

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

8
2018

V TOMTO ČÍSLE

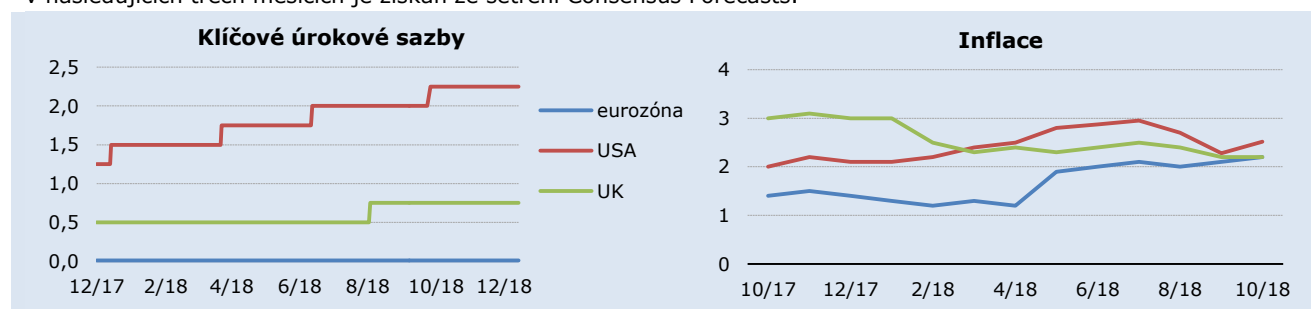
Inflace se ve většině sledovaných ekonomik aktuálně pohybuje nad inflačním cílem a ekonomický růst dosahuje i nadále solidních temp. Trh práce většiny zemí zůstává poměrně napjatý a promítá se do svižných temp mzdového růstu. Klíčové úrokové sazby centrálních bank, vyjma Fedu, se nacházejí pod 2 %, což jednak stále poskytuje daným ekonomikám měnověpolitický stimul a současně otevírá značný prostor pro normalizaci měnové politiky. Úrokové sazby zvýšily pouze Fed, Bank of Canada a Norges Bank. V nadcházejících měsících lze zhruba u poloviny sledovaných centrálních bank (Fed, Riksbank, Norges Bank, Bank of Canada a MNB) očekávat zvyšování klíčových úrokových sazeb. ECB ukončila nákupy aktiv, avšak bude i nadále reinvestovat jistiny splatných cenných papírů. Téma pod lupou se věnuje problematice islámských financí. Ve vybraném projevu prezident ECB Mario Draghi připomíná význam nezávislosti centrálních bank.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	<2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. října (0,00) 13. prosince (0,00)	25. – 26. září ⁵ (+0,25) 7. – 8. listopadu (0,00)	1. listopadu (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	2,00 – 2,25 %	0,75 %
poslední inflace	2 % (listopad 2018) ⁴	2,5 % (říjen 2018)	2,4 % (říjen 2018)
očekávaná MP zasedání	24. ledna 7. března	18. – 19. prosince ⁵ 30. – 31. ledna	20. prosince 7. února
další očekávané události	7. března zveřejnění prognózy eurosystému	únor 2019 zveřejnění Monetary Policy Report	7. 2. zveřejnění Monetary policy summary
očekávaný vývoj sazeb⁶	→	↑	→

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



ECB nastavení svých měnověpolitických sazeb nezměnila a očekává, že na současných úrovních zůstanou alespoň do konce léta 2019. V souladu s předchozí rétorikou ECB oznámila, že na konci letošního roku ukončí čisté nákupy aktiv. Reinvestování jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv však bude zachováno a bude probíhat po delší dobu po začátku zvyšování úrokových sazeb, a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnového uvolnění. Výhled růstu HDP byl v prosinci oproti zářijové prognóze lehce snížen, pro letošní rok ECB očekává růst HDP tempem 1,9 %, 1,7 % pro rok 2019 i 2020 a 1,5 % pro rok 2021. Nejnovější údaj o listopadové inflaci činí 2 %. Prognóza ECB předpokládá inflaci na úrovni 1,8 % v roce 2018, 1,6 % v 2019, a mírně pod 2 % zůstane inflace i v dalších dvou letech.

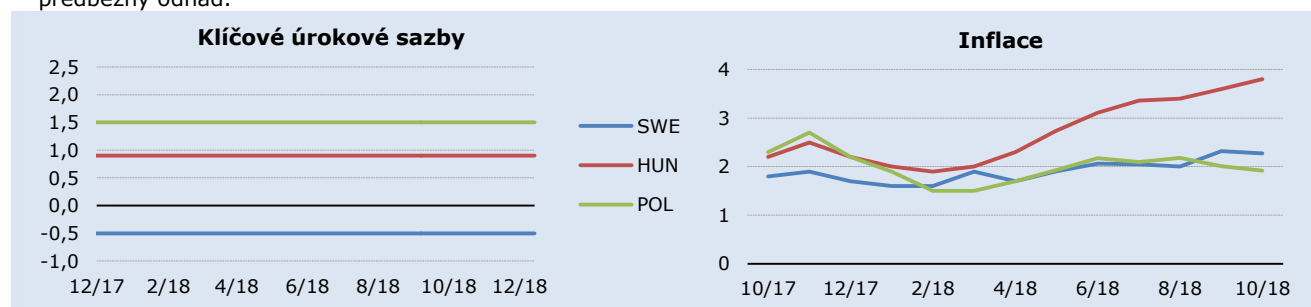
Fed v září zvýšil svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 2–2,25 %. Na listopadovém zasedání ke změně úrovně sazby nepřistoupil. Podle makroekonomických projekcí členů FOMC lze očekávat další zvýšení klíčové sazby o 0,25 p. b. v prosinci tohoto roku (12 členů FOMC z 16). V roce 2019 pak lze očekávat další tři zvýšení úrokových sazeb. FOMC očekává silnější růst HDP v letošním i příštím roce oproti červnové prognóze, tj. 3,1 % oproti 2,8 % v 2018 a 2,5 % oproti 2,4 % v 2019. Rovnovážná úroveň úrokových sazeb v dlouhém období je dle Fedu na úrovni přibližně 3 % (mírně vzrostla z 2,88 %). Výhled míry nezaměstnanosti pro následující tři roky je pod 4 %.

