

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2019

## V TOMTO ČÍSLE

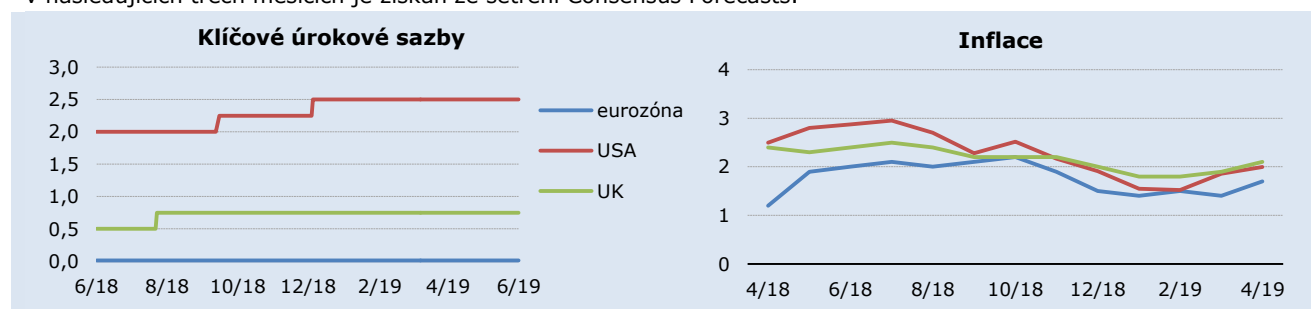
*Ekonomický růst napříč sledovanými ekonomikami dále zpomaluje a jednotlivé centrální banky předpovídají jeho zpomalování i v následujících dvou letech. Inflace se ve většině sledovaných ekonomik pohybuje kolem inflačního cíle příslušné centrální banky, vyjma Norska, Švýcarska a Maďarska. K normalizaci měnové politiky však banky přistupují jen pomalu, resp. ta je spíše odsouvána dále do budoucnosti. Nový Zéland dokonce snížil klíčovou sazbu a Maďarsko opětovně sahá po nákupech dluhopisů. ECB ponechala nastavení sazeb na dosavadní výši a dále do budoucnosti posunula jejich možné první zvýšení; upřesnila také podmínky programu zacílených dvouletých refinančních operací (TLTRO III), který poběží počínaje zářím 2019. Ke zvýšení sazeb, a to ještě v pomalejším tempu než bylo očekáváno, tak pravděpodobně přistoupí pouze Fed. Téma pod lupou se ohlíží za krizí bankovního sektoru na Islandu. Ve vybraném projevu vysvětluje prezident německé Bundesbanky Jens Weidmann význam podpory hospodářské soutěže a výzvy plynoucí z digitalizace pro dnešní měnovou politiku.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
<b>inflační cíl</b>	<2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	10. dubna (0,00) 6. června (0,00)	19. – 20. března <sup>5</sup> (0,00) 30. 4. – 1. května (0,00)	21. března (0,00) 2. května (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,00 %; -0,40 % <sup>3</sup>	2,25 – 2,50 %	0,75 %
<b>poslední inflace</b>	1,2 % (květen 2019) <sup>4</sup>	2 % (duben 2019)	2,1 % (duben 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	25. července 12. září	18. – 19. června <sup>5</sup> 30. – 31. července	20. června 1. srpna
<b>další očekávané události</b>	12. září zveřejnění prognózy eurosystému	červenec 2019 zveřejnění Monetary Policy Report	1. srpna zveřejnění Monetary Policy Summary
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>6</sup></b>	→	→	→

<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; <sup>6</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** nastavení svých sazeb nezměnila, ale opět odsunula jejich možné první zvýšení. Nyní očekává, že na současných úrovních zůstanou alespoň do první poloviny roku 2020. Jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv bude i nadále reinvestovat v plné výši. ECB upřesnila způsob úročení TLTRO III. Úroková sazba bude pro každou operaci stanovena na úrovni o 10 b.b. vyšší než průměrná sazba v hlavních refinančních operacích Eurosystému po dobu příslušné operace ([více podrobností zde](#)). Výhled růstu HDP byl v červnu oproti březnové prognóze mírně zvýšen pro letošní rok, kdy ECB očekává růst HDP tempem 1,2 % (oproti 1,1 %), naopak snížení růstu pro rok 2020 na 1,4 % (oproti 1,6 %); pro rok 2021 očekává růst 1,4 % (oproti 1,5 %). Prognóza inflace se zhruba nemění. ECB předpokládá inflaci na úrovni 1,3 % v letošním roce (oproti 1,2 %), v roce 2020 na úrovni 1,4 % (oproti 1,5 %).

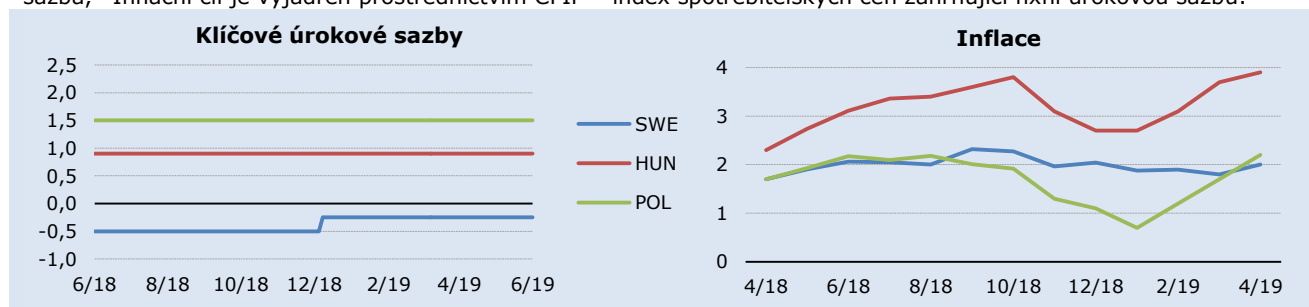
**Fed** ponechal klíčovou úrokovou sazbu na úrovni 2,25–2,50 %. Ze záznamu květnového zasedání FOMC vyplynula shoda členů výboru na potřebě i nadále udržovat trpělivý přístup k nastavení měnové politiky. Výbor se zabýval i mechanismy, jak nejlépe čelit případnému hospodářskému poklesu a strukturovat pozice v cenných papírech. Žádné rozhodnutí v tomto ohledu však nepadlo. Podle makroekonomických projekcí členů FOMC z března 2019 lze očekávat stabilitu sazeb do konce roku 2019 (donedávna se očekávala dvě zvýšení o 0,25 p. b.), přičemž trh nyní očekává dokonce jejich mírné snížení. V roce 2020 lze očekávat zřejmě jedno zvýšení sazeb. FOMC očekává mírně slabší růst HDP v letošním roce (2,1 %) oproti březnové prognóze (2,3 %). Pro rok 2020 očekává tempo růstu HDP 1,9 %. Prognóza inflace pro následující tři roky je 2 % a výhled míry nezaměstnanosti se pohybuje mezi 3,7 % a 3,9 %.

**BoE** ponechala jak svou hlavní úrokovou sazbu (0,75 %), tak objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) beze změny. Mezičtvrtletní růst HDP dosáhne 0,5 % v prvním čtvrtletí, pro druhý se očekává růst okolo 0,2 %. BoE v souvislosti s nejistotami okolo Brexitu očekává vyšší volatilitu dat o ekonomické aktivitě. V aktuální prognóze banka předpovídá meziroční růst HDP přes 2 % v polovině roku 2022. BoE mírně snížila výhled sazeb a očekává jejich růst na 1 % až v H1 2022. Z prohlášení však vyplývá, že budoucí zpřísnění měnové politiky je považováno za potřebné. Inflace na začátku roku 2019 poklesla k inflačnímu cíli a v dubnu dosáhla 2,1 %. V polovině prognózovaného období bude inflace mírně pod cílem, a to vlivem dočasného zpomalení růstu cen energií. Od roku 2020 pak BoE očekává inflaci na cíli a po zbytek predikčního období její pohyb mírně nad cílem.

**Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci**

	<b>Švédsko (Riksbank)</b>	<b>Maďarsko (MNB)</b>	<b>Polsko (NBP)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 % <sup>3</sup>	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	24. dubna (0,00)	26. března (0,00) 30. dubna (0,00) 28. května (0,00)	2.-3. dubna (0,00) 14.-15. května (0,00) 4.-5. června (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	-0,25 %; -1,00 % <sup>2</sup>	0,9 %; -0,05 % <sup>2</sup>	1,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,0 % (duben 2019) <sup>4</sup>	3,9 % (duben 2019)	2,2 % (duben 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	2. července 4. září	25. června 23. července 27. srpna	2. - 3. července 10. - 11. září
<b>další očekávané události</b>	3. července a 4. září zveřejnění Monetary Policy Report	25. června zveřejnění Inflation Report	16. září zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	↑	→

<sup>1</sup> směr očekávaní změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, <sup>2</sup> depozitní sazba, <sup>3</sup> Inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu.



**Riksbank** ponechala na svém posledním jednání základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni -0,25 %. Zároveň oznámila, že na této hladině bude po delší dobu, než banka očekávala na základě prognózy zveřejněné v únoru. Ke zvýšení sazeb tak dojde nikoliv v polovině tohoto roku, ale zřejmě na jeho konci nebo začátkem roku příštího. Riksbank bude nakupovat vládní dluhopisy v objemu 45 mld. SEK od července 2019 do prosince 2020 (to odpovídá zhruba polovině částky získané z jistiny a kupónu, které obdrží v daném období z již existujícího dluhopisového portfolia). Plánované nákupy odůvodnila udržením adekvátní úrovně portfolia a zachováním své přítomnosti na trhu. V aktuální prognóze banka ponechala výhled inflace v následujících třech letech bez velkých změn a očekává růst cen tempem cca 2 %. HDP vzrostl za loňský rok o 2,3 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank zvýšila na 1,7 % (z 1,3 %), pro příští rok očekává 1,9 % a v roce 2021 pak 1,8 %.

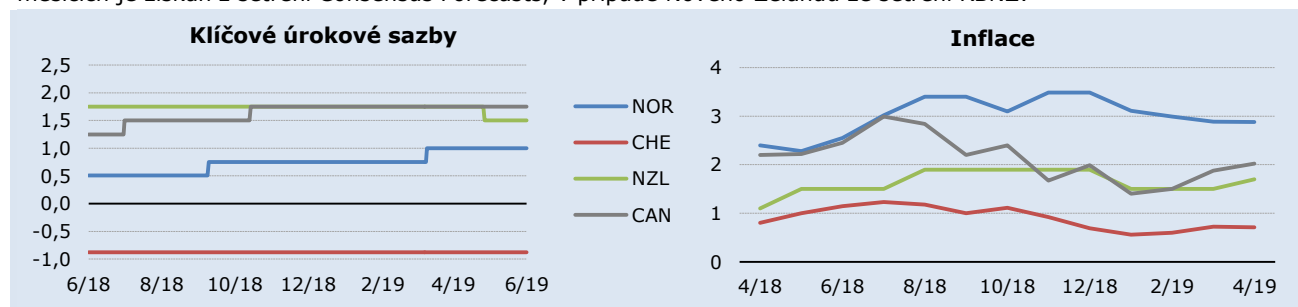
**MNB** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 %, v březnu však zvýšila depozitní sazbu z -0,15 % na -0,05 %. Za účelem zvýšení diverzifikace financování domácího podnikového sektoru zahájí MNB [program nákupu firemních dluhopisů](#) v hodnotě 300 mld. HUF počínaje 1. červencem 2019. Deklarovaným cílem je zlepšení efektivnosti transmise měnové politiky. Inflace v dubnu vzrostla na 3,9 %, jádrová inflace pak dosáhla 3,8 %. Maďarská ekonomika rostla podle předběžného odhadu v prvním čtvrtletí tempem 5,3 %. Tomu napomohl zejména vývoj v průmyslu, stavebnictví a službách. Růst HDP podle prognózy MNB zvolní, ale zůstane silný.

**NBP** ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Růst HDP zůstal i v prvním čtvrtletí tohoto roku svižný (4,7 %) a byl tažen i nadále zejména spotřebou domácností. Ta je podporována zvyšující se zaměstnaností, rychlým mzdovým růstem i pozitivním spotřebitelským sentimentem. K růstu HDP dále výrazně přispěly investice a s nimi zejména oživení v segmentu investic firem. Podle prognózy NBP bude růst HDP pozvolna zpomalovat ke 3,4 % na konci roku 2021. Spotřeba domácností bude i na prognóze hlavním tahounem růstu HDP. Spotřebitelská inflace zůstává umírněná, v dubnu dosáhla 2,2 %. Prognóza inflace podle NBP pro letošní rok předpovídá dosažení inflačního cíle ze zdola, v roce 2020 pak inflace dosáhne 2,7 % a ke konci predikčního období mírně klesne na 2,5 %.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
<b>inflační cíl</b>	2 %	0–2 %	2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	21. března (+0,25) 9. května (0,00)	21. března (0,00)	27. března (0,00) 8. května (-0,25)	24. dubna (0,00) 29. května (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1 %; 0,00 % <sup>1</sup>	od -1,25 do -0,25 % <sup>2</sup> ; -0,75 % <sup>3</sup>	1,5 %	1,75 %
<b>poslední inflace</b>	2,9 % (duben 2019)	0,7 % (duben 2019)	1,5 % (Q1 2019)	2 % (duben 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	20. června 15. srpna	13. června	26. června 7. srpna	10. července 4. září
<b>další očekávané události</b>	20. 6. zveřejnění Monetary Policy Report	19. 6. zveřejnění Quarterly Bulletin	7. 8. zveřejnění Monetary Policy Statement	10. 7. zveřejnění Monetary Policy Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>4</sup></b>	↑	→	→	→

<sup>1</sup> pouze na rezervy překračující kvótu (tzv. reserve rate); <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> záporná depozitní sazba, již 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.



V souladu s očekávaními **NB** v březnu zvýšila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1 % a rovněž sazbu na rezervy nad individuálními kvótami bank o 0,25 p.b. na 0 %. Na základě prognózy z března NB očekává další růst klíčové sazby ve druhé polovině tohoto roku s tím, že úroveň 1,75 % dosáhne na konci roku 2022. Norská ekonomika vzrostla v roce 2018 o 2,5 % a v roce 2019 podle prognózy poroste tempem 2,7 %, poté zpomalí na 1 % v roce 2022. Napjatý trh práce indikuje, že mzdy porostou i nadále. Koncem roku 2022 inflace dosáhne zezdola 2% inflačního cíle, přičemž CPI-ATE (inflace očištěná o daně na energetické produkty) naopak cíle dosáhne shora.

**SNB** ponechala interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) beze změny a nadále v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %), stejně jako sazbu pro úročení zůstatků bank u SNB (-0,75 %). SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. Ve druhé polovině minulého roku růst HDP sice spíše stagnoval, ale na robustním tempu 2,5 % za celý minulý rok. V letošním roce SNB očekává růst HDP tempem 1,5 %. Prognóza inflace byla pro celý horizont prognózy posunuta níže. Pro rok 2019 banka snížila výhled tempa růstu cen z 0,5 % na 0,3 %, pro rok 2020 pak z 1 % na 0,6 %.

**RBNZ** v květnu snížila svou hlavní úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,5 %. Důvodem je potřeba měnového stimulu k udržení zaměstnanosti na maximální, ale udržitelné úrovni a k dosažení inflačního cíle. Inflace za první čtvrtletí 2019 dosáhla úrovně 1,5 % a ve střednědobém období se očekává, že s růstem nákladových tlaků se dostane opět na inflační cíl. Růst zaměstnanosti dosáhl v březnu 1,5 % a míra zaměstnanosti 67,5 %, což RBNZ hodnotí jako hodnotu blízkou maximální udržitelné úrovni. Ekonomický růst zpomalil zejména ve druhé polovině loňského roku a podle prognózy RBNZ ekonomika v letošním roce poroste necelými 3 %. V roce 2020 dále zpomalí ke 2 %.

**BoC** ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 1,75 %. Inflace za duben dosáhla 2 % a v nejbližších měsících se bude pohybovat kolem 2% inflačního cíle. Indikátory jádrové inflace zůstávají rovněž kolem 2 %. Zpomalení růstu HDP koncem loňského a začátkem letošního roku bylo pouze dočasné, ačkoliv rizika související s „obchodní válkou“ spíše vzrostla. V této souvislosti míra uvolnění měnové politiky a úroveň úrokových sazeb zůstávají podle BoC vhodně nastavené. V následujících obdobích bude Výkonná rada (Governing Council) věnovat pozornost především vývoji spotřeby domácností, trhu ropy a mezinárodnímu obchodnímu prostředí.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

### RBNZ dokončila transformaci měnové politiky

Počátkem dubna vešly v platnost [dodatky k výkonu měnové politiky v novozélandské centrální bance](#) (RBNZ). Byl tak dokončen přechod k novému rámci měnové politiky, který spočíval v rozšíření mandátu RBNZ na duální a v ustanovení měnověpolitického výboru (MPC), kolektivně zodpovědného za měnověpolitické rozhodování (dříve byl jediným rozhodovacím činitelem guvernér RBNZ). Více podrobností k novému rámci měnové politiky RBNZ viz [MCB z června 2018](#). V rámci změn v měnové politice vydala banka [Příručku o měnové politice](#) (tzv. Monetary Policy Handbook), která nový rámec měnové politiky, fungování ekonomiky a roli centrální banky podrobně vysvětluje.

Dodatky k výkonu měnové politiky v RBNZ jsou: (i) vymezení [pravomocí MPC](#), které v souladu se zákonem o RBNZ stanovují cíl měnové politiky jako dosahování cenové stability a podpora maximální zaměstnanosti (toto vymezení pravomocí nahrazuje dosavadní dohody o cílech měnové politiky, Policy Targets Agreement (PTA), uzavírané mezi ministrem financí a guvernérem RBNZ; (ii) [charta MPC](#), která specifikuje podrobnosti rozhodování a komunikace členů MPC; oba tyto dokumenty spolupodepsali ministr financí a guvernér RBNZ; a (iii) [kodex chování](#) nově ustaveného měnověpolitického výboru (MPC), který odsouhlasila Rada ředitelů RBNZ (Board of Directors).

Nově fungující měnověpolitický výbor (MPC) může mít ze zákona pět až sedm členů; [první MPC](#) fungující od 1. dubna 2019 má členů sedm, z nichž čtyři jsou interní a tři externí. Členem MPC bez hlasovacího práva je také [pozorovatel z ministerstva financí](#). První zasedání MPC proběhlo 8. května a rozhodlo o snížení sazeb RBNZ.

### ECB oznámila začátek publikování a nový název sazby €STR

ECB v březnu [změnila název](#) nové nezajištěné jednodenní úrokové sazby z ESTER na €STR a [oznámila](#), že tato sazba bude publikována počínaje 2. říjnem 2019. Více o sazbě €STR viz [stránky ECB](#) a MCB ze [září a června 2018](#) a z [prosince 2017](#).

### Philip Lane se stává od června hlavním ekonomem ECB, v čele Irské centrální banky ho nahradí Gabriel Makhlof

Dosavadní guvernér centrální banky Irska Philip Lane se od června stává na osm let členem Výkonné rady ECB v pozici hlavního ekonoma ECB. Nahradil tak Petera Praeta, jemuž mandát skončil na konci května. Lane byl jediným kandidátem na tuto pozici. Jeho nominaci [podpořila](#) Euroskupina, počátkem března ji [schválila](#) Rada guvernérů ECB a v polovině března ji [doporučil](#) Evropský parlament; koncem března ho na pozici člena Výkonné rady ECB [jmenovala](#) Evropská rada.

Novým guvernérem irské centrální banky (CBI), který P. Lanea nahradí, byl v květnu irskou vládou překvapivě [jmenován](#) Gabriel Makhlof. Ten v současnosti působí jako jeden z hlavních ekonomických poradců na novozélandském ministerstvu financí a je pozorovatelem ministerstva financí v měnověpolitickém výboru RBNZ (viz výše). V minulosti působil také na ministerstvu financí Velké Británie, mj. jako hlavní tajemník ministra financí Gordona Browna. Stane se prvním guvernérem irské centrální banky, který nemá irskou národnost (narodil se v Egyptě a má britsko-řecké kořeny).

G. Makhlof by měl na pozici guvernéra CBI nastoupit v září letošního roku; do té doby byla zastupováním guvernéra [pověřena](#) viceguvernerka CBI Sharon Donnery, která byla původně považována za favoritku na pozici guvernerky. Na pozici zastupující guvernerky má veškerou zodpovědnost i pravomoci guvernéra.

### Britská vláda začala hledat nového šéfa centrální banky

Britská vláda na konci dubna uveřejnila [inzerát](#) na pozici guvernéra britské centrální banky (BoE) jako náhradu za Marka Carneyho, který z funkce odejde koncem ledna příštího roku. Mark Carney vykonává funkci guvernéra BoE od července 2013 a je prvním šéfem BoE, který není britským občanem (je Kanadán). Původně měl dle dohody ve funkci skončit k červnu 2019, později však na žádost ministra financí [souhlasil](#) s prodloužením funkčního období o půl roku, aby pomohl zajistit hladký průběh odchodu Velké Británie z EU (viz [MCB ze září 2018](#)). Nový guvernér bude mít nelehkou úlohu pokračovat v podpoře britské ekonomiky v situaci pokračující nejistoty ohledně brexitu. Jako možní kandidáti na tuto pozici jsou zmiňováni například šéf Financial Conduct Authority (FCA) Andrew Bailey, viceguverner BoE

pro měnovou politiku Ben Broadbent, viceguvernér BoE pro finanční stabilitu Jon Cunliffe, bývalý guvernér indické centrální banky (RBI) a dnes profesor chicagské univerzity Raghuram Rajan, bývalá viceguvernérka BoE a dnes ředitelka LSE Minouche Shafik nebo bývalá ministryně obchodu a dnes šéfka banky Santander UK Shriti Vadera.

Britská vláda zároveň [prodloužila mandát](#) viceguvernéra pro měnovou politiku Bena Broadbenta na druhé funkční období, tj. do roku 2024. Jeho setrvání na této pozici tak zajistí kontinuitu v době změny na pozici guvernéra BoE.

### 3. TÉMA POD LUPOU: ISLANDSKÉ TURBULENCE

*Island je sopečný ostrov ležící na rozhraní dvou tektonických desek. Je proto stále geologicky aktivní a zemětřesení ani erupce sopek pro něj nejsou žádnou zvláštností. I po těch nejhorších přírodních pohromách, kdy po erupci v roce 1783 zemřela téměř čtvrtina obyvatel ostrova, se však dokázal vzpamatovat. Když pak se světovou finanční krizí přišly silné turbulence v ekonomické a finanční oblasti, které téměř zdecimovaly islandský bankovní sektor a přivedly stát na pokraj bankrotu, představovaly pro Islandány další výzvu, jak se vypořádat s nepřízní osudu. Tento článek se k islandskému příběhu vrací a popisuje i následné kroky potřebné k obnově fungování islandského bankovního sektoru .*

#### Island – obecná charakteristika

Island se stal nezávislým státem stejně jako Československo v roce 1918, i po tomto roce však setrval v unii s Dánskem a plnou nezávislost vyhlásil v červnu 1944. Ostrov má rozlohu přibližně 100 tisíc km<sup>2</sup> (tedy přibližně jako Bulharsko) a dnes na něm žije asi 350 tisíc obyvatel. V současnosti patří do první patnáctky nejbohatších států podle HDP na hlavu v PPP.<sup>1</sup> Islandská ekonomika je malá a otevřená,<sup>2</sup> a dováží prakticky veškeré spotřební zboží. Islandský export zboží tvoří zejména surový hliník a ryby a jeho hlavním odbytištěm jsou země Evropské unie (Nizozemí, Španělsko, Německo, Velká Británie a Francie), USA, Norsko, Japonsko a Čína. Celková bilance zahraničního obchodu v současnosti vykazuje přebytek vzhledem k razantnímu rozmachu exportu služeb, zejména turistického ruchu. Island není členem EU, přestože v letech 2009–2015 probíhala vyjednávání o vstupu. S Evropskou unií je však Island silně propojen díky členství v Evropském hospodářském prostoru (EHP) a v Schengenském prostoru. Je také členem Evropského sdružení volného obchodu (EFTA).

#### Islandský finanční sektor a jeho liberalizace

Do 80. let byl finanční sektor na Islandu silně regulován. Banky byly vlastněny státem a v jejich orgánech byli zastoupeni politici; také rozhodování o poskytování úvěrů bylo pod silným politickým vlivem. Politická scéna ovlivňovala i organizační strukturu centrální banky, která měla tři guvernéry, po každém z jedné z hlavních politických stran.

Postupná liberalizace islandské ekonomiky a finančního trhu začala v 80. letech a zrychlila v 90. letech po vstupu Islandu do Evropského hospodářského prostoru (EHP).<sup>3</sup> V rámci liberalizace byly mimo jiné do roku 2003 privatizovány tři největší islandské banky (Glitnir, Landsbanki a Kaupping), představující 85 % bankovního sektoru. Výsledek privatizace však nebyl ze zpětného pohledu bez problémů, protože kontrolu nad bankami získalo několik velkých vzájemně provázaných domácích investorských skupin. Tyto skupiny brzy zahájily masivní expanzi bank do zahraničí.<sup>4</sup>

Hlavním znakem bankovní expanze bylo krátkodobými půjčkami na zahraničních kapitálových trzích financovat dlouhodobé úvěry svých majitelů (či provázaných firem), kteří tyto úvěry investovali do podílů v zahraničních firmách a komerčních nemovitostech. Tato strategie byla velmi komerčně úspěšná v období snadné dostupnosti financování na globálních finančních trzích. Velikost bank rostla geometrickou řadou: konsolidovaná aktiva tří hlavních bank (tj. včetně jejich zahraničních dceřiných společností a poboček) vzrostla z úrovně 170 % HDP na konci roku 2003 na 880 % HDP na konci roku 2007 (tedy na relativně srovnatelnou výši jako měl tehdejší bankovní sektor Švýcarska nebo Irska).<sup>5</sup>

Rostlo také množství úvěrů poskytovaných dravě expandujícími bankami islandským domácnostem a nefinančním podnikům, a to v letech 2003 až 2007 průměrným tempem 30 % ročně.<sup>6</sup> Rostl navíc podíl

<sup>1</sup> Podle MMF je na 13. místě (2018), podle Světové banky na 14. místě (2017).

<sup>2</sup> V současné době tvoří islandský dovoz cca 44 % HDP a vývoz cca 47 % HDP.

<sup>3</sup> V rámci liberalizace byly provedeny mnohé reformy, které pomohly znovunastartování islandské ekonomiky, například snížení daní, omezení státních výdajů, privatizace státních společností, změna penzijního systému, uvolnění kurzu měny, upevnění nezávislosti centrální banky, uvolnění trhu práce, trhu zboží i finančního trhu.

<sup>4</sup> Největší expanze nastala v letech 2004 až 2007. Islandské banky zaměřovaly aktivity hlavně do Velké Británie, Lucemburska a severských zemí, kde měly vybudovány a dále rozšiřovaly aktivity svých poboček. Záruky za vklady uložené v pobočkách spadaly na islandskou vládu, což se pak stalo problémem v průběhu finanční krize, kdy islandská vláda neměla na tyto proplacení těchto záruk prostředky.

<sup>5</sup> Viz například [OECD Economic Surveys Iceland](#) z roku 2009, str. 20.

<sup>6</sup> Zadlužení islandských firem se mezi lety 2003 a 2007 více než zdvojnásobilo a dosáhlo téměř 300 % HDP; zadlužení domácností se za tuto dobu zvýšilo asi o třetinu na téměř 400 % HDP.

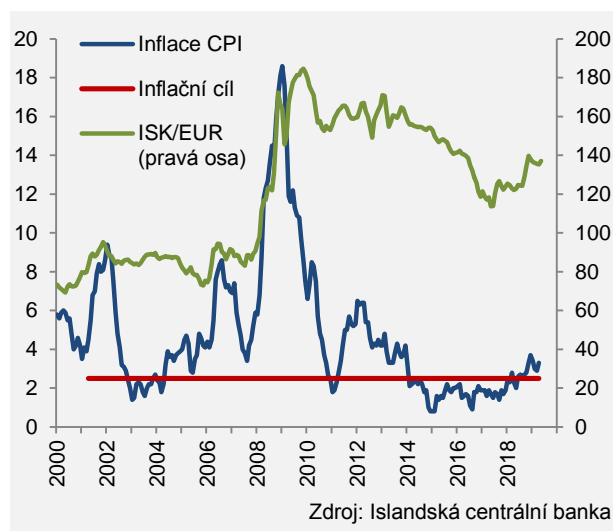
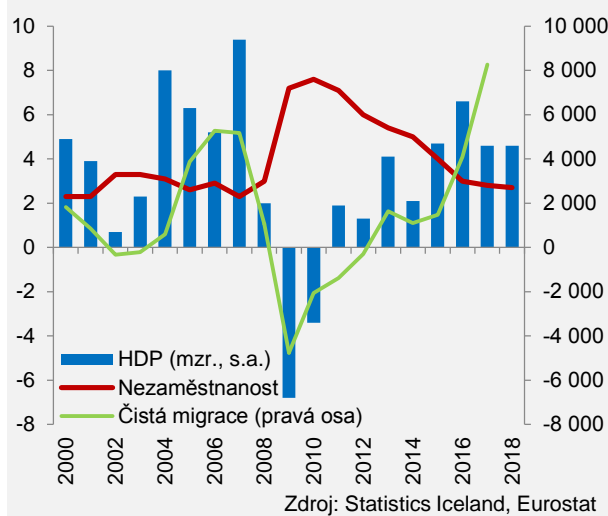


zadlužení domácností v cizích měnách (až na 20 % úvěrů v září 2008), neboť banky nabízely cizoměnové úvěry (zejména ve švýcarských francích a japonských jenech) úročené výhodněji než úvěry v islandských korunách.

Výsledkem liberalizace ekonomiky i finančního sektoru byl vysoký ekonomický růst, dosahující v letech 2003 až 2007 průměrné roční výše přes 6 %, spojený s nízkou nezaměstnaností (kolem 3 %, viz graf). Nedostatek pracovní síly vyřešila imigrace, zejména po vstupu nových členských zemí do Evropské unie v roce 2004 (naopak v následujícím krizovém období nastal odliv obyvatel).

### Islandská centrální banka a její aktivita před kolapsem bank

V průběhu liberalizace byl novelizován také zákon o islandské centrální bance (Seðlabanki Íslands), který se snažil o její odpolitizování. Byl mj. limitován předchozí snadný přístup vlády k financování centrální bankou a také posíleny pravomoci banky v oblasti dohledu (dohledové pravomoci byly v roce 1999 přesunuty na nový samostatný dohledový orgán, Fjármálaeftirlitið, FME; v současnosti pak probíhá proces sloučení centrální banky a FME, viz dále).



V roce 2001 byl vydán nový zákon o centrální bance, který jako její hlavní cíl stanovil udržení cenové stability.<sup>7</sup> Banka byla se souhlasem premiéra oprávněna k dosažení cenové stability přijmout režim inflačního cílování (dříve banka cílovala měnový kurz) a společným prohlášením vlády a centrální banky byl stanoven inflační cíl ve výši 2,5 %. Pokud se průměrná roční inflace odchýlí od inflačního cíle o více než  $\pm 1,5$  %, je banka povinna podat vládě veřejnou vysvětlující zprávu.

V letech vysokého ekonomického růstu inflace vzrostla z necelých 2 % v první polovině roku 2003 na průměrnou hodnotu 5,2 % v letech 2003–2007 a od roku 2004 se setrvale pohybovala nad inflačním cílem (viz graf). Centrální banka přistoupila ke zvyšování sazeb v květnu roku 2004. Její politika však nebyla ze zpětného pohledu dostatečně přísná.

Jako hlavní měnověpolitická sazba byla stanovena sazba na týdenní zajištěné úvěry finančním institucím.<sup>8</sup> Za tuto sazbu byly bankám poskytovány týdenní úvěry zajištěné kolaterálem ve výši podle jejich vlastních žádostí. Banky začaly masivně využívat úvěrování centrální bankou zejména v letech 2006 a 2007, kdy začaly mít potíže s financováním na globálních finančních trzích. Od podzimu 2005 do října 2008 výše těchto úvěrů vzrostla z 30 mld. ISK na 500 mld. ISK (viz graf).<sup>9</sup> I z tohoto nárůstu bylo možno usoudit, že úroková sazba byla příliš nízká. Centrální banka nicméně k jejímu výraznějšímu zvýšení přistoupila až v roce 2008 v reakci na prudký nárůst cen. Stinnou stránkou vyšších sazeb však byla

<sup>7</sup> V roce 2009 byl zákon novelizován. Do čela banky postavil pouze jednoho guvernéra, který zároveň předsedá nově ustanovenému pětičlennému Výboru pro měnovou politiku (MPC). V roce 2013 byl zákon znovu novelizován a banka získala explicitní mandát dbát také o finanční stabilitu. V roce 2014 byl ustaven Výbor pro finanční stabilitu, v jehož čele stojí ministr financí, a Výbor pro systémové riziko, v jehož čele stojí guvernéř centrální banky.

<sup>8</sup> Tato sazba byla v platnosti do dubna 2009. Od té doby byla za klíčovou měnověpolitickou sazbu vybírána vždy ta sazba, která měla největší vliv na krátkodobé tržní úrokové sazby. V současnosti je klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbou týdenní depozitní sazba. Více informací viz [stránky islandské centrální banky](#).

<sup>9</sup> Další krátkodobé zajištěné úvěry ve výši přibližně 4,5 mld. EUR byly do podzimu 2008 bankám poskytnuty Evropskou centrální bankou.

skutečnost, že je ve velkém využívali zahraniční investoři a spekulanti, kteří skupovali islandskou korunu, jejíž držba nabízela vysoké zhodnocení.<sup>10</sup>

Od konce roku 2007 začala centrální banka upozorňovat islandskou vládu na špatný stav bankovního sektoru a na jeho enormní velikost, i na narůstající nebezpečí pro islandskou ekonomiku v případě jeho náhlého kolapsu. Vzájemné schůzky však neměly žádný efekt a nevzešla z nich žádná okamžitá opatření.<sup>11</sup> Vláda považovala za podstatnější zabránit špatné pověsti islandských bank, a nepřikládala důležitost poměru velikosti bankovního sektoru k rozměru islandské ekonomiky. Centrální banka ani dohledový orgán FME neměly dostatečné pravomoci zakročit.

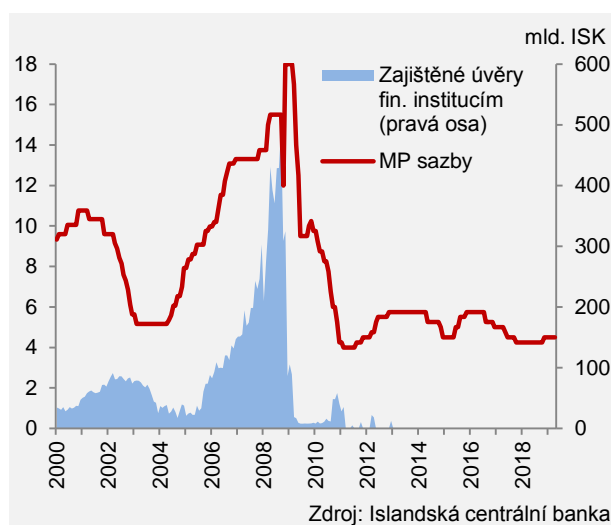
### Kolaps islandských bank a jeho řešení

Světová finanční krize roku 2008 způsobila, že islandské banky zůstaly bez přístupu ke globálním finančním trhům a jejich výpůjční náklady enormně vzrostly. Nebyly tak schopny refinancovat a splácet své závazky a hrozil jejich kolaps. Hrozba krachu bankovního systému vyvolala razantní odliv zahraničních spekulativních investic a výprodej islandské koruny, což způsobilo její prudkou depreciaci. Islandská vláda a centrální banka musely odvrátit kolaps měny, mimo jiné vzhledem k obrovskému objemu cizoměnových úvěrů držených domácími subjekty bez jakéhokoli zajištění. Přistoupily proto k razantním krokům.

Vláda postupně od podzimu 2008 převzala kontrolu nad hlavními bankami. Bylo pozastaveno vyplácení zahraničních vkladů (zejména v Nizozemí a Velké Británii), což vyvolalo krátkou diplomatickou roztržku mezi Islandem a Velkou Británií. V říjnu 2008 bylo dočasně pozastaveno obchodování s islandskou korunou a byly zavedeny kapitálové kontroly k zabránění chaotického odlivu kapitálu do zahraničí a pádu islandské koruny. V listopadu 2008 získala vláda půjčku od MMF ve výši 2,1 mld. USD. Stabilizační program MMF se zaměřil zejména na podporu měnového kurzu, dosažení fiskální udržitelnosti a restrukturalizaci finančního sektoru.<sup>12</sup>

Po zestátnění prošly nástupnické bankovní domy zásadní restrukturalizací. Byly rozděleny jejich domácí a zahraniční operace, přičemž domácí bankovní operace byly převedeny do nových bank a zůstaly zachovány téměř beze změn. Vláda se tak snažila ochránit domácí ekonomiku. Od poloviny roku 2011 pak docházelo k prodeji zdravých částí bank nebo (v rámci vypořádávání konkurzních podstat) k prodeji majetku a dalších držeb těchto bank k pokrytí pohledávek věřitelů a státu. V roce 2015 se vládě podařilo dosáhnout dohody se zahraničními věřiteli likvidovaných bank, včetně jejich souhlasu s odpisem části aktiv denominovaných v islandských korunách.

Islandská centrální banka začala od roku 2017 uskutečňovat v několika krocích strategii směřující k ukončení kapitálových a měnových restrikcí při platbách a obchodování v islandských korunách. Od března 2017 již mohly volně probíhat zahraniční platby mezi cizinou a Islandem. V březnu 2019 pak islandská centrální banka zrušila povinnost vytvářet povinné rezervy (Special Reserve Ratio, SRR) pro investory do islandských dluhopisů.<sup>13</sup> Jediné stále platné kapitálové omezení zakazuje obchodování v islandských korunách využívající úrokového diferenciálu (tj. carry trade) a obchodování s nezajištěnými finančními deriváty a cílí proti nekontrolovanému přílivu spekulativního kapitálu. Do budoucna se však předpokládá odstranění veškerých omezení.



<sup>10</sup> Hlavní úroková sazba islandské centrální banky byla od března 2008 na úrovni 15 %, od dubna do poloviny října pak 15,5 %, naproti tomu úrokové sazby BoE dosahovaly pouze 5,5 % a v případě ECB to bylo 4 %.

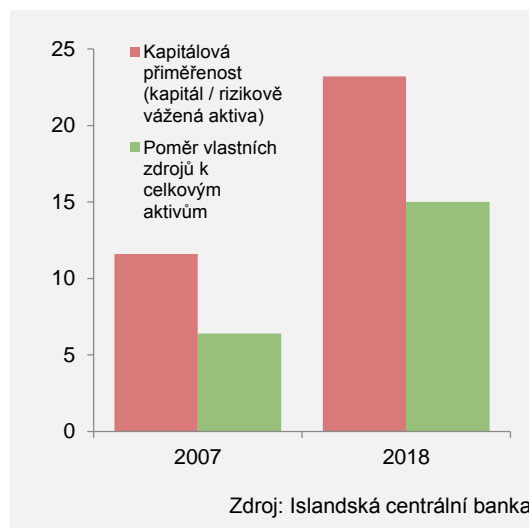
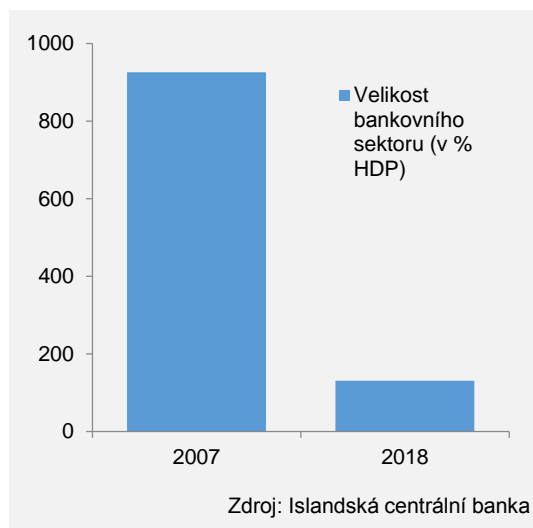
<sup>11</sup> Jako jedno z možných vysvětlení absence jakékoli reakce vlády na zprávy guvernéra centrální banky je často citováno i jeho předchozí politické působení jako premiéra za konkurenční politickou stranu, než jaká v tehdejší době byla u moci.

<sup>12</sup> Island program úspěšně ukončil roku 2011 a půjčku dokonce splatil v roce 2015.

<sup>13</sup> Sazba SSR předepsaná pro tvorbu minimálních rezerv byla uvalena v červnu 2016 na příliv kapitálu na islandský dluhopisový trh a do vysoce výnosných vkladů. Jejím cílem bylo zmírnit toky a ovlivnit strukturu zahraničního kapitálu plynoucího na islandský trh. SRR byla snížena v listopadu 2018 ze 40 % na 20 % a v březnu 2019 pak z 20 % na 0 %.

### Dnešní finanční sektor a dohledové orgány

V současné době působí na Islandu tři celostátní komerční banky: Arion banki (nástupkyně banky Kaupbing), Íslandsbanki (nástupkyně banky Glitnir) a Landsbankinn (nástupkyně Landsbanki), a přibližně desítku regionálních spořitelů. V roce 2018 vláda odprodala státní účast v Arion Bank, zůstala 100% vlastníkem Íslandsbanki a v Landsbankinn drží 98 % akcií.<sup>14</sup>



Dnešní velikost islandského bankovního sektoru v poměru k HDP již odpovídá hodnotám obvyklým ve většině vyspělých zemí a případná pomoc bankám v nesnázích je tedy z pohledu vlády uskutečnitelnější. Banky jsou také v lepší kondici než před krizí: jejich kapitálová přiměřenost se pohybuje mezi 20–25 % rizikově vážených aktiv, a je tak podstatně vyšší než regulační minimum (16 %). Chování bank je také méně rizikové, takže jsou mnohem lépe připraveny čelit nepříznivým okolnostem.

Před Islandem však stojí ještě kroky ke zlepšení situace na poli bankovního dohledu a regulace. Jedním z nich, doporučeným již řadu let mezinárodními organizacemi jako je MMF nebo OECD, je vytvoření dostatečně nezávislého bankovního dohledu vybaveného patřičnými pravomocemi a také s dostatečným financováním. Islandské autority toto doporučení nedávno vyslyšely a v současné době je v parlamentu projednáván návrh zákona o začlenění bankovního dohledu (tj. stávajícího finančního dohledového orgánu FME, který nyní podléhá ministerstvu financí) pod centrální banku.<sup>15</sup>

Island tedy sice zachránil a znovu vybudoval svůj finanční sektor, jeho malou otevřenou a poměrně specializovanou ekonomiku však mohou ovlivnit i relativně malé šoky. Příkladem může být aktuální situace, kdy ochlazení v oblasti cestovního ruchu a krach jedné letecké společnosti v kombinaci se špatnou rybářskou sezónou vedly k radikálnímu přehodnocení ekonomického výhledu ze strany centrální banky v letošním roce z růstu HDP o 1,8 % na jeho pokles o 0,4 %.<sup>16</sup> Islandčané tak musejí zůstat stále ve střehu, protože jejich ostrov vždy zůstane silně vystaven okolnímu prostředí.

<sup>14</sup> Cílem vlády je pak výhledově úplná privatizace Íslandsbanki a dlouhodobá držba cca třetinového podílu státu v Landsbankinn. Výnos z odprodeje státních podílů v bankách hodlá vláda použít primárně na umoření státního dluhu.

<sup>15</sup> Viz informace [na webu FME](#) nebo na [stránkách islandské vlády](#).

<sup>16</sup> Viz [prohlášení](#) Výboru pro měnovou politiku z 22. května 2019.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: VÝZVY PRO MĚNOVOU A HOSPODÁŘSKOU POLITIKU

*Podpora hospodářské soutěže a výzvy plynoucí z digitalizace jsou podle Jense Weidmanna, prezidenta německé Bundesbanky, důležitými úkoly, kterými by se měla zabývat aktuální hospodářská politika. Ve svém květnovém [projevu](#) v Düsseldorfu dále vysvětlil jejich význam pro měnovou politiku.*

Aktuální výzvy pro hospodářskou politiku spatřuje prezident Bundesbanky Jens Weidmann v zachování konkurence a v digitalizaci. Fungující hospodářská soutěž je srdcem a duší sociální tržní ekonomiky - zabraňuje koncentraci blahobytu v rukou několika jedinců a umožňuje spotřebitelům a zaměstnancům podílet se na výnosech. Nejde však jen o distribuci zisků. Konkurence zaručuje také schopnost ekonomiky podávat výkon - motivuje firmy k vývoji nových produktů a efektivnějších postupů. V této souvislosti je tedy znepokojující sledovat, že v USA v posledních letech vzrostla tržní síla velkých firem, což ovlivnilo řadu makroekonomických trendů. Firmy zvýšily své marže, zatímco podíl příjmu zaměstnanců na národním důchodu poklesl a zároveň zpomalil růst produktivity. Situace v Evropě je sice odlišná, přesto je potřeba mít tyto souvislosti na mysli. Podle studie Bundesbanky není ve velkých evropských zemích patrný trend v růstu marží firem. K tomu zřejmě napomohla i evropská integrace: jednotný trh přinesl zesílení konkurence, což spolu s přísnými zákony na ochranu hospodářské soutěže přispělo k tomu, že evropské trhy jsou v současnosti méně koncentrované než trhy americké. Důležitost evropského dohledu nad hospodářskou soutěží by tak dle J. Weidmanna neměla být zpochybňována, neboť napomáhá k tomu, aby všichni pocítovali přínosy plynoucí z jednotného trhu.

Nastavený rámec pro hospodářskou soutěž se nicméně musí vyvíjet, aby byl efektivní i v digitálním věku. Základním obchodním modelem digitální ekonomiky jsou platformy, na jejichž poskytování se zaměřily všechny hlavní internetové firmy. Platformy však vedou ke koncentraci, ať už z důvodu úspor z rozsahu, či z důvodu atraktivity plynoucí z propojení velkého množství uživatelů a dat. Antimonopolní politika tak bude muset věnovat těmto digitálním tématům zvláštní pozornost. Digitalizace však přináší i příležitost k posílení hospodářské soutěže, například díky možnosti jednoduše porovnávat ceny. Rostoucí online obchodování v EU tak (dle studie ECB) přispívá ke snižování inflace.

Digitální transformace však dosud nepřinesla výrazné zvýšení produktivity, což je vnímáno jako paradox. Zatímco optimisté věří, že je zapotřebí jen více času, aby se ukázal dopad nových technologií, pesimisté jsou toho názoru, že tyto technologie mají menší růstový potenciál, než měly technologie z dřívějších inovačních vln. Je však zřejmé, že digitalizace přináší výrazné strukturální změny, které představují rizika i příležitosti. Na příkladu Německa J. Weidmann ukazuje, jaké výzvy přinesla digitalizace pro hospodářskou politiku: nutnost rozvoje rychlého internetového připojení, reforem pro zjednodušení zakládání a uzavírání podniků, podpory základního výzkumu a inovací či reformy zdanění podniků.

Existuje řada cest, jak zlepšit dlouhodobý výhled růstu. Všechny však mají společné to, že jsou v rukou politiků a mimo dosah centrálních bank. Posílení potenciálního růstu, závislé na hospodářské politice vlády, by však zároveň pomohlo uvolnit tlak na měnovou politiku, neboť vyšší růst potenciálu je korelovan s vyšší úrovní přirozené reálné úrokové sazby, a tedy (při daných inflačních očekáváních) s vyšší přirozenou nominální úrokovou sazbou. Zvětšení odstupů nominální úrokové sazby od její dolní hranice rozšiřuje prostor pro konvenční politiku využívající úrokových sazeb a snižuje pravděpodobnost, že se tvůrci měnové politiky budou muset uchýlit k použití nekonvenčních nástrojů.

Téma flexibility měnové politiky přitom nabývá na významu zejména v posledních letech, kdy v eurozóně pozorujeme nízkou inflaci v důsledku předchozí krize. Snaha o návrat inflace ve střednědobém horizontu k cíli si vyžádala mimořádné uvolnění měnové politiky, včetně použití nekonvenčních nástrojů. Toto neobvyklé uvolnění měnové politiky však nemůže trvat navždy, neboť je spojeno s riziky vedlejších účinků. Jedním z nich je příklon účastníků finančního trhu k vyššímu riziku ve snaze o získání vyššího výnosu. V reálné ekonomice jsou nízké sazby spojeny s neefektivním využitím zdrojů, neboť příznivé podmínky financování umožňují přežít i nerentabilním firmám. Aktuální výzkum navíc naznačuje, že nízké sazby mohou vést k vyšší koncentraci trhu, neboť z nich těží zejména velké firmy s výraznějším zadlužením.

Na závěr J. Weidmann připomíná slova Friedricha Augusta von Hayeka, že hospodářská soutěž může mít neočekávané výsledky. Stát by se neměl snažit jim předcházet, ale spíše by měl dát lidem možnost využít vlastní kreativitu, možnost být úspěšní ve svém úsilí a podílet se na prosperitě celé společnosti.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. června 2019. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [podatelna@cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz).