

Monitoring centrálních bank

— II/2024



ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — II/2024

V tomto čísle

ECB v červnu přistoupila k prvnímu snížení úrokových sazeb od roku 2019, ke stejnému kroku přistoupily i kanadská BoC, švédská Riksbank a švýcarská SNB a v poklesu sazeb pokračovaly také MNB či ČNB. Další centrální banky v čele s americkým Fedem držely své sazby v posledních měsících beze změny, Fed však zpomalil tempo kvantitativního utahování. Japonsko jako poslední země na světě opustilo záporné úrokové sazby. Byla dokončena revize prognostického procesu Bank of England, kterou zpracovával bývalý šéf Fedu Ben Bernanke. ECB upravila svůj rámec implementace měnové politiky.

Téma pod lupou se věnuje porovnání tržních výhledů úrokových sazeb v eurozóně s komunikací ECB. Článek se zabývá zejména rozkolem z počátku letošního roku, kdy finanční trhy očekávaly poměrně razantní snížování sazeb v eurozóně, zatímco ECB se ve svých vyjádřeních proti takovému výhledu opakovaně vymezovala. Ve vybraném projevu se guvernér francouzské BdF François Villeroy de Galhau věnuje současnému poklesu inflace, konceptům hladkého přistání ekonomiky a poslední míle dezinflace a zabývá se otázkou, na jaké úrovni se úrokové sazby stabilizují.

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), Soňa Benecká, Ivana Kubicová a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 6. června 2024.

Obsah

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK | 4 |
| 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 |
| II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ | 7 |
| III. TÉMA POD LUPOU: ECB A FINANČNÍ TRHY: NE VŽDY NA STEJNÉ VLNĚ | 10 |
| IV. VYBRANÝ PROJEV: FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU: UVOLŇOVÁNÍ ŠROUBŮ? MĚNOVÁ POLITIKA NA KŘÍŽOVATCE | 16 |

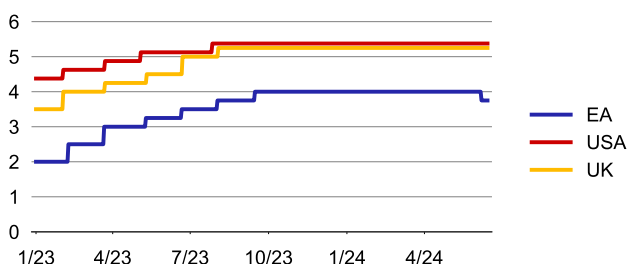
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

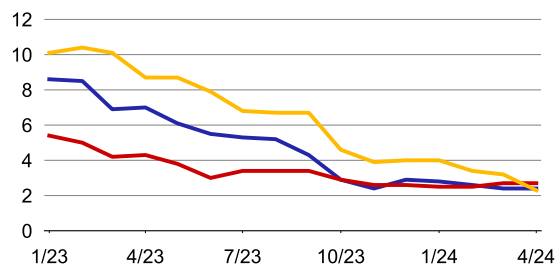
| | eurozóna (ECB) | USA (Fed) | Velká Británie (BoE) |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| inflační cíl | 2 % (HICP) | 2 % (PCE) ² | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 2,6 % (5/2024, flash) | 2,7 % (4/2024) ² | 2,3 % (4/2024) |
| aktuální klíčová sazba | 3,75 % ¹ | 5,25–5,50 % ³ | 5,25 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 11. dubna (0,00) 6. června (-0,25) | 20. března (0,00) 1. května (0,00) | 21. března (0,00) 9. května (0,00) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 18. července 12. září | 11.–12. června 30.–31. července | 20. června 1. srpna |

Poznámka: ¹ V souvislosti s nedávnou revizí implementace měnové politiky ECB (viz Zajímavé události) začínáme místo sazby pro hlavní refinanční operace uvádět v tabulce i v grafu depozitní sazbu; ² index PCE (Personal Consumption Expenditures); ³ v grafu zobrazen střed pásma.

Klíčové úrokové sazby (v %)



Inflace (mzr., v %)



ECB v červnu snížila své úrokové sazby o 25 b. b., na úroveň 3,75 % v případě depozitní sazby (která je v současnosti klíčovou sazbou, viz také Zajímavé události), a bude udržovat dostatečně restriktivní úrokové sazby tak dlouho, jak to bude k dosažení inflačního cíle nezbytné. Utlumení poptávky a zajištění pevného ukotvení inflačních očekávání bylo důležitým příspěvkem ke snižování inflace. I přes zlepšení v posledních čtvrtletích však zůstávají domácí cenové tlaky silné, neboť růst mezd je zvýšený a inflace pravděpodobně zůstane nad cílem i v příštím roce. Prognózy pro celkovou i jádrovou inflaci byly pro letošní a příští rok oproti těm březnovým revidovány směrem nahoru, celková inflace letos v průměru dosáhne 2,5 %, v příštím roce 2,2 % a v 2026 1,9 %. Hospodářský růst by měl letos zrychlit na 0,9 % a v příštích letech se bude pohybovat okolo 1,5 %. V červnu také ECB potvrdila, že v průběhu druhé poloviny roku sníží držbu cenných papírů Euro systému v rámci pandemického programu (PEPP) v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně (aktuálně reinvestuje splátky jistin ze splatných cenných papírů v plné výši, na konci tohoto roku pak reinvestice ukončí).

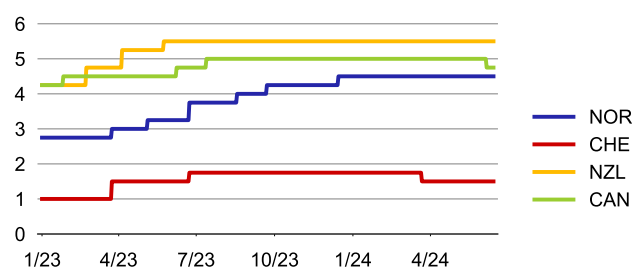
Fed na posledních dvou zasedáních ponechal pásmo pro hlavní úrokovou sazbu na úrovni 5,25–5,50 % a nepředpokládá, že by bylo vhodné snížit cílové rozpětí, dokud nezíská větší jistotu, že inflace trvale směřuje ke 2 %. Fed také pokračuje v kvantitativním utahování, od června však přistoupil ke zmírnění maximálního měsíčního poklesu držených Treasuries z dosavadních 60 mld. USD na 25 mld. USD. Maximální objem snižování držby MBS a agenturních dluhopisů zůstává na 35 mld. USD. Celkově byla dosud bilance Fedu zredukována zhruba o 1,7 bil. USD na 7,3 bil. USD. Růst hospodářské aktivity v USA pokračuje v solidním tempu. Přírůstek pracovních míst zůstává vysoký a míra nezaměstnanosti nízká. Meziroční inflace v posledních měsících zhruba stagnuje. Podle [březnové](#) prognózy FOMC letos reálný HDP poroste tempem 2,1 %, jádrová a celková PCE inflace budou letos na úrovni 2,6, resp. 2,4 %.

BoE v březnu i květnu ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5,25 %. Pro zachování základní sazby na stávající úrovni hlasovalo sedm členů Výboru, dva členové preferovali snížení sazby o 25 b. b. Restriktivní nastavení měnové politiky brzdí aktivitu v reálné ekonomice, vede k uvolňování napětí na trhu práce a tlumí inflační tlaky. Klíčové ukazatele perzistence inflace se v souladu s očekáváním zmírňují, i když zůstávají zvýšené. Inflace nadále klesala, a to zejména vlivem vývoje cen energií. Ceny služeb však stále rostly svižným tempem. V nejbližším období se inflace bude podle květnové prognózy BoE pohybovat v blízkosti 2% cíle, ale ve druhé polovině letošního roku mírně vzroste na zhruba 2,5 % v důsledku odeznění vlivu srovnávací základny související s cenami energií. Podle prognózy inflace za dva roky dosáhne 1,9 % a za tři roky 1,6 %.

