



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Monitoring centrálních bank - září 2016**

Česká národní banka  
2016

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-254021>

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

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

Datum stažení: 25.05.2024

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

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2016

## V tomto čísle

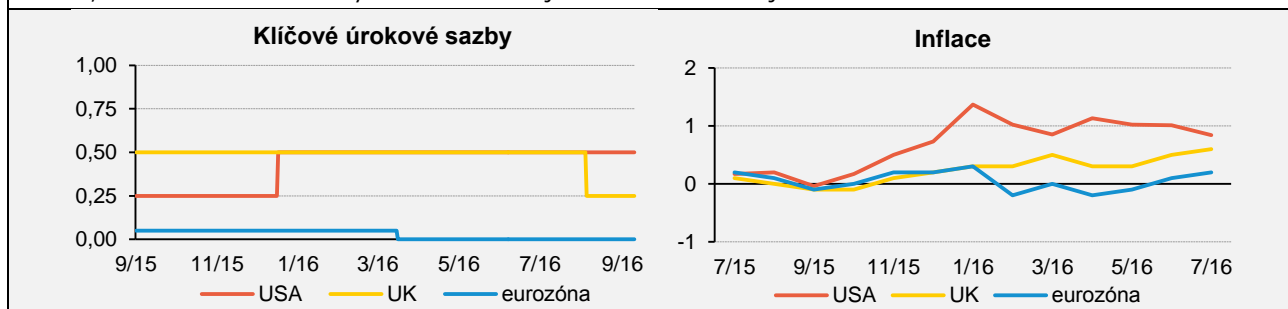
*Většina sledovaných centrálních bank udržuje své úrokové sazby na stávající nízké úrovni či promýšlí další uvolňování měnové politiky. ECB ponechala v uplynulém období úrokové sazby beze změn a nezměnila ani nastavení parametrů svého programu nákupu dluhopisů. Britská centrální banka v reakci na události po oznámení výsledku referenda o vystoupení Spojeného království z Evropské unie uvolnila svou měnovou politiku a poskytla britským bankám přístup k dodatečné likviditě. Naproti tomu u amerického Fedu vzrostla pravděpodobnost zvýšení jeho úrokových sazeb do konce letošního roku, a to v návaznosti na dostatečně robustní údaje z americké ekonomiky. Téma pod lupou se věnuje hospodářskému a měnovému vývoji v Brazílii, která letos hostila letní olympijské hry, její ekonomika však prochází hlubokou recesí. Nový pohled na vývoj americké ekonomiky představuje ve vybraném projevu prezident a výkonný ředitel Fedu v St. Louis James Bullard.*

## 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 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. července (0,00) 8. září (0,00)	14. – 15. června (0,00) 26. – 27. července (0,00)	16. června (0,00) 14. července (0,00) 4. srpna (-0,25)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % <sup>3</sup>	0,25–0,50 %	0,25 %
poslední inflace	0,2 % (srpen 2016) <sup>4</sup>	0,8 % (červenec 2016)	0,6 % (červenec 2016)
očekávaná MP zasedání	20. října 8. prosince	20. – 21. září 1. – 2. listopadu	15. září 13. října 3. listopadu
další očekávané události	8. prosince zveřejnění prognózy	19. října zveřejnění Beige Book, únor Monetary Policy Report	3. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb <sup>6</sup>	→	↑	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> depozitní sazba; <sup>4</sup> tzv. Flash odhad; <sup>5</sup> zasedání spojeno se souhrnem ekonomický prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; <sup>6</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** na svých zasedáních v červenci ani v září své klíčové úrokové sazby nezměnila a potvrdila, že s nízkými sazbami na současné či nižší úrovni počítá i po skončení nákupů cenných papírů. ECB také potvrdila měsíční nákupy dluhopisů v objemu 80 mld. EUR minimálně do konce března 2017 a případně déle, pokud to bude plnění inflačního cíle vyžadovat. V červnu ECB zahájila nákupy firemních dluhopisů v rámci programu Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) a provedla první aukci cílených čtyřletých refinančních operací v rámci programu TLTRO II. ECB předpokládá růst HDP o 1,7 % v tomto roce a o 1,6 % v letech 2017 a 2018. Letošní inflace zůstane velmi nízká (0,2 %), v roce 2017 vzroste na 1,2% a v roce 2018 na 1,6 %.

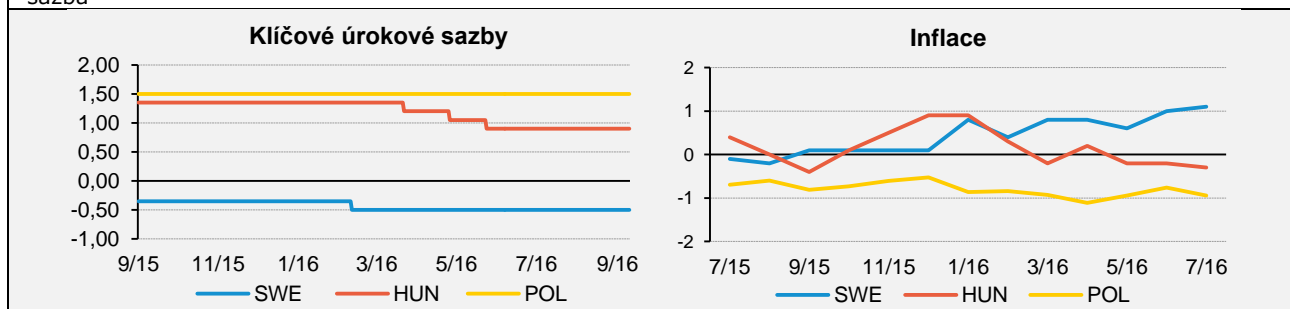
**Fed** v červnu i červenci ponechal úrokové sazby beze změny v rozmezí 0,25–0,50 %. Pravděpodobnost zvýšení sazeb do konce tohoto roku podle Fedu mírně vzrostla (viz Zajímavé události), zejména díky dostatečně robustním datům z trhu práce a zeslabení krátkodobých rizik výhledu vývoje ekonomiky, například nejistoty spojené s Brexitem. Podle FOMC zůstane inflace nadále nízká. Dosažení 2% cíle Fed očekává ve střednědobém horizontu. Ekonomika poroste mírným tempem.

**BoE** v srpnu snížila svou hlavní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na úroveň 0,25 %, oznámila nákup firemních dluhopisů v objemu 10 mld. GBP a rozšíření nákupu vládních cenných papírů o 60 mld. GBP; celkově tedy její držba vládních cenných papírů dosáhne úrovně 435 mld. GBP. Další opatření (viz Zajímavé události) mají dále uvolnit měnovou politiku s cílem poskytnout dodatečnou podporu ekonomickému růstu a zajistit udržitelné dosažení inflačního cíle. Inflace v červenci dosáhla 0,6 %. BoE očekává zvyšování celkové inflace spojené s depreciací libry a následným růstem dovozních cen. S výraznými pohyby libry byly v minulosti podle BoE vždy spojeny výrazné změny v jádrové inflaci, a lze tedy i v jejím případě očekávat nárůst.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	5. července (0,00) 6. září (0,00)	21. června (0,00) 26. července (0,00) 23. srpna (0,00)	7. – 8. června (0,00) 5. – 6. července (0,00) 6. – 7. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % <sup>2</sup>	0,9 %; -0,05 % <sup>2</sup>	1,50 %
poslední inflace	1,1 % (červenec 2016)	-0,3 % (červenec 2016)	-0,9 % (červenec 2016)
očekávaná MP zasedání	26. října 20. prosince	20. září 25. října 22. listopadu	4. – 5. října 8. – 9. listopadu 6. – 7. prosince
další očekávané události	27. října zveřejnění Monetary Policy Report	20. září zveřejnění Inflation Report	14. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb <sup>1</sup>	→	→	→

<sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, <sup>2</sup> depozitní sazba



**Riksbank** ponechala v září svou základní úrokovou sazbu na úrovni -0,5 % a potvrdila pokračování programu nákupu vládních dluhopisů až do dosažení jeho celkového objemu ve výši 245 mld. SEK v roce 2016. Hlavní motivací pokračující expanzivní měnové politiky je přitom snížit riziko, že bude přerušen současný trend rostoucí inflace (pro rok 2016 je výhled CPI 1,1 % a CPIF 1,5 %). Riksbank neplánuje zvyšovat základní úrokovou sazbu dříve než ve druhé polovině roku 2017, kdy by se dle prognózy měla inflace přiblížit cíli (CPI 1,7 % a CPIF 1,9 %). V případě negativního vývoje na mezinárodních trzích (zejména v důsledku britského referenda), resp. výraznějšího posilování švédské koruny oproti prognóze je Riksbank připravena měnovou politiku dále uvolňovat, a to i v období mezi jednotlivými měnověpolitickými zasedáními.

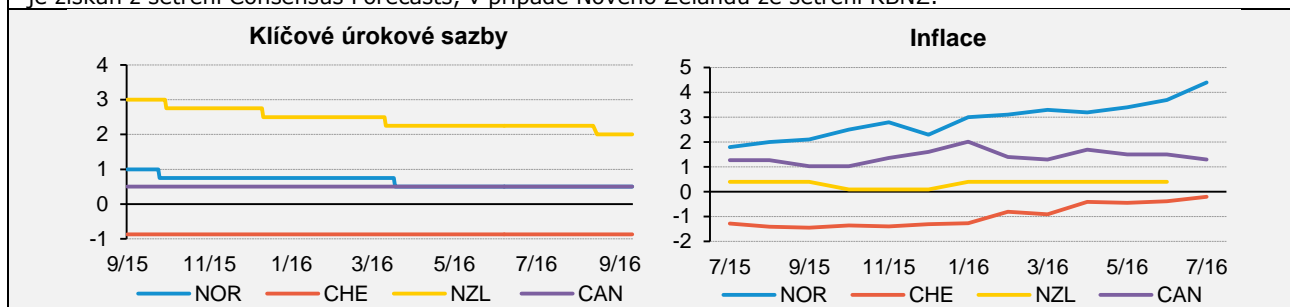
**MNB** ponechala svou úrokovou míru na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na -0,05 %. Maďarská ekonomika ve 2. čtvrtletí 2016 předčila očekávání a rostla tempem 2,6 %. MNB přistupuje k dalším nekonvenčním nástrojům: od srpna bude vyhlášovat tendry tříměsíčních depozit pouze jednou v měsíci (doposud čtyřikrát za měsíc), od října bude navíc limitovat objem peněz, které si komerční banky u ní budou moci uložit. To by mělo banky motivovat k většímu úvěrování, případně k investicím do domácích vládních dluhopisů, a tím tlačit úrokové sazby k nižším hodnotám. MNB očekává i nadále inflaci pod 3% cílem, k němuž se tempo cenového růstu přiblíží až v první polovině roku 2018.

**NBP** ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %, kde ji drží už jeden a půl roku. Ve 2. čtvrtletí ekonomický růst v meziročním vyjádření zrychlil, když byl tažen převážně spotřebou domácností, podporovanou silným trhem práce, a zvýšením exportů. Opačným směrem působil pokles investic v důsledku nižšího čerpání EU fondů. Tyto hlavní faktory budou převažovat i ve zbytku letošního roku, přičemž celoroční růst polské ekonomiky by měl činit 3,2 %. Inflace spotřebitelských cen i cen výrobců setrvává pod nulou a NBP očekává její návrat do kladných hodnot až ke konci roku 2016.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<b>Norsko (NB)</b>	<b>Švýcarsko (SNB)</b>	<b>Nový Zéland (RBNZ)</b>	<b>Kanada (BoC)</b>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	0–2 %	2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	23. června (0,00)	16. června	9. června (0,00) 11. srpna (-0,25)	13. července (0,00) 7. září (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,50 %; -0,50 reserve rate <sup>1</sup>	od -1,25 do -0,25 % <sup>2</sup> ; -0,75 % <sup>3</sup>	2,00 %	0,5 %
<b>poslední inflace</b>	4,4 % (červenec 2016)	-0,2% (červenec 2016)	0,4 % (Q2 2016)	1,3 % (červenec 2016)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	22. září 27. října	15. září 15. prosince	22. září 10. listopadu	19. října 7. prosince
<b>další očekávané události</b>	22. září zveřejnění Monetary Policy Report	21. září zveřejnění Monetary Policy Report	10. listopadu zveřejnění Monetary Policy Statement	19. října zveřejnění Monetary Policy Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>4</sup></b>	↓	→	↓	→

<sup>1</sup> pouze na rezervy překračující kvótu; <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> záporná depozitní sazba, jíž se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



**NB** na červnovém zasedání ponechala svou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 %. Guvernér Olsen zmínil možnosti jejího dalšího snížení, avšak již nenaznačoval možný pokles úrokových sazeb do záporu. Slabší růstové vyhlídky ekonomiky přetrvávají, a to i přes rostoucí cenu ropy a z ní vyplývající přínos pro tamní ekonomiku. Inflace se téměř rok pohybuje nad inflačním cílem, očekáván je však její pokles kvůli předpokládanému nižšímu růstu mezd a silnější norské koruně. Pokud by přetrvával rychlý růst cen nemovitostí, hrozí vyšší zranitelnost domácností. Aktuálně platná sazba proticyklického kapitálového polštáře činí 1,5 %.

**SNB** ponechala na červnovém zasedání interval měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %; také sazba, jíž se úročí zůstatky bank u SNB, zůstala nezměněná na úrovni -0,75 %. Ve snaze oslabit švýcarský frank nakupuje SNB akcie ([zde](#)) a díky této aktivitě dosáhly ve druhém čtvrtletí akcie 20% podílu na oficiálních devizových rezervách. Podle nové prognózy cenová hladina zpomalí svůj pokles a posléze začne zvolna růst; pro rok 2016 SNB očekává deflaci ve výši 0,4 % (břežnová prognóza 0,8 %), pro rok 2017 míru inflace ve výši 0,3 % (0,1 % dle březnové prognózy).

**RBNZ** v srpnu snížila svou hlavní sazbu o 0,25 p. b. na úroveň 2 %, aby napomohla korekci předchozího posílení kurzu novozélandského dolaru a měla kontrolu nad poklesem inflace i inflačních očekávání. Slabé globální ekonomické podmínky totiž tlumí inflační tlaky na Novém Zélandu skrze působení silného měnového kurzu, dovozních cen a návazně klesajících cen obchodovatelných statků. Inflace je tudíž nízká a RBNZ očekává ve třetím čtvrtletí její další pokles. Zároveň je navrhováno další zpřísnění makrobezpečnostní politiky, které by RBNZ umožnilo pokračovat ve snižování úrokových sazeb, viz Zajímavé události.

**BoC** ponechala svou klíčovou sazbu beze změny na úrovni 0,5 %. Inflace se pohybuje pod cílem, když v červenci dosáhla meziročně 1,3 %, a to v důsledku poklesu spotřebitelských cen energie. V průběhu roku banka očekává pohyb inflace mírně pod cílem na úrovni 1,6 %. Pro letošní rok BoC snížila odhad růstu HDP na 1,3 %, v důsledku negativního dopadu požárů v provincii Alberta. Pro rok 2017 je předpověď ekonomického růstu na úrovni 2,2 %.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### Hlavním tématem letošní konference v Jackson Hole byla budoucnost měnové politiky

Každoroční symposium centrálních bankéřů a akademiků pořádané kansaským Fedem v americkém Wyomingu se zabývalo vytvořením dostatečně odolného a přitom pružného rámce měnové politiky v situaci nízkých nominálních úrokových sazeb a změn na finančních trzích, a také úlohou bilance centrální banky. Konferenci zahájila projevem předsedkyně amerického Fedu Janet Yellenová (viz dále), s dalšími příspěvky vystoupili například guvernér mexické centrální banky Agustín Carstens, guvernér BoJ Haruhiko Kuroda, Benoît Coeuré z ECB, Minouche Shafik z BoE, Marianne Nessén z Riksbank, profesor Christopher A. Sims z Princetonské univerzity nebo profesor Marvin Goodfriend z Carnegie-Mellonovy univerzity.

### Janet Yellenová v projevu v Jackson Hole zmínila možnost letošního zvýšení sazeb Fedu a možné budoucí rozšíření nástrojů měnové politiky

Janet Yellenová uvedla, že se domnívá, že s ohledem na pozitivní výkon trhu práce a na výhled ekonomického růstu zesílily důvody ke zvýšení úrokových sazeb, a to ještě letos, nicméně bude třeba vyčkat na další data. Yellenová také hovořila o tom, že napříště budou centrální bankéři vedle stanovení adekvátní výše úrokových sazeb a signalizace budoucí měnové politiky (forward guidance) pravděpodobně také uvažovat o rozšíření spektra nástrojů měnové politiky, například o rozšíření programů svých nákupů o další třídy aktiv. Hovořila také o citované možnosti zvýšení inflačního cíle či přijetí alternativního rámce měnové politiky spočívajícího například v cílování cenové hladiny nebo růstu nominálního HDP, ovšem s tím, že použití těchto režimů Fed v současnosti nezvažuje. Zdůraznila rovněž stabilizační roli fiskální politiky. V projevu naopak nezmínila možnost zavedení záporných úrokových sazeb.

### **BoE uvolňuje měnovou politiku v reakci na výsledek referenda o brexitu**

V reakci na vývoj situace po vyhlášení výsledků referenda o vystoupení Spojeného království z Evropské unie přistoupila Bank of England nejprve k poskytování dodatečné likvidity bankám v rámci dlouhodobých indexovaných repo operací (ILTR, viz [minulý MCB](#)) a její guvernér v [projevu](#) koncem června naznačil pravděpodobné uvolnění měnové politiky v blízké budoucnosti. Počátkem července [snížila](#) BoE s okamžitou platností požadavek na proticyklický kapitálový polštář z 0,5 % na 0 %. Na srpnovém měnovém zasedání pak [přijala](#) balíček opatření s cílem poskytnout dodatečnou podporu ekonomickému růstu a zajistit udržitelné dosažení inflačního cíle. Přistoupila (i) ke snížení sazeb o 25 b. b. na 0,25 %, (ii) k zavedení dalšího podpůrného financování bankám (Term Funding Scheme) pro zefektivnění transmise nízkých úrokových sazeb do ekonomiky, (iii) k nákupu firemních dluhopisů v hodnotě 10 mld. GBP, a (iv) k rozšíření nákupu státních dluhopisů o 60 mld. GBP, tj. zvýšila cílový objem držaných cenných papírů na 435 mld. GBP.

### RBNZ navrhuje zpřísnění makrobezpečnostní politiky v oblasti úvěrování realitního trhu na celém Novém Zélandu

RBNZ v červenci vydala tzv. [konzultační dokument](#) navrhuující od září 2016 zpřísnění limitů pro nemovitostní úvěry, které by se týkalo celého území státu a sjednotilo by tak dosavadní rozdíl mezi úvěrovými podmínkami v Aucklandu (viz např. [MCB z června 2015](#)) a ve zbytku Nového Zélandu. Zpřísnění úvěrových podmínek by umožnilo centrální bance snížit úrokové sazby a oslabit tak stále relativně silný novozélandský dolar, aniž by uvolněním měnové politiky přizivovala vytváření bubliny na realitním trhu. Podle navrhovaných restrikcí by banky nemohly poskytnout více než 5 % úvěrů s LTV poměrem (poměrem objemu úvěru k ceně zastavené nemovitosti) vyšším než 60 % investorům, kteří bydlení nenakupují pro vlastní potřebu, a nesměly by poskytovat více než 10 % úvěrů s LTV poměrem vyšším než 80 % v případě

nákupů vlastnického bydlení. V platnosti by přitom zůstaly veškeré dosavadní úvěrové výjimky (tj. například pro úvěry na výstavbu nových nemovitostí). Po konzultacích s novozélandskými bankami bylo navrhované zavedení limitů posunuto o měsíc, tj. na 1. října 2016. RBNZ ve svém [vyjádření](#) dodala, že do vyhlášení limitů jsou možné jejich další drobné úpravy.

### **Prezident Fedu v St. Louis navrhuje nový přístup k prognózování**

Prezident Fedu v St. Louis James Bullard představil nový pohled na vývoj ekonomiky USA a navrhl oproti dosavadní praxi odlišný přístup k prognózování, spočívající v konceptu tzv. ekonomických režimů. Tomuto přístupu Fedu se věnuje Vybraný projev.

### **SNB spustila informační portál, vydala aplikaci a brožuru**

SNB spustila informační webové stránky a vydala brožuru a aplikaci s informacemi o centrální bance a její měnové politice, o cenové stabilitě, kurzovém závazku, trhu nemovitostí apod. Informace jsou cílené pro školy a pro širokou veřejnost a jsou v současné době dostupné v němčině a francouzštině, během podzimu by pak měly být k dispozici i v italské a anglické jazykové mutaci.



### 3. TÉMA POD LUPOU: BRAZILSKÉ CESTY Z KRIZE

*Brazílie, sedmá největší světová ekonomika, letos hostila letní olympijské hry a před dvěma lety fotbalový šampionát. Pořádání velkých sportovních akcí se mělo stát oslavou této dynamicky rostoucí největší latinskoamerické ekonomiky. Ta však v posledních letech prochází hlubokou recesí a země zažívá politické otřesy. Brazílie však tradičně patří mezi velké světové trhy a v průběhu historie již dokázala úspěšně projít mnoha těžkými zkouškami. Lze tedy doufat, že brazilská centrální banka společně s vládním ekonomickým týmem opět naleznou vhodná řešení, která ekonomice pomohou odrazit se ode dna.*

#### **Brazílie – stručná ekonomická charakteristika**

Brazílie je pátým největším i nejlidnatějším státem světa, a zároveň největším a nejlidnatějším státem Jižní Ameriky. Její ekonomika je sedmou největší na světě podle celkového HDP (v PPP). Země je bohatá na nerostné suroviny a k důležitým odvětvím patří ropný průmysl (dominuje zde státní firma Petrobras, nyní spojená s korupčním skandálem), významné je také strojírenství a chemický průmysl. Brazílie je největším světovým vývozcem cukru a kávy, druhým největším vývozcem sójových bobů a masa a patří také k nejvýznamnějším exportérům železné rudy. Vzhledem k vysokému zastoupení surovin na brazilském exportu (přibližně 60 %) je země silně ovlivňována změnami jejich světových cen. Hlavními brazilskými exportními partnery jsou Evropská unie (přibližně 19 % exportu), Čína (18 %), Spojené státy (12 %) a Argentina (6 %). I přesto, že brazilský export dosahuje v poměru k HDP pouze 13 %, je pro ekonomiku důležitým zdrojem vnějších příjmů.

Na počátku tohoto tisíciletí patřila Brazílie mezi nejrychleji rostoucí ekonomiky světa a v roce 2001 byla zařazena mezi čtyři nejvýznamnější a nejslibnější se rozvíjející světové ekonomiky, pro něž bylo zavedeno společné pojmenování „BRIC“ (Brazílie, Rusko, Indie a Čína). V roce 2013 nicméně začala brazilská ekonomika zpomalovat. Důvodem byl zejména pokles světových cen komodit a zpomalení růstu Číny, která je jejich klíčovým brazilským odběratelem. Vnější faktory pak umocňovala nevyvážená domácí makroekonomická politika s vysokými vládními výdaji a zásahy do ekonomiky. Od 2. čtvrtletí roku 2014 se brazilská ekonomika nachází v recesí, a její pokles je navíc provázán s korupčními skandály a politickou krizí, která vyústila až v letošní odvolání brazilské prezidentky.

#### **Historické zkoušky Banco Central do Brasil a volba režimu inflačního cílování**

Brazílie již v minulosti úspěšně překonala mnohé ekonomické krize. V 80. a 90. letech se potýkala s hyperinflací,<sup>1</sup> na konci 90. let pak překonala finanční krizi,<sup>2</sup> která vedla k přijetí režimu cílování inflace. Důležitou roli ve stabilizaci ekonomiky vždy hrála společně s vládním ekonomickým týmem také brazilská centrální banka.

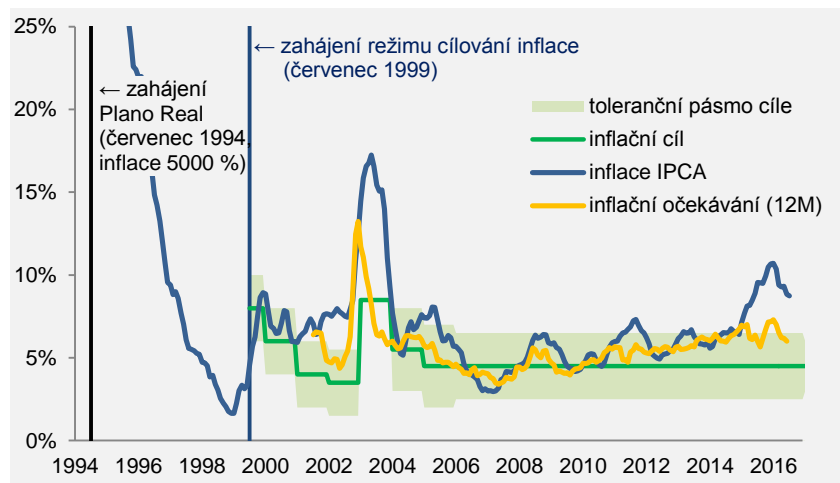
<sup>1</sup> Hyperinflace, kdy inflace v několika epizodách dosahovala v meziročním vyjádření přes 5000 %, byla dědictvím vojenského režimu z let 1964–1985. Během něj sice v 70. letech země zažila silný ekonomický růst, nicméně za cenu rostoucího zahraničního zadlužení a odkládání potřebných strukturálních reforem. Od roku 1986 byla v Brazílii zaváděna řada ekonomických plánů s cílem inflaci snížit. Definitivně však uspěl až tzv. Plano Real v červenci 1994. V jeho rámci byl zaveden tzv. „nový“ real (který představoval již devátou měnu v samostatné brazilské historii) a došlo k zafixování jeho kurzu k americkému dolaru. Kurz se tak stal nominální kotvou ekonomiky. Došlo také ke zrušení mzdové a cenové indexace, ke zpřísnění fiskální i měnové politiky, zmenšila se velikost veřejného sektoru a byl liberalizován zahraniční obchod. (Krátkodobě byl kurz BRL/USD nastaven v pevném poměru 1:1, od března 1995 byl v systému crawling peg postupně devalvován o 8 % ročně, při vychýlení kurzu mimo stanovenou paritu centrální banka intervenovala na devizovém trhu.) Inflaci se podařilo za necelé tři roky snížit na jednocifernou úroveň.

<sup>2</sup> Finanční krizi způsobil silný odliv zahraničního kapitálu v návaznosti na ruskou finanční krizi v roce 1998 a související pokles důvěry investorů v rozvíjející se ekonomiky. Brazílie zvýšila krátkodobé úrokové sazby (na úroveň přes 40 %) a vláda dohodla balík finanční podpory s MMF. Vzhledem k vysokému tlaku na devizové rezervy byla Brazílie v lednu 1999 nucena přejít k systému plovoucího měnového kurzu. Real přitom během dvou měsíců prudce poklesl (z 1,2 USD/BRL koncem ledna na 2,2 USD/BRL začátkem března 1999) a centrální banka musela po opuštění režimu pevného měnového kurzu najít novou nominální kotvu ekonomiky, aby zabránila nestabilitě a růstu inflace. Touto kotvou se stal inflační cíl.

Brazilská centrální banka (Banco Central do Brasil, BCB) byla založena v roce 1964. Do té doby vykonávaly obvyklé pravomoci centrální banky tři rozdílné federální instituce: Úřad pro měnu a úvěry SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito, ukončil činnost po založení BCB), ústřední brazilská banka (Banco do Brasil, BB) a několik oddělení ministerstva financí (dnešní Státní pokladna, Tesouro Nacional). Vyjasnění kompetencí jednotlivých institucí v oblastech fiskální a měnové politiky však definitivně přinesla až ústava z roku 1988.

Hlavním cílem brazilské centrální banky je udržovat stabilní kupní sílu brazilské měny a stabilitu brazilského finančního systému. Neurčuje však brazilskou měnovou a finanční politiku, kterou formuluje vládou řízená tzv. Národní měnová rada (Conselho Monetário Nacional, CMN),<sup>3</sup> jejíž je centrální banka jakýmsi výkonným orgánem. Nelze tedy hovořit o plné nezávislosti BCB. K nedostatečné statutární nezávislosti BCB přispívá také fakt, že guvernér a viceguvernéři BCB nemají mandáty na pevně stanovenou dobu a mohou být kdykoli odvoláni prezidentem republiky. BCB má pouze takzvanou operační nezávislost, tedy možnost zvolit si nutné nástroje k dosahování cílů stanovených CMN, a to zatím pouze neformálně.<sup>4</sup>

