



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

### **Globální ekonomický výhled - leden 2014**

Adam, Tomáš; Babecká, Oxana; Benecká, Soňa; Duršpek Raková, Marie; Hošek, Jan;  
Klíma, Jan; Komárek, Luboš; Novotný, Filip  
2014

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-170800>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 06.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2014

<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví?</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>19</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013</b>	<b>19</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013</b>	<b>19</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>19</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>20</b>

#### Datum uzávěrky dat

Týden 13. - 17. ledna 2014

#### Sběr dat CF

13. ledna 2014

#### Datum publikace GEVu

24. ledna 2014

#### Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF

#### Tým zpracovatelů

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz Garant I. Shrnutí	<b>Oxana Babecká Kucharčuková</b> oxana.babecka- kucharukova@cnb.cz Editorka III.1 Rusko III.3 Čína	<b>Tomáš Adam</b> tomas.adam@cnb.cz Editor II.1 Eurozóna	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz II.2 Spojené státy	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.4 Japonsko	<b>Marie Duršpek Raková</b> marie.durspek- rakova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz IV. Vývoj na komoditních trzích		

Lednové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V prvním čísle letošního roku je naše pozornost dále zaostřena na diskusi stále častěji používaného nástroje centrálních bank, tzv. „forward guidance“. Ten lze charakterizovat jako komunikační strategii centrální banky, jejímž cílem je poskytovat informaci trhům a veřejnosti o budoucím nastavení měnové politiky, a to zejména o budoucí trajektorii základní úrokové sazby, případně dalšího (jiného) nástroje měnové politiky.

Výhledy globálního ekonomického vývoje na rok 2014 jsou oproti minulému roku více optimistické. Postupné zotavení z krátkodobého pohledu potvrzuje i většina předstihových indikátorů (viz grafy níže). Eurozóna by se měla v letošním roce vymanit z recese, což odráží i pozitivní očekávání o vývoji německého hospodářství. Rizikem vývoje v evropském teritoriu jsou však nízké hodnoty inflace, které u některých zemí přerostly v reálnou hrozbu deflace. Pozitivní výhled lze očekávat u vývoje ekonomiky Spojených států, která by měla v letošním roce pozvolna zvýšit tempo své výkonnosti až k 3% hranici při utlumených inflačních výhledech. Japonsko by díky prováděným reformám mělo udržet výkon hospodářství na hodnotách z roku 2013.

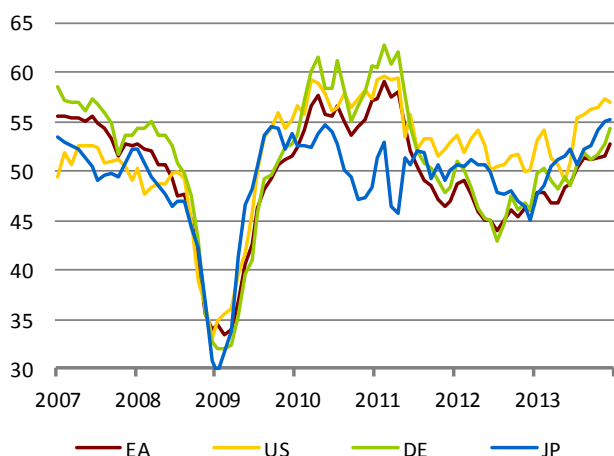
Většina rozvíjejících se ekonomik, včetně zemí BRIC, by si měla i v letošním roce zachovat robustní tempa výkonu odrážející se v očekávaných vyšších mírách inflace. Čínská ekonomika by v roce 2014 mohla čelit dalšímu zpomalení své výkonnosti, byť předstihové indikátory vyznívají stále mírně optimisticky. Ruská i brazilská ekonomika by mohla při příznivém vývoji, který je v případě Ruska do značné míry ovlivněn vývojem světových cen ropy, zvýšit svá loňská hospodářská tempa. Obě ekonomiky zřejmě budou povzbuzeny i organizací velkých sportovních akcí (zimní olympijské hry, mistrovství světa ve fotbale). U indické ekonomiky lze očekávat oproti dosavadnímu několikaletému zpomalení viditelné zrychlení meziročního růstu HDP při stále relativně vysoké míře inflace.

Výhledy úrokových sazeb v ročním horizontu ukazují na jejich nepatrný nárůst jak v eurozóně, tak v USA. Viditelnější nárůsty sazeb lze očekávat až v průběhu roku 2015. Americký dolar by měl v roce 2014 dle Consensus Forecasts posílit vůči hlavním měnám vyspělých zemí (tj. euru, jenu, švýcarskému franku i britské libře), což zřejmě odráží lepší ekonomické výsledky americké ekonomiky. Mírné posílení dolaru v ročním horizontu lze očekávat vůči některým měnám rozvíjejících se ekonomik (brazilskému realu a ruskému rublu), jeho přibližnou stabilitu pak vůči indické měně. Naopak mírné oslabení dolaru se očekává vůči čínské měně.

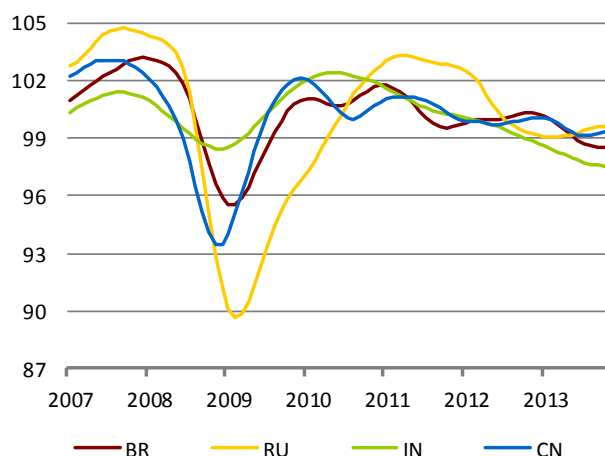
Výhled dolarových cen ropy i zemního plynu ukazuje ke konci letošního roku na jejich pozvolný pokles, mírně by měly rovněž poklesnout ceny potravinářských komodit. Předpovědi vývoje cen průmyslových kovů jsou spíše stagnující.

## Předstihové indikátory pro sledované země

PMI v průmyslu - vyspělé země



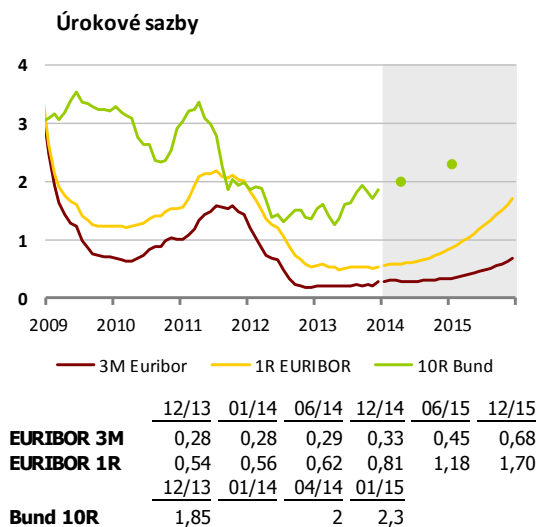
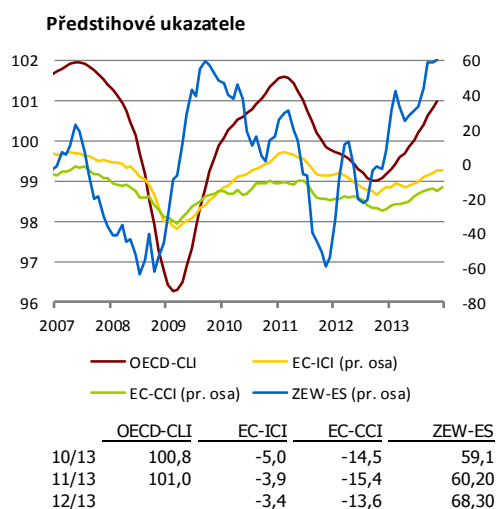
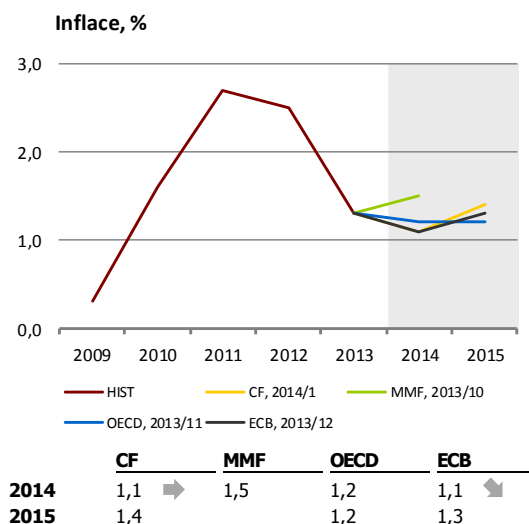
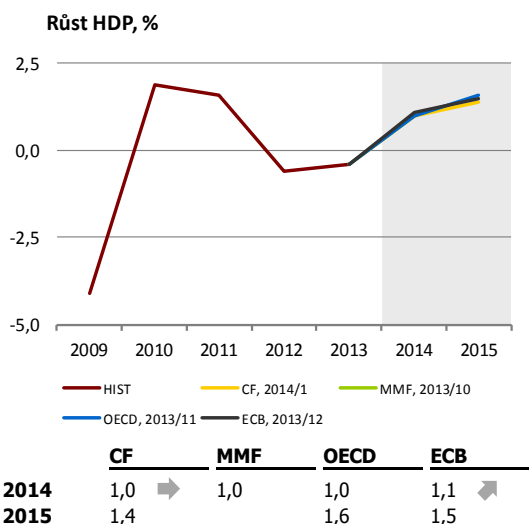
OECD CLI - země skupiny BRIC



### II.1 Eurozóna

Vyznění makroekonomických dat z eurozóny z konce minulého roku a z první poloviny ledna ukazuje na spíše mírné oživení. Na jednu stranu překvapily dobré údaje o maloobchodních tržbách, jejichž meziroční růst byl v listopadu nejvyšší od února 2008. Průmyslová produkce v listopadu po předchozích dvou poklesech také vzrostla. Podobně také většina předstihových ukazatelů naznačuje pokračující oživení, především PMI ve zpracovatelském průmyslu, jehož hodnota byla v prosinci nejvyšší za posledních 31 měsíců (viz graf v Kapitole I). Na druhou stranu se ale toto zdánlivé oživení zatím neodráží v nezaměstnanosti, která se v eurozóně drží na rekordních hodnotách. Inflace v prosinci klesla na 0,8%, podle ECB jsou ale inflační očekávání na středním horizontu pevně ukotvená v souladu s jejím inflačním cílem. Reagovat by ale mohla na případně pokračující nárůst sazeb na peněžním trhu, které od začátku prosince z technických důvodů relativně vzrostly a mohly by tak ohrozit rychlost ekonomického oživení, především v periferních státech eurozóny.

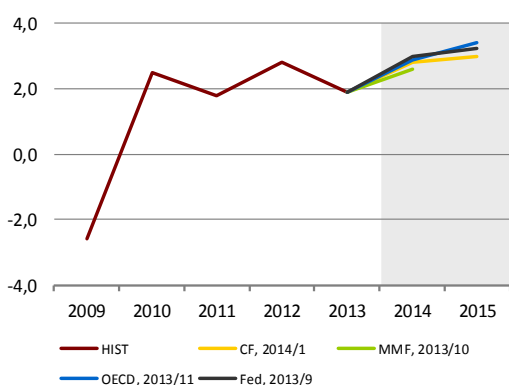
Výhledy růstu HDP pro tento i příští rok jsou napříč jednotlivými institucemi podobné. Lednový výhled CF se oproti prosinci nezměnil, ECB svoji prognózu ale mírně zvýšila (na 1,1%). V příštím roce by pak oživení mělo zrychlit o necelých 0,5 p.b. Výhled inflace v tomto roce nezaznamenal větší změny a inflace by se měla pohybovat téměř o 1 p.b. pod cílem ECB. Podle sledovaných výhledů by se k němu ani v příštím roce neměla významněji přiblížit. Výhled 3M i 1R sazby EURIBOR a výnosu 10R Bundu je v souladu s prosincovým vydáním GEVU.



## II.2 Spojené státy

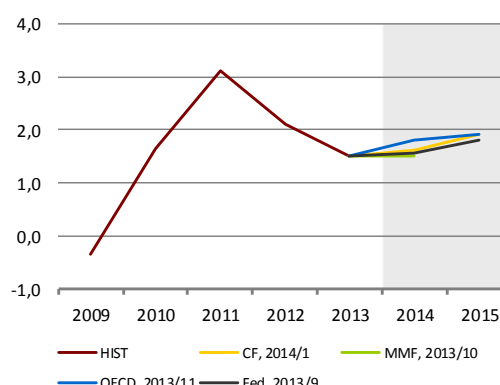
V průběhu roku 2013 meziroční růst HDP Spojených států postupně zrychloval a další zrychlení je očekáváno také ve čtvrtém čtvrtletí. Tento optimismus je v souladu s růstem předstihového ukazatele PMI v průmyslu a samotné průmyslové produkce v druhé polovině loňského roku. V prosinci zároveň výrazně vzrostla spotřebitelská důvěra a zlepšování ekonomiky se odráží i v pokračujícím poklesu míry nezaměstnanosti. Růst HDP za celý loňský rok bude nicméně vlivem škrtů ve vládních výdajích (budget sequestration) nižší ve srovnání s rokem 2012. V letošním a v příštím roce by však měl růst HDP podle odhadů námi sledovaných institucí postupně zrychlovat až nad 3% úroveň. Inflace spotřebitelských cen byla v loňském roce utlumená a podobný vývoj je očekáván i v letošním roce. Až v roce 2015 lze očekávat mírné zrychlení inflace, ale ani tak by neměla inflace překročit 2% úroveň. Fedu proto vzniká prostor pro pouze pozvolný ústup od politiky kvantitativního uvolňování. V prosinci byly měsíční nákupy dluhopisů Fedem sníženy o 10 mld. USD a další snížení nákupů je očekáváno na lednovém zasedání (původně činily celkové měsíční nákupy 85 mld. USD). Tomu odpovídá postupně rostoucí výhled výnosů vládních dluhopisů, které by mohly v ročním horizontu dosáhnout 3,5 %. Krátkodobé úrokové sazby by měly nicméně ještě v letošním roce setrvat na rekordně nízkých úrovních. Jejich růst je očekáván až v průběhu roku 2015, kdy by Fed mohl v závislosti na dalším vývoji ekonomiky přistoupit ke zvýšení své základní úrokové sazby ze stávající nulové úrovně. Dolar tak má i přes své oslabení vůči euru v závěru loňského roku lepší vyhlídky a v horizontu dvou let je očekáváno jeho posílení vůči euru.

Růst HDP, %



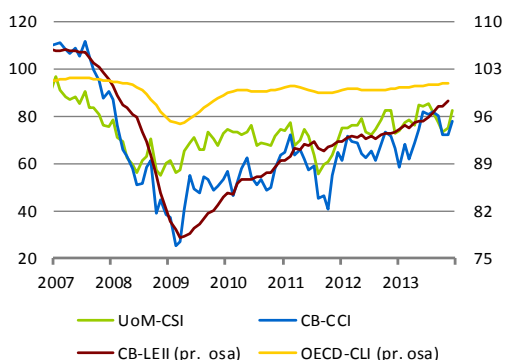
	CF	MMF	OECD	Fed
2014	2,8	2,6	2,9	3,0
2015	3,0		3,4	3,3

Inflace, %



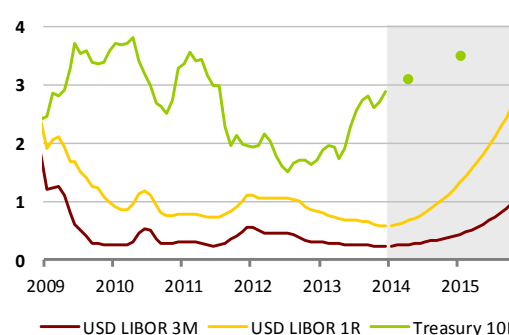
	CF	MMF	OECD	Fed
2014	1,6	1,5	1,8	1,6
2015	1,9		1,9	1,8

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
10/13	97,5	100,8	73,2	72,4
11/13	98,3	100,9	75,1	72,0
12/13			82,5	78,1

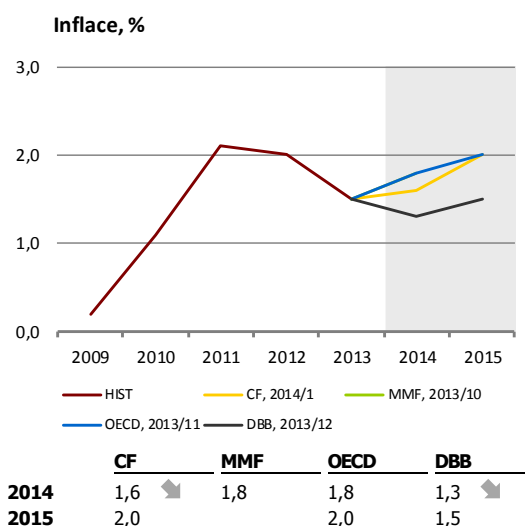
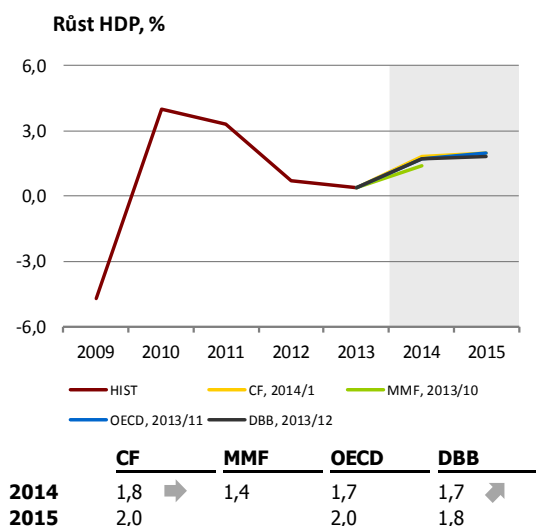
Úrokové sazby



	12/13	01/14	06/14	12/14	06/15	12/15
USD LIBOR 3M	0,24	0,24	0,29	0,42	0,68	1,11
USD LIBOR 1R	0,58	0,58	0,77	1,22	1,97	2,96
Treasury 10R			3,1	3,5		

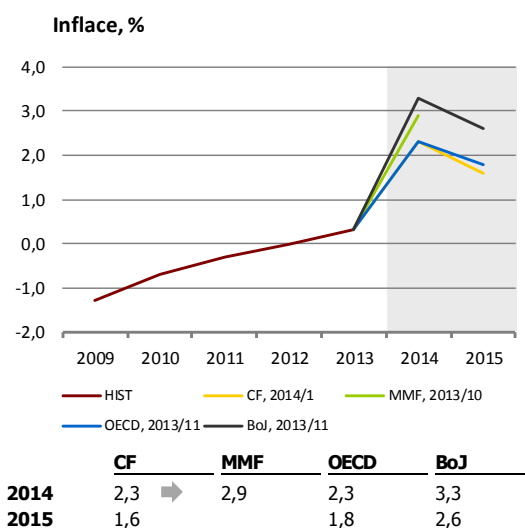
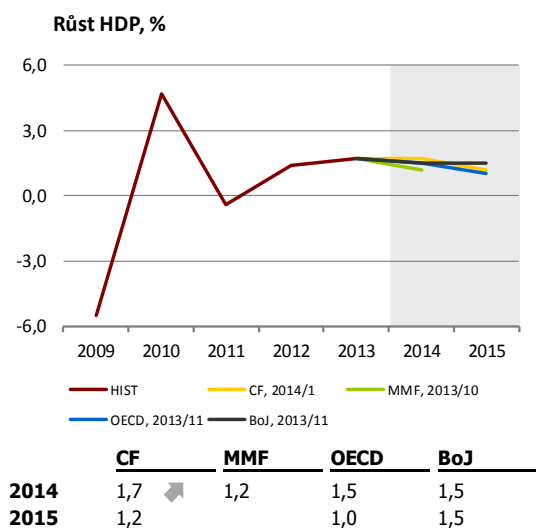
### II.3 Německo

Ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku došlo k dalšímu značnému zpomalení mezičtvrtletního tempa růstu HDP a jeho průměrná hodnota za celý loňský rok dosáhla 0,4 %. Pro letošní rok se díky značnému zvýšení domácí poptávky (v tom zejména investic) očekává výrazné urychlení hospodářského růstu na 1,8 %. Příznivý výhled je také podporován očekávaným zlepšením globálního ekonomického vývoje včetně eurozóny, kam míří 40 % německého vývozu. Na vyšší hospodářskou dynamiku ukazuje i vývoj předstihových ukazatelů. Hodnoty všech námi sledovaných ukazatelů se v posledním měsíci zvýšily a naznačují významné urychlení růstu HDP v prvním pololetí letošního roku. V prosinci 2013 německá inflace poněkud vzrostla na 1,4 %. Za čtvrté čtvrtletí dosáhla 1,3 % a za celý minulý rok průměrné hodnoty 1,5 %. V letošním roce se očekává její mírný nárůst na 1,6 % a v příštím roce by se měla dále zvýšit na 2 %.



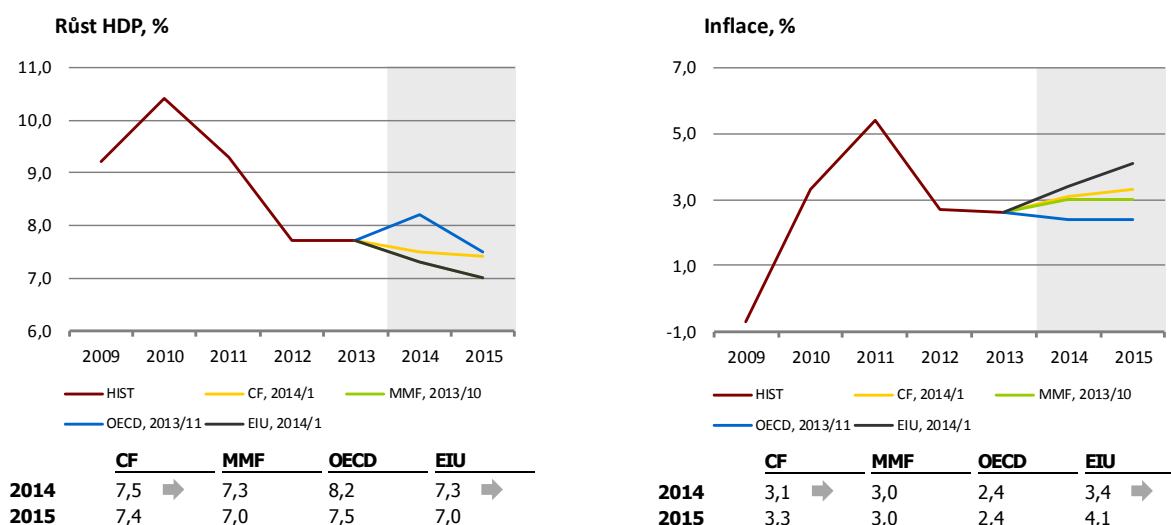
### II.4 Japonsko

Závěr roku 2013 přinesl několik příznivých údajů, které naznačují, že reformní aktivity vlády i centrální banky se začínají projevovat v japonské ekonomice. Ekonomický plán premiéra Abeho se snaží podpořit růst dlouhodobě stagnující ekonomiky a ukončit deflaci. Jeho tzv. „tři šípy“ zahrnují: masivní fiskální stimulus, více agresivní uvolnění měnové politiky centrální banky a strukturální reformy na podporu konkurenceschopnosti. V důsledku těchto opatření i v listopadu pokračoval růst průmyslové produkce a také překvapilo zvýšení tempa růstu maloobchodních prodejů. Předstihový indikátor pro průmysl (PMI) rostl v prosinci nejvíce za posledních 7 let. Inflace v listopadu dále zrychlila na pětileté maximum (1,5 % meziročně) a letos by dle lednového CF měla dosáhnout 2,3 %. Tento názor sdílí také OECD, ale MMF a centrální banka jsou více optimistické. CF také zvýšil předpověď růstu HDP na 1,7 % v roce 2014.



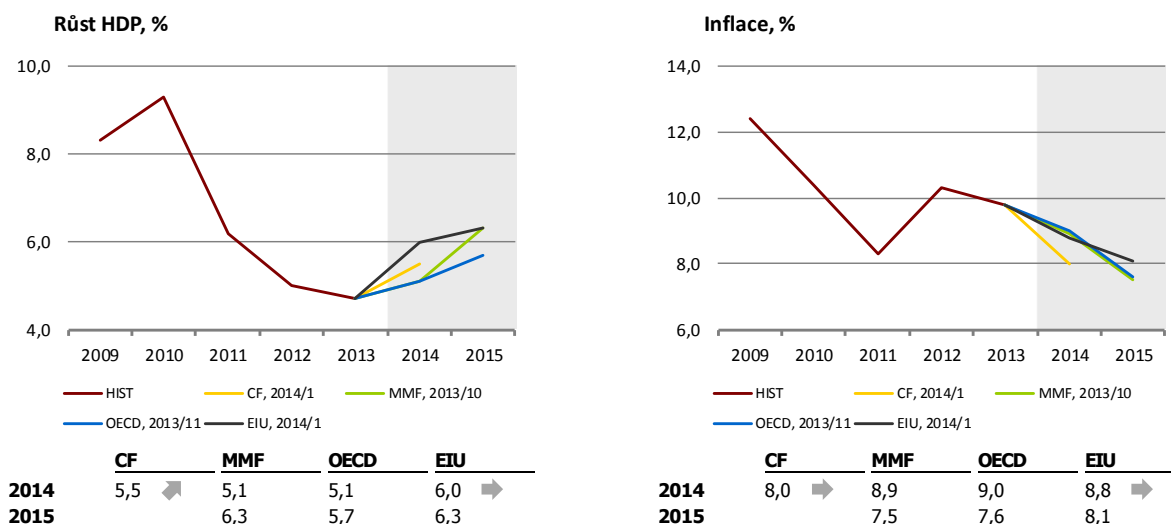
## III.1 Čína

Přestože výhledy CF a EIU se oproti prosinci nezměnily (7,5 % a 7,3 %), nejnovější makroekonomický vývoj ukazuje na možné zpomalení růstu ekonomické aktivity Číny. Růst průmyslové produkce a investic sice v prosinci zpomalil, ale PMI se udržuje nad 50bodovou hranicí. Podle agentury Bloomberg analytici letos očekávají nejpomalejší ekonomický růst za posledních 24 let. Komunistická strana považuje za nežádoucí zpomalení růstu pod 7,2% úroveň. Toto tempo ekonomického růstu by pomohlo udržet míru nezaměstnanosti ve městech na 4 %. Nová politika vlády (od března 2013) ovšem mírně snížila důležitost ekonomického růstu jako ukazatele ekonomické prosperity a více se zaměřuje na úroveň zadluženosti, zvýšení životní úrovně a zlepšení ekologické situace. I přes zpomalení bude ekonomika Číny v příštích letech vykazovat vysoké tempo růstu a čínská měna bude i nadále posilovat vůči americkému dolaru. Na výhledu kurzu se neodrazilo prosincové zvýšení krátkodobé úrokové sazby kvůli dočasnému zhoršení dostupnosti likvidity na mezibankovním trhu. Inflace zůstane v roce 2014 umírněná a podle CF a EIU se bude nacházet mezi 3,1 % a 3,4 %.



## III.2 Indie

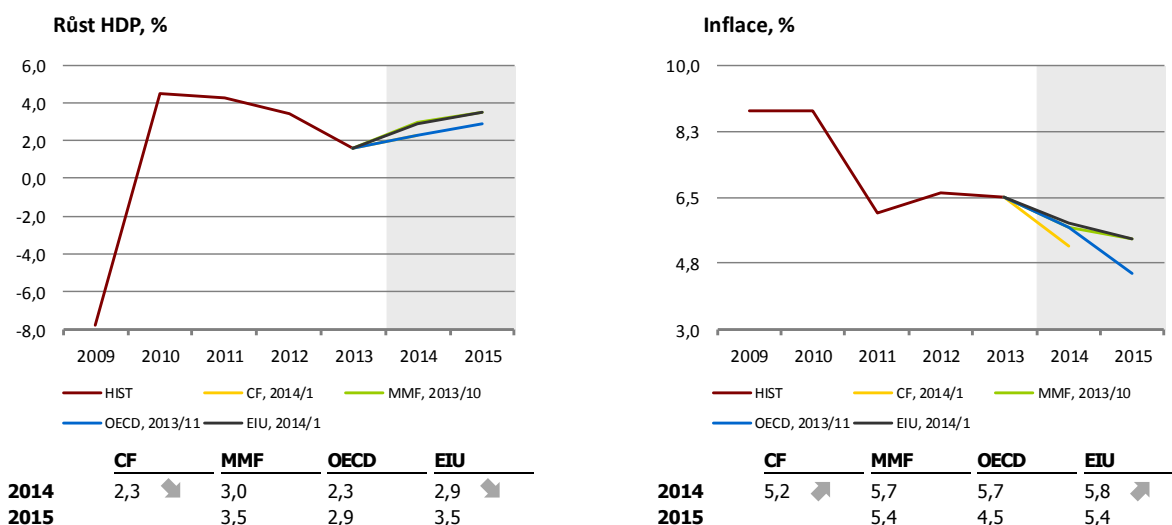
Po výrazném zpomalení se růst indické ekonomiky letos odrazí ode dna a dle očekávání CF a EIU zrychlí na 5,5 – 6 %, což je o 0,8 – 1,1 p.b. více oproti předběžnému odhadu CF a EIU pro rok 2013. Přestože inflace od roku 2012 klesá, zůstává i nadále vysoká a spotřebitele trápí zejména vysoký růst cen potravin a paliv. Pro zmírnění inflačních tlaků vyvolaných oslabením měnového kurzu zvýšila centrální banka koncem října úrokové sazby. Nové výhledy CF a EIU pro letošní rok očekávají 8,0 až 8,8% tempo růstu spotřebitelských cen. Domácí měna by se letos měla po velkých pohybech v roce 2013 ustálit kolem úrovně 62,3 rupií za US dolar (což představuje oproti roku 2011 oslabení o 40 %).





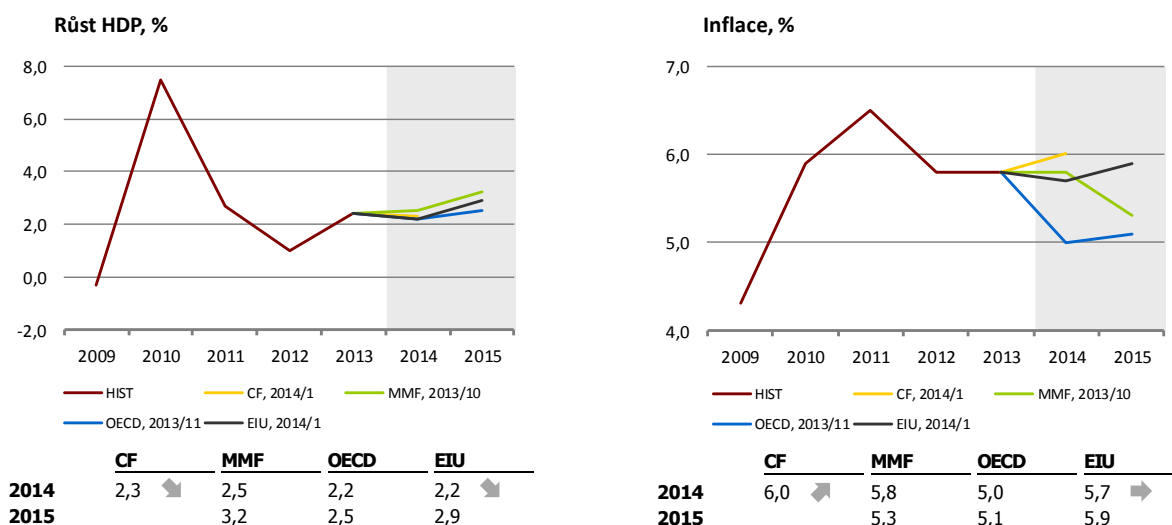
### III.3 Rusko

Za předpokladu rychlého obnovení ekonomické aktivity očekávají letos Centrální banka Ruska (CBR) spolu s vládou 3% růst HDP. V závislosti na vývoji cen ropy a růstu globální ekonomiky CBR ve své prognóze ponechává možnost 1% propadu HDP (pokud by cena ropy Ural klesla až na 76 USD/barel), nebo růst HDP může naopak zrychlit na 3,5 % (pokud by cena ropy Ural vzrostla na 123 USD/barel). Snížení objemu průmyslové produkce v listopadu spolu s jen mírným růstem investic, stejně jako kolísání PMI kolem 50bodové hranice a mírný pokles cen ropy ovšem nenaznačují brzké zrychlení ekonomiky. Nejnovější výhledy CF a EIU snížily oproti prosinci výhledy růstu HDP na 2,3 – 2,9 %. Světová banka svůj výhled také snížila a očekává pouze 2,2% růst. Očekávaný pokles cen ropy v průběhu letošního roku rovněž povede k oslabení ruského rublu. CBR plánuje letos postupně snižovat objem intervencí a zvyšovat flexibilitu domácí měny. Cílem CBR je udržet letos inflaci na 5,0 % (± 0,5 p.b.). Nový výhled CF se v současné době nachází poblíž horní hranice cíle CBR (5,2 %) a EIU očekává, že růst spotřebitelských cen bude v roce 2014 ještě vyšší (5,8 %).

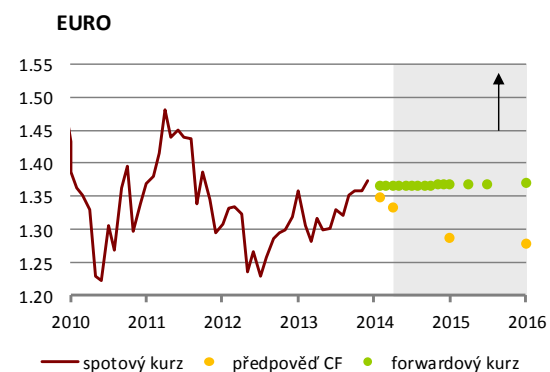


### III.4 Brazílie

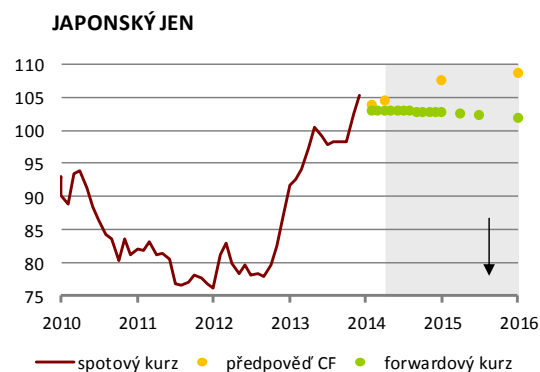
Ekonomický růst Brazílie zůstává dle nových výhledů CF a EIU nadále utlumený. Ze všech zemí BRIC tak bude Brazílie i nadále vykazovat nejslabší ekonomický výkon. V roce 2014 její HDP poroste 2,2 – 2,3% tempem. Ekonomiku by mělo podpořit letošní mistrovství světa ve fotbale. Vnitřní politické napětí, které se navíc bude zvyšovat s blížícím se termínem říjnových voleb, se naopak na ekonomickém vývoji odráží negativně. Inflace zůstává poměrně vysoká (s ohledem na slabý ekonomický růst) a dosáhne letos 5,7 – 6 %. Kurz brazilského realu od roku 2011 oslabil o 50 % a letos by se měl držet kolem 2,33 za USD.



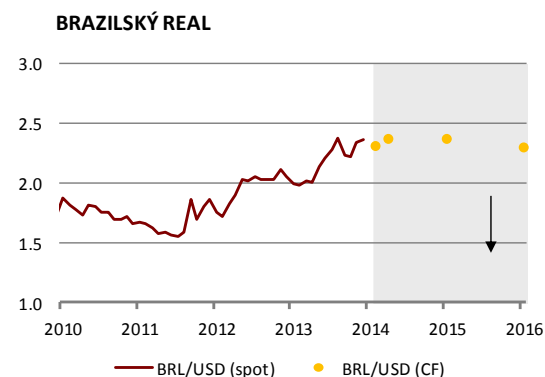
## Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru



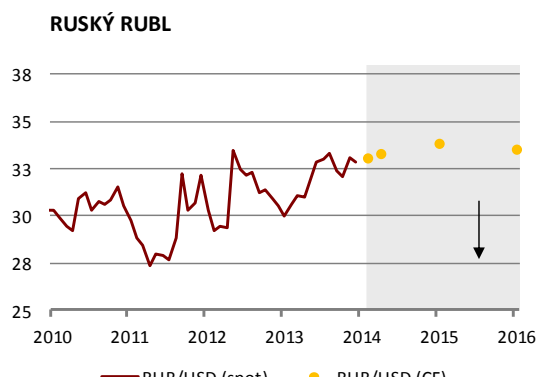
	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	1,367				
<b>předpověď' CF</b>		1,348	1,333	1,287	1,278
<b>forwardový kurz</b>		1,367	1,367	1,368	1,371



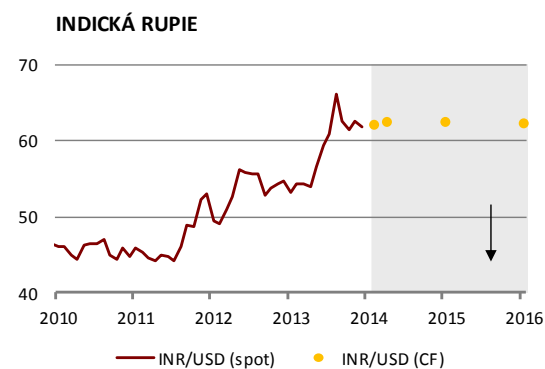
	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	103,00				
<b>předpověď' CF</b>		103,90	104,50	107,60	108,60
<b>forwardový kurz</b>		102,98	102,96	102,72	101,86



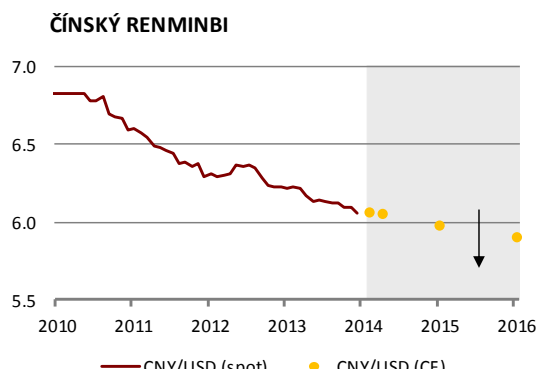
	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	2,35				
<b>předpověď' CF</b>		2,31	2,36	2,37	2,30



	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	33,27				
<b>předpověď' CF</b>		33,02	33,26	33,84	33,53



	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	61,58				
<b>předpověď' CF</b>		62,16	62,45	62,39	62,20



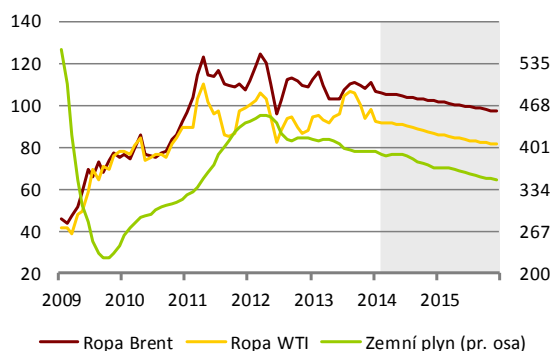
	13/01/14	02/14	04/14	01/15	01/16
<b>spotový kurz</b>	6,04				
<b>předpověď' CF</b>		6,06	6,05	5,98	5,90

Pozn.: směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávierky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## V.1 Ropa a zemní plyn

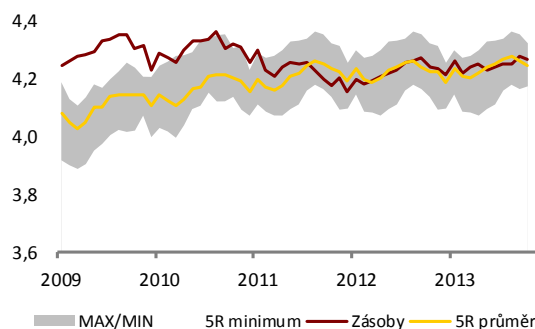
Cena ropy Brent již cca 6 měsíců kolísá bez viditelného trendu kolem hodnoty 110 USD/barel. V průběhu prosince 2014 si ropa udržovala spíše silnější hodnoty, když její cena v průměru dosáhla 110,7 USD/b (což byla nejvyšší hodnota za poslední tři měsíce). Na začátku ledna 2014 však došlo k silnému poklesu k úrovni 107 USD/barel, kolem které se pak pohybovala cena po celou první polovinu měsíce. Pokles ceny byl motivován optimismem ohledně vývoje v severní Africe (uzavření příměří v Jižním Súdánu a opětovné spuštění těžby na některých ropných polích v Libyi) a posílením amerického dolaru. Proti výraznějšímu růstu ceny ropy bude v nejbližší budoucnosti působit jednak rychlý růst globální těžby (zejména v USA a Kanadě), který by měl převyšovat očekávaný růst spotřeby, a jednak postupné omezování měnového stimulu v USA, které by s sebou mělo přinést další posílení amerického dolaru a odliv investic z komoditních trhů. Výraznějšímu poklesu ceny naopak nadále brání napjatá politická situace v severní Africe a na Blízkém Východě. Lednový Consensus Forecasts očekává v horizontu jednoho roku stagnaci ceny ropy Brent těsně pod hodnotou 106 USD/barel, aktuální předpověď americké EIA předpokládá pro letošní a příští rok postupné klesání ceny. Průměrná cena by tak letos měla dosáhnout 105 USD/barel a příští rok klesnout na 102 USD/barel. Klesající tržní výhled na základě futures kontraktů je jen nepatrně strmější v roce 2015 s průměrnou cenou 99,5 USD/barel. Spotřeba ropy by měla růst nadále zejména v rozvíjejících se zemích, ale nižším tempem než v letech 2009 – 2011. Naopak největší pokles spotřeby se očekává v Japonsku a v Evropě.

### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

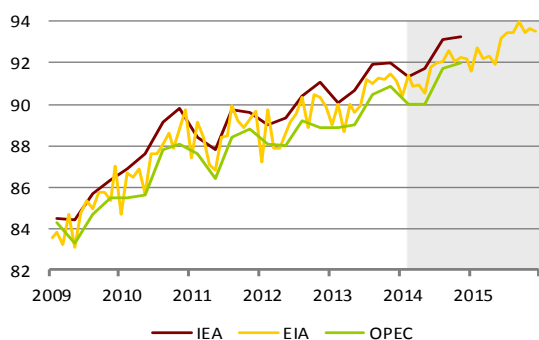


	<b>Brent</b>	<b>WTI</b>	<b>Plyn</b>
2014	-4,10	-8,12	-5,02
2015	-4,55	-6,99	-6,10

### CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

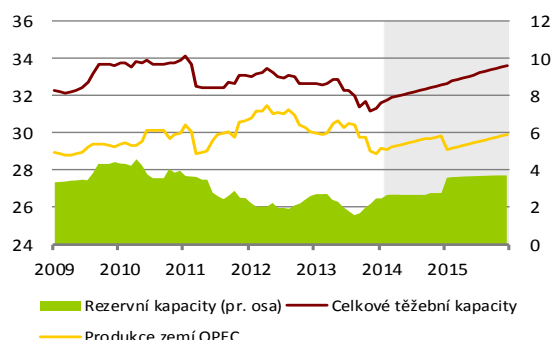


### SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	<b>IEA</b>	<b>EIA</b>	<b>OPEC</b>
2014	1,31	1,34	1,22
2015		1,50	

### PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	<b>Produkce</b>	<b>Těžební kapacity</b>	<b>Rezervní kapacity</b>
2014	-1,59	-0,01	21,41
2015	0,08	3,16	37,46

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).

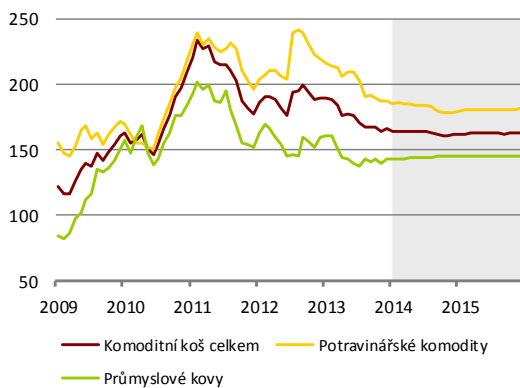
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

## V.2 Ostatní komodity

Komoditní trhy se v prosinci zotavily z mírného listopadového poklesu, v první polovině ledna však začaly opět klesat, i když zejména vlivem energetických surovin. Výjimkou byl index průmyslových kovů, který v lednu pokračoval v nepatrném růstu. V poslední době je možné pozorovat přesun růstu poptávky po komoditách z rozvíjejících se do vyspělých zemí. Tento trend by měl v nejbližší době pokračovat. Rozvíjející se země by však měly těžit ze zvýšené poptávky v zemích OECD a následně by měla opět růst i jejich poptávka po komoditách.

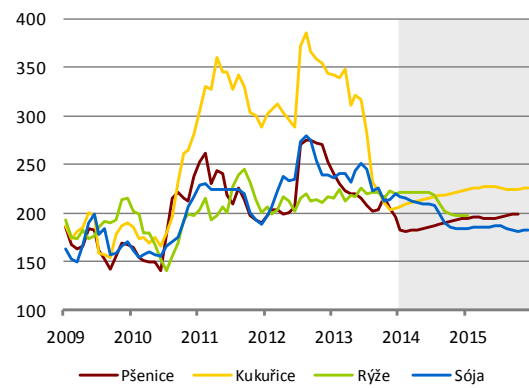
Cena pšenice klesá již od konce října a v lednu se její pokles ještě urychlil, naopak cena kukuřice se po předchozím výrazném poklesu v listopadu a prosinci stabilizovala. Výhled je pro obě plodiny mírně rostoucí. Stagnující byl v prosinci i vývoj cen rýže a sóji, u těchto plodin se však očekává v polovině letošního roku další cenový pokles. Cena vepřového masa sezonně poklesla, další historická maxima však atakuje cena hovězího masa. Zatímco cena bavlny se po listopadovém růstu stabilizovala, cena kaučuku poklesla. Cenový vývoj ve skupině průmyslových kovů nebyl jednotný, ale ani nijak dramatický. Předpověď ceny u většiny z nich stagnuje nebo mírně klesá, výjimkou je cena hliníku, jejíž předpověď je rostoucí.

### INDEXY CEN NEENERGETICKÝCH KOMODIT



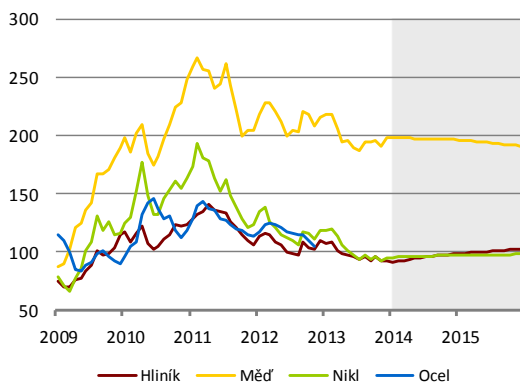
	<b>Celkem</b>	<b>Potraviny</b>	<b>Kovy</b>
<b>2014</b>	-6,5	-9,4	-0,8
<b>2015</b>	-0,4	-1,1	1,0

### POTRAVINÁŘSKÉ KOMODITY



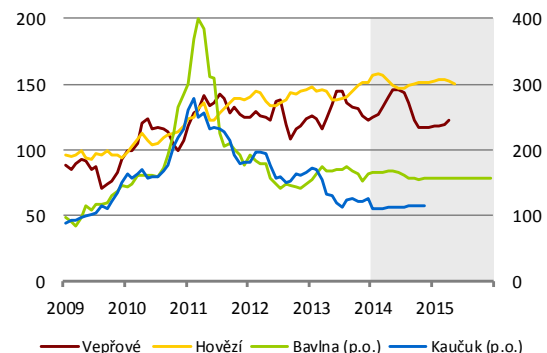
	<b>Pšenice</b>	<b>Kukuřice</b>	<b>Rýže</b>	<b>Sója</b>
<b>2014</b>	-13,1	-22,4	-3,0	-12,8
<b>2015</b>	5,0	4,6	-7,1	-8,9

### KOVY



	<b>Hliník</b>	<b>Měď</b>	<b>Nikl</b>
<b>2014</b>	-2,3	-0,6	-5,4
<b>2015</b>	5,7	-1,9	1,2

### MASO, NEPOTRAVINÁŘSKÉ ZEMĚDĚLSKÉ KOMODITY



	<b>Vepřové</b>	<b>Hovězí</b>	<b>Bavlna</b>	<b>Kaučuk</b>
<b>2014</b>	0,4	4,8	-2,3	-16,1
<b>2015</b>	-8,5	0,3	-2,8	

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví?<sup>1</sup>

Článek se zabývá genezí novodobého fenoménu centrálního bankovníctví, tj. signalizací budoucí měnové politiky (forward guidance, FG). Na příkladu několika zemí je ilustrována jak její měkčí „delfská“ forma (tj. zveřejnění předpokladu centrální banky o vývoji nástroje měnové politiky), tak závaznější „odysseovská“ forma (kterou se rozumí deklarovaný závazek centrální banky o vývoji nástroje měnové politiky). Právě forma FG v podobě závazku je některými centrálními bankami využívána v situaci, kdy jsou omezeny v budoucím vývoji pohybu nástroje měnové politiky, nejčastěji měnověpolitické úrokové sazby.

### 1 Podstata FG

V komunikační strategii centrálních bank se začíná stále častěji objevovat fenomén tzv. „forward guidance“<sup>2</sup>. Tento přístup, jenž prozatím postrádá ustálenou definici, lze popsat jako *komunikační strategii centrální banky, jejímž cílem je poskytovat informaci trhům a veřejnosti o budoucím provádění měnové politiky, a to zejména o budoucí trajektorii její základní úrokové sazby, případně dalšího (jiného) nástroje měnové politiky.*<sup>3</sup> Centrální banka se tak prostřednictvím FG snaží ovlivňovat očekávání trhů a veřejnosti o budoucím vývoji měnověpolitických nástrojů. Zde lze najít rozdíl oproti ovlivňování očekávání o budoucím vývoji cen při cílování inflace<sup>4</sup>.

Informaci o své budoucí měnové politice, tedy FG mohou centrální banky podat trhům a veřejnosti ve dvou formách – „delfské“ a „odysseovské“<sup>5</sup>. **Delfská forma FG** znamená, že centrální banka zveřejňuje svoji prognózu budoucího vývoje měnové politiky (nejčastěji měnověpolitické sazby). Nejde tedy o závazek centrální banky, ale pouze o jí zveřejněnou předpokládanou trajektorii měnověpolitické sazby získanou na základě výhledu základních ekonomických proměnných (HDP, nezaměstnanosti, inflace a dalších veličin). Pokud budou budoucí hodnoty těchto fundamentálních proměnných jiné, než očekávala prognóza centrální banky, pak lze předpokládat i této změně odpovídající nastavení měnové politiky.

**Odysseovská forma FG** znamená, že centrální banka formuluje explicitní závazek (v některých případech spolu s podmínkou o určitém vývoji základní ekonomické proměnné), tj. zavazuje se k určité budoucí trajektorii své základní sazby nebo jiného měnověpolitického nástroje. Případné spojení závazku s podmínkou o vývoji některé základní ekonomické proměnné (např. inflace) přísnost tohoto závazku zmírňuje. Centrální banka tak získává určitou volnost jej nedodržet, pokud by se

<sup>1</sup> Autory jsou Milan Klíma (milan.klima@cnb.cz) a Luboš Komárek (lubos.komarek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> V českém jazyce je FG označována za „signalizaci budoucí měnové politiky“.

<sup>3</sup> V poslední době se fenomén FG začíná uplatňovat i v oblasti makrobezpečnostní politiky, kdy centrální banky do budoucna oznamují (ne)aktivitu v oblasti zavádění např. proticyklických kapitálových polštářů.

<sup>4</sup> Při cílování inflace se centrální banky snaží ovlivňovat očekávání o vývoji cen v budoucnu. Při FG se centrální banky pokoušejí ovlivnit názor trhů a veřejnosti buď přímo na budoucí nastavení měnové politiky (restrikce vs. uvolňování), anebo na trajektorii některého měnověpolitického nástroje této centrální banky (obvykle její základní sazby).

<sup>5</sup> Názvy obou forem FG jsou odvozeny z historie antického Řecka. V Delfách se nacházela nejslavnější věštitelna starověkého Řecka. A Odysseus se při plavbě v blízkosti Sirén nechal přivázat pevně ke stěžni, což mělo demonstrovat jeho neodvolatelný závazek.

makroekonomické podmínky vyvíjely jinak, než jak očekávala v době, kdy svůj závazek vyhlásila.<sup>6</sup>

Aplikace FG centrální bankou může být tedy provedena několika způsoby, které se liší v přesnosti, resp. síle závazku centrální banky, a které jsou zde seřazeny podle míry závaznosti pro centrální banku, tj.:

- (1) slovně naznačí svůj současný názor na směr provádění měnové politiky v budoucnu (tj. bez přesného kvantitativního určení úrovně měnověpolitické úrokové sazby v budoucnu) – delfská FG;
- (2) svůj současný názor na budoucí vývoj své měnové politiky doplní kvantitativním určením vývoje své základní sazby – delfská FG;
- (3) zaváže se k určité budoucí úrovni své základní sazby na tak dlouho, dokud budou platit určité podmínky (např. míra nezaměstnanosti zůstane vyšší než 6,5 %, nebo nedojde ke změně inflačních očekávání, anebo nebude ohrožena finanční stabilita daného finančního systému) – odysseovská FG.
- (4) zaváže se, že bude udržovat svoji měnověpolitickou sazbu na určité úrovni (nebo ji nezvýší nad určitou hranici) po předem stanovené období; způsob určení tohoto období se přitom může výrazně lišit, a to od velmi neurčitého („po delší období“) až po zcela přesné („do konce druhého čtvrtletí 2010“) – odysseovská FG;

## 2 FG centrálních bank malých otevřených ekonomik

K využívání FG přešly nejdříve centrální banky menších zemí s otevřenou ekonomikou a plovoucím kurzem. Tyto centrální banky přešly nejprve k režimu cílování inflace a následně v jeho rámci k delfské podobě FG, která dále posílila vyšší transparentnost při provádění měnové politiky vůči trhům a veřejnosti. To umožnilo centrálním bankám ještě lépe ovlivňovat a stabilizovat inflační očekávání, jejichž vývoj je v režimu inflačního cílování klíčový. Delfská FG začala být tedy využívána v době, kdy úroveň měnověpolitických sazeb centrálních bank dále popsaných zemí nebyla na nebo blízko nulové hranice úrokových sazeb. První centrální bankou, která začala využívat tuto delfskou formu FG byla v roce 1997 Rezervní banka Nového Zélandu, kterou dále následovaly centrální banky Norska (2005), Švédska (2007), České republiky (2008), Kanady (2009) a Polska (2013).<sup>7</sup> Následně některé z výše uvedených malých otevřených ekonomik, které doposud aplikovaly delfskou FG, se buď pod tíhou dosažení nulové hranice měnověpolitických úrokových sazeb (Česká republika) nebo vlivem zhoršujícího se vývoje v reálné ekonomice i při nenulových úrokových sazbách centrální banky (Polsko), rozhodly aplikovat FG ve formě závazku.

### Nový Zéland

Centrální banka Nového Zélandu (Reserve Bank of New Zealand – RBNZ) potvrdila v roce 1990 svou snahu o větší otevřenost při provádění měnové politiky přechodem k režimu cílování inflace. Podle RBNZ zvýšení množství informací poskytovaných trhům a veřejnosti zlepšuje účinnost provádění měnové politiky. Od roku 1997 Banka přešla k využívání delfské FG. Od této doby vydává dokument s názvem „*Monetary Policy Statement*“ (MPS). Tento dokument obsahuje kvalitativní i kvantitativní odhady budoucího vývoje nejvýznamnějších makroekonomických proměnných včetně předpokládané trajektorie základní úrokové sazby.

<sup>6</sup> Příkladem může být situace, kdy centrální banka bude udržovat svou základní sazbu na úrovni maximálně 0,5 % tak dlouho, dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 %.

<sup>7</sup> Centrální banka aplikovala delfskou FG mezi prosincem 2003 až červnem 2004.

Základní měnověpolitickou sazbou byla v této době 90denní sazba, jejíž prognózu MPS také obsahoval. Od roku 1999 se základní sazbou RBNZ stala jednodenní sazba na depozita uložená u Banky (The Official Cash Rate – OCR). OCR je obdobou *federal funds rate* americké centrální banky a RBNZ o jejím nastavení rozhoduje osmkrát do roka. Pružného cílování inflace využívá banka od roku 2002.

## Norsko

Také centrální banka Norska (Norges Bank) se v devadesátých letech minulého století postupně posunovala směrem k vyšší otevřenosti vůči trhům a veřejnosti. V roce 1999 začala používat implicitní cílování inflace a o 2 roky později vyhlásila svůj explicitní inflační cíl 2,5 %. Bylo to v období rychle rostoucích cen ropy a vláda i centrální banka se obávaly o jejich vliv na domácí cenovou hladinu. Základní měnověpolitickou úrokovou sazbou Norges Bank je *sight deposit rate* (krátkodobá sazba pro depozita obchodních bank u centrální banky) a o její výši rozhoduje šestkrát ročně Výkonná rada Norges Bank.

V roce 2004 začala Norges Bank zveřejňovat krátkodobé prognózy své základní úrokové sazby na období nazvané „strategický interval“. To bylo období 4 měsíců od jednoho zveřejnění hlavního měnověpolitického dokumentu Norges Bank (*Monetary Policy Report* vydávaného třikrát ročně) ke druhému. Banka v této zprávě uváděla kromě budoucích úrokových sazeb i své predikce dalších významných makroekonomických proměnných – HDP, produkční mezery a inflace. Od dalšího roku byl horizont prognóz prodloužen na 3 roky a Norges Bank své předpovědi (včetně základní úrokové sazby) nyní prezentuje ve formě vějířových grafů.

## Švédsko

Švédská centrální banka (Riksbank) začala cílovat inflaci v roce 1995 a pro její meziroční růst stanovila cíl ve výši 2 %. Od dalšího roku vydávala *Zprávu o inflaci (Inflation Report)*, kde publikovala tzv. podmíněnou prognózu inflace, tj. prognózu za předpokladu, že její základní úroková sazba repo rate (1týdenní úroková sazba, za kterou si mohou obchodní banky půjčovat nebo ukládat u Riksbank) zůstane po celé období predikce beze změny.

Od roku 2005 Riksbank zveřejňovala svůj výhled s předpokladem vývoje repo sazby v souladu s očekáváním finančních trhů. O 2 roky později začala Riksbank používat delfskou formu FG a uvádět v dokumentu *Monetary Policy Report*, který nahradil do té doby publikovaný *Inflation Report*, svou prognózu inflace založenou na vlastním odhadu budoucího vývoje repo sazby. Horizont predikce prodloužila Riksbank ze 2 na 3 roky a vedle vlastní prognózy své základní úrokové sazby zde uvádí i výhled pro důležité makroekonomické proměnné (HDP, inflace, atd.) ve formě vějířových grafů. Výkonná rada (*Executive Board of the Riksbank*) o sazbách rozhoduje šestkrát ročně a v Reportu jsou uváděny vedle výsledků hlasování také názory členů Rady nesouhlasících s většinovým názorem. Minutes ze zasedání jsou publikovány o 14 dní později a od této doby mohou nesouhlasící členové Rady volně publikovat své názory. Přechodem k FG se Riksbank stala pro trhy a veřejnost čitelnější a zlepšila se také možnost její kontroly z této strany.

## Kanada

Centrální banka Kanady (Bank of Canada – BoC) aplikuje od roku 1991 k ovlivňování vývoje cenové hladiny cílování inflace. Cíl pro tempo růstu spotřebitelských cen je stanoven na 2 %. Rada guvernérů rozhoduje o nastavení své základní měnověpolitické úrokové sazby (*Reference Rate* - jednodenní sazba peněžního trhu) osmkrát do roka. Od

roku 2009 Banka poskytovala delfskou FG; v dubnu 2009 přešla BoC k odysseovské FG, když se zavázala, že do konce druhého čtvrtletí 2010 nezmění své měnověpolitické sazby a tento závazek splnila. V současné době odysseovskou FG BoC nevyužívá.

### Česká republika

Česká národní banka (ČNB) začala od ledna 2008 využívat měkčí formu delfské FG. Namísto do té doby komentovaného slovního popisu očekávaného vývoje úrokových sazeb začala být od ledna 2008 zveřejňována prognóza úrokových sazeb v číselné podobě, a to formou tzv. vějířového grafu. Tento krok spolu s dalšími změnami v režimu cílování inflace (zejm. zveřejňování jmenovitého hlasování bankovní rady o úrokových sazbách) utvrzuje zařazení ČNB mezi nejvíce otevřené centrální banky cílující inflaci. Následně bankovní rada ČNB rozhodla o číselném zveřejňování své prognózy nominálního měnového kurzu CZK/EUR od ledna 2009 opět ve formě vějířového grafu. Tímto krokem se ČNB zapsala do historie centrálního bankovníctví, neboť se stala první centrální bankou na světě, která zveřejňuje prognózu nominálního kurzu ke konkrétní měně (přitom jen několik málo nejvyspělejších centrálních bank cílujících inflaci v současnosti zveřejňuje svou prognózu kurzu v efektivním vyjádření). V případě ČNB došlo od listopadu 2012 k přechodu na odysseovskou formu FG, kdy se začala být nepřímo komentovat délka setrvání na nulové úrovni úrokových sazeb. Od 7. listopadu 2013 začala ČNB používat jako nástroj měnové politiky měnový kurz, včetně komunikace délky časového období nezbytného pro setrvání v tomto režimu. Bankovní rada rozhodla a explicitně informovala trhy a veřejnost, že bude pomocí měnových intervencí při aktivní účasti ČNB na devizovém trhu udržován kurz koruny vůči euru na úrovni blízké 27 CZK/EUR minimálně do počátku roku 2015.

### Polsko

Rada pro měnovou politiku (Monetary Policy Council - MPC) odpovídá v Polské národní bance (National Bank of Poland - NBP) za všechna zásadní měnověpolitická rozhodnutí, zejména o nastavení své základní úrokové sazby (Reference Rate). Po opakovaném snižování této sazby v březnu až červnu 2013 ji Rada v červenci dále snížila na historicky nízkou úroveň 2,5 %, která od té doby nebyla změněna. V červenci MPC také vyhlásila závazek ponechat svou základní sazbu na této úrovni (2,5 %) minimálně do konce roku 2013. NBP se tímto krokem zařadila mezi centrální banky využívající odysseovské formy FG. Stejný závazek Rada opakovala v srpnu, září a říjnu. V listopadu jej dále prodloužila a NBP tak rovnou přikročila k silnější formě FG, neboť do svého rozhodnutí o zavedení FG budoucí výhled své měnověpolitické sazby nezveřejňovala (avšak zveřejňuje vějířové grafy pro předpokládaný vývoj inflace a HDP).

### 3 FG centrálních bank s rezervní měnou

Centrální banky největších rozvinutých ekonomik (USA, Velká Británie, eurozóna a Japonsko) začaly využívat FG až po vypuknutí finanční krize od roku 2008 (s výjimkou USA v letech 2003 a 2004) k řešení problémů, které mají některé společné rysy. Tyto centrální banky se rozhodly poskytovat FG v době, kdy jejich měnověpolitické sazby byly na velmi nízké úrovni (do 0,5 % včetně) a k dalšímu uvolnění měnové politiky již nebylo možno využít úrokový kanál. V této situaci se uvedené centrální banky snažily dále uvolnit měnovou politiku mimo jiného tím, že vedle nízkých krátkodobých



úrokových sazeb (ty mohou centrální banky ovlivňovat přímo) dále s pomocí odysseovské FG vyvíjely tlak na snižování také delších úrokových sazeb<sup>8</sup>.

## Japonsko

Rada pro měnovou politiku (Policy Board) je v japonské centrální bance (Bank of Japan – BoJ) orgánem, který rozhoduje o všech významných měnověpolitických otázkách. BoJ má již od roku 1999 zkušenosti s FG, kdy ceny klesaly a základní sazba byla snížena na nulu, i když se tento přístup tak v dané době nenazýval. V lednu 2013 Policy Board zvýšil cíl pro inflaci na 2 % a v dubnu téhož roku přistoupil k pokusu změnit deflačně-stagnační klima japonské ekonomiky prostřednictvím intenzivního programu kvantitativního uvolňování nazvaného Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE). Cílem bylo ukončit dlouhotrvající stagnaci a deflaci a trvale zvýšit inflaci na 2 %. Aby záměr uspěl, je nutno podstatně omezit deflační očekávání trhů a veřejnosti a ukotvit jejich inflační očekávání okolo 2 %. FG je tak základní složkou QQE.

Součástí rozhodnutí z dubna roku 2013 jsou také dvě časová určení vztahující se k QQE. BoJ má dosáhnout svého 2% inflačního cíle co nejrychleji, ale nejpozději do dvou let. Má také pokračovat v QQE tak dlouho, dokud nebude 2% cíle dosaženo stabilním způsobem.

Podle Sayuri Shirai<sup>9</sup>, bývalé členky Policy Boardu se zde jedná o dvě FG. Cílem prvního FG je zvýšení inflace na 2 %, k jehož dosažení bude BoJ provádět rozsáhlé měnové operace (zdvojnásobení měnové báze i nákup japonských vládních obligací s více než dvojnásobným horizontem splatnosti v průběhu dvou let, atd.). Cílem druhého FG je zvýšit inflační očekávání na úroveň 2 % a na této hladině je dlouhodobě ukotvit. To může vyžadovat značný nákup finančních aktiv po dobu případně delší než dva roky a v tom případě další zvýšení měnové báze i větší nákupy vládních obligací i dalších finančních aktiv.

## USA

Centrální banka USA (Federal Reserve System – Fed) začala FG využívat již v letech 2003 až 2004. Podávala informace o budoucím směru své měnové politiky ve formě kvalitativních vyjádření bez kvantitativního upřesnění nebo stanovení přesného data. Fed sděloval trhům a veřejnosti svou predikci a jím očekávaný směr měnové politiky, ale k ničemu se nezavazoval. Jednalo se tedy o delfskou formu FG. Americká centrální banka se k FG vrátila v době finanční krize poté, co snížila v roce 2008 svou základní sazbu (federal funds rate – FFR) prakticky na nulu (0 – 0,25 %). V prosinci 2008 oznámila, že tuto výjimečně nízkou úroveň FFR bude udržovat „po nějakou dobu“ („for some time“), později ji prodloužila na „delší dobu“ („for an extended period“). V srpnu 2011 již určila přesné datum („minimálně do poloviny 2013“) a toto období v lednu dále prodloužila („minimálně do konce 2014“). V září stejného roku Fed toto období „pravděpodobně“ dále prodloužil, a to na („...delší dobu potom, co ekonomické oživení posílí“). Tímto směrem pokračovala komunikace Fedu i později, když v prosinci 2012 vyhlásil „uvolněná měnová politika bude zachována minimálně, dokud nezaměstnanost zůstane nad 6,5 %“.

Dalším krokem k prohloubení otevřenosti bylo rozhodnutí FOMC (Federal Open Market Committee), že jeho jednotliví členové budou zveřejňovat své vlastní názory na budoucí

<sup>8</sup> Příkladem může být situace, kdy centrální banka poskytne finančním trhům informaci, že její krátkodobá sazba bude na určité velmi nízké úrovni po dobu dvou let, může tak vedle krátkodobé sazby snížit i sazbu dvouletou.

<sup>9</sup> Sayuri Shirai: The Bank of Japan's Current Monetary Easing and Forward Guidance in Wouter den Haan (ed): Forward Guidance, Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants, A VoxEU.org eBook

vývoj FFR i základních makroekonomických veličin (HDP, mezera výstupu, nezaměstnanost, inflace, případně dalších). V tomto období (po roce 2008) Fed využíval odysseovskou formu FG.

### Velká Británie

Centrální banka Velké Británie (Bank of England – BoE) používá cílování inflace od roku 1992 a od následujícího roku vydává čtvrtletně svůj hlavní měnověpolitický dokument *Inflation Report*. Řízením měnové politiky je v BoE pověřen Výbor pro měnovou politiku (*Monetary Policy Committee, MPC*). Ten na svém zasedání v srpnu 2013 rozhodl poskytovat FG s cílem udržet současnou míru měnového uvolnění, a podpořit tak ekonomické oživení, aniž by bylo ohroženo plnění základního mandátu BoE – udržení měnové i finanční stability. Výbor se explicitně zavázal, že nezvýší svou základní měnověpolitickou sazbu (*Bank Rate*) ze současné úrovně 0,5 % a nebude prodávat dříve nakoupená finanční aktiva (nevylučuje jejich další nákup), dokud bude míra nezaměstnanosti vyšší než 7 %, a to při splnění následujících podmínek<sup>10</sup>:

- pravděpodobnost, že inflace podle MPC zůstane v horizontu 18 – 24 měsíců pod úrovní 2,5 %, bude větší než 50 %;
- střednědobá inflační očekávání zůstanou ukotvena v souladu s měnověpolitickým cílem BoE;
- Výbor pro finanční stabilitu (*Financial Stability Committee – FPC*) bude souhlasit s tím, že stupeň uvolnění měnové politiky významně neohrožuje finanční stabilitu do té míry, že by tento stav nemohl být napraven běžnými regulatorními opatřeními.

Podle MPC zvýší poskytování FG účinnost stimulů obsažených v jeho současné měnové politice třemi způsoby:

- lépe to ukáže názor MPC na vhodný kompromis mezi časovým horizontem, na kterém se inflace (CPI) vrátí k cíli, a podporou oživení;
- sníží to nejistotu, pokud jde o budoucí vývoj měnové politiky v období, kdy je ekonomika ve fázi oživení;
- MPC to umožní pokračovat v měnové expanzi, aniž by byla ohrožena cenová a finanční stabilita.

### Eurozóna

Rada guvernérů (*The Governing Council*), která je vrcholným orgánem Evropské centrální banky (ECB) odpovědným za základní měnověpolitická rozhodnutí ECB, rozhodla na svém zasedání v červenci 2013 rozšířit své měnověpolitické nástroje o delfskou FG.

Rada oznámila, že „očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na současné nebo nižší úrovni po delší dobu“<sup>11</sup>. Takové očekávání Rady guvernérů bylo důsledkem nízkého střednědobého výhledu pro inflaci v eurozóně způsobeného celkově slabým ekonomickým růstem doprovázeným nízkou dynamikou měnových agregátů. Rozhodnutí Rady využít FG bylo motivováno nárůstem úrokových sazeb peněžního trhu v měsících před červencem 2013. Tím docházelo k tomu, že se vytrácela část měnového uvolnění, o kterém ECB v předchozím období opakovaně rozhodla.

<sup>10</sup> Bank of England: Inflation Report, August 2013.

<sup>11</sup> Tisková konference prezidenta ECB Maria Draghiho po zasedání Rady guvernérů 4. července 2013, nebo ECB: Monthly Bulletin, July 2013.

Hlavním cílem červencového vyhlášení Rady byla ochrana zatím velmi slabého hospodářského oživení probíhajícího v eurozóně před hrozícím měnovým utažením. Tímto prohlášením se Rada nevzdala možnosti dalšího uvolňování měnové politiky. Došlo k němu v listopadu 2013, kdy Rada snížila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu na 0,25 %.

Souhrnný pohled na obě formy FG lze nalézt v následující tabulce.

**Tabulka VI-1:** Rozlišení slabší (delfské) a silnější (odysseovské) formy FG

země	centrální banka	cílování inflace od roku	současná hodnota inflačního cíle v %	použitý měnově-politický dokument	banka využívá FG od roku	typ FG	základní měnověpolitická sazba	její hodnota při zahájení FG v %	její současná hodnota v %
<b>Nový Zéland</b>	RBNZ	1990	2	Monetary Policy Statement	1997	delfský	Official Cash Rate - OCR	-	2,5
<b>Norsko</b>	Norges Bank	1999	2,5	Monetary Policy Report	2005	delfský	Sight Deposit Rate	2,25	1,5
<b>Švédsko</b>	Riksbank	1995	2	Monetary Policy Report	2007	delfský	Repo Rate	3,25	1
<b>Česká rep. - I.</b>	ČNB	1997	2	Zpráva o Inflaci	2008	delfský	dvoutýdenní repo sazba	3,5	0,05
<b>Česká rep. - II.</b>	ČNB	1997	2	Zpráva o Inflaci	2013	odysseovský	dvoutýdenní repo sazba	0,05	0,05
<b>Kanada</b>	Bank of Canada	1991	2	Monetary Policy Report	2009	delfský	Overnight Rate	0,25	1
<b>Polsko</b>	National Bank of Poland	1998	2,5	Inflation Report	2013	odysseovský	Reference Rate	2,5	2,5
<b>Japonsko - I.</b>	Bank of Japan	2013	2	Monetary Policy Release	1999	odysseovský	Overnight Call Rate	0,15	0,15
<b>Japonsko - II.</b>	Bank of Japan	2013	2	Monetary Policy Release	2013	delfský	Overnight Call Rate	0,05	0,05
<b>USA - I.</b>	Federal Reserve System	2012	2	Monetary Policy Report to the Congress	2003	delfský	Federal Funds Rate	1	0 - 0,25

země	centrální banka	cílování inflace od roku	současná hodnota inflačního cíle v %	použitý měnově-politický dokument	banka využívá FG od roku	typ FG	základní měnověpolitická sazba	její hodnota při zahájení FG v %	její současná hodnota v %
USA - II.	Federal Reserve System	2012	2	Monetary Policy Report	2008	delfský a později odysseovský	Federal Funds Rate	0 - 0,25	0 - 0,25
Velká Británie	Bank of England	1992	2	Inflation Report	2013	odysseovský	Bank Rate	0,5	0,5
eurozóna	ECB	-	-	Monthly Bulletin	2013	delfský	Bid Rate	0,5	0,25

Poznámka: Zařazení jednotlivých zemí podle typu FG (delfský vs. odysseovský) odráží názor autorů, nikoli oficiální pozici ČNB a národních centrálních bank. ČNB se 7. listopadu 2013 rozhodla k udržování kurzu CZK/EUR poblíž hodnoty 27 CZK/EUR.

## Literatura

Contessi, Silvio and Li, Li. "Forward Guidance 101A: A Roadmap of the U.S. Experience." Federal Reserve Bank of St. Luis Economic Synopses, 2013, No. 25, September 10, 2013;

Contessi, Silvio and Li, Li. "Forward Guidance 101B: A Roadmap of the International Experience." Federal Reserve Bank of St. Luis Economic Synopses, 2013, No. 28, October 16, 2013;

Filáček, Jan; Komárek, Luboš and Král, Petr. „Why Central Bankers Should Disclose Interest Rate Forecast". Finance a úvěr – Czech Journal of Economic and Finance, vol. 57, iss. 11 -12, pp. 558-576, 2007.

International Monetary Fund. "Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects." April 18, 2013;

Kang, Koc, Luo, Muller, Pinho and Zagaria. „Central Bank Communication Policy, A Comparative Study.", School of International and Public Affairs Columbia University in the City of New York

Webové stránky centrálních bank Nového Zélandu, Norska, Švédska, České republiky, Kanady, Polska, Japonska, USA, Velké Británie a eurozóny.

Woodford, Michael. "Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks." Working paper, Columbia University, May 27, 2013

Wouter den Haan (ed): „Forward Guidance, Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants.", A VoxEU.org eBook)

### A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
<b>EA</b>	0,0	2014/1 2013/12	0,1	2013/10 2013/7	-0,1	2013/11 2013/5	0,1	2013/12 2013/9
<b>US</b>	0,2	2014/1 2013/12	-0,1	2013/10 2013/7	0,1	2013/11 2013/5	-0,3	2013/9 2013/6
<b>DE</b>	0,0	2014/1 2013/12	0,1	2013/10 2013/7	-0,2	2013/11 2013/5	0,2	2013/12 2013/6
<b>JP</b>	0,1	2014/1 2013/12	0,0	2013/10 2013/7	0,1	2013/11 2013/5	0,4	2013/11 2013/7
<b>BR</b>	-0,1	2014/1 2013/12	-0,7	2013/10 2013/7	-1,3	2013/11 2013/5	-0,4	2014/1 2013/12
<b>RU</b>	-0,2	2014/1 2013/12	-0,3	2013/10 2013/7	-1,3	2013/11 2013/5	-0,1	2014/1 2013/12
<b>IN</b>	0,1	2014/1 2013/12	-1,2	2013/10 2013/7	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/12
<b>CN</b>	0,0	2014/1 2013/12	-0,4	2013/10 2013/7	-0,2	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/12

### A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
<b>EA</b>	0,0	2014/1 2013/12	0,0	2013/10 2013/4	0,0	2013/11 2013/5	-0,2	2013/12 2013/9
<b>US</b>	-0,1	2014/1 2013/12	-0,2	2013/10 2013/4	-0,1	2013/11 2013/5	-0,2	2013/9 2013/6
<b>DE</b>	-0,1	2014/1 2013/12	0,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	-0,2	2013/12 2013/6
<b>JP</b>	0,0	2014/1 2013/12	-0,1	2013/10 2013/4	0,5	2013/11 2013/5	0,1	2013/11 2013/7
<b>BR</b>	0,2	2014/1 2013/12	1,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/12
<b>RU</b>	0,1	2014/1 2013/12	-0,5	2013/10 2013/4	0,3	2013/11 2013/5	0,3	2014/1 2013/12
<b>IN</b>	0,0	2014/1 2013/12	-1,8	2013/10 2013/4	2,1	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/12
<b>CN</b>	0,0	2014/1 2013/12	0,0	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/12

### A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

<b>BoJ</b>	Japonská centrální banka	<b>EC-CCI</b>	European Commission Consumer Confidence Indicator
<b>BRIC</b>	Brazílie, Rusko, Indie a Čína	<b>EC-ICI</b>	European Commission Industrial Confidence Indicator
<b>CB-CCI</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>EIU</b>	databáze The Economist Intelligence Unit
<b>CB-LEII</b>	Conference Board Leading Economic Indicator Index	<b>EK</b>	Evropská komise
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade	<b>EU</b>	Evropská unie
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>EUR</b>	euro
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank	<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
<b>EA</b>	eurozóna	<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka		

<b>GBP</b>	britská libra	<b>N/A</b>	údaj není k dispozici
<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>CHF</b>	švýcarský frank	<b>OECD-CLI</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange	<b>PMI</b>	Index nákupních manažerů
<b>IFO</b>	Institute for Economic Research	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>IFO-BE</b>	IFO Business Expectations	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)	<b>USD</b>	americký dolar
<b>JPY</b>	japonský jen	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>LIBOR</b>	úroková sazba amerického mezibankovního trhu	<b>ZEW-ES</b>	ZEW Economic Sentiment
<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond		

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

### 2014

	č. GEVU
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

### 2013

	č. GEVU
Financializace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekadách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

### 2012

	č. GEVU
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10

	č. GEVU
Zahraníční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

	č. GEVU
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1