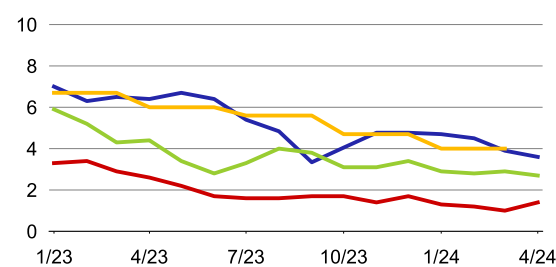
I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

| | Norsko (NB) | Švýcarsko (SNB) | Nový Zéland (RBNZ) | Kanada (BoC) |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| inflační cíl | 2 % (CPI) | 0–2 % (CPI) | 2 % (CPI) | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 3,6 % (4/2024) | 1,4 % (4/2024) | 4,0 % (1Q 2024) | 2,7 % (4/2024) |
| aktuální klíčová sazba | 4,50 % | 1,5 % | 5,50 % | 4,75 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 21. března (0,00) 3. května (0,00) | 21. března (-0,25) | 10. dubna (0,00) 22. května (0,00) | 10. dubna (0,00) 5. června (-0,25) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 20. června 15. srpna | 20. června | 10. července 14. srpna | 24. července 4. září |

Klíčové úrokové sazby (v %)



Inflace (mzr., v %)



NB ponechala úrokové sazby nezměněny na úrovni 4,5 %. Podle březnové prognózy by sazby na této hodnotě měly setrvat do letošního podzimu, poté budou postupně snižovány. Tržní výhledy indikují snížení základních úrokových sazeb v prosinci. Nezaměstnanost by se podle projekcí NB měla zvýšit, zatímco inflace by měla pokračovat v pozvolném poklesu a ke konci roku 2027 se dostat ke 2 %. V posledních měsících se pokles celkové inflace poněkud zpomalil a inflace ve službách zůstává zvýšená. Růst norské ekonomiky je nízký. Aktivita v oblasti bytové výstavby zůstává nízká a slabé údaje o zahájené výstavbě bytů mohou naznačovat nižší než očekávané investice do bydlení v tomto roce. Zároveň ceny na sekundárním trhu s bydlením v posledních měsících rostou více, než se očekávalo.

SNB na březnovém zasedání neočekávaně snížila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 1,5 %. V případě potřeby je SNB i nadále ochotna být aktivní na devizovém trhu. SNB svým březnovým rozhodnutím zohlednila snížené inflační tlaky, slabou zahraniční poptávku a rovněž reálné zhodnocení švýcarského franku v uplynulém roce. Aktuální (březnová) prognóza inflace je výrazně nižší než prosincová. V krátkodobém horizontu je to dáno především tím, že cenová dynamika v případě některých kategorií zboží zpomalila více, než se v prosinci očekávalo. Ve střednědobém horizontu pak nižší sekundární efekty vedou k revizi inflace směrem dolů. Podle prognózy SNB se bude inflace v tomto i v příštích letech pohybovat mírně nad 1 %. Švýcarský HDP se dle prognózy v letošním roce zvýší přibližně o 1 %. V tomto prostředí bude nezaměstnanost i nadále postupně růst a využití výrobních kapacit se bude dále mírně snižovat.

RBNZ ponechala základní úrokovou sazbu na 5,5 % a i nadále ji bude držet na restriktivní úrovni, aby zajistila návrat inflace do cílového pásma 1–3 %, k němuž by podle RBNZ mělo dojít koncem tohoto roku. Dle zápisu z květnového jednání byla ve hře i varianta zvýšení sazeb. RBNZ zvýšila svůj předpoklad ohledně úrovně dlouhodobé neutrální nominální úrokové sazby o 25 b. b. na 2,75 %, tento krok se však projevuje zejména ve vzdálenější části horizontu prognózy. Pozorovaný pokles inflace částečně odráží nižší inflaci u dovozních cen. Slabší tlaky na ekonomickou kapacitu a uvolnění trhu práce sice snižují domácí inflaci, ale tento pokles je tlumen sektory ekonomiky, které jsou méně citlivé na úrokové sazby. Jedná se například o vyšší nájemné z bytů, náklady na pojištění a růst cen ostatních domácích služeb. Pomalý pokles domácí inflace představuje dle RBNZ riziko pro inflační očekávání.

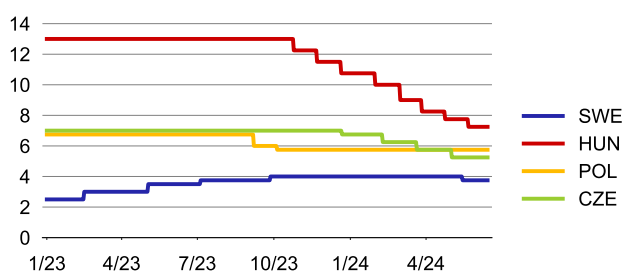
BoC v červnu snížila základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na 4,75 % a nadále pokračuje v kvantitativním utahování. Růst HDP v prvním čtvrtletí dosáhl 1,7 % a byl pomalejší oproti dubnové prognóze BoC. Aktivitu tlumily slabší investice do zásob. Růst spotřeby byl solidní a činil přibližně 3 %, zvýšily se také podnikatelské investice a aktivita v oblasti bydlení. Mzdové tlaky přetrvávají, ale postupně se zmiňují. Inflace se v dubnu dále snížila na 2,7 %. Bankou preferované ukazatele jádrové inflace také zpomalily a tříměsíční ukazatele naznačují pokračující dynamiku poklesu. Pokud se inflace bude nadále snižovat a důvěra BoC, že inflace směřuje udržitelně k dvouprocentnímu cíli, se bude nadále zvyšovat, lze očekávat další snižování základní úrokové sazby.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

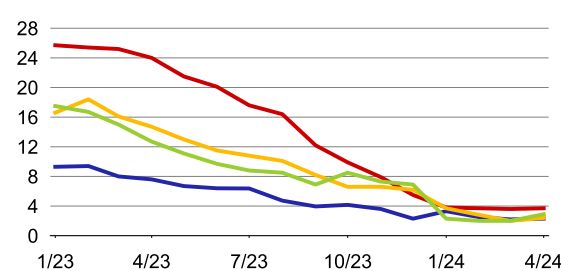
| | Švédsko (Riksbank) | Maďarsko (MNB) | Polsko (NBP) | Česko (ČNB) |
|-----------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| inflační cíl | 2 % (CPIF) ¹ | 3 % (CPI) | 2,5 % (CPI) | 2 % (CPI) |
| poslední inflace | 2,3 % (4/2024) ¹ | 3,7 % (4/2024) | 2,5 % (5/2024, flash) | 2,9 % (4/2024) |
| aktuální klíčová sazba | 3,75 % | 7,25 % | 5,75 % | 5,25 % |
| zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb) | 27. března (0,00) 8. května (-0,25) | 26. března (-0,75) 23. dubna (-0,50) 21. května (-0,50) | 4. dubna (0,00) 9. května (0,00) 5. června (0,00) | 20. března (-0,50) 2. května (-0,50) |
| očekávaná MP rozhodnutí | 27. června 20. srpna | 18. června 23. července 27. srpna | 2.–3. července 3.–4. září | 27. června 1. srpna |

Poznámka: ¹ CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu).

Klíčové úrokové sazby (v %)



Inflace (mzr., v %)



Riksbank v květnu snížila základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 3,75 %. Měnová politika Riksbank a odeznívající nabídkové šoky přispěly k tomu, že inflace klesla. Nové informace naznačují, že inflace měřená indexem CPIF může ještě v tomto roce dočasně mírně podstřelit inflační cíl, ale celkový výhled inflace v příštích letech se nezměnil. V souladu s tímto výhledem je ještě dvojí snížení základní úrokové sazby během druhé poloviny tohoto roku. Inflační očekávání jsou pevně ukotvena a růst mezd je mírný. Růst HDP je slabý (v celoročním vyjádření za 2023 klesl o 0,2 %), ale očekává se jeho postupné ožívání. Po dlouhém období slabé spotřeby se objevují známky rostoucího optimismu domácností. Také podniky očekávají do budoucna silnější hospodářskou aktivitu.

MNB pokračovala ve snižování základních úrokových sazeb, v souhrnu o 1,75 p. b. na 7,25 %. V prvním čtvrtletí 2024 HDP vzrostl meziročně o 1,1 %, k tomu nejvíce přispěly tržní služby, pokles přidané hodnoty v průmyslu však brzdil výkonnost ekonomiky. Podle prognózy MNB HDP letos poroste tempem mezi 2–3 %. Inflace se od začátku roku pohybuje v tolerančním pásmu. Tempo růstu cen se v polovině letošního roku dočasně zvýší v důsledku vzadhladící cenotvorby tržních služeb a efektů základny. Pro trvalý návrat inflace do tolerančního pásma od příštího roku je podle MNB klíčové ukotvení inflačních očekávání, zachování stability finančního trhu a disciplinovaná měnová politika.

NBP ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5,75 %. Podle předběžného odhadu vzrostl HDP v prvním čtvrtletí 2024 meziročně o 2 %. Růst HDP byl pozitivně ovlivněn především oživením spotřeby, naopak meziroční růst investic se výrazně snížil. Růst mezd je nadále vysoký. V dubnu zůstal meziroční pokles cen výrobců výrazný, což potvrzuje odeznění většiny vnějších nabídkových šoků. Navzdory pozorovanému hospodářskému oživení podle NBP zůstávají poptávkové a nákladové tlaky v polské ekonomice nízké, což při oslabených ekonomických podmínkách a nižších inflačních tlacích ze zahraničí omezuje domácí inflaci. V důsledku toho se bude inflace ve druhém čtvrtletí pohybovat na úrovni odpovídající inflačnímu cíli NBP. To bude doprovázeno nižší inflací očištěnou o ceny potravin a energií než v předchozích čtvrtletích, ačkoli – v důsledku zvýšeného růstu cen služeb – zůstane nad celkovou inflací.

ČNB v březnu a v květnu snížila 2T repo sazbu kumulativně o 100 b. b. na 5,25 %. Základní scénář jarní prognózy ČNB implikuje další pokles úrokových sazeb. Modelová trajektorie sazeb se v tomto a nadcházejících čtvrtletích nachází citelně výše oproti zimní prognóze. Posunula se tak blíže k úrovním, které v předchozích měsících komunikovala bankovní rada. Prognóza očekávala mírné zvýšení inflace ve druhém čtvrtletí 2024 vlivem zdražení pohonných hmot a zmírnění poklesu cen potravin. Ve zbytku letošního roku a dále se ale inflace bude pohybovat v blízkosti 2% cíle, v průměru tak za celý letošní rok dle prognózy dosáhne 2,3 % a v příštím roce 2 %. Jádřová inflace by měla být v letošním roce mírně zvýšená, a to v průměru na úrovni 2,6 %. HDP podle prognózy letos vzroste o 1,4 % a v příštím roce hospodářský růst zrychlí na 2,7 %. Prognóza očekává postupný růst spotřeby domácností, jejíž úroveň je stále hluboko pod předcovidovou úrovní.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Bank of England zveřejnila výsledky revize prognostických procesů, kterou zpracovával B. Bernanke

V dubnu byly zveřejněny [závěry měnověpolitické revize Bank of England](#). Revize byla oznámena v červnu loňského roku, zaměřovala se na prognózování a související procesy v časech významné nejistoty a její zpracování měl na starosti bývalý šéf amerického Fedu a držitel Nobelovy ceny za ekonomii Ben Bernanke. Dokument se závěry revize konstatuje, že v posledních letech sice došlo v Bank of England k výraznému zhoršení přesnosti prognóz, míra tohoto zhoršení je však srovnatelná s jinými centrálními bankami i s jinými prognostiky ve Spojeném království. Poslední roky byly přitom charakterizovány sérií velkých šoků, které byly ze své podstaty obtížně predikovatelné, a neobvykle velké chyby prognóz BoE tak byly nejspíš nevyhnutelné. Přesto je však pro BoE důležité toto období analyzovat a poučit se z něj.

Výsledkem revize je celkem 12 doporučení. První část z nich se týká infrastruktury pro tvorbu prognóz. Za prioritu dokument označuje modernizaci softwarového vybavení v oblasti zpracování dat, které označuje za zastaralé a vedoucí k neefektivnímu využívání času pracovníků banky. Práce na vylepšení v této oblasti probíhaly již v průběhu zpracovávání revize. Dostatek času by měl být dále věnován modelovému rozvoji a v delším horizontu by dle doporučení revize měla BoE revidovat svůj prognostický rámec a nahradit či alespoň významně upravit svůj jádrový model COMPASS.

Dokument dále varuje před příliš inkrementálním přístupem (tj. před zakládáním nové prognózy na prognóze předchozí s jen drobnými úpravami předpokladů) a doporučuje více systematickou analýzu minulých prognostických chyb a jejich zdrojů (tj. zda za ně byly zodpovědné strukturální změny, špatně specifikované modely či chybné expertní úsudky). BoE by měla efektivněji využívat výzkumníky s doktorským ekonomickým vzděláním (PhD), a to zejména v oblasti dlouhodobého modelového rozvoje. Dalším doporučením je pravidelně doplňovat základní scénář prognózy zpracováváním alternativních scénářů (v současnosti BoE zpracovává alternativní scénář založený na konstantních úrokových sazbách, v některých situacích však může být užitečnější připravit jiné alternativní scénáře).

Další skupina doporučení propojuje prognózu s komunikací centrální banky. Vybrané zpracované alternativní scénáře by měly být zveřejňovány, aby umožnily veřejnosti lépe chápat přijatá měnověpolitická rozhodnutí, rizika prognózy a reakční funkci MPC. Jelikož základní scénář prognózy BoE je založen na tržním výhledu úrokových sazeb, který však nemusí odpovídat náhledu MPC, doporučuje revize v komunikaci klást menší důraz na základní scénář prognózy a jasně komunikovat v situacích, v nichž MPC považuje předpoklady prognózy za nekonzistentní s vlastním výhledem. Dokument diskutuje i možné nahrazení používání tržního výhledu úrokových sazeb vlastní prognózou BoE, konstatuje však, že tento krok by měl značné důsledky, a nechává jej pro budoucí úvahy – mezi doporučení revize jej tedy nezahrnuje. V souladu s menším důrazem kladeným na základní scénář by MPC ve svých prohlášeních po měnověpolitických jednáních měla omezit jeho podrobný kvantitativní popis ve prospěch více kvalitativního a stručnějšího popisu ekonomického příběhu. Dokument také doporučuje opustit využívání vějířových grafů a zveřejňování „průměrné prognózy“¹ a rizika a nejistoty komunikovat jinými způsoby.

Poslední doporučením pak je postupná implementace jednotlivých úprav – řada navržených kroků v oblasti měnověpolitického rozhodování a komunikace je založena na dostatečné kapacitě a flexibilitě prognostické infrastruktury. BoE by se tak z počátku měla zaměřit na tuto oblast (viz první skupina doporučení) a následně postupně implementovat i další doporučení.

Souběžně se závěry revize [vydala BoE i vlastní odpověď](#), v níž revizi vítá, vyjadřuje záměr učinit kroky v oblasti všech obdržovaných 12 doporučení a vyjadřuje směr, kterým hodlá nyní postupovat. V souladu s posledním doporučením očekává postupné uvádění změn do praxe. Podrobnější informace k implementaci navržených úprav banka poskytne do konce roku.

ECB revidovala svůj měnověpolitický operační rámec

ECB v březnu [publikovala výsledky revize](#)² svého operačního rámce pro implementaci měnové politiky. Revize probíhala od konce roku 2022 a byla zpracována v kontextu současného přebytku likvidity, který se však vzhledem k probíhajícímu kvantitativnímu utahování postupně snižuje.

¹ Bank of England publikuje asymetrické vějířové grafy, kterými se snaží zachytit bilanci rizik a nejistot prognózy. Základní scénář představuje modální prognózu (předpověď nejpravděpodobnějšího vývoje, kterým je tzv. modus), vedle toho však banka zveřejňuje i průměrnou prognózu („*mean forecast*“), která se při vychýlení rizik a nejistot na jednu či druhou stranu od modální prognózy liší.

² Kromě uvedeného prohlášení Rady guvernérů ECB viz například také [projev členky Výkonné rady ECB Isabel Schnabel](#).

ECB v rámci zveřejnění výsledků deklarovala, že nastavení měnové politiky bude i nadále řídit pomocí úprav depozitní sazby. Revize tak v podstatě formalizovala využívání depozitní sazby jako klíčové sazby, kterou centrální banka stahuje likviditu a nastavuje tak měnověpolitické podmínky – vzhledem k přebytku likvidity v důsledku předchozích programů nákupů aktiv a programů na dodávání likvidity hrála i v předchozích letech roli fakticky nejdůležitější sazby ECB právě depozitní sazba, ačkoli oficiální základní sazbou zůstávala sazba pro hlavní refinanční operace (main refinancing operations, MRO).

ECB rovněž avizovala, že od 18. září letošního roku přistoupí ke snížení spreadu (rozdílu) mezi těmito dvěma sazbami z dosavadních 50 b. b. na 15 b. b., a to prostřednictvím úpravy sazby pro MRO. Sazba marginální zápůjční facility (MLF) bude upravena ve stejném rozsahu tak, aby její spread vůči sazbě pro MRO zůstal zachován na úrovni 25 b. b. Tyto úpravy však nepředstavují změnu současného měnověpolitického postoje ECB. Jejich účelem je zajistit, že se krátkodobé tržní sazby budou pohybovat bez přílišné volatility v blízkosti depozitní sazby.

Dodávání likvidity bude probíhat prostřednictvím kombinace více nástrojů, zahrnující krátkodobé úvěrové operace (MRO), tříměsíční dlouhodobější refinanční operace (LTRO) a v budoucnu i strukturální dlouhodobější úvěrové operace a strukturální portfolio cenných papírů. K zavedení posledních dvou zmíněných nástrojů by mělo dojít až v situaci, kdy bude bilance Euro systému opět růst. Operace MRO a LTRO budou i nadále probíhat skrze tendry s fixní sazbou a plným vypořádáním („full allotment“). Navzdory diskusím o možné úpravě parametrů povinných minimálních rezerv v této oblasti k žádné změně nedošlo – jejich sazba zůstala na hodnotě 1 %, přičemž tyto rezervy nejsou úročeny (resp. formálně vzato jsou úročeny sazbou 0 %). ECB provede revizi klíčových parametrů svého operačního rámce znovu v roce 2026, v případě potřeby je připravena k úpravám přistoupit i dříve.

Japonsko opustilo záporné sazby...

Bank of Japan na svém [březnovém zasedání](#) rozhodla o úpravě své měnové politiky, když ukončila používání několika svých nástrojů. Banka, která má za sebou několik dekád boje s deflací, nyní usoudila, že by mělo v rámci horizontu prognózy docházet k udržitelnému a stabilnímu plnění 2% inflačního cíle, což umožňuje snížit míru měnověpolitické akomodace. Svou hlavní měnověpolitickou sazbu proto zvýšila z -0,1 % do rozmezí 0–0,1 %. Jedná se o první změnu této sazby od roku 2016 a o první zvýšení od roku 2007. Zároveň tímto krokem došlo z globálního pohledu k opuštění záporných úrokových sazeb, jelikož BoJ byla poslední centrální bankou, která tuto politiku dosud prováděla.

BoJ vedle záporných úrokových sazeb opustila také politiku cílování výnosové křivky, bude však pokračovat s nákupy vládních dluhopisů v přibližně stejném objemu jako dosud (cca 6 bil. JPY, tj. přibližně 40 mld. USD měsíčně) a na případný prudký růst dlouhých sazeb je připravena reagovat. Cílování výnosové křivky japonská centrální banka využívala stejně jako záporné úrokové sazby od roku 2016, opuštění tohoto nástroje v posledních měsících předznamenávalo několikrát rozvolnění jeho parametrů. BoJ v březnu rovněž ukončila nákupy ETF fondů a realitních investičních fondů. Postupně bude snižovat i objem nákupů firemních dluhopisů a v ročním horizontu počítá s ukončením těchto nákupů.

Přijaté kroky však nepředstavují zásadní změnu celkového měnověpolitického postoje, která by měla předznamenávat posun k přísné měnové politice – BoJ počítá i nadále se zachováním akomodativní měnové politiky. V souladu s tím je i výsledek dalšího – dubnového – měnověpolitického jednání, které již žádnou další změnu nepřineslo.

...a BoJ intervenovala na devizovém trhu

Japonsko se v posledních letech potýká s dlouhodobějším trendem oslabování jenu (od začátku roku 2021 zhruba o 50 % proti americkému dolaru). Ve snaze tlumit tento trend již BoJ intervenovala na podzim 2022. Depreciační trend se podařilo přerušit, nikoli však ukončit. Na přelomu dubna a května letošního roku – v blízkosti úrovně 160 JPY/USD – tak dle dostupných informací došlo k dalším intervencím. V Japonsku intervence provádí BoJ, rozhoduje o nich však tamní Ministerstvo financí. Tyto autority bezprostředně intervence oficiálně nepotvrdily, ze zpětně zveřejněných [dat Ministerstva financí](#) však plyne, že velikost intervencí dosáhla necelých 10 bil. JPY, tj. cca 62 mld. USD.

Riksbank požádala o kapitálovou injekci

Švédská centrální banka v dubnu podala [žádost švédskému parlamentu](#) o doplnění kapitálu ve výši 43,7 mld. SEK. Po takovém kroku by vlastní jmění Riksbank dosahovalo zákonné základní úrovně 41,7 bil. SEK (aktuálně banka operuje se záporným vlastním jměním). Tento požadavek vyplývá ze zákona účinného od začátku roku 2023. Žádost Riksbank o kapitálovou injekci byla již dříve avizována, pro podrobnější informace viz Zajímavé události v [Monitoringu centrálních bank IV/2023](#).

SNB zvyšuje povinné minimální rezervy

Švýcarská centrální banka od 1. června [zvýšila sazbu povinných minimálních rezerv](#) z 2,5 % na 4 % z objemu závazků bank podléhajících požadavku minimálních rezerv. Kromě toho zrušila výjimku na určité typy závazků, když dosud do výpočtu povinných minimálních rezerv vstupovalo jen 20 % těchto závazků – nyní budou započítány v plné výši. Tento krok dle SNB neovlivní současné nastavení měnové politiky, měl by zajistit její efektivní implementaci a měl by snížit úrokové náklady centrální banky, jelikož SNB rezervy držené za účelem plnění požadavku povinných minimálních rezerv od loňského prosince již neúročí.

III. TÉMA POD LUPOU: ECB A FINANČNÍ TRHY: NE VŽDY NA STEJNÉ VLNĚ

ECB v červnu poprvé od dob pandemie snížila své úrokové sazby, přičemž tento krok byl ve velké míře finančními trhy očekáván. Ale ještě na začátku roku 2024 finanční trhy předpokládaly, že ECB přistoupí k tomuto kroku již v dubnu a bude pak v započatém snižování sazeb pokračovat razantním tempem až do konce roku. Tržní výhled základní úrokové sazby, odvozený z implikovaných tržních sazeb, se tak citelně odchyloval od oficiální komunikace ECB ohledně dalšího vývoje její měnové politiky.³ V tomto článku přiblížíme okolnosti, které mohou stát za vznikem podobné situace. Naše analýza naznačuje, že finanční trhy se při predikci měnověpolitických kroků ECB snaží anticipovat „tail-risk“ scénáře, ve kterých by ECB mohla být překvapena ekonomickým vývojem eurozóny, což by mohlo vést k následnému rychlému a výraznému přizpůsobení měnové politiky. Klíčovým momentem pro divergenci názorů se zdá být situace, kdy nová data nepodporují – zejména krátkodobý – výhled ECB. Finanční trhy totiž rychle reagují na aktuální ekonomické údaje a na rozdíl od ECB upravují svůj výhled ihned po zveřejnění nových dat, přičemž mohou klást nadměrný důraz na negativní zprávy. Tento přístup ale podporovala i komunikace Rady guvernérů ECB, která zejména v posledních dvou letech zdůrazňovala význam aktuálních dat ve svém rozhodovacím procesu.

Měnověpolitická překvapení aneb jak finanční trhy tipují další kroky centrálních bank

Finanční trhy nedokážou vždy předpovídat kroky centrálních bank a mohou být změnou nastavení měnové politiky překvapeny. Například studie Mezinárodního měnového fondu (IMF, 2002) již dříve potvrdila, že finanční trhy nebyly schopny správně předpovědět rozhodnutí ECB o úrokových sazbách, zejména v případech významných pohybů úrokových sazeb. Překvapení v měnové politice, tj. reakce trhů na neočekávané kroky centrální banky, si postupně získala v odborné literatuře velkou pozornost. Různé studie přitom zdůrazňují různé důvody pro jejich vznik či sílu – nejistota na finančních trzích, nejistota ohledně měnové politiky či důvěryhodnost a komunikace centrálních bank. Např. Sekandary a Bask (2023) zkoumali účinky překvapení měnové politiky na výnosy akcií při různých úrovních měnověpolitické nejistoty, přičemž výraznější negativní dopad identifikovali v případě vyšší nejistoty. Oliveira a Simon (2023) se zaměřili na roli důvěryhodnosti centrální banky při interpretaci překvapení měnové politiky. Podle jejich výsledků vysoká důvěryhodnost vede ke snížení inflačních očekávání, zatímco nízká důvěryhodnost naopak ke zvýšeným očekáváním. Benchimol a kol. (2023) ukázali, že finanční nejistota zesiluje reakci akciového trhu na překvapení měnové politiky se silnějším dopadem na šoky směrem k uvolnění měnové politiky. Konečně Gopen a Krane (2021) zjistili, že překvapení měnové politiky zvyšují volatilitu akciových trhů, zejména v obdobích vysoké ekonomické nejistoty, což naznačuje, že centrální banky musí při svých politických opatřeních zohledňovat převládající tržní podmínky. Kaminska a kol. (2023) pak zdokumentovali dopad měnověpolitických překvapení na termínové prémie, a tedy i na strukturu úrokových sazeb. Měnověpolitická překvapení tedy hrají významnou roli v transmisi měnové politiky a centrálními bankami jsou pozorně sledována.

Překvapení měnové politiky podle nejnovější odborné literatury souvisí i s informacemi o stavu ekonomiky. Měnověpolitická překvapení v této interpretaci mohou mít charakter čistě měnověpolitického šoku, ale mohou obsahovat i tzv. informační šoky. V práci Jarociński a Karadi (2020) jsou informační šoky neočekávané části oznámení měnové politiky, které zprostředkovávají nové informace o ekonomických fundamentech, a nikoli pouze indikace změn v postoji politiky. K těmto šokům dochází, když oznámení centrální banky odhalují poznatky o stavu ekonomiky, které byly trhu dříve neznámé. Například oznámení, které zahrnuje neočekávané zvýšení úrokových sazeb, může být interpretováno nejen jako zpřesnění měnové politiky, ale také jako signál, že centrální banka má novou informaci týkající se inflačních tlaků nebo ekonomického růstu. Studie zdůrazňuje, že tyto informační šoky se liší od čistě měnověpolitických šoků, což jsou neočekávané změny v úrokové sazbě nebo jiných politických nástrojích, které nepřinášejí nové informace o ekonomických fundamentech. Správné rozlišení mezi těmito typy šoků je klíčové pro pochopení skutečného dopadu oznámení měnové politiky na finanční trhy a širší ekonomiku.

Studie zaměřující se explicitně na názorový nesoulad mezi finančními trhy a centrální bankou zatím v odborné literatuře ve větší míře chybí. Výjimkou je práce Sastry (2022), podle které je rozkol dán neshodou mezi trhy a centrální bankou ohledně přesnosti veřejných dat (tzv. asymetrická důvěra v data). Trhy jsou také více pesimistické při poklesu ekonomiky a mají tendenci přeceňovat vývoj (zde myšleno pokles) úrokových sazeb. Trochu jiný přístup, ale se stejným vyzněním, lze najít ve studii Sinha a kol. (2023). Práce zkoumá rozptyl očekávání ohledně budoucího vývoje základní sazby, poukazuje na různé makroekonomické výhledy účastníků jako hlavní faktor pro rozšíření tohoto rozptylu. Hypotéza, že účastníci trhu implicitně vycházejí z odlišných představ o reakcích centrální banky definovaných variabilními Taylorovými pravidly, se v empirických analýzách nepotvrdila.

³ Případný rozkol má vliv i na prognózu ČNB, která se o tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně opírá. Zahraniční výhled sazeb se totiž skrze kanál úrokového diferenciatu citelně propisuje do prognózy nastavení domácí měnové politiky.

Informační šoky, definované v práci Jarociński a Karadi (2020), lze ale interpretovat i jako projev rozkolu mezi názory finančních trhů a centrální banky, ne nutně jako projev lepší informační báze měnověpolitické autority. Šok se pak objeví, když dojde k úpravě názorů finančních trhů. Ilustrujme si takovou situaci na jednoduchém příkladu. V prostředí výrazně negativního sentimentu ohledně růstových podmínek v dané ekonomice přichází nová data ohledně inflace, která jsou nižší oproti očekávání centrální banky. Trhy tak mohou být přesvědčeny, že centrální banka v reakci na to sníží úrokové sazby. Na zasedání centrální banka ke snížení sazeb nepřistoupí, ale její komunikace se posune více holubičím směrem. Tento krok může vést paradoxně k růstu tržních sazeb po zasedání centrální banky. Dojde tedy k tzv. autonomnímu zpřísnění měnových podmínek v reakci na komunikaci centrální banky, ačkoliv ta jde směrem k uvolnění. Zdálo by se, že komunikace centrální banky zde selhala, ale ve skutečnosti došlo jen k většímu sladění názorů. V očích účastníků na finančních trzích vzala centrální banka v potaz nejnovější data a tím snížila pravděpodobnost budoucí měnověpolitické chyby. Reakci tržních sazeb nelze jednoduše vysvětlit bez znalosti budoucího ekonomického příběhu, se kterým finanční trhy pracují. Výhled ale není jasně definovaný (tj. nestačí se orientovat podle šetření mezi analytiky⁴) a do značné míry odráží sentiment na finančních trzích. Pokud v této situaci navíc klade komunikace centrální banky přílišný důraz na aktuální data, a tedy nechtěně potlačuje informační obsah prognózy, naopak může citelně měnověpolitickou nejistotu zvyšovat.

Prognózy ECB v minulých třech letech⁵

Prognózování ekonomického vývoje bylo po pandemii covidu náročné. Analýza výhledů Evropské centrální banky, ilustrovaná Grafy 1 a 2, odhaluje posuny v prognózách od roku 2022 do března 2024.⁶ Z analýzy je například patrné, že březnová prognóza ECB z roku 2022 ještě nedokázala plně reflektovat ruskou invazi na Ukrajinu. Tento rozpor je způsoben značnými zpožděními v procesu tvorby prognóz ECB, když například pro březnovou prognózu je datová základna stanovena již v polovině února (tzv. „cut-off date“). Proces dále komplikuje fakt, že dvakrát do roka vznikají prognózy pro jednotlivé země v národních centrálních bankách Eurosystemu. Ačkoliv nejsou dostupné detailní informace o tom, jak ECB nakládá s novými daty po dokončení prognózy, z vyjádření na tiskových konferencích je zřejmá opatrnost a tendence k odkladu vyjádření až po důkladné diskusi mezi odborníky. Prognózy ECB tak mohou v turbulentních dobách vyznívat, že nereflktují aktuální dění. Přitom jejich komunikace se v těchto situacích více koncentruje na diskusi ohledně rizik a alternativních scénářů, což však nemusí všichni účastníci na finančních trzích plně vnímat.

Například, od poloviny roku 2022 prognózy Evropské centrální banky předpovídaly zrychlení růstu v eurozóně, oživení se však stále odkládalo. Jak demonstrují Grafy 1 a 2, od podzimu 2022 se obrázek inflace na ročním horizontu jevil jako stabilní, ekonomické oživení se však stále nekonalo a eurozóna stagnovala. ECB nicméně opakovaně očekávala, že eurozóna slabý výkon rychle překoná. Pro srovnání, v letech 2007 až 2018 se naopak naplňovaly predikce ECB pro růst HDP, ale zaostávaly predikce inflace. Pozorný čtenář si všimne, že většina prognóz mezičtvrtletního růstu HDP směřuje k hodnotám mezi 0,3–0,5 %, což v analýzovaném vyjádření znamená tempo růstu HDP v rozmezí 1,3–2 %.⁷ Relativně podobný obrázek dostáváme i v případě inflace – zde směřoval její prognózovaný vývoj v horizontu 4 čtvrtletí v letech 2011–2013 k hodnotám okolo 1,6 %, poté do roku 2020 zhruba do pásma 1,2–1,6 %. V posledních letech prognózy inflace směřují k 2% cíli.

Rozpory mezi očekávanými finančními trhy a predikcemi ECB se stávají zvláště patrnými v obdobích narůstajících obav z recese v eurozóně. Pro lepší pochopení tohoto fenoménu pravidelně sledujeme indikátor pravděpodobnosti recese v eurozóně, který je sestavován agenturou Bloomberg na základě šetření mezi analytiky.⁸ Graf 3 ilustruje porovnání očekávaného hospodářského růstu v ročním horizontu podle ECB a pravděpodobnost recese, reprezentované barevným spektrem od červené (vysoká pravděpodobnost) po zelenou (nízká pravděpodobnost). Zvláště výrazná byla diverzita názorů v roce 2012, kdy eurozóna procházela recesí a ECB očekávala rychlé oživení, a také v období od roku 2022. Ještě na začátku roku 2024 předpovídaly trhy příchod recese v eurozóně během následujícího roku (oranžová barva) s více než 65% pravděpodobností, zatímco ECB očekávala naopak zrychlení růstu HDP až na úroveň 0,4 % ve stejném časovém

⁴ K dispozici je celá řada šetření mezi analytiky na finančních trzích – [Survey of Professional Forecasters](#), šetření [Consensus Economics](#) či Bloomberg. Lze však také čerpat z komentářů na finančních trzích, které sentiment lépe zachycují.

⁵ Makroekonomická prognóza představuje klíčový vstup pro rozhodování centrální banky o nastavení měnové politiky. Prognóza ECB je vytvářena odborným aparátem ECB a národních centrálních bank Eurosystemu a v komunikaci ECB je označována jako „Staff Forecast“. Je však konzultována s Radou guvernérů, v naší analýze proto budeme hovořit o „prognóze ECB“. Prognóza je v případě ECB podmíněna tržním výhledem úrokových sazeb. Blíže viz např. ECB (2016) či [Téma pod lupou z Monitoringu centrálních bank III/2023](#).

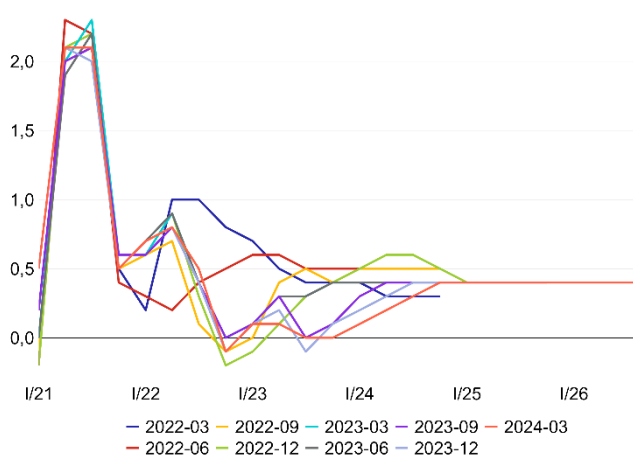
⁶ Nově zveřejněná červnová prognóza není v analýze zohledněna.

⁷ Při bližším pohledu na období 2011 až 2019, mimo hlavní krize, lze identifikovat pouze jednu prognózu (zimní prognóza 2013), kde mezičtvrtletní růst HDP není v ročním horizontu v tomto rozmezí. Tato tendence je běžná mezi analytiky využívajícími strukturální modely pro prognózování a není omezena pouze na centrální banky. Vzorec se opakuje i v prognózách od poloviny roku 2022, kde cílová hodnota mžč. růstu HDP v horizontu 1 roku zůstává stabilně na úrovni 0,4 %.

⁸ Tento indikátor z naší historické zkušenosti lépe vystihuje změny v sentimentu na finančních trzích než běžné šetření výhledu makroekonomických veličin mezi analytiky, kde je patrná tendence více sledovat chování a komunikaci centrální banky, které nemusejí vysílat včasné signály o přicházející recesi.

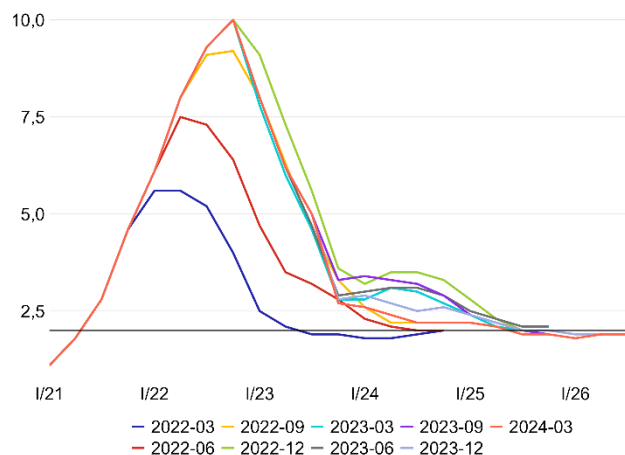
horizontu. Tento rozpor poukazuje na to, že finanční trhy vnímaly slabý výkon eurozóny více negativně než ECB a v krátkodobém horizontu předpokládaly nižší růst.

Graf 1: Prognózy ECB pro HDP po roce 2021



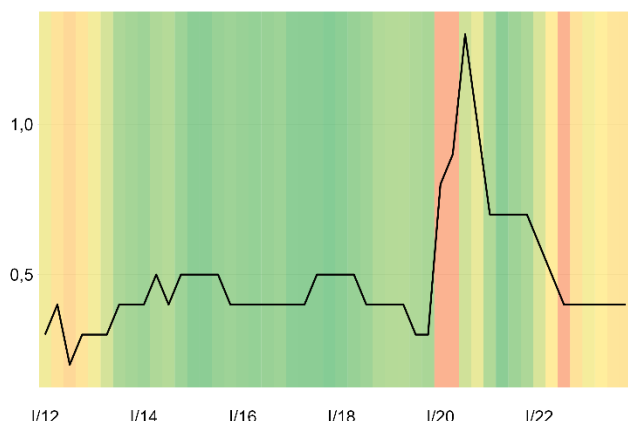
Pozn. Mzč. růst HDP v %. Popisek ukazuje měsíc prognózy, tj. 2022-03 je březen 2022 (zimní prognóza ECB).
Zdroj: ECB.

Graf 2: Prognózy ECB pro inflaci po roce 2021



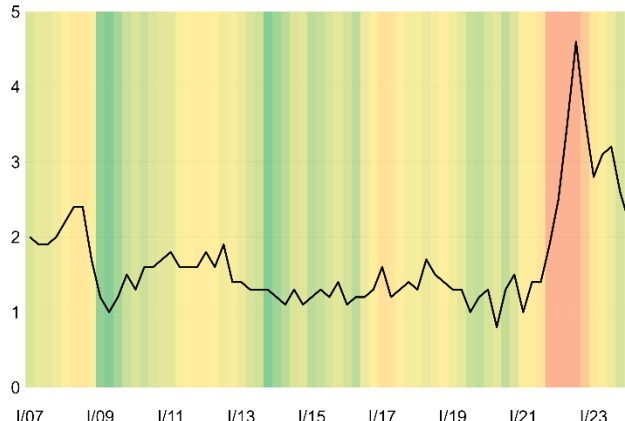
Pozn. Mzr. růst HICP v %. Popisek ukazuje měsíc prognózy, tj. 2022-03 je březen 2022 (zimní prognóza ECB).
Zdroj: ECB.

Graf 3: Prognózy ECB pro HDP v ročním horizontu



Pozn. Mzč. růst reálného HDP v % v horizontu jednoho roku, pravděpodobnost recese na pozadí, zelená barva je nízká pravděpodobnost recese, červená je vysoká pravděpodobnost recese. Poslední zachycená prognóza ECB je z března 2024.
Zdroj: ECB, Bloomberg.

Graf 4: Prognózy ECB pro inflaci v ročním horizontu



Pozn. Mzr. růst HICP v % v horizontu jednoho roku, překvapení v inflaci podle CITI, zelená barva je dezinflační/deflační překvapení, červená je inflační překvapení. Poslední zachycená prognóza ECB je z března 2024.
Zdroj: ECB.

Tržní účastníci mohou mít odlišná očekávání ohledně vývoje inflace, zejména pokud jsou novými daty o inflaci překvapováni. V průběhu podzimu 2023 došlo k zintenzivnění spekulací o možnosti brzkého uvolnění měnové politiky ECB, což bylo motivováno nečekaně utlumeným vývojem inflace v eurozóně. Jak ukazuje Graf 4, v období, kdy vývoj inflace překvapuje směrem dolů (dezinflační/deflační překvapení) se i výhledy inflace z pera ECB posouvají níže. Nebylo tomu jinak ani v závěru roku 2023, ale podle prosincové prognózy byl roční výhled ECB stále na poměrně vysoké úrovni. Meziroční růst HICP se měl v průběhu letošního roku pohybovat nad 2,5 % a klesnout pod 2 % až v polovině roku 2025. Naproti tomu někteří analytici na finančních trzích – jak naznačovaly komentáře – předpokládali, že inflace v eurozóně by mohla dosáhnout 2% cíle již na přelomu prvního a druhého čtvrtletí.

Není jednoduché určit, zda finanční trhy v minulosti více překvapoval vývoj reálné ekonomiky, či inflace. Nicméně určité indikace může poskytnout pravidelné šetření agentury Bloomberg mezi analytiky, které se koná před každým zasedáním ECB. Toto šetření zahrnuje dotazy na změny makroekonomických prognóz ECB, které analytici očekávají. Tabulka 1 odhaluje vývoj podílu analytiků očekávajících revizi dolů pro HDP a jádrovou inflaci. Od června loňského roku byly revize dolů očekávány pro HDP, takže analytici vnímali rozpor ohledně prognózy HDP a skutečného vývoje. Pozoruhodný skok je ale vidět ve výhledu jádrové inflace před prosincovým zasedáním ECB, což může odrážet neočekávaný pokles inflace v eurozóně v listopadu 2023. Představa o vývoji ekonomiky eurozóny, jak ji formulovala ECB,

se finančním trhům již nezdála být plně v souladu s přicházejícími daty. To vyvolává otázku, zda finanční trhy pracovaly s odlišným scénářem pro ekonomiku eurozóny v letošním roce.

Tabulka 1: Odpovědi analytiků v rámci šetření agentury Bloomberg před zasedáním ECB na otázku "Jak očekáváte, že ECB zreviduje své makroekonomické projekce?"

| Podíl odpovědí „snížení“ pro výhled HDP | | | | Podíl odpovědí „snížení“ pro výhled jádrové inflace | | | |
|------------------------------------------------|------|------|------|------------------------------------------------------------|------|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | | 2023 | 2024 | 2025 |
| březen 2023 | 3% | 40% | 14% | březen 2023 | 4% | 18% | 25% |
| červen 2023 | 43% | 70% | 3% | červen 2023 | 18% | 25% | 19% |
| září 2023 | 92% | 84% | 4% | září 2023 | 13% | 50% | 46% |
| prosinec 2023 | 76% | 79% | 15% | prosinec 2023 | 71% | 71% | 45% |
| březen 2024 | | 67% | 40% | březen 2024 | | 63% | 29% |

Pozn. Měsíc v prvním sloupci označuje měsíc šetření, ve sloupcích jsou pak uvedeny roky, na které se šetření dotazovalo.

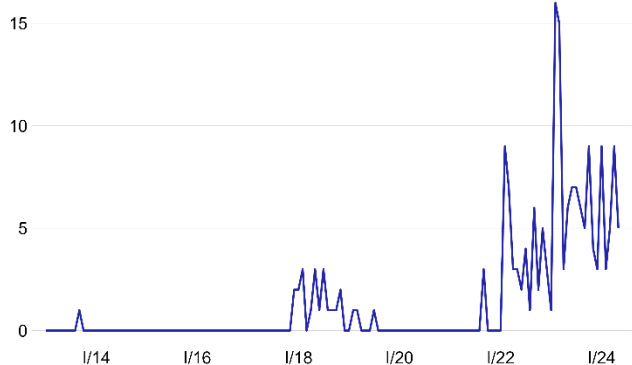
Ekonomický vývoj v eurozóně na konci roku 2023 tak naznačoval možný budoucí vývoj, který se mohl zásadně lišit od makroekonomického výhledu prezentovaného ECB.⁹ Lze to ilustrovat na výhledu mezd, jehož význam ECB opakovaně zdůrazňovala. V případě, že finanční trhy považovaly recesi v eurozóně (ačkoli třeba jen technickou) za pravděpodobnou, nemusely mít důvěru v robustní růst poptávky, a tedy ani mezd. Zpomalení mzdové dynamiky navíc potvrzovaly i vysokofrekvenční indikátory – např. Indeed Wage Tracker (IWT), který sleduje růst mezd v inzerátech na portálu Indeed. IWT obvykle předjímá skutečný mzdový vývoj o půl roku, přičemž již na začátku roku jasně naznačoval zpomalení mzdové dynamiky. I vyjednávání o mzdách v Německu probíhalo v umírněném duchu a případná přilepšení zaměstnancům, podobně jako v posledních dvou letech, byla směřována do bonusů. Finanční trhy též mohly vyhodnocovat odlišně rizika či posuzovat odlišně další předpoklady spojené s prognózou. Mezi faktory, které mohly vstupovat do úvah analytiků, patřilo další výrazné snížení burzovních cen energií (zejména plynu) na začátku roku, odezňující vliv potíží v kontejnerové dopravě či omezená ziskovost podniků při oslabené poptávce.

Překvapení v měnové politice a komunikace ECB

Jednou z dalších interpretací může být, že se finanční trhy snažily připravit na možný prudký zvrat v měnové politice ECB nebo měly odlišnou představu o reakční funkci centrální banky. Investoři mohli vycházet z historické zkušenosti – když je ECB makroekonomickou situací překvapena a začne snižovat sazby později, udělá to razantněji. Nemáme k dispozici konkrétní trajektorii sazeb, se kterou by souzněli členové Rady guvernérů ECB, abychom ji mohli porovnat s tržními očekáváními. Někteří představitelé ECB ale v minulosti jasně signalizovali první snížení sazeb až v létě. Po snížení v červnu, které bylo trhy očekávané, zbývají do konce roku ještě čtyři setkání Rady guvernérů (červenec, září, říjen a prosinec). Pouze na dvou z nich (září a prosinec) bude představena nová prognóza, která obvykle slouží jako základ pro úpravu nastavení měnové politiky. Při lednovém tržním výhledu v rozsahu 5–6 standardních snížení sazeb do konce roku 2024 to naznačuje, že tržní výhledy počítaly s dřívějším a/nebo na některém zasedání s agresivnějším snížením sazeb než jen o 0,25 procentního bodu. Inflation by musela klesnout pod 2 % a výhled ekonomické aktivity by se musel výrazně zhoršit, aby ECB uvažovala o takto dramatickém uvolnění měnové politiky, s nímž počítal tržní výhled.

⁹ Jak psala ECB v prosincové prognóze, předpoklady o vývoji spotřeby domácností a inflaci byly klíčové: „Klesající inflace a rostoucí mzdy by navíc v kontextu stále napjatého trhu práce měly na přelomu roku podpořit kupní sílu domácností.“ či „Silnější růst mezd také znamená, že ztráta kupní síly, ke které došlo při prudkém nárůstu inflace, by se měla zotavit do konce roku 2024, což je o něco dříve, než se očekávalo v zářijových projekcích.“

Graf 5: Význam aktuálních dat v komunikaci ECB



Pozn. Počet pojmů „data-dependent“ za měsíc ve vystoupeních a rozhovorech členů Rady guvernérů či na tiskových konferencích ECB. Zdroj: web ECB.

Komunikace centrálních bankéřů navíc kladla důraz na význam posledních ekonomických dat. To je patrné například z častého užívání termínu „rozhodování na základě příchozích dat“ (v originále „data-dependent“),¹⁰ který se od začátku roku 2022 stále více objevuje v jejich prohlášeních, jak ukazuje Graf 5. Po lednovém zasedání ECB například chorvatský guvernér zdůraznil, že úpravy tržní sazby o čtvrt procentního bodu jsou považovány za hladší způsob implementace měnové politiky, ale zároveň není vyloučena možnost většího zásahu, pokud to aktuální data podporují. Tento přístup mohl zvyšovat obavy trhů z překvapivých změn, což mohlo vést k větší ochotě zajistit se proti takovým scénářům, zejména pokud nová data naznačovala jejich vyšší pravděpodobnost. Centrální bankéři také tímto přístupem mohou znejišťovat trhy ohledně jejich důvěry v oficiální prognózu. Jakkoli je přizpůsobování měnověpolitických kroků v návaznosti na nově dostupné údaje přirozenou součástí měnové politiky, přílišné zdůrazňování „data-dependent“ přístupu tak může vést finanční trhy k přehnané citlivosti na nová data. Opatrný přístup guvernérů je nicméně pochopitelný, protože ekonomika eurozóny v posledních letech čelila více strukturálním potížím či nákladovým šokům než klasickému hospodářskému cyklu.

Důvěryhodnost centrální banky ale nebyla zásadně narušena. ECB sice byla kritizována – zejména v roce 2021 – za nedostatečnou anticipaci vzestupu a setrvalosti inflace. V lednovém šetření 2023, zmíněném u Tabulky 1, více než polovina analytiků uvedla, že ECB je „za křivkou“, tj. reaguje pozdě. [Výsledky šetření Financial Times](#) z prosince 2023 ale ukázaly, že více než polovina respondentů si nemyslí, že důvěryhodnost ECB byla pozdní reakcí vážně narušena, zatímco třetina cítí, že její pověst byla poškozena.

Postupně se názory ECB a finančních trhů sladily, přičemž tržní výhled úrokových sazeb se posunul nahoru a přiblížil se tak komunikaci ECB. Vývoj inflace v eurozóně od února 2024 nepotvrdil obavy finančních trhů o dezinflační recesi, náznaky oživení v eurozóně byly naopak silnější. Sentiment mezi podniky byl stále negativní, ale aktivita v průmyslu se vymanila z poklesu. Pravděpodobnost recese během následujícího roku se podle výše zmíněného indikátoru dokonce snížila na 40 %. I březnové šetření mezi analytiky Bloomberg potvrdilo, že očekávání dalších korekcí v prognóze ECB (inflace i HDP) se snižuje (poslední řádek Tabulky 1). ECB pak na svém dubnovém jednání ponechala sazby beze změny, nicméně ve své komunikaci (v souladu s očekáváním trhů) zopakovala připravenost snížit sazby v červnu, což i následně učinila. Nejistá však je i s ohledem na další vývoj inflace razance dalšího snižování sazeb ECB ve zbytku letošního roku. Aktuálně se jeví jako pravděpodobný opatrnější postup, kdy ECB nebude s dalším snižováním sazeb spěchat, na což finanční trhy reagovaly úpravou výhledu sazeb směrem nahoru.

Závěr

Obecně lze shrnout, že za ideální lze považovat situaci, v níž jsou kroky a komunikace centrální banky v souladu s očekáváním finančních trhů. Pro centrální banku je důležité tržní očekávání sledovat – případný rozkol ohledně vývoje úrokových sazeb mezi těmito aktéry může vést k autonomnímu zpřísnování či uvolňování měnové politiky, které nemusí být z pohledu centrální banky žádoucí. Neočekávané měnověpolitické rozhodnutí navíc často vede ke zvýšené tržní volatilitě. Nicméně zejména v obdobích vysoké nejistoty může dojít k odlišnému vnímání makroekonomické situace mezi trhy a centrální bankou, a určitý rozkol v očekávání budoucího vývoje úrokových sazeb může být v takové situaci nevyhnutelný. Centrální banka pak musí tento rozkol brát v potaz – neměla by se jím však nechat svazovat. Jejím úkolem je nastavovat měnovou politiku tak, aby plnila svůj mandát, nikoli tak, aby nepřekvapovala finanční trhy (byť v ideální situaci půjde o totéž). S postupem času také trhy i centrální banka vidí, jak se ekonomika dále vyvíjí, což může vést k postupnému sbližování jejich postojů. A to koneckonců vysvětluje i odeznívající nesoulad mezi očekáváním trhu a komunikací ECB v dosavadním průběhu roku.

¹⁰ Pomocí automatizovaného systému stahování informací z webu (webscraping) jsme analyzovali vystoupení, rozhovory a další oficiální vyjádření členů Rady guvernérů, jak jsou uvedeny na webu ECB.

Literatura

- Altavilla, C., Gürkaynak, R. S., Motto, R., & Ragusa, G. (2020). „How do financial markets react to monetary policy signals?“ European Central Bank, Research Bulletin No. 73. [\(ODKAZ\)](#)
- Benchimol, J., Saadon, Y., & Segev, N. (2023). „Stock market reactions to monetary policy surprises under uncertainty,“ International Review of Financial Analysis, Vol. 89, 102783. [\(ODKAZ\)](#)
- ECB (2016). „A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises,“ European Central Bank. [\(ODKAZ\)](#)
- IMF (2002). „Market Predictability of ECB Policy Decisions: A Comparative Examination,“ International Monetary Fund, WP/02/233. [\(ODKAZ\)](#)
- Jarociński, M., & Karadi, P. (2020). „Deconstructing monetary policy surprises: The role of information shocks,“ American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 12(2), 1-43. [\(ODKAZ\)](#)
- Kaminska, I., Mumtaz, H., & Šustek, R. (2023). „Monetary policy surprises and their transmission through term premia and expected interest rates,“ Journal of Monetary Economics, Vol. 124, 48-65. [\(ODKAZ\)](#)
- Oliveira, S., & Simon, P. (2023). „Interpreting monetary policy surprises: Does central bank credibility matter?“ University of Illinois at Urbana-Champaign. [\(ODKAZ\)](#)
- Sastry, K. A. (2022). „Disagreement About Monetary Policy.“ [\(ODKAZ\)](#)
- Sekandary, G., & Bask, M. (2023). „Monetary policy uncertainty, monetary policy surprises and stock returns,“ Journal of Economics and Business, Vol. 124, 106106. [\(ODKAZ\)](#)
- Sinha, A., Topa, G., & Torralba, F. (2023). „Why Do Forecasters Disagree about Their Monetary Policy Expectations?“ Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics. [\(ODKAZ\)](#)
- Wilhelmsen, B., & Zaghini, A. (2011). „Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison,“ Applied Economics, Vol. 43(20), 2533-2544. [\(ODKAZ\)](#)

IV. VYBRANÝ PROJEV: François Villeroy de Galhau: Uvolňování šroubů? Měnová politika na křižovatce

François Villeroy de Galhau, guvernér Banque de France, ve svém dubnovém [projevu](#) v Ekonomickém klubu v New Yorku mluví o současném poklesu inflace a klade si otázku, kde se stabilizují úrokové sazby.

V úvodu svého projevu guvernér Galhau vyvrací názor, že ECB nemůže či nebude jednat, dokud nezačne jednat Fed. Cituje vyjádření prezidentky ECB C. Lagarde, že ECB je závislá na datech, nikoli na Fedu. Ukazuje přitom na významné rozdíly v případě faktorů ovlivňujících v posledních dvou letech inflaci, která byla v USA způsobena ve větší míře poptávkou, zatímco v eurozóně hrála větší roli omezení nabídky související s větší závislostí zemí platících eurem na dovozu energií. Upozorňuje rovněž na rozdíly v úrovni přirozené úrokové míry (tzv. r^*). Guvernér Galhau však zároveň rozvádí tři dimenze, které jsou podle něj pro obě banky společné.

Proč se centrálním bankám zatím daří hladké přistání?

Centrální banky dosahují hladkého přistání, pokud se jim podaří snížit inflaci zpět k cíli za nízkých nákladů v oblasti zaměstnanosti. Část pozorované dezinflace byla způsobena obrácením nabídkových faktorů, které vysokou inflaci původně způsobily, jako jsou ceny energií. Odolnost trhu práce mohla být podpořena specifickými faktory, včetně jeho významného zlepšení v Evropě, mimo jiné i ve Francii. Guvernér Galhau se však zaměřuje na roli měnové politiky při řízení dezinflace a zdůrazňuje jeden aspekt, který leží v jádru moderní měnové politiky – dobře ukotvená inflační očekávání.

Důvěryhodný závazek vrátit inflaci k cíli zajišťuje, že veřejnost vnímá vysokou inflaci jako dočasnou. To v konečném důsledku vede k ukotvení nastavování cen a mezd na hodnotách konzistentních s inflačními cíli a vyhnutí se mzdově-inflační spirále. To je přesně mechanismus, který se projevil během nárůstu inflace v roce 2022. Jakmile v polovině roku 2022 započalo zvyšování úrokových sazeb, růst inflačních očekávání se obrátil k poklesu. Podle francouzského guvernéra toto pevné ukotvení očekávání značí rozdíl oproti 70. letům 20. století. Kredibilita centrálních bank, vysoká díky jejich nezávislosti a úspěchu inflačního cílování, byla podpořena jejich razantní reakcí, čímž odpadla nutnost zvyšovat reálné úrokové sazby na tak vysoké úrovni, jaké byly k vidění v minulosti. Přesto je důležité uvědomit si dvě omezení. Centrální banky stále zcela nerozumí, jak domácnosti a podniky formují svá očekávání, ani jak se tato očekávání promítají do jejich jednání. Mimo to, kanál očekávání by neměl vést k domněnce, že měnová politika funguje jako magické zaklínadlo. Kredibilita centrálních bank závisí na konkrétních krocích a jejich dopadu na úvěry a poptávku.

Budou centrální banky nakonec úspěšné? Výzva poslední míle

Přesto guvernér Galhau podotýká, že úspěch není zaručen, dokud nedojde k trvalé konvergenci k 2% inflaci. Mohou se objevit neočekávané a exogenní šoky a řada pozorovatelů vyjádřila obavy, že poslední míle dezinflace může být obtížnější. Dezinflace se nyní musí rozšířit do cenového jádra, primárně do služeb. Proto to podle těchto pozorovatelů bude jiné, těžší a s menší podporou plynoucí z dopadů dezinflace v energiích.

Co se ale týče eurozóny, není zde žádný seriózní důkaz, který by tyto obavy z „posledního kilometru“ podporoval. Inflace ve službách sice zůstává zvýšená okolo 4 %, ale od července 2023, kdy dosáhla nejvyšší hodnoty 5,6 %, klesá. Historicky její průměr obecně převyšuje 2% cíl, ale je s ním stále slučitelný kvůli pomalejšímu trendovému růstu cen zboží. Navíc se neobjevují žádné známky mzdově-inflační spirály, což je důležité, neboť mzdy jsou relevantní zejména ve službách. Naopak, růst průměrné odměny zaměstnancům zdatelně zpomaluje.

Dezinflace ve službách může být pomalejší, ale nikoli náročnější. „Poslední kilometr“ se může lišit rychlostí, ale ne povahou. Navíc přijetí skutečnosti, že tento poslední kilometr může přirozeně trvat déle, může také poskytnout ochranu před rizikem podstřelení inflačního cíle, které by mohlo nastat, pokud by měnová politika zůstala příliš utažená. Guvernér Galhau proto vyslovil preferenci pro politiku pragmatického a agilního gradualismu. V letošním a příštím roce bude muset dojít k postupnému snižování úrokových sazeb, jehož tempo se bude řídit podle dat.

Kde mohou centrální banky skončit? Je přirozená reálná míra (r^*) užitečná?

Ekonomové jsou rozdělení ohledně používání konceptu přirozené úrokové míry r^* – úrokové míry, která vyrovnává agregátní nabídku a poptávku, a též úspory a investice. Je dělicí linií mezi restriktivní a akomodativní měnovou politikou. Pokud je očekávaná inflace příliš vysoká, musí se reálné úrokové sazby dostat nad r^* , aby se omezila agregátní poptávka, a naopak. Problémem však je, že r^* není pozorovatelná a je nutné ji odhadnout. Z tohoto důvodu někteří pochybují, zda je tento koncept relevantní. Guvernér Galhau však v r^* věří a ECB a Banque de France se o některé její odhady pokusily.

Tyto odhady ukazují, že pandemie ukončila dvě desetiletí trvajících pokles r^* v důsledku nižšího ekonomického růstu a stárnutí populace. To může být dobrá zpráva pro ekonomiku i měnovou politiku. Riziko, že úrokové sazby narazí na efektivní dolní hranici, se mírně snížilo. Odhady ECB a Banque de France naznačují, že přirozená reálná úroková míra je nyní v eurozóně mírně pozitivní, mezi 0 a 0,5 %, a tedy nominální neutrální úroková míra může být mezi 2 a 2,5 %. Ve Spojených státech by mohla být zhruba o jeden procentní bod vyšší, vezmeme-li v potaz přebytek investic nad úsporami, příznivější demografický vývoj a silnější růst produktivity.

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