Cílování inflace je v Brazílii měnověpolitickým režimem od opuštění měnového kurzu navázaného na americký dolar, tedy od roku 1999. Představiteli BCB byl navrhován jako nejvhodnější režim k dosažení ekonomické stabilizace v situaci volně plovoucího kurzu. Dekretem prezidenta republiky byl režim cílování inflace formálně přijat koncem června 1999. CMN zároveň vydala rezoluci, v níž stanovila postupně se snižující inflační cíle pro konec roku 1999 a pro dva roky následující (8 % pro rok 1999, 6 % pro 2000 a 4 % pro 2001), vymezila toleranční pásmo v šíři  $\pm 2$  % a za referenční cenový index zvolila index spotřebitelských cen IPCA.<sup>5</sup>



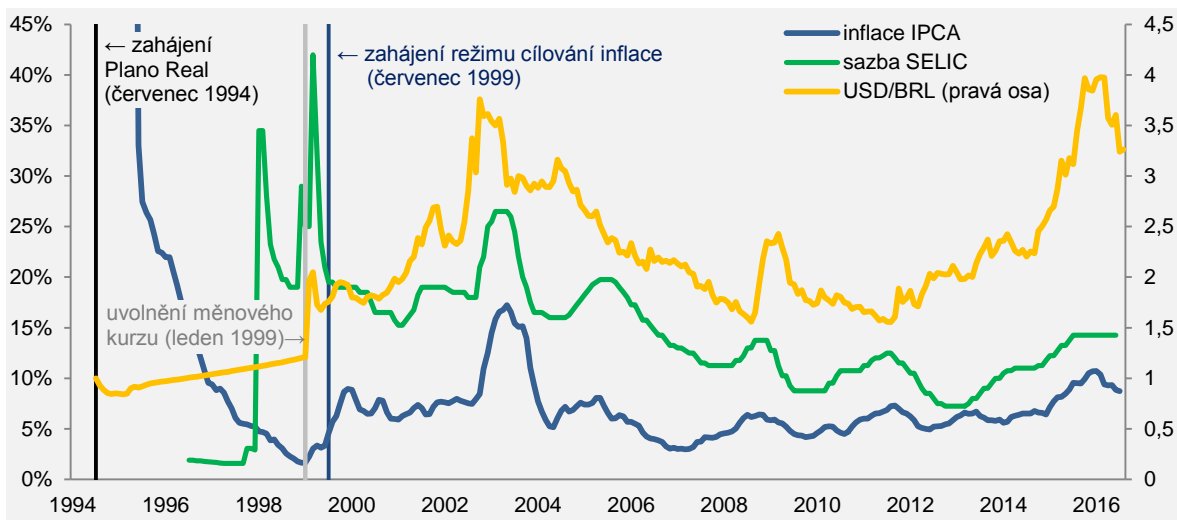
Zdroj: Datastream, BCB

Po přijetí režimu cílování inflace se podařilo brazilskou inflaci stabilizovat v tolerančním pásmu. Výjimkou bylo období kolem roku 2002, charakterizované dočasným odlivem kapitálu a prudkou depreciaí realu, a současná perioda vysoké inflace. Růst inflace v roce 2015 souvisel mimo jiné s úspornými opatřeními brazilské vlády zahrnujícími také zvyšování regulovaných cen, k inflačním tlakům přispěl rovněž slábnoucí real související s ekonomickými těžkostmi, špatnou fiskální pozicí země a nedůvěrou investorů. Od počátku roku 2016 inflace mírně klesá, stále se však pohybuje mimo oblast tolerančního pásma, když aktuálně dosahuje hodnoty 8,7 % (červenec 2016). Kurz realu posiluje díky lepším makroekonomickým datům i zlepšení sentimentu trhů ohledně nového ekonomického týmu (viz dále). BCB na posledním zasedání (červenec 2016) mírně snížila odhady inflace pro letošní a příští rok a očekává návrat inflace do tolerančního pásma v roce 2017 (pro rok 2016 činí odhad inflace 6,8 %, pro rok 2017 pak 5,3 %).

<sup>3</sup> Dva ze tří členů CMN jsou členové vlády (ministr financí a ministr plánování a rozpočtu), třetím je guvernér BCB.

<sup>4</sup> Teprve v letošním roce by operační nezávislost mohla být zakotvena v brazilské ústavě, pokud bude schválen příslušný dodatek navrhovaný vládou.

<sup>5</sup> Index IPCA byl zvolen ze dvou brazilských celonárodních indexů spotřebitelských cen proto, že je indexem pokrývajícím větší množství populace (zahrnuje rodiny s příjmem na úrovni 1–40násobku minimální mzdy, zatímco druhý celonárodní index INPC zahrnuje rodiny s příjmem odpovídajícím 1–5násobku minimální mzdy).



Zdroj: Datastream, BCB

Výši inflačního cíle a šíři tolerančního pásma stanovuje CMN každoročně v červnu na dva roky dopředu. V současnosti (již od roku 2005) je inflační cíl stanoven ve výši 4,5 % s tolerančním pásmem  $\pm 2$  %; pro roky 2017 a 2018 je toleranční pásmo zúženo na  $\pm 1,5$  %.

Definice dosažení inflačního cíle se v případě Brazílie mírně liší od jiných zemí. Inflační cíl je dosažen, pokud se hodnota akumulované meziměsíční inflace za kalendářní rok (leden až prosinec) nachází v tolerančním pásmu. V případě nedosažení inflačního cíle je guvernér BCB povinen ministru financí v otevřeném dopise vysvětlit důvody tohoto nedosažení, popsat navrhovaná opatření k nápravě a její časový horizont.

V rámci centrální banky je rozhodovacím orgánem v oblasti měnové politiky devítičlenná měnověpolitická rada COPOM (Comite de Política Monetária), založená v roce 1996. COPOM se schází pravidelně osmkrát ročně a stanovuje výši hlavní měnověpolitické sazby SELIC, což je jednodenní (O/N) sazba na mezibankovním trhu. V současnosti (již od července 2015) je SELIC sazba stanovena na úrovni 14,25 %.

Vedle výše sazeb může COPOM vyhlásit také tzv. „vychýlení úrokových sazeb“, které znamená, že guvernér BCB je oprávněn změnit úroveň sazeb ve směru naznačeném tímto „vychýlením“ kdykoli v období mezi pravidelnými zasedáními COPOM.<sup>6</sup>

COPOM publikuje zápis ze svého měnového zasedání s týdenním zpožděním (v portugalské, v angličtině pak o několik dní později). Čtyřikrát ročně (v březnu, červnu, září a prosinci) vydává v portugalské i angličtině Zprávu o inflaci (Relatório de Inflação, Inflation Report) obsahující kromě popisu vnitřního a vnějšího prostředí také prognózu inflace a HDP.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> „Vychýlení“ úrokových sazeb (viés de taxa de juros, anglicky interest rate bias) může být nastaveno buď směrem ke snížení, nebo ke zvýšení sazeb, a naznačuje tak pravděpodobný vývoj měnové politiky. BCB využila možnosti změnit sazby v době mezi zasedáními v letech 1999 a 2000. Naposledy bylo opatření vyhlášeno (nikoli využito) v roce 2003. (Stručnou indikaci nejpravděpodobnějšího výhledu měnové politiky využíval do ledna 2000 také například americký Fed, který ji poté nahradil podrobným doprovodným prohlášením ohledně výhledu inflace a ekonomického růstu.)

<sup>7</sup> Zpráva o inflaci obsahuje prognózu formou vějířových grafů ve dvou scénářích. Tzv. základní scénář předpokládá po celou dobu dvouletého predikčního horizontu stabilitu kurzu a sazby SELIC na úrovni ke dni stávajícího zasedání; druhý, tzv. tržní scénář pak pro kurz a vývoj sazby SELIC využívá údajů ze šetření mezi analytiky.

## Současná situace

Po jen těsném znovuzvolení prezidentky Dilmy Rousseffové v říjnu 2014 se ekonomická a politická krize v zemi neuklidnily, spíše naopak. V roce 2015 se znovu rozhořely celonárodní protesty, zejména kvůli korupci a kvůli stále se zhoršující ekonomické situaci, a objevila se volání po odstoupení prezidentky. Ekonomické situaci v zemi neprospěly opakované obměny vládního ekonomického týmu,<sup>8</sup> při kterých se částečně měnil přístup k provádění strukturálních reforem nutných k znovunastartování ekonomického růstu. Počátkem letošního roku mezinárodní agentury snížily rating Brazílie až do spekulativního pásma. Propad ekonomiky se v prvním čtvrtletí sice zmírnil na -5,4 % proti -5,9 % ve 4. čtvrtletí loňského roku, nicméně hospodářská aktivita stále klesá: pro letošní rok poklesne HDP podle prognóz mezinárodních institucí o 3,0 až 3,3 %, BCB tento pokles odhaduje o 3,3 %.

HDP 2016Q1	-5,4 %
inflace 07/2016	8,7 %
inflační cíl	4,5 % ± 2 %
sazba SELIC	14,25 %

Zdroj: BCB, IBGE

Politickou krizi v zemi prohlubuje korupční skandál kolem státního ropného gigantu Petrobras prorůstající do vysokých politických pater, který vyostřuje politické neshody. V dubnu 2016 se Kongres rozhodl zahájit proces odvolání<sup>9</sup> prezidentky Rousseffové za manipulaci s rozpočtovými účty, kterou si měla v roce 2014 zajistit znovuzvolení.

Nejnovější snahu o nastartování ekonomiky uskutečnil v červnu 2016 viceprezident Michel Temer, který prezidentku začal zastupovat během odvolacího procesu, a který obměnil vládní ekonomický tým s cílem rychle zahájit potřebné reformy. Ministrem financí se stal Henrique Meirelles (guvernér BCB v letech 2003–2011) a novým guvernérem BCB byl jmenován Ilan Goldfajn (který nahradil Alexandra Tombiniho, působícího v čele BCB od roku 2011). Podle prvních náznaků na trzích důvěra v brazilskou ekonomiku díky této obměně a slibovanému návratu k reformám roste.

## Závěrem

Fotbalový šampionát, který Brazílie pořádala v roce 2014, skončil pro brazilský národní tým při cestě ke zlatu ostudnou porážkou s Německem, která dodala celé – jinak z hlediska organizačního vcelku vydařené – akci poněkud hořkou pachutí. Vysoké výdaje spojené s pořádáním mistrovství se brazilské ekonomice navíc nevrátily tak, jak bylo očekáváno. Stejně nejistý je ekonomický přínos nedávno zakončených letních olympijských her. Dočasně se zvýšily tržby v dopravě, ubytování nebo službách, nicméně velká část sportovišť zřejmě nenalezne – stejně jako po MS ve fotbale – adekvátní využití. Fotbal milujícím Brazilcům však může být útechem, že jejich tým získal vytouženou zlatou olympijskou medaili právě vítězstvím nad Německem. Snad to může vnímáno jako příslib, že se situace pro Brazílii konečně obrátí k lepšímu i ekonomicky. A že se potvrdí platnost rčení, že Brazílie je zemí budoucnosti – přestože sami Brazilci zpola žertem dodávají, že zemí budoucnosti také navždy zůstane.

<sup>8</sup> V říjnu 2014 prezidentka po těsném vítězství v souboji s konzervativnějšími kandidáty nemohla pokračovat v dosavadní politice vysokých vládních výdajů, a ministrem financí jmenovala fiskálně konzervativního Joaquina Levyho. Jeho cílem bylo dosažení vyrovnaného rozpočtu a zavedení radikálních strukturálních reforem (např. reformy penzijního systému, sociálních dávek, přehodnocení daňových výhod nebo zvyšování regulovaných cen). Reformy však neměly plnou podporu ani v ekonomickém týmu prezidentky a narážely i na odpor Kongresu. V prosinci 2015 ministr financí Levy rezignoval. Prezidentka na jeho místo jmenovala Nelsona Barbosu, nakloněného spíše expanzivní fiskální politice. V navržených reformách bylo rozhodnuto pokračovat jen postupnými kroky. Trhy nevnímaly výměnu pozitivně a analytici vyjadřovali obavy, že bude dále snížena nezávislost centrální banky, která bude vládou tlačena ke snižování úrokových sazeb bez ohledu na inflační cíl.

<sup>9</sup> Proces odvolání (impeachment) byl zahájen 17. dubna 2016, kdy parlament potřebnou dvoutřetinovou většinou schválil ústavní žalobu o odvolání prezidentky z funkce. Dne 12. května pak potřebnou prostou většinou schválil žalobu senát, čímž byla prezidentka dočasně zbavena funkce (do vyřčení konečného verdiktu, nejdéle ale na 180 dní). Zastupovat ji začal dosavadní viceprezident Michel Temer. Senát poté pod vedením předsedy nejvyššího soudu posuzoval oprávněnost ústavní žaloby a 31. srpna dvoutřetinovou většinou rozhodl o definitivním sesazení prezidentky. Až do voleb roku 2018 bude v čele země stát M. Temer.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: NOVÁ CHARAKTERIZACE MAKROEKONOMICKÉHO A MĚNOVĚPOLITICKÉHO VÝHLEDU SPOJENÝCH STÁTŮ

Výraznou změnu pohledu Fedu v St. Louis na vývoj ekonomiky USA představil 17. června v [prohlášení](#) jeho prezident a výkonný ředitel James Bullard. Více tento přístup popsal ve svém [projevu](#) dne 30. června v Londýně a věnoval se mu i ve své červencové [prezentaci](#) v St. Louis.

Jamesem Bullardem prezentovaný nový přístup Fedu v St. Louis spočívá v opuštění konceptu jediného dlouhodobě rovnovážného stavu, k němuž ekonomika konverguje, a jeho nahrazení konceptem množiny režimů, do nichž může ekonomika přejít. Tyto režimy jsou vnímány jako perzistentní a změny mezi nimi jako nepredikovatelné. Optimální měnová politika pak závisí na tom, ve kterém režimu se aktuálně ekonomika nachází.

Podle Bullarda nelze dále spoléhat na běžný cyklický vývoj ekonomiky. Nemá smysl předkládat v současnosti obvyklé prognózy vývoje v USA predikující růst ekonomického výstupu nad trend, pokračující pokles nezaměstnanosti, inflaci rostoucí nad cíl či poměrně výrazně rostoucí měnověpolitické sazby, neboť tyto veličiny dle Bullarda na horizontu prognózy pravděpodobně setrvávají poblíž současných hodnot a další cyklické přizpůsobování bude jen nepatrné. V budoucnu sice ekonomika zřejmě přejde do jiného režimu, což ovlivní všechny veličiny, je však těžké odhadnout jak a kdy. Nejlepší je tedy predikovat setrvání v současném režimu a podle toho nastavit vhodnou měnovou politiku. Bullardem nastíněná prognóza podle tohoto konceptu tedy nepřináší dlouhodobý výhled a omezuje se pouze na horizont dvou a půl let.

Povahu režimu, v němž se ekonomika právě nachází, určují fundamentální faktory. Jedním z nich je růst produktivity, který je v USA v posledních letech slabý. Ekonomika se tak podle Bullarda nachází v režimu nízké produktivity (a tedy v režimu nízkého ekonomického růstu), a protože je tento režim považován za velmi perzistentní, předpokládá prognóza jeho trvání i do budoucna. Možnost, že produktivita přejde do režimu vysokého růstu, je v prognóze zahrnuta jen jako její riziko, protože tento přechod je sice možný, ale nepredikovatelný.

Dalším fundamentálním faktorem je reálná úroková sazba krátkodobého vládního dluhu, která je nyní velmi nízká. Tato situace je vnímána nikoli jako odraz nízkých reálných výnosů v ekonomice, ale jako odraz abnormálně vysoké likviditní prémie vládního dluhu. A právě likviditní prémie je oním určujícím faktorem. Režim nízké reálné sazby je považován také za perzistentní. Bullardem prezentovaná prognóza tak předpokládá jeho setrvání, přičemž možnost přepnutí do režimu vyšší reálné úrokové sazby je rizikem prognózy.

Třetím fundamentálním faktorem je stav hospodářského cyklu, neboli možnost nástupu recese. V současnosti se ekonomika USA v recesi nenachází. Podle Bullarda je přechod ekonomiky do stavu recese sice možný, na základě v současnosti dostupných dat však prognóza recesi nepředpokládá. Možnost nástupu recese je tak pouze rizikem prognózy.

Podle zmíněného konceptu hodnotí Bullard konkrétní konstelaci fundamentálních faktorů v americké ekonomice jako nízký ekonomický růst, nízkou reálnou sazbu a absenci recese. Rizikem prognózy je přepnutí kteréhokoli z těchto faktorů do alternativní pozice a tím posunutí systému do jiného režimu, na což by musela měnová politika reagovat.

Závěrem Bullard zopakoval, že nový přístup více zohledňuje nejistotu ohledně střednědobého a dlouhodobého vývoje. Ekonomika nemusí nutně konvergovat do jediného dlouhodobě rovnovážného stavu, ale může přejít do kteréhokoli z řady možných režimů. Přechod mezi režimy není predikovatelný. Nově koncipovaná prognóza předpokládá, že ekonomika setrvá v současném režimu, a upouští od dlouhodobých výhledů. Měnová politika závisí na aktuálně platném režimu, což vede k víceméně ploché trajektorii doporučených měnověpolitických sazeb na celém horizontu prognózy. Případný přechod ekonomiky do jiného režimu však samozřejmě znamená nutnost měnověpolitické reakce a vhodnou změnu nastavení sazeb.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. září 2016. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: [http://www.cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz) nebo [podatelna@cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz).