



národní
úložiště
šedé
literatury

Monitoring centrálních bank - červen 2013

Česká národní banka
2013

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-180161>

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

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

Datum stažení: 15.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2013

V tomto čísle

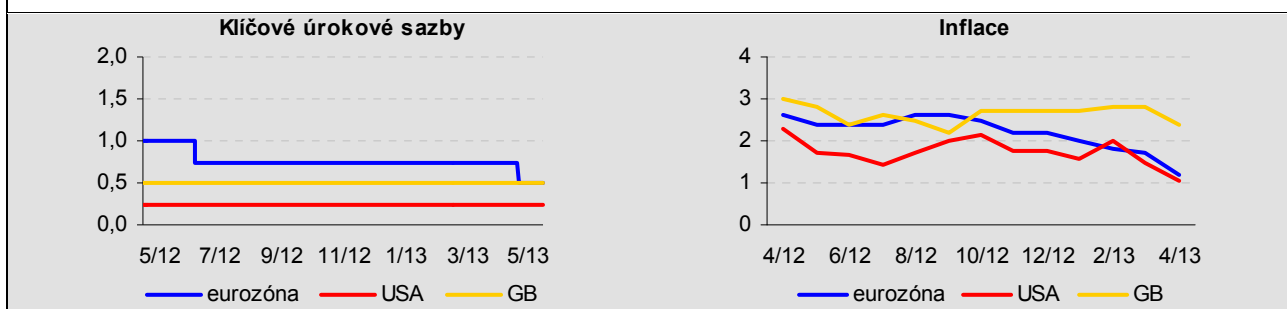
V uplynulém čtvrtletí došlo k dalšímu snižování úrokových sazeb v maďarské a polské centrální bance a rovněž v Evropské centrální bance, která dokonce zvažuje zavedení záporné depozitní sazby. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly úrokové sazby beze změny a stabilita sazeb pro nejbližší čtvrtletí je očekávána u všech námi sledovaných centrálních bank, vyjma Maďarska a Polska, kde se předpokládá další snižování sazeb. Rezervní banka Nového Zélandu zakročila proti nadměrně silnému novozélandskému dolaru, k nákupům deviz na trhu přistoupila také Bank of Israel. V aktuálním „Tématu pod lupou“ se věnujeme větší flexibilitě, se kterou přistupují některé centrální banky cílující inflaci k plnění svých mandátů v oblasti cenové stability, když ve svém rozhodování zohledňují dopady na hospodářský růst i na finanční stabilitu. V projevu přinášíme zamyšlení Mervyna Kinga, odcházejícího guvernéra Bank of England, nad změnami v provádění měnové politiky ve Velké Británii v posledních letech.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
inflační cíl	< 2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	4. dubna (0,00) 2. května (-0,25) 6. června (0,00)	19. – 20. března (0,00) 30. dubna – 1. května (0,00)	3. – 4. dubna (0,00) 8. – 9. května (0,00) 5. – 6. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	1,4 % (květen 2013) ³	1,1 % (duben 2013)	2,4 % (duben 2013)
očekávaná MP zasedání	4. července 1. srpna 5. září	18. – 19. června 30. – 31. července	3.- 4. července 31. července – 1. srpna 4. – 5. září
další očekávané události	5. září zveřejnění prognózy	17. července zveřejnění Beige Book	7. srpna zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ⁴	→	→	→

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



ECB v květnu snížila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,50 %, což bylo v souladu s předchozími očekáváními některých odborníků. ECB současně snížila mezní zápujční sazbu o 0,5 p.b. na 1 % a Mario Draghi navíc na tiskové konferenci naznačil možnost budoucího snížení depozitní sazby pod nulovou hranici. Na červnovém zasedání již k žádným změnám úrokových sazeb nedošlo. Reálný HDP se v Q1 2013 snížil o 0,2 % a celkově se tak jedná o již šesté čtvrtletí poklesu. Ve druhé polovině roku je očekáváno pozvolné zotavení podpořené silící zahraniční poptávkou i domácí uvolněnou měnovou politikou. Aktuální prognóza ECB předpokládá pokles HDP v roce 2013 o 0,6 % a následně v roce 2014 růst o 1,1 %, prognóza inflace pro rok 2013 dosahuje úrovně 1,4 % a pro rok 2014 1,3 %. Ve srovnání s minulou prognózou došlo k mírnému přehodnocení růstu HDP i inflace směrem dolů.

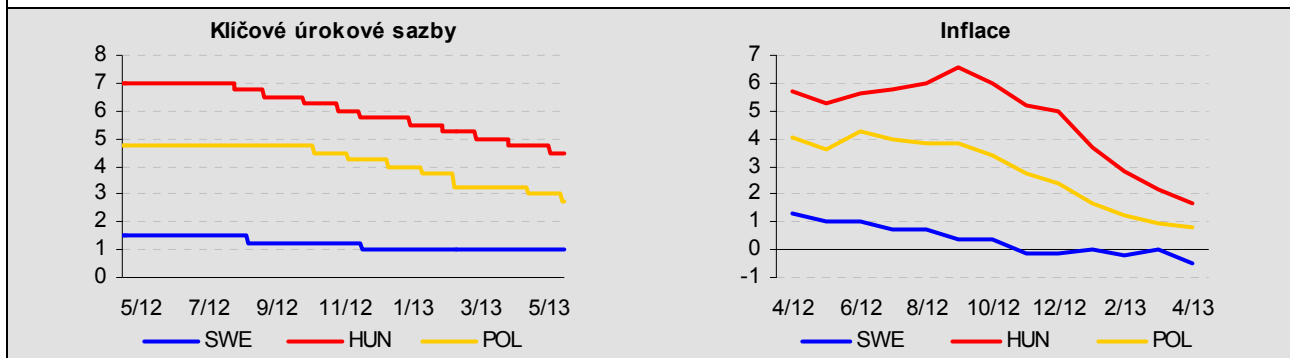
Fed ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny a nadále potvrdil svůj závazek, že sazby budou drženy na stávající úrovni, dokud nebude nezaměstnanost nižší než 6,5 %, inflace o 0,5 p.b. vyšší, než je dlouhodobý cíl, a dokud nebude dosaženo stability inflačních očekávání. FOMC pokračuje v nákupch cenných papírů krytých hypotékami (MBS) v objemu 40 mld. USD měsíčně a nadále nakupuje dlouhodobé vládní dluhopisy v objemu 45 mld. USD měsíčně. Míra nezaměstnanosti v dubnu mírně poklesla na 7,5 %. Domácnosti zvolna zvyšují své výdaje a sektor bydlení vykazuje známky dalšího oživení.

BoE ponechala v uplynulém období svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a téměř dovršila plánovaný objem nákupu cenných papírů ve výši 375 mld. GBP, což je přibližně 25 % HDP. Růst HDP činil v prvním čtvrtletí 0,3 % a BoE očekává v průběhu tohoto roku jeho zrychlení. Míra inflace se v nejbližších měsících bude stále pohybovat nad inflačním cílem. Důvodem jsou zejména úpravy regulovaných cen.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	16. dubna (0,00)	26. března (-0,25) 23. dubna (-0,25) 28. května (-0,25)	9. – 10. dubna (0,00) 7. – 8. května (-0,25) 4. – 5. června (-0,25)
aktuální klíčová sazba	1,00 %	4,50 %	3,00 %
poslední inflace	-0,5 % (duben 2013)	1,7 % (duben 2013)	0,8 % (duben 2013)
očekávaná MP zasedání	2. července 4. září	25. června 23. července 27. srpna	2. – 3. července 20. srpna 3. – 4. září
další očekávané události	3. července zveřejnění Monetary Policy Report	25. června zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1. polovina července zveřejnění Inflation Report
Očekávaný vývoj sazeb¹	→	↓	↓

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



Riksbank ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1 % a předpokládá zachování nízkých sazeb po delší období, konkrétně do druhé poloviny roku 2014. Po slabším výkonu na konci loňského roku švédská ekonomika jeví známky pozvolného ožívání. Riksbank očekává pro nadcházející období zrychlení růstu spotřeby domácností a investic. S růstem HDP v příštím roce je očekáváno i zlepšení na trhu práce včetně poklesu nezaměstnanosti.

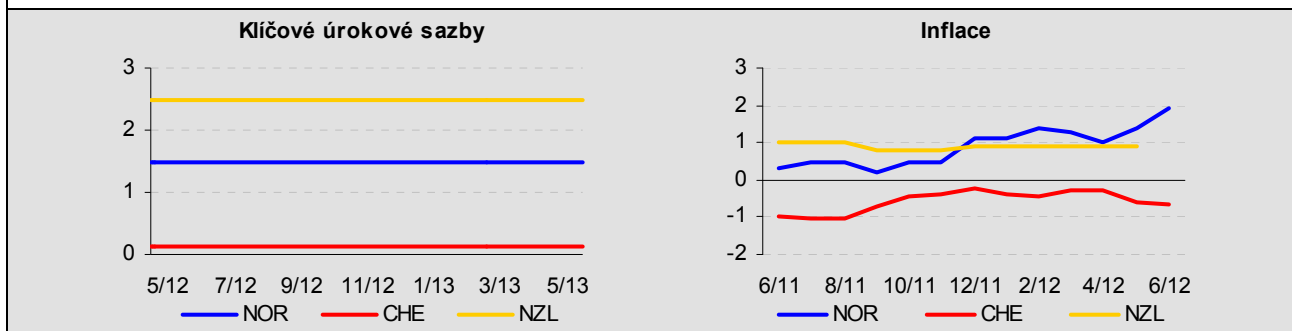
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát za sebou pokaždé o 0,25 p.b., kumulativně tedy o 0,75 p.b. na aktuální úroveň 4,50 %, a prodloužila tak sérii snižování klíčových úrokových sazeb (viz graf). Inflace za duben výrazně poklesla na 1,7 %. V maďarské ekonomice je patrné celkové oslabení ekonomické aktivity a stále utlumená domácí poptávka. Podle próznózy MNB by však mělo v první polovině roku 2013 dojít k zotavení ekonomiky z recese.

NBP v reakci na riziko podstřelení inflačního cíle ve střednědobém horizontu snížila v uplynulém čtvrtletí svou měnověpolitickou úrokovou sazbu dvakrát o 0,25 p.b., kumulativně o 0,50 p.b. na úroveň 2,75 %. Předběžná data o vývoji HDP za 1. čtvrtletí 2013 poukazují na větší než očekávané zpomalení růstu HDP. Nejvýraznějším záporným příspěvkem k růstu HDP se stal čistý export. Podle vpředhledících indikátorů je očekáván i ve 2. čtvrtletí slabý ekonomický růst. Slabá hospodářská aktivita je doprovázena klesající zaměstnaností v podnikovém sektoru a rostoucí nezaměstnaností. Situaci na trhu práce odpovídá i utlumený růst mezd. Meziroční inflace v dubnu poklesla na úroveň 0,8 %, což je výrazně níže než je inflační cíl NBP. Došlo taktéž ke snížení inflačních očekávání.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	< 2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	14. března (0,00) 8. května (0,00)	14. března (0,00)	14. března (0,00) 24. dubna (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0 – 0,25 % ¹	2,50 %
poslední inflace	1,9 % (duben 2013)	-0,6 % (duben 2013)	0,9 % (Q1 2013)
očekávaná MP zasedání	20. června	20. června	13. června 25. července
další očekávané události	20. června zveřejnění Monetary policy report	27. června zveřejnění Monetary policy report	13. června zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	→

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



Klíčová úroková sazba **Norges Bank (NB)** byla ponechána beze změny na úrovni 1,50 %. Hlavními důvody pro nadále uvolněnou měnovou politiku jsou nízká domácí inflace a velmi nízké úrokové sazby v zahraničí. Využití kapacit v norské ekonomice je však současně nad normální úroveň a již delší dobu rostou ceny nemovitostí i zadlužení soukromého sektoru rychleji než příjmy. Norská ekonomika roste solidním tempem a nezaměstnanost je nízká. Inflace by se dle prognózy měla pohybovat v rozmezí 1–1,5 %. V příštím roce je centrální bankou očekáván pozvolný nárůst úrokových sazeb.

SNB i nadále udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a ke změně nedošlo ani v případě jejího závazku minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 byla inflace oproti původním očekáváním nižší, zejména v důsledku pokračujícího zpomalování růstu dovozních cen. Dopad předchozího posilování franku má na cenovou hladinu silnější vliv, než SNB předpokládala. Podle prognózy SNB dosáhne míra inflace v roce 2013 -0,2 %, v roce 2014 pak 0,2 %. SNB v dohledné budoucnosti neidentifikuje ve švýcarské ekonomice žádná proinflační rizika. Růst HDP je pro rok 2013 očekáván mezi 1 % a 1,5 %.

RBNZ ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %. Míra inflace se nachází i nadále pod spodní hranicí tolerančního pásma cíle centrální banky a pod cílem zůstane i po zbytek tohoto roku. Podstřelování cíle je dáno zejména utlumeným růstem dovozních cen, způsobeným zpevnujícím novozélandským dolarem, proti kterému RBNZ v květnu zakročila devizovými intervencemi. Ekonomická aktivita na straně domácí poptávky roste, avšak trh práce je nadále slabý. V souvislosti s obnovou oblasti Canterbury po loňském zemětřesení rostou investice do bydlení a firemní i spotřebitelská důvěra. RBNZ očekává, že na horizontu prognózy ekonomika poroste tempem mezi 2–3 % a inflace se postupně navrátí zpět k 2% cíli.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Britský ministr financí v pravidelném prohlášení k měnové politice podpořil flexibilitu

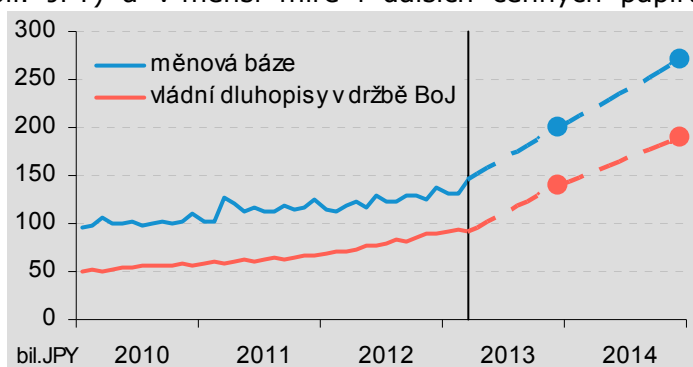
Ačkoliv je za provádění měnové politiky Velké Británie zodpovědná Bank of England, definici cenové stability určuje britské ministerstvo financí, a to v pravidelném intervalu jednou ročně, přičemž se vyjadřuje i k dalším aspektům měnové politiky. Z letošního prohlášení (*remit*) vyplývá, že v Británii má být i nadále zachován režim flexibilního cílování inflace a s ním i 2% cíl pro inflaci. Ministr financí George Osborne dále uvedl, že cenová stabilita je stále prvořadým úkolem měnové politiky, vlivem šoků se však inflace může od cíle odchýlit a pokusy o její okamžitý návrat k cíli by mohly mít závažné nežádoucí dopady na volatilitu produktu. Je tak podle něj potřeba usilovat o vyvážené zhodnocení obou veličin. Od centrální banky pak nově požaduje, aby vyhodnocovala dopady svých opatření na inflaci i na variabilitu produktu. Ministr tak podpořil flexibilnější měnovou politiku a vyjádřil též souhlas s aktuálními kroky BoE, která i přes vyšší očekávané budoucí hodnoty inflace ponechává svou měnovou politiku uvolněnou. Osborne však zdůraznil, že inflační očekávání musejí zůstat ukotvená a BoE musí být transparentní. Pokud by BoE zvažovala zavedení nových nekonvenčních nástrojů, měla by tak učinit ve spolupráci s vládou.

Britský program na podporu poskytování úvěrů byl prodloužen

Bank of England a britské ministerstvo financí prodloužily platnost programu na podporu poskytování úvěrů (*Funding for lending scheme*), zavedeného loni v srpnu, a to až do ledna 2015. Nově mají být podporovány zejména půjčky pro malé a střední podniky.

BoJ zavedla kvantitativní a kvalitativní měnové uvolňování

Japonská centrální banka pod vedením nového guvernéra Haruhika Kurody oznámila zahájení svého programu nazvaného kvantitativní a kvalitativní měnové uvolňování. Operativním cílem, jímž byla doposud jednodenní sazba, se stane měnová báze (oběživo a rezervy bank). BoJ současně upřesnila horizont pro dosažení svého nového cíle v podobě 2% inflace – předpokládá, že by jej měla dosáhnout do dvou let. Během této doby hodlá zdvojnásobit svoji měnovou bázi (ze 138 bil. JPY na konci roku 2012 na 270 bil. koncem roku 2014), hlavním prostředkem k dosažení tohoto operativního cíle má být nárůst objemu držaných japonských vládních dluhopisů (roční nárůst o 50 bil. JPY) a v menší míře i dalších cenných papírů. Současně se má více než zdvojnásobit délka splatnosti nakupovaných dluhopisů ze současných necelých tří na zhruba sedm let, BoJ tedy bude nakupovat dluhopisy včetně splatností 20 a 30 let (tj. tzv. kvalitativní uvolňování). BoJ zároveň ukončila předchozí Program nákupu aktiv a pozastavila platnost pravidla, podle něž nesmí objem vládních dluhopisů držaných centrální bankou přesáhnout množství vydaných bankovek (cca 90 bil. JPY).



Guvernéř Kuroda zdůraznil, že je potřeba udělat cokoli, aby byla překonána deflace, která trápí japonskou ekonomiku již téměř 15 let. Považuje přitom za efektivnější učinit různé kroky najednou a nikoliv postupně zavádět méně významná opatření. Důležitým úkolem je změnit inflační očekávání – většina japonských subjektů doposud očekávala pokles cen či zachování jejich stávající úrovně. Vysvětlil také, že se nejedná o měnové financování, ale že jediným účelem je provádění měnové politiky. Rovněž popřel, že by bylo cílem oslabení jenu. Měnové uvolňování je součástí třípilířové strategie Japonska, jejímiž dalšími prvky mají být flexibilní fiskální politika a podpora růstu a soukromých investic.

V MNB s nástupem nového guvernéra nastaly razantní změny...

Guvernér György Matolcsy, jmenovaný v březnu do čela Magyar Nemzeti Bank na základě své nominace premiérem Viktorom Orbánem, zahájil působení ve své funkci ráznými kroky. Došlo k výrazným personálním změnám (MNB opustili mimo jiné šéf finanční analýzy Aron Gereben, hlavní ekonomka Agnes Csermely a ředitel výzkumu Peter Benczur) a rovněž ke změně pravomocí dvou členů měnového výboru, kteří byli jmenováni za předchozí vlády – Ference Karvalitse a Júlie Király. Nový guvernér naopak posílil roli nového vice-guvernéra Adama Baloga, který byl do vedení MNB jmenován spolu s Gyulou Pleschingerem. Guvernér Matolcsy rovněž zrušil tiskové konference po měnověpolitických zasedáních. Vice-guvernérka Júlia Király reagovala na vzniklou situaci veřejnou rezignací na svou funkci.

...a byl zaveden program na podporu úvěrů pro malé a střední podniky

MNB hodlá podpořit poskytování úvěrů malým a středním podnikům a za tímto účelem nabízí komerčním bankám bezúročné půjčky v celkovém objemu až 425 mld. HUF (tj. cca 1,5 % HDP). Klientské sazby z příslušných firemních úvěrů by přitom měly činit nanejvýš 2,5 %. Za zásadní problém malých a středních podniků považuje MNB také jejich vysoké zadlužení v cizích měnách, jako obzvláště problematické pak vidí zadlužení ve švýcarských francích. Pro převedení cizoměnových úvěrů na forintové proto poskytne MNB úvěrovým institucím cizí měny ze svých devizových rezerv za tržní ceny za podmínky, že tyto instituce je použijí k uhrazení svých krátkodobých externích závazků. Maximální částka určená pro tyto operace je 325 mld. HUF. Zároveň byly pozastaveny tendry na dvouleté dodávání likvidity.

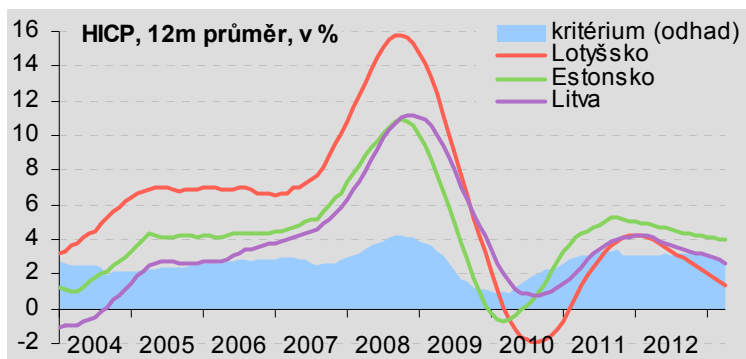
Norsko se chystá zavést proticyklický kapitálový polštář

Po Švýcarsku se k uvalení kapitálového polštáře schyluje také v Norsku, jehož instituce zodpovědné za hospodářskou politiku mají obavy z rostoucích cen nemovitostí a nadměrného růstu úvěrů. Samotné rozhodnutí bude na ministerstvu financí, Norges Bank však bude čtyřikrát ročně podávat doporučení, spolu s analýzou dopadů na měnovou politiku. Přestože ještě rozhodnutí nevstoupilo v platnost, již nyní jsou v bankovním sektoru patrné jeho efekty. Norges bank rovněž zohledňuje úvahy o finanční stabilitě ve svém měnověpolitickém rozhodování, když nepřistupuje k dalšímu snížení svých sazeb, přestože rozhodnutí založené pouze na dosahování cenové stability by implikovalo uvolněnější měnovou politiku.

ECB a EK připravily konvergenční zprávu pro Lotyšsko

Evropská centrální banka a **Evropská komise** zpracovaly na žádost Lotyšska Konvergenční zprávy hodnotící jeho způsobilost pro vstup do eurozóny, a to z hlediska ekonomického a z hlediska sladění právních předpisů.

Hodnocení vyznívá dle uvedených Konvergenčních zpráv následovně. Lotyšský lat je navázán na euro s úzkým flukтуаčním pásmem $\pm 1\%$, čímž je ze strany Lotyšska plněna podmínka účasti v režimu ERM II. Vlivem pevného kurzu jsou však omezeny možnosti měnové politiky usměrňovat inflaci. Ačkoliv je průměr posledních dvanácti měsíců indexu HICP na 1,3 %, tedy dostatečně pod požadovanou hodnotou 2,7 %, během posledních deseti let se roční průměry pohybovaly v širokém intervalu od -1,2 % do 15,3 %. Inflace byla v posledním roce nižší zejména díky administrativním zásahům a snížení DPH. Do budoucna ale lze vzhledem k diferenciaci mezi cenovými



hladinami a HDP na obyvatele předpokládat konvergenci prostřednictvím vyššího nárůstu cen. Nelze tak vyloučit výrazné poptávkové tlaky, jaké se vyskytly již v roce 2008 a které následně vyústily v hlubokou krizi. Ačkoliv je zatím ještě na Lotyšsko uvalena Procedura při nadměrném schodku, země plní obě numerická fiskální kritéria, když státní rozpočet byl v roce 2012 v deficitu 1,2 % HDP a celkový vládní dluh dosáhl 40,7 % HDP. Ani s plněním kritéria dlouhodobých úrokových sazeb Lotyšsko nemá problém. Konvergenční zprávy rovněž konstatují, že lotyšské zákony jsou v souladu s evropskou legislativou.

Lotyšsko usiluje u vstup do eurozóny po Estonsku, které tak učinilo v lednu 2011. Litva, která požádala o zpracování konvergenční zprávy v roce 2006 a která v té době nepatrně překračovala referenční hodnotu kritéria, společnou měnu zatím nepřijala. O tom, zda se eurozóna v příštím roce rozroste o nového člena, bude rozhodovat rada Ecofin.

Izraelská centrální banka zahájila nákupy na devizovém trhu

Bank of Israel oznámila svůj záměr nakupovat devizy na trhu (tj. fakticky intervenovat na oslabení šekelu), aby tak vykompenzovala efekty produkce zemního plynu, které působí prostřednictvím zlepšování běžného účtu platební bilance ve směru silnějšího kurzu. Cizí měny, které bude nakupovat od roku 2013 podle stanoveného plánu, pak sice budou součástí jejích devizových rezerv, budou ale spravovány zvlášť a s dlouhodobějším investičním horizontem. Fungování programu bude přehodnoceno po vzniku zvláštního majetkového fondu, zřejmě v roce 2018.

Austrálie plánuje investovat část svých devizových rezerv do čínského renminbi

Vice-governér australské rezervní banky Philip Lowe uvedl, že jeho instituce hodlá alokovat zhruba pět procent svých devizových rezerv do čínských vládních dluhopisů. Uvedené rozhodnutí odráží velký a stále rostoucí význam australsko-čínských obchodních a finančních vztahů. Pro Austrálii představuje Čína největší odbytíště pro její vývozy a rovněž největšího dodavatele na straně dovozů. Zpráva navazuje na oznámení o zahájení přímého obchodování měn těchto dvou ekonomik, po americkém dolaru a japonském jenu je tak australský dolar teprve třetí měnou, která může být obchodována s renminbi přímo. Mezi oběma příslušnými centrálními bankami platí od března 2012 swapová dohoda.

Kanadským guvernérem bude od června Stephen S. Poloz

Do čela kanadské centrální banky usednul na sedmileté funkční období Stephen S. Poloz, zkušený ekonom a manažer z Ontaria. Stephen Poloz již v minulosti působil v Bank of Canada na různých pozicích, později byl hlavním ekonomem v kanadské agentuře na podporu exportu (Export Development Canada) a následně se stal jejím prezidentem. Poloz nahradil ve funkci guvernéra Bank of Canada Marka Carneyho, který přijal nabídku na pozici guvernéra Bank of England, již zastával posledních deset let Mervyn King.

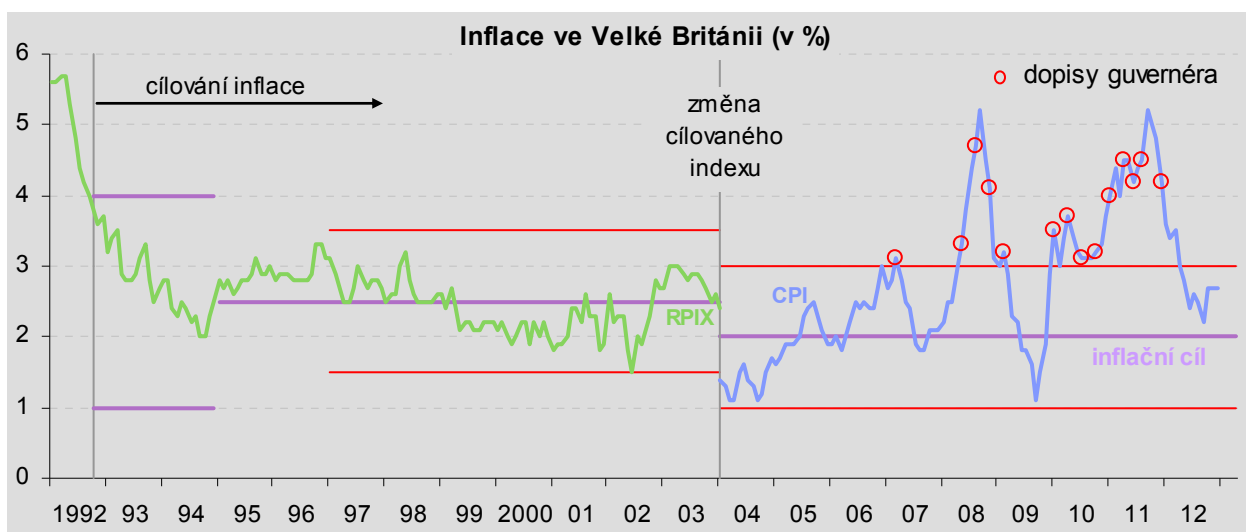
Změny v bankovní radě také ve Švédsku

Své působení v bankovní radě švédské Riksbank ukončili její členové Lars Svensson a Barbro Wickman-Parak, jimž v květnu skončilo funkční období. Odcházející vice-governér i vice-governérka uvedli, že nemají zájem o prodloužení jejich funkce na další období. Novými členy bankovní rady byli jmenováni profesor ekonomie Martin Flodén a Cecilia Skingsley, dosavadní hlavní ekonomka banky Swedbank.

