu tak, jak je konzistentní s celkovým výhledem.

Pokud jde o měnový kurz, má tato veličina zejména v malých otevřených ekonomikách pro měnovou politiku značný význam. Zveřejňování jeho trajektorie podporuje transparentci a komunikaci budoucího působení měnové politiky skrze kurzovou složku měnových podmínek. Kurzovým vývojem je podmíněna i prognózovaná trajektorie úrokových sazeb – porovnání skutečného vývoje kurzu s jeho prognózou pomáhá finančním trhům a analytikům lépe odhadovat další rozhodování centrální banky. Na druhou stranu, podobně jako u úrokových sazeb, prognóza kurzu může být vnímána jako závazek. Navíc, kurz patří mezi veličiny obtížně předvídatelné, což se může projevat vysokými odchylkami skutečného vývoje od prognózy.

### Rizika a nejistoty jako přirozená součást každé prognózy

Centrální banky komunikují v prostředí plném nejistoty. Časování a rozsah dopadů měnové politiky jsou nejisté, stejně jako šoky, které mohou ekonomiku postihnout. Některé centrální banky reagují na tuto situaci tím, že zveřejňují své prognózy společně s mírou nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje a rizik očekávaného směru měnové politiky (Rholes & Petersen, 2021). To mohou činit pomocí několika metod.

*Pojem **riziko** spojujeme s událostmi, jejichž pravděpodobnost výskytu lze určitým způsobem uchopit a kvantifikovat. Pojem **nejistota** zahrnuje obecné neznámé, u nichž není dostatek informací nebo dat k určení pravděpodobnosti nebo výsledku dané události.*

Jednou z nich je vytváření tzv. vějířových grafů pro klíčové prognózované veličiny. V těchto grafech středová čára znázorňuje základní prognostický scénář (tedy nejpravděpodobnější vývoj dané veličiny), zatímco pásma (intervaly spolehlivosti) kolem ní ukazují rozpětí nejistoty této prognózy. Symetrické vějíře naznačují celkovou nejistotu kolem základního scénáře a jsou konstruovány zpravidla na základě historických chyb v předpovědích.<sup>3</sup> Některé centrální banky používají asymetrické vějíře. Ty oproti těm symetrickým umožňují lépe zachytit vnímaný směr rizik spojených s prognózou, jejich nevýhodou však je jejich komplikovanější konstrukce (řadu rizik a nejistot může být velmi obtížně kvantifikovat). Centrální banky mohou rovněž zveřejňovat další scénáře a citlivostní analýzy, které ukazují alternativní vývoj proměnných v případě, že se hospodářský vývoj v některé složce odchýlí od předpokladů základního scénáře. Nakonec mohou banky své vnímání velikosti a směru rizik prognózy shrnout slovně ve svých prohlášeních.<sup>4</sup>

### Vějířové grafy versus bodové projekce a jejich role v ovlivňování tržních očekávání

Pokud jde o výhody publikace vějířových grafů, je důležité zdůraznit, že prognózy makroekonomických proměnných jsou ze své podstaty nejisté. Podle Rholes & Petersen (2021) tak centrální banky zveřejňují vějířové grafy s cílem zachovat důvěryhodnost v nejistém ekonomickém výhledu a budoucím směru politiky. Tímto způsobem lze zabránit nadměrným očekáváním ohledně přesnosti bodových projekcí. Clinton et al. (2017) zdůrazňují, že zveřejnění vějíře kolem endogenního vývoje úrokových sazeb snižuje riziko, že prognóza bude chápána jako závazek.

Oproti tomu Rholes & Petersen (2021) uvádějí, že i přes rostoucí trend komunikace nejistoty pomocí vějířových grafů není téměř žádný empirický ani teoretický důkaz, že by tímto způsobem bylo možné zlepšit schopnost centrálních bank ovlivňovat svými projekcemi trhy. Autoři se domnívají, že přesné bodové projekce jsou účinnější při řízení inflačních očekávání. Vějířové grafy totiž podle nich vedou k větší nejistotě ohledně vlastních předpovědí a snižují důvěryhodnost v prognózu centrální banky. Na druhou stranu Mokhtarzadeh & Petersen (2020) ukazují, že dostatečně srozumitelné vějířové grafy (kombinující bodovou prognózu s intervaly spolehlivosti) jsou účinné při řízení inflačních očekávání. Nicméně jejich zjištění nedokázalo oddělit účinek vějířů od samotných bodových projekcí.












<sup>3</sup> Ke konstrukci pásma kolem středové čáry se často používají intervaly spolehlivosti počítané pomocí statistiky nazývané odmocnina střední kvadratické chyby – root mean square error, RMSE.

<sup>4</sup> Uvedené přístupy ke komunikaci rizik a nejistot se vzájemně nevylučují – centrální banky mohou využít jejich kombinaci.

### Praxe sledovaných centrálních bank

Současné postupy ohledně zveřejňování rizik a nejistot prognózy u sledovaných centrálních bank jsou shrnuty v následující tabulce.

**Tabulka: Srovnání komunikace rizik a nejistot prognózy**

	Horizont prognózy (roky)	Symetrické vějířové grafy	Asymetrické vějířové grafy	Kvantifikace nejistoty	Alternativní scénáře
ECB	2,5–3,5 	✓	✗	průměrné absolutní chyby minulých prognóz bez odlehklých pozorování	✓
Fed	2–3* 	✓	✗	RMSE minulých prognóz	✗
BoE	3 	✗	✓	spojení dvou normálních rozdělení s různými rozptyly, úprava ze strany MPC	✓
NB	3–4 	✗	✗	✗	✗
SNB	3 	✗	✗	✗	✗
RBNZ	3 	✗	✗	✗	✗
BoC	2–3 	✗	✗	✗	✓
Riksbank	3 	✗	✗	✗	✓
MNB	2,5–3,5 	✓	✗	RMSE minulých prognóz	✓
NBP	2,5–3,5 	✗	✓	spojení dvou normálních rozdělení s různými rozptyly	✗
ČNB	1,5–2,5 	✓	✗	RMSE minulých prognóz	✓

Pozn. Pro srovnání v tabulce uvádíme rovněž horizont prognózy. Ten je však třeba vnímat jako orientační, např. jarní prognóza ČNB zveřejňovaná v květnu má horizont do konce nadcházejícího roku (tedy mírně přes 1,5 roku) a letní prognóza zveřejňovaná v srpnu prodlužuje horizont o další kalendářní rok (jedná se tedy o necelé 2,5 roku).

\* Vedle prognózy pro nejbližší roky Fed rovněž publikuje dlouhodobý výhled prognózovaných veličin.

Zdroj: Weby centrálních bank.

### Symetrické vějířové grafy využívá ke komunikaci nejistoty ECB, MNB a ČNB

ECB vydává svou prognózu samostatně čtyřikrát ročně pod názvem [Makroekonomické projekce pro eurozónu](#). Červnové a prosincové projekce jsou vytvořeny odborníky z Eurosystemu, zatímco březnové a zářijové jsou zpracovávány pracovníky ECB bez zapojení národních bank. Prognóza je podmíněná tržními očekáváními úrokových sazeb a konstantní úrovní efektivního měnového kurzu. Dvě hlavní makroekonomické proměnné, reálný HDP a HICP inflace, jsou zobrazeny ve formě barevně odlišených vějířových grafů. Tuto praxi ECB přerušila vzhledem k extrémní míře nejistoty po vypuknutí pandemie covid-19, vrátila se k ní v březnu letošního roku. ECB publikuje vějířové grafy s predikčními intervaly na úrovních spolehlivosti 30, 60 a 90 %.<sup>5</sup> Kromě toho bývají zveřejňovány také alternativní scénáře hospodářského výhledu v eurozóně (které měly zvláště velký význam právě během pandemie a poté po vypuknutí války na Ukrajině, kdy nebyly zveřejňovány vějířové grafy).

Podobně maďarská MNB publikuje prognózu HDP a inflace ve formě symetrických vějířových grafů, které jsou ale definované pomocí odchylky pozorovaných hodnot od minulých prognóz ve formě RMSE. V sekci „Dopady alternativních

<sup>5</sup> [Metodika](#) odvození rozpětí použitých v těchto vějířových grafech předpokládá normální rozdělení minulých absolutních chyb, přičemž jsou odstraněny extrémní hodnoty. Střední absolutní chyby jsou vypočteny jako průměr absolutních rozdílů mezi projekcí pro dané čtvrtletí a skutečností podle údajů z následujícího čtvrtletí.

scénářů na naši prognózu“ pravidelně diskutuje také alternativní scénáře, přičemž v některých případech je uvedena i jejich kvantitativní prognóza.

Také ČNB prezentuje své klíčové makroekonomické proměnné – včetně endogenní trajektorie úrokových sazeb a kurzu koruny – pomocí symetrických vějířových grafů, které se lineárně rozšiřují. Pokud jde o míru inflace, vějíře se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odráží minulou predikční schopnost a stabilizační úlohu měnové politiky. Co se týče prognózy úrokových sazeb, dolní hranice vějířů je omezena nulou. ČNB je jedinou centrální bankou, která zveřejňuje předpověď bilaterálního měnového kurzu (CZK/EUR). Mimo základní scénář bývají ve Zprávě o měnové politice zahrnuty také jiné scénáře možného ekonomického vývoje.

### Asymetrické vějířové grafy publikuje BoE a NBP

Britská BoE zveřejňuje tři makroekonomické proměnné (HDP, nezaměstnanost a inflaci) formou barevně odlišených vějířových grafů s asymetrickými predikčními intervaly.<sup>6</sup> BoE umožňuje členům MPC ovlivnit tvar grafu podle jejich vlastního posouzení rizik a podmiňujících předpokladů grafu. Prognóza je v základním scénáři podmíněná tržními očekáváními budoucích úrokových sazeb. Kromě toho je také pravidelně komentován alternativní scénář založený na konstantních úrokových sazbách. Asymetrické vějířové grafy (s predikčními intervaly na úrovních spolehlivosti 30, 60 a 90 %<sup>7</sup>) publikuje také polská NBP, a to u HDP a inflace. Rizika jsou popsána v sekci „Zdroje nejistoty prognózy“. Jejich projekce jsou založeny na předpokladu konstantních úrokových sazeb.

### Zvláštní případ představuje americký Fed

Americký Fed zveřejňuje své prognózy skrze publikaci nazvanou Souhrn ekonomických projekcí ([Summary of Economic Projections, SEP](#)). Tyto prognózy jsou vytvářeny členy bankovního výboru FOMC, zatímco detailní podkladové prognózy připravené zaměstnanci Fedu jsou zveřejňovány až s odstupem pěti let. Prognózy uvedené v SEP jsou závislé na individuálních názorech každého účastníka ohledně vhodné měnové politiky (Kahn & Palmer, 2016). Tyto prognózy se týkají čtyř hlavních makroekonomických ukazatelů: reálného HDP, míry nezaměstnanosti, inflace PCE (včetně jádrové inflace PCE) a úrokových sazeb. Prognóza pro reálný HDP, nezaměstnanost a inflaci je představena nejprve prostřednictvím tabulky a grafů, které odkrývají úroveň nejistoty spojené s prognózou. Pro každý ukazatel v jednotlivých letech prognózy je prezentováno rozpětí tzv. centrální tendence, které vylučuje tři nejvyšší a tři nejnižší projekce a poté celkový rozsah zahrnující všechny predikce účastníků, od nejnižších po nejvyšší hodnoty. Prognóza úrokových sazeb je následně představena pomocí tzv. bodových grafů (dot plots). Každý bod na grafu reprezentuje anonymní názor jednoho účastníka FOMC na vhodné nastavení úrokových sazeb na konci příslušného kalendářního roku a v dlouhém období. Dále je u těchto čtyř klíčových ukazatelů prezentována prognóza formou vějířových grafů s jediným symetrickým vějířem na úrovni spolehlivosti 70 %. Nicméně Fed zdůrazňuje, že tvar vějířových grafů nemusí plně zohledňovat individuální názory členů FOMC, a proto jsou doplněny o další grafy, které ukazují míru nejistoty vnímané členy FOMC ve srovnání s úrovní nejistoty zobrazenou ve vějířovém grafu. Tyto grafy tedy hodnotí celkový směr rizik spojených s vývojem sledovaných ukazatelů.

### Několik bank zveřejňuje pouze bodovou prognózu formou spojnicových grafů, tedy bez zobrazení nejistoty

To platí například pro norskou NB a novozélandskou RBNZ, které vytvářejí a zveřejňují prognózu s endogenní trajektorií úrokových sazeb. Endogenní trajektorii sazeb publikuje také švédská Riksbank. Ta dříve zveřejňovala u inflace, HDP a úrokových sazeb i vějířové grafy, nicméně v dubnu 2020 po vypuknutí pandemie covid-19 publikovala jen graf sazeb, a to (vzhledem k vysoké míře nejistoty) pouze na rok dopředu. Následně se sice vrátila ke zveřejňování vějířového grafu úrokových sazeb s delším časovým horizontem, ovšem pro prognózu inflace byl vějířový graf publikován jen nepravidelně a pro HDP vůbec. Poslední dvě prognózy (v dubnu a červnu 2023) již byly zveřejněny bez jakýchkoli vějířových grafů – v současné době tedy Riksbank prezentuje pouze bodové odhady všech prognózovaných veličin včetně sazeb. Kromě základního scénáře nicméně připravuje také další možné scénáře, ve kterých rizika a nejistoty prognózy komentuje.

Také švýcarská SNB publikuje bodovou prognózu, která ale neobsahuje endogenní trajektorii úrokových sazeb, nýbrž vychází z předpokladu konstantní sazby. V případě její změny prognóza obsahuje dva scénáře – s novou a s předchozí úrokovou sazbou. Prognóza kanadské BoC je také bodová, přičemž rovněž vychází z předpokladu konstantních úrokových sazeb a také stálého měnového kurzu kanadského dolaru k americkému. V sekci „Rizika pro výstup inflace“ se někdy také objevuje kvantitativní prognóza alternativního scénáře.

<sup>6</sup> Tyto intervaly jsou vytvářeny za pomoci tzv. split (two-piece) normálního rozdělení, což je kombinace dvou normálních rozdělení s totožným modem, ale odlišným rozptylem. Modus představuje středovou trajektorii prognózy, zatímco rozptyl je určen na základě minulých chyb prognóz a je dále upraven s ohledem na současnou nejistotu týkající se exogenních a podmiňujících proměnných (Britton et al., 1998).

<sup>7</sup> Šikmost rozdělení je určena pomocí analýzy alternativních scénářů podmíněných stabilitou úrokových sazeb a expertního posouzení pravděpodobnosti jejich realizace (Pońsko & Rybaczyk, 2016).

## Závěr

Různé banky mají rozdílné přístupy k zahrnutí klíčových složek měnové politiky, tedy úrokových sazeb a měnového kurzu, do svých predikčních modelů. Tyto veličiny mohou být zahrnuty jako endogenní proměnné, odvozeny z tržních očekávání, nebo zvoleny jako konstanty.

V kontextu nevyhnutelné nejistoty v ekonomickém prostředí se centrální banky snaží tuto nejistotu komunikovat vůči veřejnosti. V rámci zveřejňování prognóz k tomu v řadě případů používají vějířové grafy. Konkrétně ECB, MNB a ČNB využívají symetrické vějířové grafy, zatímco BoE a NBP se spoléhají na asymetrické vějířové grafy. Oproti tomu Riksbank, norská NB, novozélandská RBNZ, švýcarská SNB a kanadská BoC zveřejňují bodové prognózy formou spojnicových grafů, tedy nezahrnují v grafech měřítko nejistoty. Dále některé banky prezentují alternativní scénáře a citlivostní analýzy, které ukazují možný vývoj proměnných v případě realizace rizik či v případě odlišné měnověpolitické reakce centrální banky.

## Literatura

Britton, E., Fisher, P., & Whitley, J. (1998): „The Inflation Report projections: understanding the fan chart“, *Chart*, 8(10). ([ODKAZ](#))

Clinton, K., Hlédik, T., Holub, T., Laxton, D., & Wang, H. (2017): „Czech Magic: Implementing Inflation-Forecast Targeting at the CNB“, *International Monetary Fund*. ([ODKAZ](#))

Kahn, G. A., & Palmer, A. (2016): „Monetary policy at the zero lower bound: Revelations from the FOMC’s summary of economic projections“, *Economic Review*, 102(1), 5-37. ([ODKAZ](#))

Mokhtarzadeh, F., & Petersen, L. (2021): „Coordinating expectations through central bank projections“, *Experimental economics*, 24, 883-918. ([ODKAZ](#))

Pońsko, P., & Rybaczyk, B. (2016): „Fan Chart—A Tool for NBP’s Monetary Policy Making“, *National Bank of Poland Working Paper*, (241). ([ODKAZ](#))

Rholes, R., & Petersen, L. (2021): „Should central banks communicate uncertainty in their projections?“, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 183, 320-341. ([ODKAZ](#))



## IV. VYBRANÝ PROJEV: Dave Ramsden: Kvantitativní utahování – dosavadní příběh

*Sir Dave Ramsden, viceguvernér Bank of England (BoE) pro trhy a bankovníctví, ve svém červencovém projevu pro Money Macro and Finance Society diskutuje dosavadní poznatky Bank of England z programu kvantitativního utahování (QT).*

V úvodu svého projevu D. Ramsden připomíná, že Výbor pro měnovou politiku (MPC) BoE ve Zprávě o měnové politice ze srpna 2021 stanovil svou strategii ohledně kombinace nástrojů měnové politiky s cílem postupně zpřísnit její celkové působení. V této strategii vytyčené zásady byly uvedeny do praxe. QT bylo spuštěno v únoru 2022 nejprve skrze ukončení reinvestic splatných giltů (státních dluhopisů), následně bylo loni na podzim rozšířeno o program prodeje giltů. V září 2022 MPC odhlasoval snížení objemu giltů držených v rámci nástroje Asset Purchase Facility (APF) o 80 miliard liber za rok. BoE rovněž odprodala většinu dříve nakoupených korporátních dluhopisů, jejichž objem však byl oproti giltům výrazně nižší.

### Kvantitativní utahování v principu a praxi

Jak viceguvernér BoE popisuje, pro zajištění hladkého snižování objemu portfolia giltů v rámci nástroje APF výbor MPC nastavil ke QT přístup, který byl založen na třech klíčových zásadách. Zaprvé, MPC preferoval použití úrokové sazby jako aktivního nástroje při úpravě nastavení měnové politiky. Zadruhé, prodeje měly být prováděny tak, aby nenarušily fungování finančních trhů. A zatřetí, k prodejem mělo docházet relativně pozvolným a předvídatelným způsobem.

BoE podle Ramsdena proto navrhla svůj přístup ke QT v rámci těchto tří klíčových principů. Nastavení QT umožnilo upravovat uskutečňování prodeje s ohledem na tržní podmínky. Prodeje byly navrženy tak, aby fungovaly v souladu s trhem, kdekoli to bylo možné. BoE prodává dluhopisy prostřednictvím řady častých aukcí o menších objemech, které jsou předem stanoveny skrze čtvrtletní kalendář operací. Banka rovněž zavedla nový nástroj pro krátkodobé repo operace, aby zajistila, že QT nebude vyvíjet nepřiměřený tlak na zvyšování krátkodobých sazeb peněžního trhu. Dohromady tyto prvky pomohly bance provádět QT způsobem, který má minimalizovat jeho potenciální dopad na výnosy giltů a na finanční trhy.

### Omezený dopad na výnosy giltů

Protože je QT navrženo tak, aby fungovalo v pozadí standardního provádění měnové politiky, je obtížné kvantifikovat jeho dopad. Ačkoliv je QT teoreticky opakem kvantitativního uvolňování (QE), BoE vždy zdůrazňovala závislost přidružených transmisních kanálů na aktuálních podmínkách. Využívajíc této závislosti, zvolený přístup MPC ke QT prakticky zablokoval některé kanály, které byly důležité během QE. Z pohledu D. Ramsdena se zdá, že celkový dopad QT na výnosy giltů byl malý. Většina z nárůstu o přibližně 300 b. b. u výnosů britských 10letých giltů od února 2022 byla způsobena zvýšením očekávaných základních úrokových sazeb. Vzhledem k dosavadním zkušenostem ekonomové banky odhadují, že dodatečné QT v hodnotě 80 miliard liber za převládajících tržních podmínek zvýší výnosy 10letých giltů o méně než 10 b. b. Na základě zkušeností s QE by to mělo dopad na ekonomickou aktivitu nižší než 0,2 % a inflaci 0,1 p. b., přičemž D. Ramsden takto malá čísla vítá.

D. Ramsden dále tvrdí, že na základě dosavadních zkušeností BoE a v souladu s druhým klíčovým principem stanoveným MPC nebyl nalezen žádný důkaz, že operace QT samy o sobě narušují fungování trhu. Jsou zde i důkazy, že prodeje v rámci QT měly pozitivní efekt na trh s gilty. Během první poloviny roku 2022 na něm byly známky nedostatku krátkodobých dluhopisů, který byl způsoben zvýšenou poptávkou po finančním zajištění. Poté, co BoE začala prodávat dluhopisy skrze QT, se tento nedostatek zmírnil. Dá-li všechny dosavadní poznatky z trhu dohromady, od zahájení prodeje v listopadu 2022 fungují aukce v rámci QT v souladu s očekáváním.

### Co se BoE naučila a co bude následovat?

D. Ramsden hodnotí dosavadní průběh jako „zatím dobrý“. QT má za jinak stejných podmínek pouze omezený dopad na výnosy giltů. Prodejní operace neměly žádný patrný dopad na tržní likviditu a objevily se určité známky toho, že prodeje mohly poněkud zmírnit nedostatek finančního zajištění. Celkově vzato, D. Ramsden podporuje pečlivě zvážené zvýšení tempa snižování objemu giltů v následujících dvanácti měsících odrážející dokončení prodeje korporátních dluhopisů i dosavadní poznatky o fungování trhu. Ramsden však zároveň klade důraz na opatrnost – stejně jako MPC chce, aby proces QT nastavil postupné a předvídatelné tempo prodeje a nechal je fungovat na pozadí. MPC by měl oznámit své další rozhodnutí ohledně tempa prodeje ještě v průběhu září.



Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)