BoE v listopadu ponechala jak svou hlavní úrokovou sazbu (na úrovni 0,75 %), tak objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) beze změny. Agregátní nabídka a poptávka je podle banky zhruba v rovnováze; BoE očekává růst HDP tempem v průměru 1,75 % ročně při předpokladu zvolna rostoucích úrokových sazeb v následujících třech letech. Trh práce zůstává napjatý a míra nezaměstnanosti je nejnižší od poloviny sedmdesátých let. Inflace se očekává nad inflačním cílem po většinu tříletého predikčního období, když k jeho úrovni poklesne na konci uvedeného období.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 % ³	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	23. října (0,00)	18. září (0,00) 16. října (0,00) 20. listopadu (0,00)	2. – 3. října (0,00) 6. – 7. listopadu (0,00) 4. – 5. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % ²	0,9 %; -0,15 % ²	1,50 %
poslední inflace	2,4 % (říjen 2018)	3,8 % (říjen 2018)	1,2 % ⁴ (listopad 2018)
očekávaná MP zasedání	19. prosince 12. února	18. prosince 29. ledna 26. února	8. – 9. ledna 5. – 6. února 5. – 6. března
další očekávané události	13. února zveřejnění Monetary Policy Report	17. 12. zveřejnění Inflation Report	11. 3. zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	↑	↑	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, ² depozitní sazba, ³ Inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; ⁴ předběžný odhad.



Riksbank základní úrokovou sazbu ponechala stále na úrovni -0,5 %, předpokládá nicméně její zvýšení o 0,25 p. b. ještě letos v prosinci nebo v únoru 2019. Dva členové Výkonné rady hlasovali pro zvýšení sazby o 0,25 p. b. již v říjnu. Riksbank nadále reinvestuje na trhu částku odpovídající maturujícím dluhopisům a splatným kuponům. Inflace se zvýšila na 2,4 % především kvůli rychle rostoucím cenám energií. Riksbank v říjnové prognóze ponechala výhled inflace CPIF pro rok 2018 na 2,2 %, stejně tak pro roky 2019 (2,1 %) a 2020 (1,9 %). Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank snížila na 2,3 % (z 2,9 %), pro příští rok očekává 1,9 %, v roce 2020 pak 2 %. Nezaměstnanost očekává Riksbank v následujících třech letech mezi 6,3 a 6,5 %.

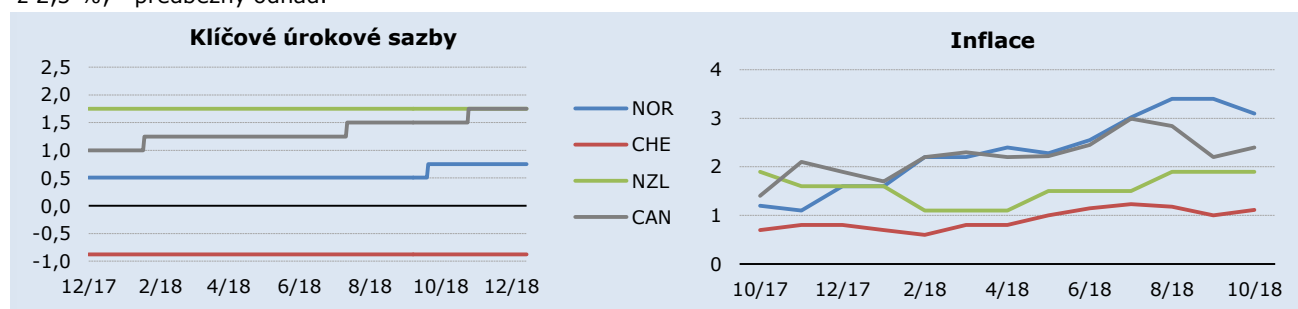
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na -0,15 %. Ve střednědobém horizontu MNB očekává zvýšení inflace plynoucí z růstu domácí poptávky a mezd. Inflace dosáhla 3,8 %, jádrová inflace pak 2,6 %, zejména kvůli rychlému růstu složek jako jsou ceny paliv a ceny potravin. Maďarská ekonomika rostla ve třetím čtvrtletí tempem 4,8 % a v letošním roce by měla toto tempo udržet; v souhrnu za rok 2018 se ekonomický výkon zvýší o 4,4 %. Od roku 2019 růst HDP zvolní. Svižný růst firemních úvěrů pokračuje. Koncem roku MNB ukončí poskytování tříměsíční depozitní facility a hlavním měnověpolitickým nástrojem se stanou povinné minimální rezervy. Začátkem roku 2019 spustí MNB Funding for Growth FIX schéma a bude sterilizovat volnou likviditu prostřednictvím tzv. preferenční depozitní facility s úrokovou sazbou na úrovni klíčové úrokové sazby (podrobnosti viz [zde](#)). Dále MNB ukončila nákupy hypotečních dluhopisů na sekundárním trhu a do konce tohoto roku ukončí i odkupy na primárním trhu.