3. TÉMA POD LUPOU: FLEXIBILITA CÍLOVÁNÍ INFLACE

Od propuknutí finanční a hospodářské krize prochází měnová politika výjimečným obdobím. Po nebývalém rychlém a výrazném snižování sazeb přistoupilo mnoho centrálních bank k poskytování mimořádného množství likvidity a k využití širokého spektra nekonvenčních nástrojů. Kromě toho jsou však v poslední době v měnové politice patrné zásadní změny v jejím strategickém rámci. Zatímco centrální bankéři v Japonsku a Spojených státech nově stanovili numerický cíl pro růst cen, u centrálních bank tradičně cílujících inflaci je zjevný stále větší důraz na flexibilitu režimu – mnohé z nich jsou více než kdy dříve ochotny připustit odchýlení inflace od stanoveného cíle. Důvodem tolerování dočasně vyšší inflace může být zohlednění velmi křehkého zotavování hospodářské aktivity a obavy z toho, že její zpřísnění měnové politiky mohlo zadusit. Některé centrální banky zase namísto striktního dodržování definované cenové stability zohledňují rizika pro stabilitu finanční, což může vést k podstřelování inflačního cíle. Měnová politika některých centrálních bank tak na sebe částečně přebírá úkoly fiskální a makrobezpečnostní politiky.

Když byl ve Velké Británii zaveden v roce 1997 požadavek, aby při odchýlení inflace od cíle o více než 1 p.b. poslal guvernér ministru financí veřejný dopis s odůvodněním dané odchylky, očekávalo se nejspíše, že se tak bude dít pouze ve velmi výjimečných případech. Od zavedení cílování inflace v roce 1992 se totiž inflace držela velmi blízko cíle. Ve zmíněném rozpětí se inflace pohybovala až do roku 2007, během posledních šesti let však musel Mervyn King podat vysvětlení důvodů jejího vybočení, a to směrem nahoru, již čtrnáctkrát. Důvody zvýšené inflace byly dle těchto vysvětlení hlavně vyšší globální ceny ropy a potravin, oslabování libry a zvyšování daně z přidané hodnoty.



V některých případech existují pro tolerování dočasně odchylky inflace od cíle rozumné důvody, zejména pokud je způsobena nabídkovými šoky. Na jejich působení nemá centrální banka vliv a pokud by se je snažila vyrovnávat, mohly by její snahy vyústit v nežádoucí výkyvy hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. Z tohoto důvodu je preferováno „flexibilní“ cílování inflace. Proto mají některé centrální banky definovány výjimky z plnění inflačních cílů, v případě Bank of England je více volnosti dáno tím, že nemá pevně stanovený měnověpolitický horizont, rozhoduje na základě prognózy na celé následující tři roky, a může se tak spokojit s pozvolnějším návratem inflace k cíli.

Ačkoliv v britské ekonomice skutečně zvyšují inflaci zejména nabídkové šoky, nelze již odchýlení považovat za krátkodobé. Zvyšuje se tak riziko, že vzrostou inflační očekávání a promítnou se do mzdových požadavků a následně do cen domácích výrobců. K mírnému

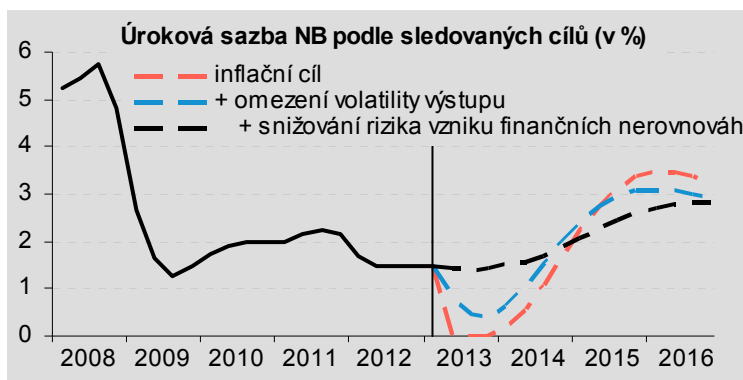
navýšení inflačních očekávání již přitom skutečně došlo.

A jak sama Bank of England připouští ve své únorové Zprávě o inflaci, její měnová politika i nadále zůstane uvolněnější, než by odpovídalo inflačnímu cíli. I přes očekávanou zvýšenou inflaci v příštích dvou letech členové výboru MPC jednomyslně rozhodli nepřistoupit ke zpřísnění, aby neohrozili již tak velmi křehké oživení ekonomiky. Snahy o krocení inflace za každou cenu by totiž podle jejich vyjádření mohly vést k ještě hlubší recesi a k ještě většímu nárůstu nezaměstnanosti. [Spencer Dale](#), člen výboru MPC, dále dokonce rozvádí otázku, zda není v současnosti trade-off mezi růstem a inflací narušen, tedy že by BoE mohla dalším měnovým impulsem povzbudit růst bez současného nežádoucího vlivu na inflaci. Růst by podle jeho slov mohl v aktuální situaci pouze absorbovat volné kapacity, čímž by nepůsobil tlak na zvýšení mezd a cen. Jelikož je recese dána slabou poptávkou, její povzbuzení by mohlo vést k efektivnějšímu využití kapacit na straně nabídky.

S názorem centrální banky se ztotožňuje také britské ministerstvo financí, které rozhoduje o cílech měnové politiky. Jak vyplývá z jeho letošního prohlášení (remit), cenová stabilita sice je prvořadým cílem měnové politiky, považuje však za důležité minimalizovat závažné nežádoucí dopady měnové politiky na volatilitu produktu, a je tak potřeba usilovat o vyrovnané zhodnocení obou veličin. Od centrální banky pak od března tohoto roku nově požaduje, aby vysvětlovala svá rozhodnutí včetně hodnocení dopadů na inflaci i na variabilitu produktu.

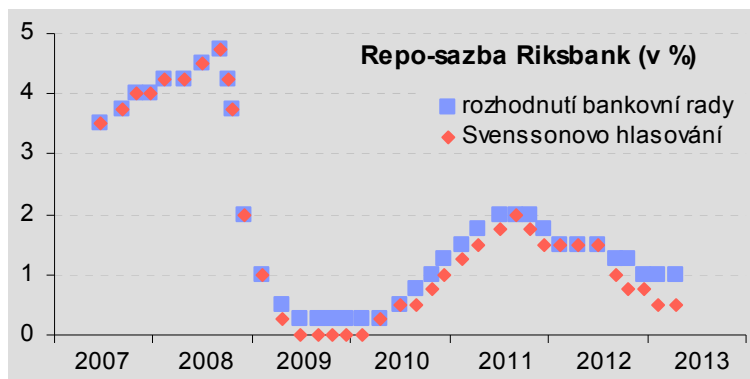
Zatímco měnová politika Bank of England je po zohlednění jejích dopadů na ekonomický růst uvolněnější, než by odpovídalo samotnému úsilí o dosažení umírněného růstu cen, skandinávští cílovači inflace preferují naopak vyšší sazby, než by odpovídalo výhledu inflace, a to kvůli rizikům pro finanční stabilitu, která vnímají ve svých ekonomikách.

Norsko se obává nadměrného růstu úvěrů a cen nemovitostí. A přestože plánuje nepříznivému trendu čelit na poli regulace bank, a to konkrétně zavedením proticyklického kapitálového polštáře, jsou tato rizika zohledňována i při nastavování měnové politiky. Kdyby Norges Bank rozhodovala jen podle kritéria dosažení inflačního cíle, byla by její úroková sazba na nule, a to zřejmě až do konce tohoto roku. Inflace v Norsku je totiž nízká (vlivem silné norské koruny, velmi nízkého růstu cen v zahraničí i v domácí ekonomice, a omezeným mzdovým růstem), a ani výhled do budoucna nenaznačuje její rychlé navýšení. Využití kapacit je však v norské ekonomice vyšší než obvykle a centrální banka očekává zrychlení hospodářského růstu. Pokud by tedy Norges Bank navíc usilovala i o stabilizaci produkce a zaměstnanosti, snížila by svou sazbu "jen" zhruba na 0,5 %; v tomto rozhodnutí by se tak odrážela flexibilita cílování inflace a snaha vyhnout se přehřátí ekonomiky. Podle názoru norské centrální banky by však měla měnová politika zmírňovat riziko nárůstu finančních nerovnováh. Dlouhodobě nízké sazby mohou podle Norges Bank vést k nadměrnému rizikovému chování bank a domácností, proto je třeba se takovému nastavení měnové politiky vyhnout. Z tohoto důvodu činí v současnosti její sazba 1,5 %.



Podobné úvahy ovlivňují v poslední době také rozhodování švédské Riksbank. Inflace se v současnosti pohybuje kolem nuly, a k cílovaným dvěma procentům se zřejmě přiblíží později, než se původně očekávalo. Riksbank totiž předpokládá nárůst již dnes vysokého zadlužení domácností a obává se, že nižší sazby by zvýšily riziko vzniku nerovnováh. Ne všichni členové bankovní rady Riksbank se však s tímto názorem ztotožňují. Pro uvolněnější měnovou politiku hlasovali dlouhodobě Lars Svensson spolu s Karolinou Ekholm. Svensson se domnívá, že

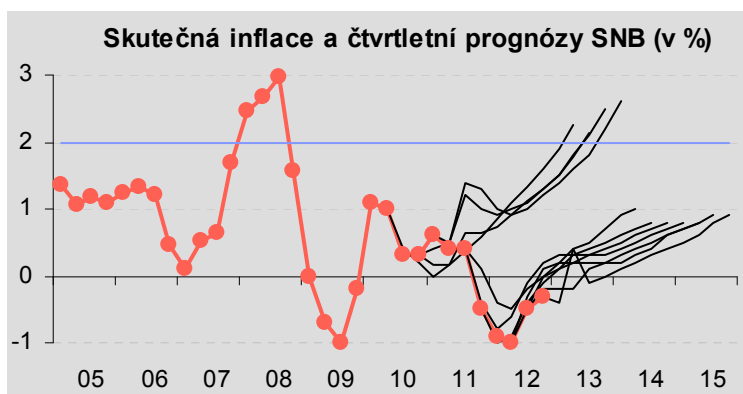
měnová politika má na zadlužení domácností jen velmi omezený krátkodobý dopad, a není proto vhodným nástrojem k jejímu ovlivňování.



Dlouhodobý průměr inflace Švédska přitom patří mezi zeměmi Evropské unie k nejnižším a je výrazně nižší než inflační cíl. [Svensson](#) dokonce odhaduje, že vlivem nadměrně přísné měnové politiky byla nezaměstnanost od roku 1997 o 0,8 p.b. vyšší, což odpovídá 38 tisícům lidí bez práce. Tvrdí také, že kdyby byla současná inflace o 1 p.b. vyšší, nezaměstnaných by byla nižší o 1,3 p.b., nezaměstnaných by tedy bylo o 65 tisíc méně. To by podle

Svenssonových výpočtů přispělo k navýšení dluhu domácností ze 170 % disponibilního důchodu na 174 %. Nedomnívá se přitom, že by toto navýšení představovalo natolik zásadní zhoršení rizika, že by stálo za obětování 65 tisíc pracovních míst. Vzhledem k velmi vysoké nezaměstnanosti by Svensson dokonce uvítal dočasné přestřelování inflačního cíle.

Další zemí, u které je patrné výrazné dlouhodobější odchýlení od cíle, je Švýcarsko. To se již dvacátým měsícem potýká s negativní inflací, která se projevuje s nečekanou perzistencí. Centrální banka se přesto neodhodlává k dalšímu uvolnění měnové politiky. Její úrokové sazby jsou na nulové hranici a její prioritou je od roku 2011 boj se silným frankem, kterému čelí devizovými intervencemi a závazkem udržení hodnoty kurzu nad stanoveným minimem 1,20 CHF/EUR. Příznivým jevem ve švýcarské ekonomice však je skutečnost, že dlouhodobá negativní inflace není doprovázena výrazným poklesem hospodářské aktivity. Velice nízké sazby ale podporují již tak velký růst úvěrů a cen nemovitostí, kvůli kterému byl ve Švýcarsku zaveden proticyklický kapitálový polštář. SNB přitom klade obzvláště velký důraz na svou flexibilitu, což může být důvodem, proč oficiálně nenazývá svůj měnověpolitický režim cílováním inflace, přestože vykazuje většinu jeho hlavních rysů.



Z uvedených příkladů i z chování a komentářů dalších centrálních bank je patrné, že se v posledních letech pozvolna mění strategické parametry fungování měnové politiky. Zatímco centrální banky Japonska a Spojených států zavedly numerický cíl pro inflaci, u cílovačů inflace je zřejmý stále větší důraz na flexibilitu. Rizikem uvedeného přístupu je to, že tolerování dlouhodobějších odchylek inflace od cíle v zájmu jiných hodnot by mohlo narušit ukotvenost inflačních očekávání a ohrozit kredibilitu centrální banky. Zatímco pro jiné cíle existují jiné nástroje a politiky, cenová stabilita je úkolem pouze měnové politiky, a měla by tudíž pro ni zůstat na prvním místě.

4. VYBRANÝ PROJEV: SOUČASNÝ STAV MĚNOVÉ POLITIKY – MNOHO CÍLŮ, MNOHO NÁSTROJŮ

Guvernér Mervyn King, jemuž ke konci června vyprší mandát v čele Bank of England, přednesl 16. dubna 2013 na konferenci Mezinárodního měnového fondu ve Washingtonu [projev](#) o vývoji měnové politiky v posledních letech. Zaměřil se přitom zejména na změny v definicích cílů měnové politiky a rozšíření spektra nástrojů, které měnová politika používá. Nepřímo tak vysvětluje důvody nedávné změny v kompetencích výboru pro měnovou politiku Bank of England, které nově připouštějí odchylky od inflačního cíle, vyplývající ze snah o omezení rizik pro finanční stabilitu.

Mervyn King poukazuje na skutečnost, že zatímco tradičně bylo jediným cílem měnové politiky zajištění cenové stability, zkušenost posledních pěti let poukázala na existenci významných rozporů mezi stabilizací cenové hladiny a reálné produkce. Bankovní a ekonomická krize navíc zdůraznila otázku, zda-li by měnová politika neměla brát ohled i na stabilitu finančního systému, a to v delším horizontu při současném zachování snahy stabilizovat reálnou aktivitu a cenovou hladinu v horizontu kratším. King přitom uvádí tři příklady jak měnová politika ovlivňuje finanční stabilitu. Zaprvé, vysoký hospodářský růst podpořený uvolněnou měnovou politikou vytváří vysoká očekávání ohledně růstu budoucího a tato optimistická očekávání pak vedou k rizikovějším investicím. Zadruhé, období stability je zpravidla spojeno s úvěrovou expanzí, která zvyšuje zranitelnost finančního systému. Zatřetí, nízké úrokové sazby způsobené uvolněnou měnovou politikou mají za následek riskantnější chování investorů, kteří v rizikových investicích hledají vyšší výnosy.

Náklady finančních krizí jsou přitom vysoké, protože přicházejí příliš rychle na to, aby byla měnová politika schopna je včas a plně vyrovnávat. Úkol měnové politiky zároveň pečovat o finanční stabilitu, stabilitu cenové hladiny a stabilitu reálné ekonomické aktivity znázorňuje Mervyn King pomocí tzv. Minského-Taylorovy hranice, která vymezuje maximální efektivitu měnové politiky jako množinu dosažitelných kombinací nejnižších volatilit inflace a mezery produktu. Jejich optimální poměr je v tomto konceptu otázkou preferencí měnové autority. King načrtává pomyslné dosažitelné kombinace volatilit inflace a produktu za posledních dvacet let a dochází k závěru, že by bývalo bylo za toto období možné dosáhnout významně nižších výkyvů ekonomické aktivity za cenu jen poměrně nízkého nárůstu výkyvů inflace. Mervyn King uvádí příklad historie nastavení měnověpolitických sazeb před krizí. Pokud by sazby bývaly byly nastaveny výše, mohl být rozsah následného kolapsu výrazně menší za cenu pouze mírně nižší inflace a mírně slabší hospodářské aktivity v období před krizí. King sice mluví zejména o měnové politice Bank of England, ale jeho diskuse je platná pro předkrizovou politiku většiny centrálních bank ve vyspělých zemích.

Připouští přitom, že finanční stabilita je v současné době podporována především nově definovanými nástroji makroprudenční politiky. I když ale pomineme makroprudenční opatření, výše popsaná úvaha naznačuje, že bylo možné dosáhnout menších výkyvů v reálné aktivitě a nezaměstnanosti jen za pomoci standardních měnověpolitických nástrojů. Makroprudenční nástroje tak spíše posunují Minského-Taylorovu hranici směrem k vyšší finanční, cenové i reálné ekonomické stabilitě.

Na závěr odcházející guvernér Mervyn King připomíná, že cíle měnové politiky jsou ve Velké Británii v rukou volených politiků. Přitom je však stále nutné zachovat nezávislost centrální banky, která jí umožňuje důvěryhodně plnit její cíl, konkrétně v tomto případě pečovat o cenovou stabilitu. S tím je konzistentní i v úvodu zmíněná změna pověření měnověpolitického výboru Bank of England, která je v souladu s celosvětově pozorovaným posunem směrem k větší flexibilitě inflačního cílování.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. června 2013. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz.