

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2013

## V tomto čísle

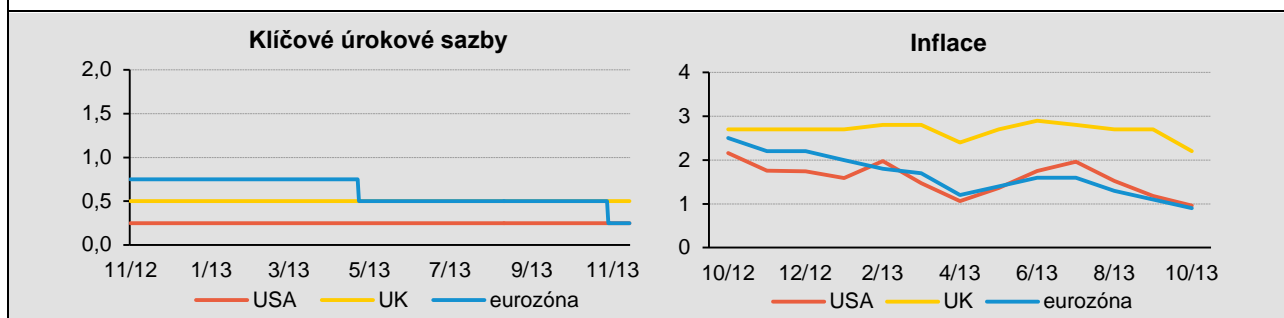
*Makroekonomický vývoj USA zaostal za očekáváním a data z eurozóny potvrdila křehkost oživení tamní ekonomiky. ECB v listopadu přistoupila k překvapivému snížení úrokových sazeb. Finanční trhy se soustředí na informace ohledně možného omezování kvantitativního uvolňování ze strany americké centrální banky, vystoupení nastupující předsedkyně FOMC Janet L. Yellen před Bankovním výborem Senátu se ovšem neslo v „holubičím“ tónu. Centrální banka Maďarska pokračovala ve snižování sazeb, a naplnila tak očekávání finančních trhů. Měnověpolitické sazby ostatních sledovaných centrálních bank zůstaly nezměněny. Téma pod lupou je věnováno inflačním očekáváním a jejich roli v měnové politice centrálních bank, vybraný projev patří Peteru Praetovi z ECB, který se zabývá různorodostí reakce domácností na změny v nastavení měnové politiky.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	2. října (0,00) 7. listopadu (-0,25) 5. prosince (0,00)	17.–18. září (0,00) 29.–30. října (0,00)	9.–10. října (0,00) 6.–7. listopadu (0,00) 4.–5. prosince (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,25 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	0,9 % (listopad 2013) <sup>3</sup>	1,0 % (říjen 2013)	2,2 % (říjen 2013)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	9. ledna 6. února 6. března	17.–18. prosince 28.–29. ledna	8.–9. ledna 5.–6. února 5.–6. března
<b>další očekávané události</b>	6. března zveřejnění prognózy	leden Beige Book	12. února zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>4</sup>	→	→	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> tzv. Flash odhad; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** snížila v listopadu svou hlavní úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,25 %, depozitní sazba zůstává na 0 %. ECB potvrdila verbální závazek z července letošního roku (tj. úrokové sazby na této či nižší úrovni po dlouhou dobu) a oznámila, že bude-li to nutné, zváží použití všech dostupných nástrojů měnové politiky. Refinanční operace za fixní úrokovou sazbu a s plným uspokojením nabídek budou prováděny nejméně do července 2015. Po mezičtvrtletním růstu reálného HDP ve druhém čtvrtletí o 0,3 % došlo ve třetím čtvrtletí k jeho zpomalení na 0,1 %. Aktuální prognóza ECB předpokládá v roce 2013 pokles HDP o 0,4 % a v roce 2014 jeho růst o 1,1 %, inflace je očekávána ve výši 1,4 % v roce 2013 a 1,1 % v roce 2014. Střednědobá inflační očekávání zůstávají pevně ukotvená a inflační tlaky jsou dle názoru ECB utlumené.

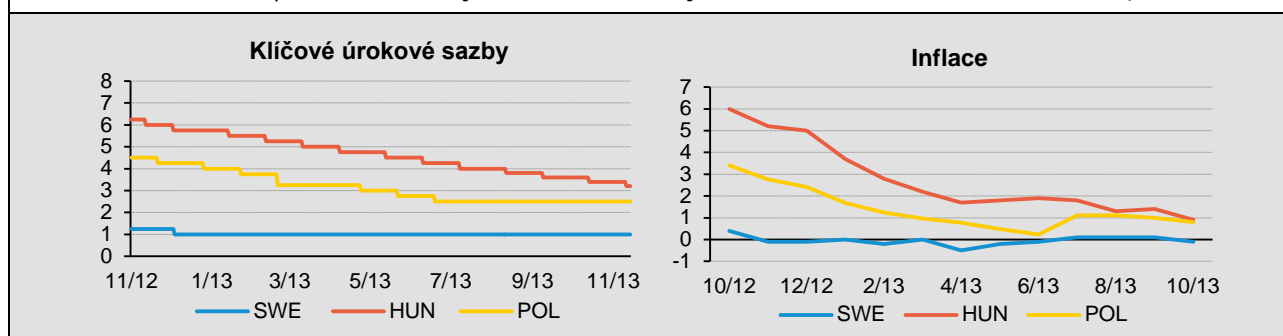
**Fed** ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny a potvrdil svůj závazek, že sazby budou drženy na stávající úrovni přinejmenším tak dlouho, dokud nezaměstnanost neklesne pod 6,5 %, výhled inflace nevzroste na hodnotu o 0,5 p.b. vyšší, než je dlouhodobý cíl, a dokud budou inflační očekávání stabilní. Fed i nadále pokračuje v nákupu cenných papírů v objemu 85 mld. USD měsíčně. Ačkoliv se o omezování QE3 mezi účastníky finančních trhů spekulovalo, což zvýšilo volatilitu úrokových sazeb, Fed prozatím omezování QE3 nepotvrdil a podmínil jej hmatatelnějšími důkazy oživení. Míra nezaměstnanosti zůstává stále zvýšená na úrovni 7,2 %.

**BoE** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani výši programu nákupu aktiv. Stále platí prohlášení o budoucím nastavení měnové politiky – ke zvýšení sazby BoE nedojde, dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 %. V Británii je stále více patrné ožívání ekonomické aktivity, růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl 0,8 % a mírně vyšší růst BoE očekává pro čtvrté čtvrtletí. Inflace v říjnu klesla na 2,2 % a přiblížila se tak 2% cíli centrální banky. Příznivě hodnotí BoE pokles klientských úrokových sazeb domácností.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<a href="#">Švédsko (Riksbank)</a>	<a href="#">Maďarsko (MNB)</a>	<a href="#">Polsko (NBP)</a>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	23. října (0,00)	24. září (-0,20) 29. října (-0,20) 26. listopadu (-0,20)	1.–2. října (0,00) 5.–6. listopadu (0,00) 3.–4. prosince (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,00 %	3,20 %	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	-0,1 % (říjen 2013)	0,9 % (říjen 2013)	0,8 % (říjen 2013)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	16. prosince 12. února	19. prosince	7.–8. ledna 4.–5. února 4.–5. března
<b>další očekávané události</b>	24. října zveřejnění Monetary Policy Report	25. září zveřejnění Quarterly Report on Inflation	pol. března zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	↓	→

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



**Riksbank** ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1 % a nadále platí, že do konce roku 2014 Riksbank nepředpokládá její zvýšení. Inflace je nízká a Riksbank očekává její jen velmi pozvolný růst a dosažení 2% cíle v roce 2015. Švédská ekonomika vykazuje další známky pozvolného ožívování, ke kterým patří lepší se podmínky na trhu práce a sentiment domácností i firem. Nízké úrokové sazby a expanzivní fiskální politika vytvářejí podmínky pro vyšší spotřebu domácností v následujících čtvrtletích. Ekonomický růst tak ve Švédsku pozvolna zrychlí, což povede k poklesu nezaměstnanosti a růstu zaměstnanosti.

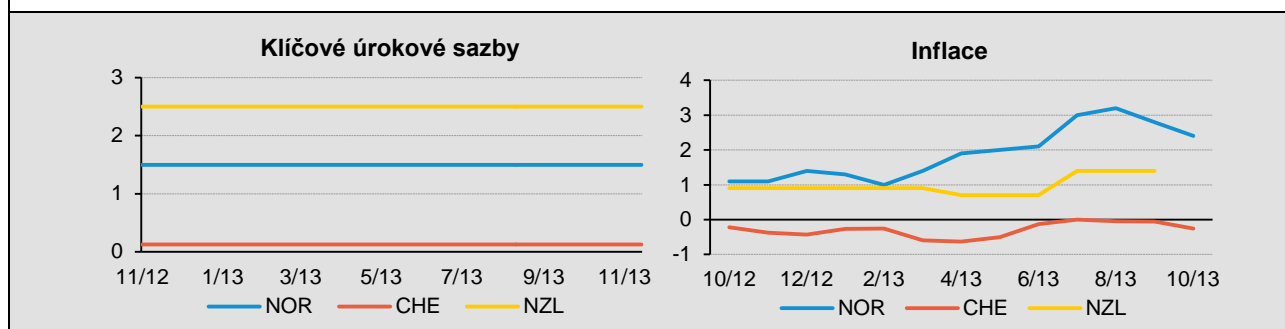
**MNB** snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu i tentokrát třikrát za sebou, pokaždé o 0,20 p.b., kumulativně tedy o 0,60 p.b. na současnou úroveň 3,20 %. Inflace v říjnu pokračovala v poklesu a udržuje se na historicky nejnižších hodnotách. MNB věří, že nízká inflace napomůže k ukotvení inflačních očekávání. Utlumená dynamika mezd naznačuje, že firmy se přizpůsobují vyšším výrobním nákladům především prostřednictvím trhu práce. Oživení domácí poptávky je nevyrazné. MNB očekává růst exportů s oživením zahraniční poptávky od konce tohoto roku.

**NBP** ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 2,50 %. Míra inflace v říjnu klesla ze zářijového 1 % na 0,8 % a stále se tak pohybuje výrazně pod 2,5% inflačním cílem. V následujících čtvrtletích NBP očekává pouze utlumené inflační tlaky, přestože data za třetí čtvrtletí poukazují na pozvolné zotavování ekonomiky a růst domácí poptávky tažený spotřebou a investicemi. Ve třetím čtvrtletí navíc došlo k mírnému poklesu nezaměstnanosti a ke zrychlení růstu mezd. Indikátory průmyslové a stavební výroby spolu s maloobchodními tržbami však v říjnu rostly pomaleji než v předchozích měsících.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	0–2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	19. září (0,00) 5. prosince (0,00)	19. září (0,00)	12. září (0,00) 31. října (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	0–0,25 % <sup>1</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,4 % (říjen 2013)	-0,3 % (říjen 2013)	1,4 % (3Q 2013)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	27. března	20. března	12. prosince 30. ledna
<b>další očekávané události</b>	27. března zveřejnění Monetary policy report	19. prosince zveřejnění Monetary policy report	12. prosince zveřejnění Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>2</sup></b>	→	→	→

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



**NB** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 1,5 %. NB předpokládá zachování této výše sazby až do léta 2015 a následně počítá s jejím pozvolným růstem. Inflace byla v posledních dvou měsících nižší, než NB předpokládala. Výhled hospodářského růstu se mírně zhoršil, stále je však očekáváno jeho postupné zrychlování. NB vydala doporučení Ministerstvu financí ohledně zavedení proticyklického polštáře, který by měl omezit případné budoucí ztráty bank (více [zde](#)).

**SNB** ponechala sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje závazek minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Výhled inflace se od červnového zasedání změnil pouze mírně, a to směrem nahoru. Míra inflace tak v roce 2013 dosáhne -0,2 %, v roce 2014 pak 0,3 % a v roce 2015 cenová hladina vzroste o 0,7 %. Podle vyjádření SNB švýcarská ekonomika nevykazuje žádné náznaky inflačních rizik. Výhled růstu HDP pro rok 2013 se zlepšil vlivem neočekávaného růstu HDP ve 2. čtvrtletí a dosáhne hodnoty v intervalu od 1,5 % do 2 % (posun intervalu oproti minulé prognóze o 0,5 p.b. vzhůru). Ačkoliv rizika nerovnováh na trhu hypoték a nemovitostí přetrvávají, v obou segmentech došlo k poklesu temp růstu v první polovině roku 2013. SNB uvedená rizika pozorně sleduje.

**RBNZ** ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %, v roce 2014 však očekává její nárůst. Inflace se zvýšila a v říjnu se nacházela již zpátky v tolerančním pásmu cíle centrální banky. Růst novozélandské ekonomiky zrychluje, ekonomika za první tři čtvrtletí 2013 vzrostla o 3 %. Na vysoký růst cen nemovitostí RBNZ reagovala makroobezřetnostními nástroji, konkrétně omezením nově vydaných hypoték s LVR (poměrem mezi velikostí hypotečního úvěru a hodnotou zástavy) vyšším než 80 % (více [zde](#) a [zde](#)), přičemž toto opatření vstoupilo v platnost 1. října 2013. Cílem bylo snížit množství poskytovaných hypotečních úvěrů, a omezit tak nadměrný růst cen nemovitostí. Byly publikovány první výsledky, ze kterých je patrné omezení objemu poskytnutých hypotečních úvěrů s LVR vyšším než 80 % (více [zde](#)).

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### Swapové dohody šesti centrálních bank budou platné až do odvolání

Šest velkých centrálních bank se dohodlo, že dříve uzavřené a dosud časově limitované swapové dohody budou od nyní v platnosti až do odvolání. Bilaterální dohody, uzavřené v roce 2008 k poskytování dolarové likvidity a od roku 2009 pak ke snížení napětí na trzích i s ostatními zahraničními měnami příslušných centrálních bank, byly opakovaně obnovovány. Smluvními stranami dohod jsou centrální banky Kanady, Velké Británie, Japonska, eurozóny, Spojených států a Švýcarska.

### Bank of England učinila změny v operacích na poskytování likvidity

Bank of England oznámila změny v pravidlech pro poskytování likvidity, jejichž cílem je zvýšit dostupnost poskytovaných prostředků a pružnost operací. Toho chce britská centrální banka dosáhnout zejména prodloužením splatností, rozšířením spektra přijímaného kolaterálu, snížením nákladů a větší předvídatelností dostupnosti prostředků. Změny vejdou v platnost od roku 2014. Využívání standardních operací na dodávání likvidity je však v současnosti omezené, neboť velké množství likvidity je bankám poskytnuto prostřednictvím programu nákupu aktiv a skrze program na podporu poskytování úvěrů (Funding for Lending Scheme). BoE rovněž rozhodla, že v rámci druhého jmenovaného programu ukončí od února 2014 podporu hypoték pro domácnosti a zaměří se výhradně na podporu firemních úvěrů, zejména pro malé a střední podniky.

### Norges Bank spustila výzkumný projekt o flexibilitě cílování inflace

Norský guvernér Øystein Olsen informoval o zahájení projektu „Flexibilní cílování inflace: výzvy a možnosti“. Výzkumné práce se zaměří na malé otevřené ekonomiky, jejich specifická omezení v provádění měnové politiky a na otázku, jak by měly reagovat v situaci měnících se směnných relací. Pokryt by měly také problematiku finanční stability z pohledu měnové politiky, finanční krize, nabídkové šoky či komunikaci měnové politiky.

### ECB se připravuje na svou novou roli v dohledu nad finančními institucemi

Eurozóna pokračuje v budování bankovní unie, když v listopadu vstoupilo v platnost nařízení o jednotném dohledovém mechanismu (SSM). Evropská centrální banka tak převezme od listopadu 2014 roli dohlázele nad nejvýznamnějšími finančními institucemi eurozóny. ECB odhaduje, že se bude jednat o asi 130 největších úvěrových institucí, resp. bankovních skupin, představujících téměř 85 % celkových bankovních aktiv eurozóny.

### Riksbank vydala dokument k výročí dvaceti let cílování inflace

Riksbank vydala sborník článků diskutovaných na mezinárodní konferenci pořádané v červnu u příležitosti dvaceti let cílování inflace ve Švédsku. Materiál shrnuje zkušenosti s tímto měnověpolitickým režimem, diskutovány jsou otázky komunikace a verbálních závazků centrálních bank do budoucna, dopady finančních nerovnováh a nových makrobezpečnostních nástrojů na měnovou politiku či vliv globalizace bank na nezávislost měnové politiky.

### Do čela Fedu a BoI zasednou guvernérky

Poté, co na konci ledna 2014 vyprší mandát šéfovi Fedu Benu Bernankemu, se vedení americké centrální banky ujme jeho dosavadní kolegyně z výboru FOMC Janet L. Yellen. Současná místopředsdkyně FOMC byla začátkem října nominována prezidentem Obamou a její nominaci v listopadu podpořil Senát.

Od listopadu má novou guvernérku centrální banka Izraele (BoI). Stala se jí dosavadní vice-guvernérka Karnit Flug.

### 3. TÉMA POD LUPOU: INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ

*Inflační očekávání hrají klíčovou roli v měnové politice, neboť mohou výrazně ovlivnit skutečný následný vývoj cenové hladiny a v delším časovém horizontu vypovídají o kredibilitě centrální banky. Výši inflačních očekávání je v některých zemích možné odvodit z tržních hodnot finančních instrumentů indexovaných vůči inflaci, hojně se však využívají přímé průzkumy názorů domácností, firem a ekonomických expertů. Na přelomu tisíciletí došlo v mnoha vyspělých ekonomikách ke snížení očekávané inflace a k jejímu ukotvení, na čemž mělo vydatný podíl stanovení inflačních cílů. Krátkodobá inflační očekávání v mnoha ekonomikách výrazně reagovala na předkrizový nárůst světových cen komodit a následně razantně klesla po pádu Lehman Brothers. V posledních letech se pak opět ustálila a v letošním roce je v mnoha zemích očekávána nižší než průměrná inflace. V případě Japonska je dlouhodobě patrný značný podíl deflačních očekávání, letošní čísla však naznačují výrazný obrat ve vnímání budoucího cenového vývoje v reakci na přijatá opatření směřující k překonání deflace.*

Jedním ze zásadních faktorů ovlivňujících vývoj cenové hladiny jsou očekávání ekonomických subjektů ohledně její budoucí výše. Síla jejich myšlenky může být skutečně velká a očekávání tak mohou být sebenaplnující. Tedy pokud budou lidé věřit v konkrétní úroveň růstu cen, sami tento růst ve svých rozhodnutích zohlední – při vyjednávání o mzdách, o cenách, prostřednictvím investičních kontraktů. Inflační očekávání do značné míry vypovídají o kredibilitě centrální banky, a to zejména očekávání dlouhodobá, která jsou méně ovlivněná aktuálními cenovými šoky. Lépe ukotvená přitom bývají očekávání v zemích se stanoveným konkrétním numerickým cílem pro inflaci či definicí cenové stability. Pokud je centrální banka kredibilní, tržní subjekty věří tomu, že dosáhne svého cíle a tento její cíl se stává jejich výhledem, se kterým pracují. To může centrální bance pomoci překonat dočasné inflační šoky bez potřeby výrazné měnověpolitické reakce. Inflační očekávání jsou současně nezanedbatelným indikátorem inflačních (či naopak deflačních) rizik.

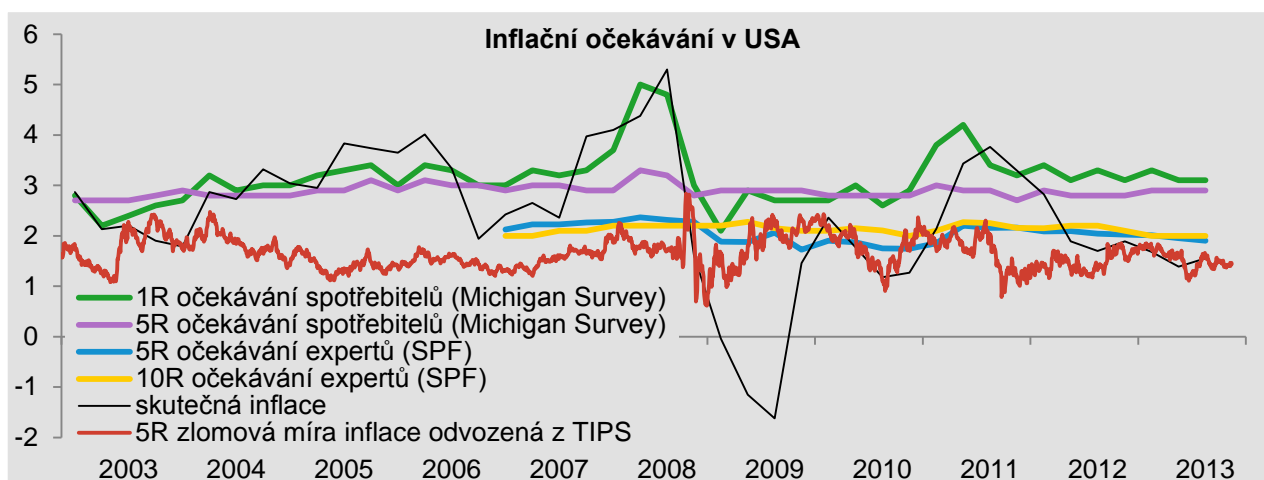
V praxi získávají centrální banky představu o inflačních očekáváních ze dvou hlavních zdrojů: jejich úroveň může být odhadnuta na základě vývoje finančních instrumentů indexovaných vůči inflaci (v zemích, kde jsou dostupné) nebo je možné se na názor ohledně budoucího vývoje cen dotázat přímo domácností, firem či finančních analytiků.

Při **odvozování** inflačních očekávání z vývoje na trzích s finančními instrumenty jsou využívány zejména vládní dluhopisy a úrokové swapy. Rozdíl ve výnosech klasických vládních dluhopisů a dluhopisů indexovaných vůči změně cenové hladiny („protiinflační dluhopisy“) se stejnou dobou splatnosti, označovaný jako „zlomová“ (break-even) míra inflace, lze odvodit pouze na trzích, které jsou dostatečně hluboké a likvidní. Těmi jsou např. trhy Spojených států (dluhopisy TIPS, *Treasury Inflation Protected Securities*) či Velké Británie (*index-linked gilts*), kde mají proti-inflační dluhopisy dlouhou tradici. Využít lze rovněž data o úrokových sazbách z inflačních swapů, které jsou využívány zejména v eurozóně. Inflační swapy jsou kontrakty zprostředkující fixní úrokovou platbu proti platbě určené skutečnou výší inflace v daném budoucím období. Stanovená fixní úroková platba je tak přímým odrazem představ tržních účastníků o budoucím vývoji inflace.

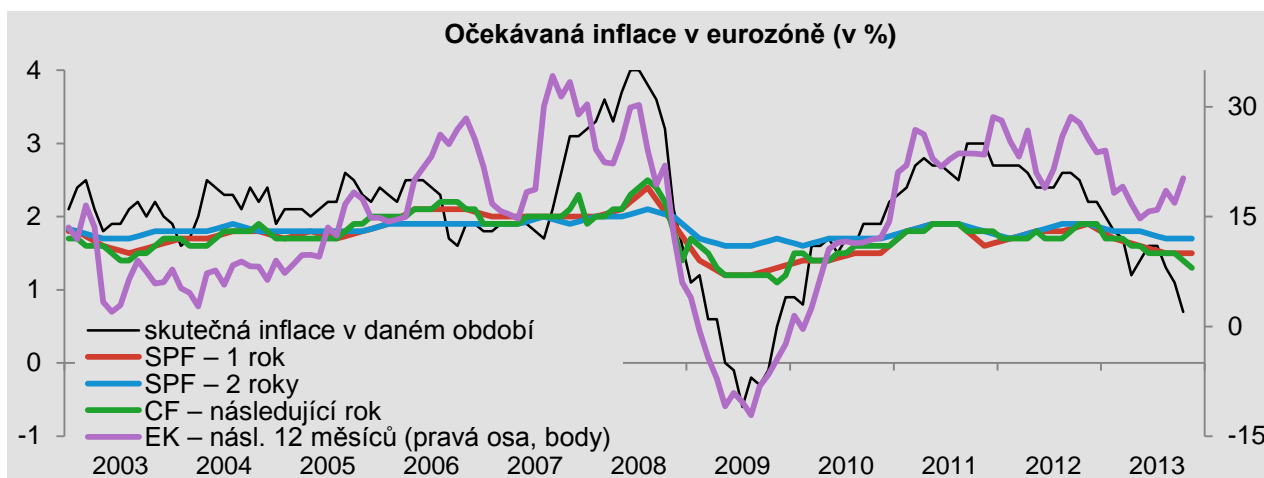
Při interpretaci indikátorů založených na finančních instrumentech je však vždy třeba značné obezřetnosti, jelikož tyto tržní instrumenty zahrnují inflační rizikovou prémii (prémii za nejistotu ohledně budoucí výše inflace), jejíž výši není jednoduché odhadnout a která je navíc v čase proměnlivá. Trhy s protiinflačními dluhopisy často bývají méně likvidní než trhy s dluhopisy klasickými a v situacích zvýšeného napětí na trzích mohou být jejich výnosy ovlivněny disproporčně vůči výnosům klasických dluhopisů. Výnosy mohou být též ovlivněny institucionálními faktory, když například penzijní společnosti a pojišťovny mohou mít silný impuls upřednostňovat protiinflační dluhopisy, čímž ovlivňují výši premie.

Další představu o vývoji inflačních očekávání poskytují **data z průzkumů veřejného mínění** zacílených na domácnosti, firmy či na ekonomické analytiky. Vzhledem k častému výskytu

extrémních hodnot odpovědí se obvykle pracuje s mediánem, přičemž případná větší nejednotnost odpovědí poukazuje na zvýšenou nejistotu ve výhledu inflace. Většina průzkumů zaměřených na inflační očekávání vzniká na národní úrovni a není překvapivé, že jejich zadavatelem jsou zejména centrální banky. V případě domácností je obvykle patrné zkreslení, neboť jejich vnímání je výrazně ovlivněno cenami nejčastěji nakupovaných zboží a služeb (např. potravin a benzínu). Některé ekonomické subjekty mohou tvořit své představy o budoucím vývoji cenové hladiny na základě historické zkušenosti, inflační očekávání jsou pak více vzdhledlicí a perzistentní, naopak při vysoké kredibilitě centrální banky bývají ukotvená cílem centrální banky. Nevýhodou dat z průzkumů je jejich nižší periodicita (obvykle čtvrtletní či měsíční). Dotazníková šetření mohou mít podobu kvalitativní (inflace se zvýší, zůstane stejná či se sníží), dotazovaným mohou být nabídnuty intervaly očekávané míry inflace či je od nich přímo požadováno konkrétní číslo jejich předpovědi (obvykle v případě firem či expertů).



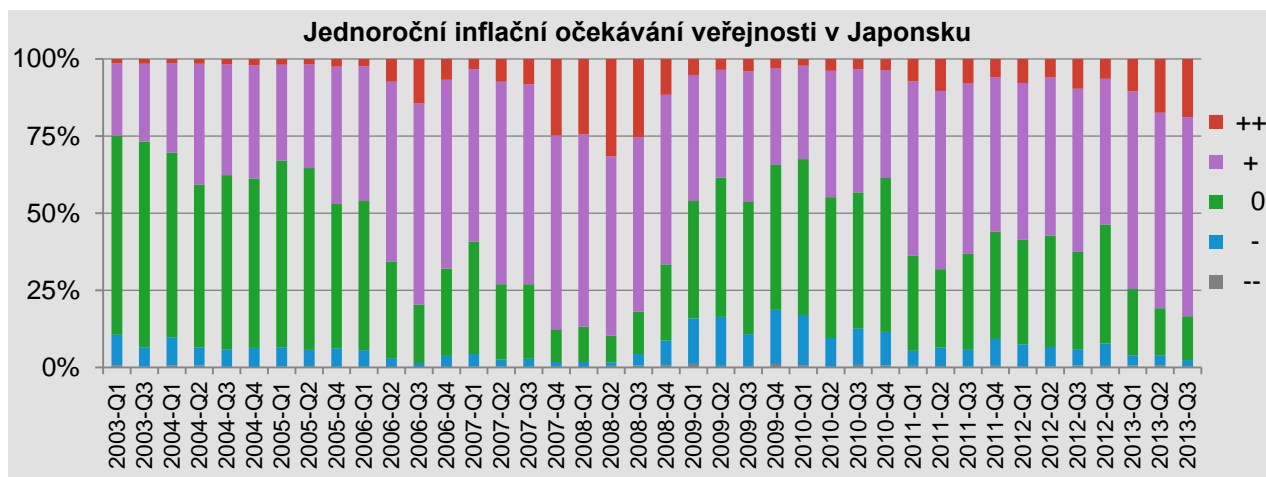
Ve Spojených státech amerických provádí Michiganská univerzita každý měsíc telefonický průzkum názorů náhodného vzorku zhruba pěti set spotřebitelů. Dotazovaní mají mj. odpovědět, zda si myslí, že v časovém horizontu dvanácti měsíců / pěti let ceny vzrostou, poklesnou či zůstanou stejné, a dále také, o kolik si myslí, že ceny vzrostou. Na základě odpovědí pak je zveřejňován průměr, medián, kvartily a variance. Alternativu k těmto datům bude od příštího roku poskytovat pobočka Fedu v New Yorku, která zavádí [nový průzkum](#) názorů mezi spotřebiteli. Ve čtvrtletním intervalu je pak zpracováván philadelphskou pobočkou Fedu průzkum mezi experty (SPF), kterého se účastní zhruba čtyři desítky dotazovaných.



Velký průzkum zadává Evropská komise. Každý měsíc je jím osloveno bezmála čtyřicet tisíc spotřebitelů ze všech zemí Evropské unie, o kterých jsou k dispozici i další údaje, podle nichž

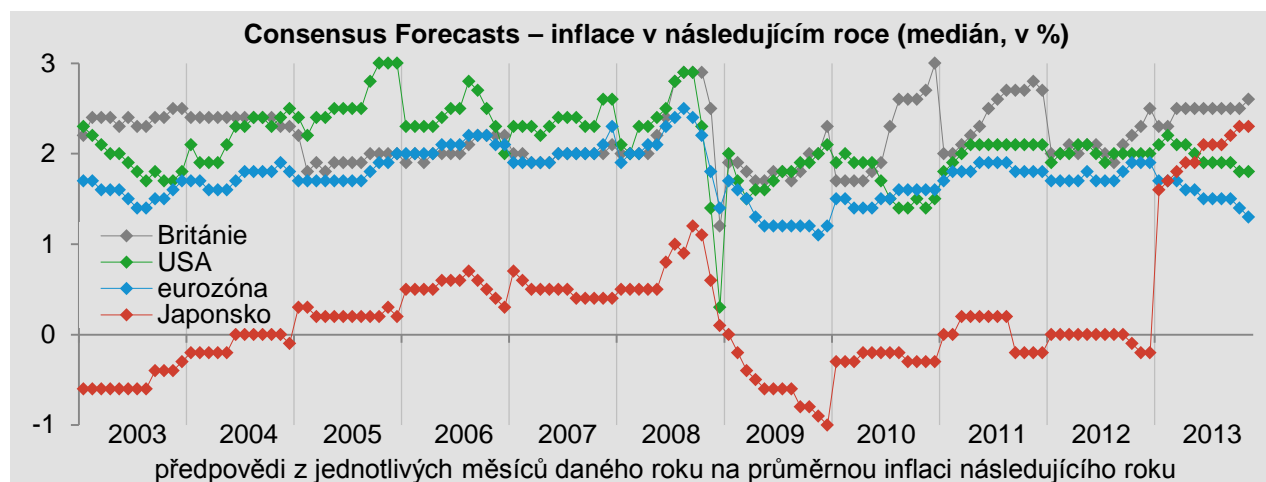


je možné odpovědi třídit (věk, pohlaví, vzdělání, pracovní poměr). Dotazovaní kvalitativně hodnotí vývoj spotřebitelských cen v příštích dvanácti měsících ve srovnání s posledními dvanácti měsíci, a vybírají z následujících odpovědí: zvýší se prudce (PP), porostou stejně jako dosud (P), porostou polmaleji než dosud (E), zůstanou zhruba stejné (M), klesnou (MM), nevím (N). Na základě odpovědí je vypočtena bilance odpovědí ve formě  $PP + P/2 - M/2 - MM$ .



O názor domácností na budoucí vývoj cen se zajímá také Japonská centrální banka. I ta se ptá na kvalitativní srovnání v pěti možných variantách: ceny se výrazně sníží (--), mírně sníží (-), zůstanou stejné (0), mírně zvýší (+) či výrazně zvýší (++). Jak je z výsledků patrné, dlouhodobě je velká část Japonců přesvědčena, že ceny zůstanou stejné nebo klesnou, přičemž začátkem roku 2003 se tak domnívaly dokonce tři čtvrtiny respondentů. Podíl těchto „deflačních“ odpovědí se snížil během předkrizového globálního nárůstu cen, v průběhu krize však opět výrazně vzrostl. Výsledky roku 2013 pak lze interpretovat jako rostoucí inflační očekávání ovlivněná přijatými důraznými opatřeními k překonání deflace.

K dispozici jsou centrálním bankéřům také dotazníková šetření prováděná ve více zemích, která umožňují **mezinárodní srovnání**. Vedle již zmíněného šetření Evropské komise sem patří např. IFO World Economic Survey, Blue Chip Economic Indicators či Consensus Forecasts zpracovávající údaje od několika stovek expertů z více než 85 zemí světa.



Podobně jako u národních ukazatelů inflačních očekávání je i na údajích z Consensus Forecasts patrný vliv předkrizového nárůstu světových cen komodit a následného propadu inflačních očekávání v souvislosti s finanční a ekonomickou krizí. Po zahájení masivního kvantitativního uvolňování se objevily úvahy o jeho možném promítnutí do extrémně vysoké inflace,

v inflačních očekáváních se však takové obavy neodrazily. V posledních letech byla inflační očekávání ve většině sledovaných zemí relativně stabilní, v průběhu roku 2013 se ale postupně prohlubovaly rozdíly mezi zeměmi. Zatímco v Británii se inflace předpokládána v následujícím roce mírně zvyšuje zřejmě s ohledem na překračování inflačního cíle v posledních letech, v eurozóně je letos patrný pokles, odrážející utlumený ekonomický vývoj a narážení na konvenční limity pro uvolňování měnové politiky. Povzbudivě pak mohou vyznívat výsledky průzkumu pro Japonsko, kde nová hospodářská politika premiéra Šinzó Abeho a guvernéra centrální banky Haruhiko Kurody zásadně zvýšila čísla u expertů, jejichž očekávání ohledně budoucí inflace dokonce lehce překročila 2% cíl stanovený Bank of Japan.

Zatímco v krátkodobých inflačních očekáváních se mohou odrážet aktuální rizika a vnímání cenových šoků, pro měnovou politiku jsou pak zejména důležitá očekávání dlouhodobá. Ta u trojice hlavních centrálních bank zůstávají stabilní. Vzhledem k významu dobře ukotvených očekávání je zachování důvěry v budoucí inflaci v blízkosti vyhlášených cílů podmíněno pokračováním silně uvolněné měnové politiky Fedu, Bank of England i ECB. Inflační očekávání tak poskytují užitečný doplňkový zdroj informací pro rozhodování centrálních bank.

Vybrané průzkumy, horizont, periodicita	Dotazování	Dld. průměr	2008:Q1-Q3	2009-Q1	2013
<b>USA</b>					
Michigan Survey of Consumer Attitudes		(od r. 2000)			
- 1R (M)	cca 600 spotřebitelů	3,0 %	4,5 %	2,1 %	3,2 %
- 5R (M)		2,9 %	3,1 %	2,9 %	2,9 %
Survey of Professional Forecasters		(od r. 2007)			
- 5R (Q)	cca 40 expertů	2,1 %	2,3 %	1,9 %	2,0 %
- 10R (Q)		2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,0 %
<b>Velká Británie</b>					
GfK/NOP		(od r. 2000)			
- 1R (Q)	2000 spotřebitelů	2,8 %	4,0 %	2,1 %	3,5 %
<b>Eurozóna</b>					
Survey of Professional Forecasters		(od r. 2000)			
- 1R (Q)	zhruba 60 expertů	1,7 %	2,2 %	1,4 %	1,5 %
- 2R (Q)		1,8 %	2,0 %	1,7 %	1,7 %
- 5R (Q)		1,9 %	2,0 %	1,9 %	2,0 %
<b>Švédsko</b>					
Economic tendency survey		(od r. 2000)			
- domácnosti 1R (M)	1500 dom. 6000 firem	2,1 %	3,0 %	1,4 %	1,4 %
- firmy 1R (Q)		1,5 %	2,6 %	0,2 %	0,9 %
Prospera survey					
- 1R (M)	55 organizací	1,9 %	3,0 %	1,1 %	1,0 %
- 2R (M)		1,5 %	2,8 %	1,6 %	1,4 %
- 5R (M)		2,8 %	2,6 %	2,3 %	1,9 %
<b>Maďarsko</b>					
- výpočet založený na datech EK		(od r. 2004)			
		6,4 %	8,0 %	8,0 %	5,5 %
<b>Polsko</b>					
NBP Macroeconomic Survey (M)	zhruba 1000 jednotlivců	(od r. 2002)			
		2,6 %	4,7 %	3,5 %	1,1 %
<b>Norsko</b>					
Průzkum firem, expertů a akademiků					
- 2R (Q)		-	2,9 %	2,4 %	2,1 %
- 5R (Q)		-	2,6 %	2,7 %	2,5 %
<b>RBNZ</b>					
Průzkum domácností - 1R (Q)		(od r. 1995)			
		3,4 %	4,0 %	4,0 %	2,9 %
<b>Izrael</b>					
Oček. bank a konzultantských firem (M)		(od r. 2000)			
		2,3 %	2,9 %	0,5 %	1,9 %

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: HETEROGENITA DOMÁCNOSTÍ A TRANSMISNÍ MECHANISMUS

Člen výkonné rady Evropské centrální banky Peter Praet přednesl na konferenci o finanční situaci a spotřebě domácností konané 17. října ve Frankfurtu [projev](#), ve kterém se zabývá dopady nerovnoměrného rozložení příjmu a bohatství domácností na přenos měnověpolitických sazeb do ekonomiky.

Projev Petera Praeta shrnuje příspěvky prezentované na zmíněné konferenci a zamýšlí se nad dopady různorodosti domácností na účinnost opatření měnové politiky. Dlouhotrvající ekonomická krize ukázala, že různé domácnosti reagují na ekonomické šoky různým způsobem, a to v závislosti na jejich příjmu, bohatství (zejména jeho likvidní části), zadluženosti či fázi životního cyklu. Základním poznatkem je, že bohatší a vysokopříjmové domácnosti s dostatkem likvidních aktiv jsou schopné vyhlazovat svou spotřebu, tj. spořit v dobrých časech a využívat úspory v časech špatných, zatímco méně bohaté a nízkopříjmové domácnosti nejsou schopny spořit a jejich spotřeba je úzce svázána s příjmem. Důležitá je přitom likvidita aktiv, ze kterých majetek domácnosti sestává, např. nemovitosti totiž nelze považovat za možný zdroj cash-flow pro vyhlazování spotřeby. Statistiky ukazují, že mediánová domácnost v Evropě drží v likvidní, tj. okamžitě použitelné formě, pouze cca 19 % svého ročního příjmu. Existují sice finanční produkty, které umožňují získat likviditu z nelikvidních aktiv (např. tzv. „home-equity loans“ běžné ve Spojených státech), tyto produkty ale v Evropě nejsou příliš rozšířené.

Podle Praeta je z hlediska reakcí na ekonomické šoky důležitá také míra zadluženosti domácností a jejich schopnost umořovat dluh či spořit. Současná krize se projevila kumulací různých typů negativních šoků a výrazně zvýšila význam opatrnostních motivů ve finančním plánování domácností. Výsledkem toho se zadlužené domácnosti snažily své úvěry co nejrychleji splatit a omezily svou spotřebu více, než by odpovídalo poklesu příjmů. Ty domácnosti, které si zachovaly dostatečný příjem pro pokrytí spotřebních výdajů, pak přebytečné prostředky raději uspořily (podíl domácností schopných spořit je ve většině zemí eurozóny odhadován na pouhých 20–50 %). Proto se průvodním jevem krize stal výrazný nárůst míry úspor, který byl významnější a trvalejší než v předchozích epizodách ekonomických krizí.

Pro dopady měnové politiky je podle Praeta důležitý podíl domácností s hypotečním úvěrem na vlastní bydlení, který se jen v samotné eurozóně pohybuje od 9 % (Itálie, Slovensko) až po více než 80 % v Lucembursku. Měnová politika totiž ovlivňuje držitele hypoték přímo, snížení sazeb vede k nižším splátkám, a zvyšuje tak disponibilní důchod. Pro tento kanál je zásadní průměrná délka fixace hypotečních sazeb, která se mezi státy eurozóny také liší. Z výše uvedeného vyplývá, že nejvyšší efekty bude měnová politika mít v relativně chudších a zadlužených domácnostech, či tam, kde má majetek podobu nelikvidních aktiv, např. nemovitostí. Podobně se i fiskální expanze projeví nejvíce v nízkopříjmových domácnostech, které nejsou schopné případné dodatečné příjmy uspořit a zvyšují spotřebu.

Pro odhady působení měnové politiky je tedy důležité znát rozdělení bohatství (včetně jeho likvidity) a příjmů domácností, a nelze tak pracovat pouze s průměrem či mediánem. V tom spatřuje Praet zásadní nedostatek současné převažující praxe, kde je v rámci DSGE modelů používán koncept reprezentativního agenta, jehož chování je popsáno několika málo parametry. Peter Praet svůj projev uzavírá konstatováním, že v současné ekonomické krizi reagovaly domácnosti na úrokové, příjmové a majetkové šoky jiným způsobem než v předchozích krizích, a právě různorodost domácností je možným klíčem k objasnění rozdílných reakcí. Pochopení těchto principů je tak zásadní pro úvahy o účinnosti (nejen) měnové politiky.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5. prosince 2013. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).