NBP ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Růst HDP (5,1 % ve 3Q) je tažen především silnou spotřebitelskou poptávkou, které napomáhá zvyšující se zaměstnanost a svižný mzdový růst. I přes tento vývoj zůstává spotřebitelská inflace umírněná. Podle listopadové prognózy centrální banka pro letošní rok očekává tempo růstu HDP ve výši 4,8 %, v roce 2019 pak růst o 3,6 % a v roce 2020 o 3,4 %. NBP očekává, že při konstantní úrokové sazbě 3M WIBOR na úrovni 1,7 % bude v roce 2018 inflace na úrovni 1,8 %, v roce 2019 vzroste na 3,2 % a v roce 2020 dosáhne 2,9 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 % ⁵	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	20. září (0,25) 25. října (0,00) 13. prosince (0,00)	20. září (0,00) 13. prosince (0,00)	27. září (0,00) 8. listopadu (0,00)	24. října (+0,25) 5. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %; -0,25 % ¹	od -1,25 do -0,25 % ² ; -0,75 % ³	1,75 %	1,75 %
poslední inflace	3,5 % (listopad 2018)	0,9 % ⁶ (listopad 2018)	1,9 % (Q3 2018)	2,4 % (říjen 2018)
očekávaná MP zasedání	24. ledna 21. března 9. května	21. března	13. února	9. ledna 6. března
další očekávané události	21. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	19. 12. zveřejnění Quarterly Bulletin	13. 2. zveřejnění Monetary Policy Statement	9. 1. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	↑	→	→	↑

¹ pouze na rezervy překračující kvótu (tzv. reserve rate); ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ záporná depozitní sazba, již se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ; ⁵ inflační cíl snížen z 2,5 %; ⁶ předběžný odhad.



NB v září dle očekávání zvýšila svou úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 0,75 % a rovněž zvýšila sazbu na rezervy nad individuálními kvótami bank o 0,25 p. b. na -0,25 %. Říjnové ani prosincové zasedání již změny sazeb dále nepřinesly. NB očekává pozvolný růst klíčové sazby na 2 % koncem roku 2021, nejbližší zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p. b. na 1 % připadá na březen příštího roku. Norská ekonomika poroste v roce 2018 tempem 2,4 % a v roce 2019 tempem 2,3 %. Na prognóze se kladná produkční mezera bude otevírat až do začátku roku 2020 a následně se začne přivírat. Inflace se na prognóze blíží zezdola 2% inflačnímu cíli. NB 12. prosince doporučila norskému ministerstvu financí zvýšit proticyklickou kapitálovou rezervu na 2,5 % s účinností od 31. prosince 2019, rezerva tímto dosáhne nejvyšší možné hodnoty.

SNB i nadále ponechává interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %) a také sazba pro úročení zůstatků bank u SNB zůstává na -0,75 %. SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. V roce 2018 očekává SNB mírně nižší růst HDP než v minulé prognóze a to 2,5 %, pro rok 2019 pak očekává zpomalení růstu na 1,5 %. Prognózu inflace pro rok 2018 banka ponechala na 0,9 %, pro rok 2019 očekává nižší hodnotu (z 0,8 % na 0,5 %); pro rok 2020 snížila výhled inflace z 1,2 % na 1 %.

RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 1,75 % a předpokládá, že tuto úroveň bude udržovat až do roku 2020. Inflace za třetí čtvrtletí 2018 dosáhla úrovně 1,9 % a ve střednědobém období se s růstem nákladových tlaků dostane nad inflační cíl. Zaměstnanost se nachází v blízkosti úrovně, kterou lze považovat za udržitelnou. Další nárůst zaměstnanosti bude záviset na vůli firem přijímat pracovníky za vyšší mzdy, což by představovalo tlak na růst inflace. Ekonomický růst za druhé letošní čtvrtletí dosáhl 2,5 % a podle prognózy RBNZ ekonomika v příštím roce poroste zhruba 3% tempem.

BoC v říjnu dále zvýšila svou klíčovou sazbu o 0,25 p. b. na 1,75 %. Kanadská ekonomika se nachází na hranici svých produkčních možností a inflace je nad cílem (v říjnu dosáhla 2,4 %). Ve druhé polovině tohoto roku růst HDP dosáhne 2 %, resp. 2,1 % v 2019 a v roce 2020 zpomalí na 1,9 %. BoC očekává návrat inflace k cíli v průběhu příštího roku po odeznění přechodných proinflačních faktorů (ceny pohonných hmot a růst minimální mzdy).

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Fed v roce 2019 provede revizi své měnové politiky...

Fed oznámil, že příští rok provede revizi strategie, nástrojů a komunikačních postupů, které používá k plnění svého mandátu. Přibližně od poloviny roku 2019 budou představitelé Fedu diskutovat s odbornou veřejností na mnoha akcích a v rámci tohoto procesu proběhne 4.–5. června 2019 výzkumná konference v chicagském Fedu, na níž je pozvána i řada přednášejících mimo Federální rezervní systém. V rámci změn v komunikaci již předseda Fedu Jerome Powell oznámil, že tisková konference se bude od ledna 2019 konat po každém měnověpolitickém zasedání FOMC.

...a uvažuje o možné změně své klíčové úrokové sazby

Na svém listopadovém zasedání diskutovali členové FOMC o možnosti volby alternativní úrokové sazby v prostředí nadbytku bankovních rezerv. V současnosti je klíčovou úrokovou sazbou Fedu sazba federálních rezervních fondů (FFR). K diskutovaným sazbám patřila zejména jednodenní bankovní sazba ([Overnight Bank Funding Rate, OBFR](#)), která je počítána z transakcí federálních rezervních fondů a některých eurodolarových transakcí. Diskuze budou pokračovat i na dalších zasedáních.

Guvernér slovenské centrální banky předčasně skončí ve funkci

Guvernér NBS Jozef Makúch oznámil, že k 1. březnu 2019 skončí v čele NBS a nedokončí tak svůj druhý šestiletý mandát. Na pozici guvernéra byl od roku 2010. Jeho nástupcem na postu guvernéra by se měl stát současný slovenský ministr financí Peter Kažimír, který potvrdil o tuto funkci zájem.

BoC začala zveřejňovat historické prognózy ekonomických řad

Kanadská centrální banka spustila databázi historických [ekonomických prognóz](#) jednotlivých ukazatelů kanadské ekonomiky. Tyto prognózy jsou podkladem pro prognózy ve čtvrtletní Zprávě o měnové politice (Monetary Policy Report) a pro měnověpolitické rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb. Řady prognóz jsou zveřejněny za uplynulých 30 let s pětiletým zpožděním a budou jednou ročně doplňovány.

Novým guvernérem izraelské centrální banky je Amir Yaron

Do čela centrální banky Izraele (BoI) se od 12. listopadu postavil profesor Amir Yaron z The Wharton School z Pennsylvánské univerzity. Na pozici guvernéra vystřídal Karnit Flug, který skončil pětiletý mandát. Na počest odcházející guvernéřky proběhla v BoI na počátku listopadu [konference](#), na které vystupovali zahraniční tvůrci měnové politiky.

3. TÉMA POD LUPOU: ISLÁMSKÉ BANKOVNICTVÍ

Systém finančních institucí, fungujících v souladu s islámským právem – zkráceně „islámské finance“ sice v současnosti představuje pouze malou část globálních financí, jeho objem i význam nicméně stále roste. Západní centrální banky a další mezinárodní instituce proto začínají sledovat stav a kondici této donedávna okrajové části finančního sektoru a snaží se předcházet možným problémům, daných jejich specifickým charakterem. Aktuální Téma pod lupou stručně představuje problematiku islámského finančního sektoru a zmiňuje se také o nejpálčivějších problémech, které islámské finance musí řešit.

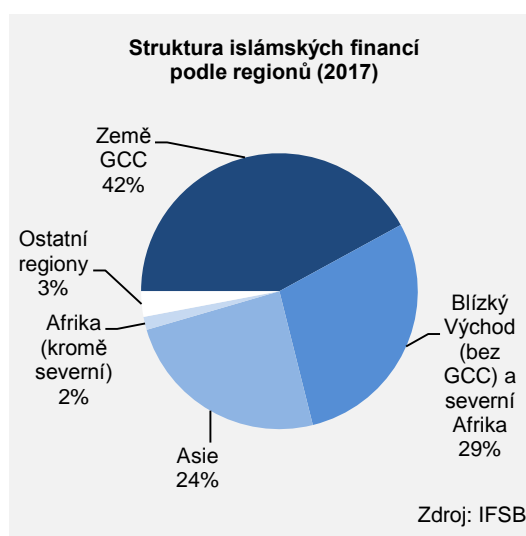
Velikost a struktura islámského finančního sektoru

Islámské finance představují sice malou, ale stále rozšiřující se část globálního finančního systému. Jejich objem v současnosti představuje méně než 2 % celosvětových finančních aktiv a mírně přesahuje 2 biliony USD. Islámské finanční produkty jsou nabízeny ve více než 60 zemích, přičemž ve 12 zemích jsou islámské banky klasifikovány jako systémově důležité.¹

Islámské finance jsou koncentrovány zejména v zemích Blízkého Východu a jihovýchodní Asie. Z celkového objemu připadá přes 40 % na státy GCC,² téměř 30 % na region Blízkého Východu a severní Afriky, přibližně 25 % na Asii a zbytek na ostatní regiony; Evropa dnes tvoří asi 1 % celkových islámských financí.³ Objemem největší islámské finanční trhy jsou Írán a Saúdská Arábie. Většina velkých globálních finančních center, jako je Londýn, Lucemburk, Singapur nebo Hongkong také umožňuje obchodovat s islámskými produkty.

Nejvýznamnější mezinárodní organizací sdružující islámské finanční instituce je Rada pro islámské finanční služby (Islamic Financial Services Board, IFSB) se sídlem v Malajsii, jejímiž členy je 78 regulačních a dohledových orgánů a přes 100 mezinárodních a národních organizací z téměř 60 zemí. Hlavním cílem IFSB je vydávat globální standardy a doporučení pro islámské finanční instituce, provádí také výzkum a koordinuje různé iniciativy ohledně islámských financí a organizuje semináře a konference pro regulátory a další zainteresované subjekty. IFSB také každoročně vydává zprávy o stavu a stabilitě islámských financí.

Islámským financím věnuje pozornost také Mezinárodní měnový fond a Světová banka. MMF vydává publikace zaměřené na finanční stabilitu islámských bank jako celku a vypracovává případové studie některých zemí.⁴ Od roku 2019 pak začne v rámci zpráv o finančním sektoru vybraných zemí (zejména těch, kde mají islámské banky statut systémově důležitých bank, viz výše) sledovat i kondici islámských bank a vydávat doporučení ke zlepšení regulace. V těchto doporučeních bude MMF využívat mimo jiné i doporučení vydaná IFSB. Už dnes se MMF snaží prosazovat větší konzistenci v uplatňování pravidel v islámském finančním sektoru a vydává upozornění na to, že některé produkty v souladu s islámským právem jsou natolik komplexní, že mohou zpomalovat hospodářský růst a vést k finanční nestabilitě.



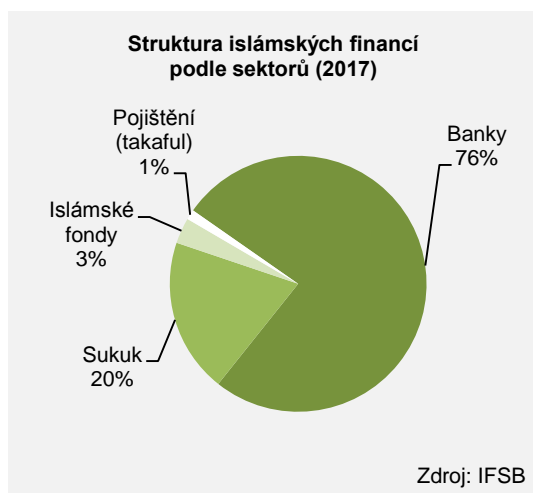
¹ Kritérium systémové důležitosti islámského bankovního sektoru, tj. situace, že jeho velikost přesahuje 15 % aktiv domácího bankovního sektoru, splňuje v současnosti 12 zemí: Írán, Súdán, Brunej, Saúdská Arábie, Kuvajt, Katar, Malajsie, Spojené arabské emiráty, Bangladéš, Džibuti a Jordánsko. Těsně pod hranicí 15 % se nachází Bahrajn; Jemen byl z této skupiny v posledním roce vyřazen z důvodu nedostupnosti důvěryhodných dat. V Íránu a v Súdánu představuje islámské bankovníctví 100 % bankovního sektoru.

² GCC (Gulf Cooperation Council, Rada pro spolupráci v Perském zálivu) je skupina zemí sdružujících Bahrajn, Katar, Kuvajt, Omán, Saúdskou Arábii a Spojené arabské emiráty.

³ Islámské banky nebo tzv. „islámské přepážky“ (islamic windows) klasických bank působí zejména v Turecku a ve Velké Británii, která se stala hlavním centrem a průkopníkem islámských financí v západním světě a byla první nemuslimskou zemí, jejíž vláda vydala v roce 2014 vládní sukuk certifikát; britská centrální banka (BoE) se v roce 2015 stala členem mezinárodní organizace IFSB (Rady pro islámské finanční služby). Zájem o islámské finance projevuje také Španělsko a Polsko.

⁴ Například publikace [Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking](#) (MMF, únor 2017) a navazující [Multi-Country Report : Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking](#) (MMF, červen 2017).

Islámské finance v posledních letech opět rostou, po několika letech slabšího růstu ovlivněného zejména nízkými cenami ropy a nedobrou kondicí ekonomik některých islámských zemí. V roce 2016 vzrostl jejich objem meziročně o 7 %, v roce 2017 o 8,3 %, přičemž k růstu v roce 2017 přispěly všechny složky islámských financí (tj. bankovníctví, pojišťovnictví a zejména kapitálové trhy).



Nejvýznamnější složkou islámských financí je však stále bankovníctví, které představuje přes tři čtvrtiny objemu, pojišťovnictví (tzv. takaful) tvoří něco přes 1 % a zbytek (cca 23 %) představují islámské kapitálové trhy (obchodující především s islámskými dluhopisy, tzv. sukuk certifikáty,⁵ a dále také kapitálové a komoditní fondy a fondy peněžního trhu). Pro kapitálové trhy začaly koncem 90. let vznikat speciální islámské akciové indexy: v roce 1999 byl vytvořen první Dow Jones Islamic Market index (DJIM World) i první FTSE Sharia Global index, v dalších letech pak byly vytvářeny Standard & Poor's Sharia indexy.

Specifický charakter islámských financí

Islámský ekonomický a finanční systém má specifický charakter, daný spojením klasického finančního systému s principy zakotvenými v islámském právu a etice. K základním principům patří zákaz úročení a zákaz spekulativního chování a hazardu obecně, zákaz financování aktivit, které islám považuje za škodlivé pro společnost (nejsou tedy možné například investice do firem vyrábějících alkohol či tabák, do zpracování vepřového masa, do hazardu, zbrojního nebo pornografického průmyslu). Vyžadována je dále orientace na reálnou ekonomiku a sdílení zisků i ztrát mezi jednotlivými účastníky transakcí.

Vzhledem k zakazu využívání úroků musí islámské finanční společnosti strukturovat své finanční produkty odlišně než klasické finanční firmy, aby byly schopny nějakým způsobem generovat zisk a motivovat klienty k ukládání hotovosti. Většinou to znamená použití podkladového aktiva. Zisk tak může být generován například obchodováním s aktivy (například s komoditami), leasingem nebo prodejem aktiva (nemovitosti, výrobního podniku nebo zařízení) na splátky (více viz Box 1). Důsledkem je tedy širší struktura aktivit (a odlišná struktura rozvahy) než u klasických bank, neboť islámské banky se kromě obvyklého získávání vkladů a poskytování finančních prostředků investorům zapojují například jako partneři do nemovitostních investic či obchodují s komoditami.

První moderní islámské banky vznikly v 60. letech 20. století v Egyptě a v Malajsii, ve velkém se komerční islámské bankovníctví začalo rozvíjet v 70. letech v souvislosti s přílivem kapitálu do zemí vyvážejících ropu v době ropné krize. V posledních desetiletích se islámské finance staly atraktivními i pro tradiční finanční instituce západního typu,

Box 1: Nejčastější instrumenty využívané v islámských financích

Murabaha – nákup s odloženou splatností, kdy banka místo poskytnutí úvěru na nákup určitého aktiva tento produkt sama koupí a klient s ním smí disponovat, nicméně až do zaplacení kupní ceny včetně ziskové přírážky zůstává zboží v majetku banky.

Mudáraba – tzv. tiché partnerství, kdy jedna strana (banka) investuje do projektu kapitál, druhá pak know-how a manažera, který projekt řídí. Podle předem dohodnutého poměru si pak obě strany rozdělují zisk.

Mušáraka – partnerství, kdy dvě nebo více stran investuje prostředky do určitého projektu a proporcionálně (v závislosti na výši vloženého kapitálu) se podílí na zisku nebo ztrátě z dané investice.

Istisna – smlouva o dodání projektu na klíč. Používá se většinou ve stavebnictví, kde banka financuje developerské projekty. Po jejich dokončení je předá klientovi, který poté za předem dohodnutých podmínek splácí investice bance včetně odměny.

Kard hasan – bezúročná půjčka, nejčastěji pro charitativní účely nebo klientovi, který se ocitl ve finanční tísní. Banka ji poskytuje obvykle proti zástavě a v některých případech si účtuje poplatky, které mají pokrýt náklady s půjčkou.

⁵ Sukuk certifikát je islámská obdoba dluhopisu. Jde o obchodovatelný certifikát, který zaručuje vlastnictví určité části podkladového aktiva a který nese určitý zisk. Ekonomický i rizikový profil jednotlivých sukuk certifikátů se liší v závislosti na podkladovém aktivu, některé se tedy chovají jako dluhopis, zatímco jiné připomínají akcie, avšak vždy bez hlasovacího práva.

kteří začaly nabízet islámské finanční produkty na mezinárodním islámském finančním trhu a v menší míře také na západních trzích.

Stejně jako již dříve do klasického finančního systému, i do islámských financí postupně pronikají moderní finanční technologie, například formou partnerství s poskytovateli elektronických platebních transakcí nebo ve formě vytváření virtuálních islámských poboček konvenčních komerčních bank. Islámské mobilní bankovníctví však stále využívá méně zákazníků bank, než v případě klasického bankovníctví (v zemích GCC je to podle průzkumu EY například 38 % v případě klasického bankovníctví a 26 % v případě islámských bank).⁶

Nedostatečná standardizace

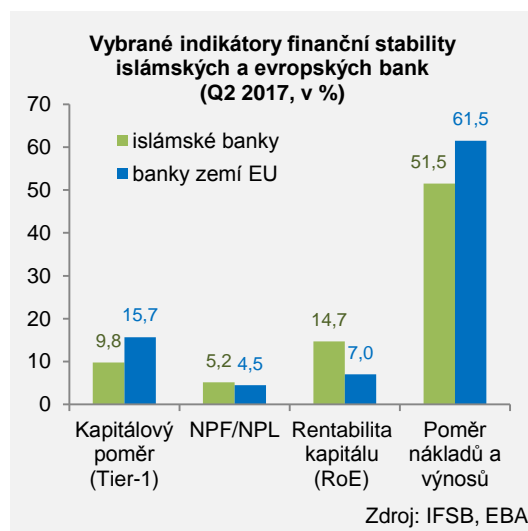
Pro islámské finanční instituce je specifický dohled tzv. výborem expertů (Sharia Supervisory Board, SSB), který posuzuje akceptovatelnost transakcí z pohledu islámského práva. Tyto výbory prozatím nemají globálně harmonizované standardy a existuje jen relativně malý počet tzv. externích expertů na islámské právo, kteří posuzují transakce i mezinárodně. Nutnost standardizace obecně a většího počtu externích expertů konkrétně se ukázala například v případě skandálu společnosti Dana Gas ze Spojených arabských emirátů, která v roce 2017 oznámila, že její závazky (v podobě sukuk certifikátů ve výši 700 mil. USD) již nejsou podle výboru expertů ze SAE v souladu s islámským právem a jejich splacení už tudíž není vynutitelné. Investoři se brání naopak soudně ve Velké Británii, pod jejíž zákony spadalo vydání sukuk certifikátů. K nejednotnému výkladu islámského práva může navíc docházet i v rámci jednotlivých zemí, kde nejsou islámské finance upraveny zákonem a neexistuje jeden centralizovaný výbor (do roku 2016 existovalo pouze 12 zemí s centralizovanými výbory expertů).

Dalším slabým článkem islámských finančních institucí je jejich nízká úroveň transparency a správy obecně, kdy pouze 55 % těchto institucí publikuje finanční výkazy a většina je nedostatečně transparentní.

Snahou o globální harmonizaci standardů napříč islámskými finančními institucemi se zabývá například Účetní a kontrolní organizace pro islámské finanční instituce (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions, AAOIFI), která vytváří účetní standardy pro islámské produkty, a také již zmíněná IFSB, která se snaží o integraci globálních standardů pro pojišťovny, bankovní instituce a pro obchodování s cennými papíry.

Finanční kondice a kapitálové požadavky

Z hlediska odolnosti islámského bankovního sektoru jako celku je většina ukazatelů stability islámských bank v souladu s minimálními mezinárodními regulatorními požadavky. V době světové finanční krize si dokonce globální islámské bankovníctví vedlo lépe než tradiční banky, neboť – vzhledem k zákazu spekulativních transakcí – nebylo vystaveno rizikovým obchodům. V současnosti již nepřekonává tradiční bankovníctví ve všech dimenzích stability, islámské banky jsou nicméně ve stále lepší kondici než evropské banky z hlediska návratnosti kapitálu nebo poměru nákladů a výnosů. Kapitalizace islámských bank je však slabší než u bank v EU a poměr nesplacených úvěrů (respektive poměr nesplacených financí, NPF) je u islámských bank také vyšší. Islámské banky v řadě zemí jsou také stále více vystaveny kolísání měnových kurzů. Je však třeba poznamenat, že tyto průměrné ukazatele islámských bank jako celku jsou výsledkem velmi odlišného vývoje na různých trzích.



Islámské banky podléhají – stejně jako ostatní komerční banky – pravidlům spravování likvidity, včetně pravidel Basel III. Tato pravidla vyžadují, aby banky držely určitý objem vysoce likvidních aktiv (HQLA, high quality liquid assets). Tuto rezervu vysoce likvidních aktiv islámské banky většinou drží ve formě vysoce kvalitních obchodovatelných sukuk certifikátů, jejichž objem na trhu je nicméně omezený.

⁶ [World Islamic Banking Competitiveness Report 2016](#) (EY, 2015).

Největší výzvou pro islámské banky ohledně splnění kapitálových pravidel je tak nedostatek dobře strukturovaných a snadno převoditelných instrumentů s dostatečným výnosem, které by byly v souladu s islámským právem. Nedostatek i jiných vhodných aktiv navíc znamená, že banky často drží sukuk certifikáty až do data splatnosti, což vede k omezené likviditě sekundárního trhu.⁷

Dlouhodobé sukuk certifikáty jsou (obdobně jako klasické dluhopisy) vydávány státy nebo obchodními společnostmi. Zájem o státní sukuk certifikáty vždy několikanásobně převyšuje nabídku. V posledních letech vzrostlo vydávání sukuk certifikátů zemí GCC, jimiž tamní vlády pokrývají deficity rozpočtu vyvolané nízkými cenami ropy. K rozšíření nabídky sukuk certifikátů byla také v roce 2010 devíti centrálními bankami převážně islámských zemí založena Mezinárodní islámská společnost k řízení likvidity (International Islamic Liquidity Management Corporation, IILMC). Společnost vydává krátkodobé dolarové sukuk certifikáty se splatností do jednoho roku, které získaly vysoký rating od agentury Standard & Poor's a které jsou většinou regulačních autorit v IILMC zemích považovány za kvalitní kapitál pro účely řízení likvidity. Objem vydávaných IILMC sukuk certifikátů se postupně zvyšuje ze 490 milionů USD v srpnu 2013 až na 3 mld. USD ke konci roku 2017.

Kromě držby sukuk certifikátů se jako další z možností, jak vyhovět pravidlům likvidity, nabízí využívání facilit centrálních bank, například formou uložení rezerv na účtě u centrální banky. Facility centrální banky jsou však úročené, a tedy islámským bankám nepřístupné.

Centrální banky se proto v zájmu finanční stability a plnění likviditních požadavků islámských bank začaly zabývat vytvářením specifických produktů v souladu s islámským právem, které by islámským bankám umožnily čerpat od centrální banky volnou likviditu v případě potřeby. V několika zemích (např. v Turecku, Indonésii či Pákistánu) je například povoleno využití sukuku v operacích na volném trhu (tzv. „islámské repo“). Britská centrální banka (Bank of England, BoE) začala již v roce 2015 uvažovat o vytvoření depozitní facility vhodné i pro islámské banky. Na základě průzkumu instrumentů devíti centrálních bank a následných konzultačních kroků zvolila jako nejvhodnější instrument tzv. wakala fond,⁸ pro jehož vytvoření bude v letošním roce založena dceřiná firma BoE, tzv. BEALF (Bank of England Alternative Liquidity Facility, Alternativní likviditní facilit Bank of England).⁹

Závěr

Stoupající význam islámských financí v rámci finančního sektoru – jak globálně, tak specificky u některých zemí – znamená stále silnější potřebu nastavení jednotných pravidel a postupů. Zájem o finanční zdraví a stabilitu islámských bank mají nejen jejich domovské jurisdikce, ale také západní země, v nichž jsou nabízeny islámské produkty, a také mezinárodní instituce. Lze očekávat, že s rozšiřováním islámských finančních produktů do povědomí veřejnosti a s jejich rostoucím rozšiřováním bude dále stoupat tlak na sbližování standardů v celém globálním bankovním sektoru, a také poroste odpovědnost a transparence islámských finančních institucí.

⁷ Pravidlo Basel III nicméně bere ohled na omezenou flexibilitu islámských bank, jimž umožňuje využívat širší škálu aktiv; viz paragraf 68 dokumentu BCBS <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>.

⁸ V případě wakala modelu vytvoří centrální banka tzv. wakala fond složený z vhodných sukuk certifikátů a případně také z hotovosti, aby se návratnost fondu blížila tzv. EPR sazbě (Expected Profit Rate, očekávané návratnosti). EPR sazba může být shodná nebo se pohybovat v určitém koridoru kolem úrokové sazby pro klasické komerční banky (případně může být zcela odlišná). Případ využití wakala modelu je ten, kdy si islámská banka uloží likviditu u centrální banky a ta ji investuje do wakala fondu. S datem splatnosti vrátí centrální banka jistinu a případný zisk islámské bance.

⁹ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/the-establishment-of-the-boe-alternative-liquidity-facility-bealf>

4. VYBRANÝ PROJEV: NEZÁVISLOST CENTRÁLNÍCH BANK

Prezident Evropské centrální banky (ECB) Mario Draghi v Řijnu ve svém [projevu](#) na půdě Belgické národní banky v Bruselu připomněl význam nezávislosti centrálních bank, která jim v nelehké době nedávné finanční krize umožnila naplňovat jejich mandáty cenové stability.

V 70. letech minulého století bylo zapotřebí obnovit důvěru v centrální banky jakožto instituce schopné dosahovat cenové stability. Praxe v té době vycházela z představy, že růst nabídky peněz může podpořit poptávku a zaměstnanost při ukotvených inflačních očekáváních. To se ukázalo jako časově nekonzistentní a vedlo k růstu inflačních očekávání i inflace. Východisko z této situace bylo nalezeno v osvobození měnové politiky od krátkodobých politických tlaků a v jejím delegování na nezávislé centrální banky s cílem cenové stability. Nové uspořádání charakterizovaly tři pilíře: (i) mandát centrální banky k udržování cenové stability, (ii) nezávislost centrální banky ohledně volby nástrojů a (iii) definice odpovědnosti za měnovou politiku. Tento rámec se stal zárukou, že centrální banky nebudou uplatňovat svou moc nekonzistentně. Dostaly volnost ve volbě způsobu provádění měnové politiky, nikoli však volnost v tom, zda mají dosahovat cíle a jaký cíl to je. Na tomto základě byl založen také mandát ECB.

Na přelomu tisíciletí o správnosti tohoto rámce nikdo nepochyboval. Poslední ekonomická krize vedoucí k poklesu produkce i inflace však postavila centrální banky před výzvy, které se týkaly jak jejich cílů (hrozba deflace), tak i jejich nástrojů (nutnost použití nekonvenčních opatření). S příchodem nízkoinflačního prostředí a používáním nekonvenčních nástrojů se zároveň vynořily otázky týkající se samotného rámce měnové politiky, a to zda nadále trvají důvody vedoucí k delegování měnové politiky na nezávislé autority. Hlasy proti nezávislosti centrálních bank se opírají o tři skupiny argumentů.

První z nich tvrdí, že problém časové nekonzistence pominul, neboť inflační tlaky ve vyspělých ekonomikách ve značné míře vymizely a zavedený společenský konsensus nedovolí voleným autoritám obětovat cenovou stabilitu ve prospěch jiných cílů. S tím však prezident Draghi nesouhlasí. Absence inflačních tlaků je podle něj vysvětlitelná dvěma faktory, z nichž ani jeden neospravedlňuje změnu měnověpolitického rámce: stabilitou monetárního režimu (ukotvením inflačních očekávání a redukcí volatility) a hloubkou krize, která vedla k nezvykle vysoké nezaměstnanosti a menší citlivosti inflace na oživování trhu práce. Nezávislé centrální banky tak podle něj zůstávají nejlepšími institucemi k ukotvení inflačních očekávání. Draghi oponuje i argumentu, že volené autority by nyní již neobětovaly cenovou stabilitu jiným cílům. Jak se během krize ukázalo, časová nekonzistence zůstává rizikem. Při růstu inflace politické autority preferují ekonomický růst před zpříšňováním měnové politiky, při nízké inflaci vidíme tlaky na upřednostňování stability finančního sektoru před uvolňováním měnové politiky.

Druhá skupina argumentů se týká vztahu měnové a fiskální politiky a tvrdí, že nákupem dluhopisů překročily centrální banky hranici mezi měnovou a fiskální politikou, čímž přesáhly své mandáty. Draghi však připomíná, že tyto úvahy ignorují klíčové aspekty rámce měnové politiky, který dává centrálním bankám nezávislost ohledně výběru jejich nástrojů, nikoli cílů. Chování centrálních bank během krize dodrželo tento princip – bez volnosti výběru vhodných nástrojů by nedokázaly splnit svůj mandát cenové stability. Užítí neobvyklých nástrojů bylo změnou formy, nikoli změnou funkce. Také Evropský soudní dvůr potvrdil, že OMT jsou v souladu se statutem ECB a jsou legitimním nástrojem měnové politiky. To nicméně neznamená, že by měnová politika nemohla těžit ze spolupráce s fiskální politikou. Toto propojení však musí být založeno na tom, že každá autorita plní svůj mandát při plné nezávislosti.

Třetí skupina argumentů je postavena na tvrzení, že distribuční efekty nekonvenčních opatření jsou mnohem větší, než u konvenčních. Draghi upozorňuje, že tyto efekty nejsou z hlediska centrálních bank podstatné; empirická evidence navíc ukazuje, že jsou limitované jak pro konvenční, tak nekonvenční nástroje. Nekonvenční opatření ECB nevedla k růstu nerovnosti bohatství. Nákupy aktiv pomohly nastartovat pokles nezaměstnanosti a růst mezd, čímž přinesly největší užitek domácnostem s nejnižšími příjmy. Naopak dopady distribučních efektů při případné absenci akce ze strany ECB by byly vážné.

Argumenty proti nezávislosti centrálních bank také opomíjejí jeden zásadní fakt, a to že nezávislá centrální banka může jednat rozhodně. Nezávislá ECB tak byla v nelehké situaci schopna vhodné reakce. Naopak dosahování politických kompromisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se ukázalo jako složité a občas i nedostatečné. I do budoucna by proto centrální banky měly zůstat nezávislé, neboť pouze tak mohou být důvěryhodné a naplňovat jim zadané mandáty.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 13. prosince 2018. 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.