

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2012

## V tomto čísle

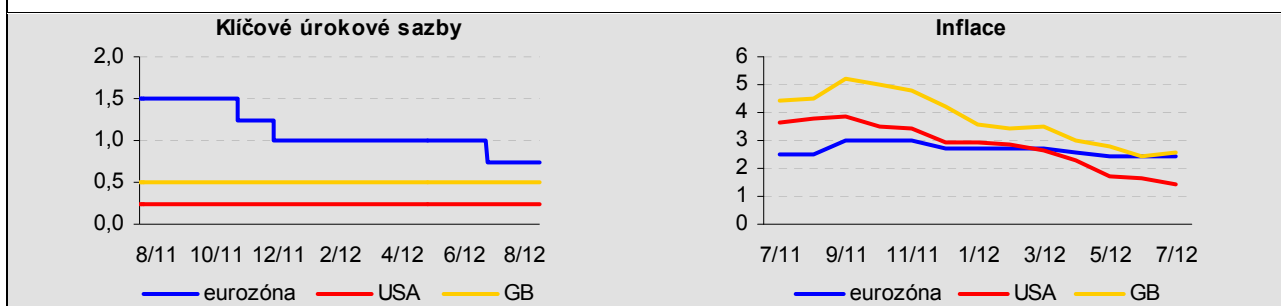
*Ekonomická aktivita ve vyspělých ekonomikách zůstává utlumená, nadále přetrvávají nejistoty ohledně budoucího vývoje v eurozóně. Ve Švýcarsku i Norsku výrazně roste aktivita na trhu hypoték a s ní se zvyšuje i zadlužení domácností. ECB snížila v červenci svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,75 %, k uvolnění měnové politiky přistoupily také maďarská a švédská centrální banka. Švýcarská centrální banka udržuje i nadále minimální úroveň kurzu franku vůči euru na 1,20 CHF/EUR. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly své klíčové úrokové sazby beze změny a stabilita sazeb pro nejbližší čtvrtletí je očekávána u všech námi sledovaných centrálních bank, vyjma maďarské centrální banky, u které je očekáváno snížení úrokových sazeb. Aktuální „Téma pod lupou“ se zabývá otázkami finanční stability z pohledu měnové politiky, v závěru shrneme projev novozélandských centrálních bankéřů věnovaný zadluženosti a jejím důsledkům pro měnovou politiku a finanční stabilitu.*

## 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>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	5. července (-0,25) 2. srpna (0,00) 6. září (0,00)	19. – 20. června (0,00) 31. července – 1. srpna (0,00)	4. – 5. července (0,00) 1. – 2. srpna (0,00) 5. – 6. září (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,75 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,6 % (srpen 2012) <sup>3</sup>	1,4 % (červenec 2012)	2,6 % (červenec 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	4. října 8. listopadu 6. prosince	12. – 13. září 23. – 24. října	3. – 4. října 7. – 8. listopadu 5. – 6. prosince
<b>další očekávané události</b>	6. prosince zveřejnění prognózy	10. října a 28. listopadu zveřejnění Beige Book	14. listopadu zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>4</sup>	→	→	→

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



**ECB** snížila v červenci klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,75 %, na následujících zasedáních již k dalšímu snižování nepřistoupila. Vzhledem k vysokým cenám energií a zvýšení nepřímých daní v některých zemích eurozóny zůstane míra inflace v roce 2012 nad dvěma procenty, v průběhu příštího roku však zřejmě klesne pod tuto úroveň. Inflační očekávání zůstávají pevně ukotvená. V prostředí zvýšené nejistoty a při pokračujícím napětí na finančních trzích očekává ECB v roce 2013 jen velmi slabý hospodářský růst eurozóny. Na zářijovém jednání ECB změnila pravidla nákupů na sekundárních trzích vládních dluhopisů zemí eurozóny (viz část Zajímavé události).

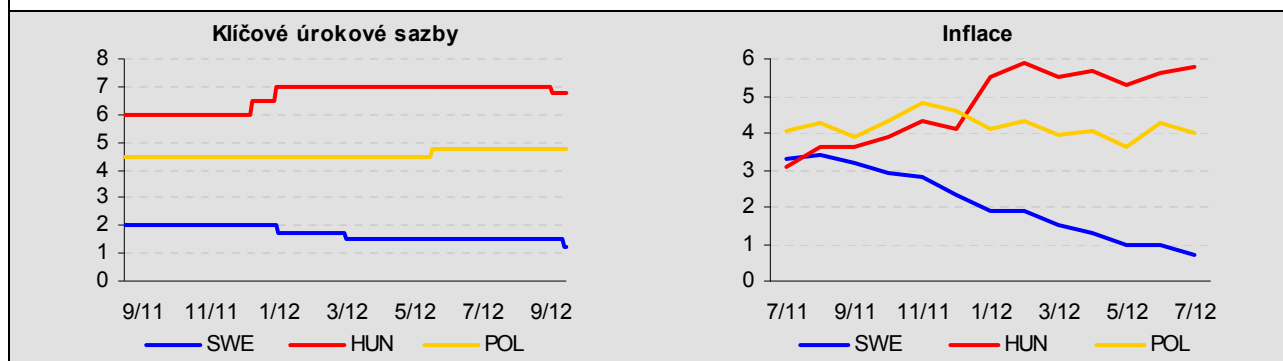
**Fed** ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny a předpokládá zachovat úrokové sazby na současné úrovni až do pozdních měsíců roku 2014. Centrální banka pokračuje v programu na prodloužení průměrné splatnosti portfolia jí držených vládních dluhových cenných papírů. Ekonomická aktivita USA v průběhu prvního pololetí letošního roku zpomalila. Růst zaměstnanosti byl v posledních měsících pomalý a míra nezaměstnanosti zůstává zvýšená. Výdaje domácností rostou pomalejším tempem než v první polovině tohoto roku. Přes některé další známky zlepšení zůstává sektor bydlení utlumený. Inflace od začátku tohoto roku klesla, což odráží zejména nižší ceny ropy a benzínu, dlouhodobá inflační očekávání zůstávají stabilní.

**BoE** ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a nepřistoupila ani k úpravám programu nákupu cenných papírů. Britská hospodářská aktivita je slabá a BoE neočekává v blízké budoucnosti její výrazné zlepšení. Míra inflace se prudce snížila (z březnových 3,5 % až na 2,4 % v červnu) a členy měnového výboru je očekáván její další pokles, během roku 2013 až pod 2% cíl. Překvapivým je pro BoE silný růst zaměstnanosti v soukromém sektoru, ke kterému došlo při poklesu produkce.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	3. července (0,00) 5. září (-0,25)	26. června (0,00) 24. července (0,00) 28. srpna (-0,25)	3. – 4. července (0,00) 21. srpna (0,00) 4. – 5. září (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,25 %	6,75 %	4,75 %
<b>poslední inflace</b>	0,7% (červenec 2012)	5,8 % (červenec 2012)	4,0 % (červenec 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	25. října 18. prosince	25. září 30. října 27. listopadu	2. – 3. října 6. – 7. listopadu 4. – 5. prosince
<b>další očekávané události</b>	25. října zveřejnění Monetary Policy Report	27. září zveřejnění Quarterly Report on Inflation	½ listopadu zveřejnění Inflation Report
<b>Očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	↓	→

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



**Riksbank** v září snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 %, Riksbank současně předpokládá, že repo sazba zůstane na stávající úrovni až do poloviny roku 2013. V první polovině tohoto roku švédská ekonomika překvapivě rychle rostla, během následujících čtvrtletí však Riksbank očekává zpomalení. V posledních měsících švédská koruna apreciovala oproti červencovým předpokladům rychleji, vlivem čehož se snížila aktuální prognóza nákladových tlaků a míry inflace. Během roku 2013 však podle Riksbank dojde k postupnému oživení hospodářské aktivity a k zesílení inflačních tlaků.

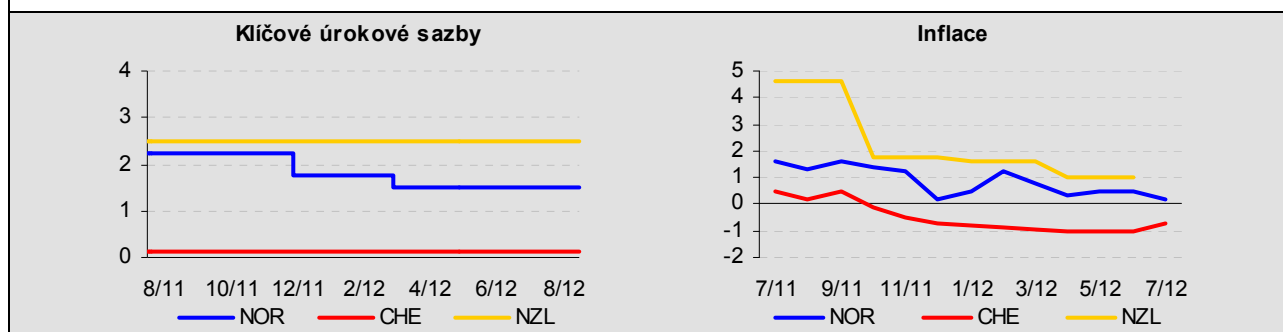
**MNB** snížila v srpnu měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 6,75 %. Inflace se nachází i nadále nad cílem, stále je patrný efekt zvýšení daní a růstu cen komodit. K nárůstu inflace v roce 2013 přispějí dopady plynoucí z vládního programu (Structural Reform Programme). V maďarské ekonomice dochází k celkovému oslabení aktivity, HDP klesá již dvě čtvrtletí za sebou (podle předběžných odhadů klesl HDP ve druhém čtvrtletí meziročně o 1,2 %). Výrazné zhoršení vývoje v zahraničí podle MNB negativně ovlivnilo maďarské exporty. MNB v následujících čtvrtletích navíc očekává pokles domácí poptávky.

**NBP** ponechala měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 4,75 %. V druhém čtvrtletí tohoto roku došlo oproti očekávání NBP k výraznějšímu zpomalení růstu HDP. Snížil se růst výdajů na spotřebu i investice, nejvyšší záporný příspěvek k růstu měla změna stavu zásob, naproti tomu čistý export přispěl do růstu kladně. Došlo rovněž ke zpomalení růstu úvěrů domácnostem i firmám. Inflace je i nadále nad cílem, když v červenci dosáhla 4,0 %. Inflační očekávání domácností navíc zůstávají zvýšená.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>1</sup>
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	20. června (0,00) 29. srpna (0,00)	14. června (0,00)	14. června (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	0 – 0,25 % <sup>2</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	0,2 % (červenec 2012)	-0,7 % (červenec 2012)	1,0 % (2Q 2012)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	31. října 19. prosince	16. září 16. prosince	13. září
<b>další očekávané události</b>	31. října zveřejnění Monetary policy report	23. prosince zveřejnění Monetary policy report	13. září Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></b>	→	→	→

<sup>1</sup> střed cílového pásma 1 – 3 %; <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



**Norges Bank (NB)** ponechala měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,50 %. Ekonomický vývoj v zahraničí a silná norská koruna přispívají k nízké úrovni inflace. Norská ekonomika roste solidním tempem. Zaměstnanost i nabídka práce rostou, nezaměstnanost zůstává nízká. Zadlužení domácností a ceny nemovitostí však rostou rychleji než příjem domácností.

**SNB** udržuje sazby v koridoru 0–0,25 %. SNB na červnovém zasedání potvrdila svůj závazek držet minimální výši kurzu i nadále na úrovni 1,20 CHF/EUR a je odhodlána při překročení této hranice nakupovat cizí měny v neomezeném množství. I při stávající hodnotě kurzu však považuje švýcarský frank za velmi silný. SNB očekává míru inflace v roce 2012 na úrovni -0,5 %, v roce 2013 na úrovni 0,3 %. Podle SNB v dohledné budoucnosti neexistují ve Švýcarsku proinflační rizika. Dochází k růstu nerovnováh na trhu nemovitostí a trhu hypoték. SNB dokonce jako reakci na tyto rostoucí nerovnováhy zvažovala zavedení proticyklického [kapitálového polštáře](#).

**RBNZ** ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 % s komentářem, že míra inflace je pod kontrolou a očekává se, že se bude i nadále pohybovat přibližně uprostřed cílovaného pásma. RBNZ mírně zhoršila svou prognózu hospodářského růstu, především vlivem nejistoty ohledně vývoje v eurozóně a slabšího výhledu obchodních partnerů Nového Zélandu. Zdroje růstu se podle hodnocení RBNZ přesunují ze zahraniční aktivity směrem k domácí poptávce. Pozitivní vývoj je patrný zejména v oblasti stavebnictví, což je částečně dáno opravami následků zemětřesení. Opačným směrem však na domácí poptávku působí fiskální konsolidace.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### ECB specifikovala podmínky transakcí na sekundárních dluhopisových trzích

Evropská centrální banka rozhodla o novém programu nákupů Eurosystému na sekundárních trzích s vládními dluhopisy (*outright monetary transactions, OMT*), jejichž cílem je zajistit funkčnost transmise měnové politiky. Předmětem transakcí budou dluhopisy zemí využívajících finanční pomoc z mechanismů EFSF a ESM a nákupy budou striktně podmíněny dodržováním příslušného hospodářského programu. Týkat se budou dluhopisů se splatností jeden až tři roky, přičemž nejsou předem stanovena žádná kvantitativní omezení. Pozice Eurosystému v případě restrukturalizace dluhu bude stejná jako soukromých věřitelů. Informace o množství držaných dluhopisů jednotlivých zemí budou pravidelně zveřejňovány. Tímto krokem ECB současně ukončila původní program nákupů cenných papírů (*securities markets programme, SMP*).

### ECB dále zmírnila požadavky na kolaterál pro úvěrové operace v eurosystému

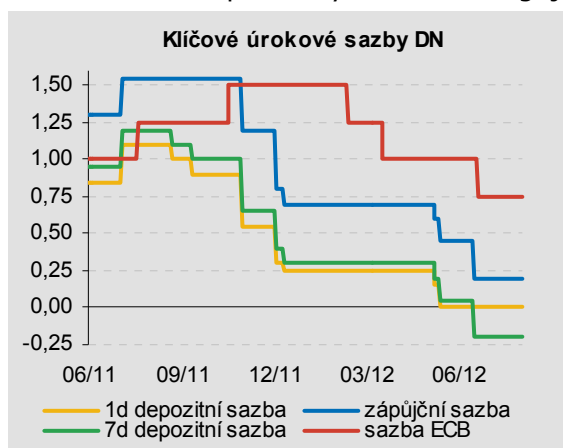
S cílem zvýšit dostupnost kolaterálu uvolnila [v červnu](#) Evropská centrální banka požadavky na rating vybraných cenných papírů krytých aktivy (ABS). ECB současně rozšířila seznam přijímaných ABS, přičemž tyto nové cenné papíry musejí splňovat dodatečné požadavky a aplikuje se na ně větší snížení jistiny úvěru vzhledem k tržní hodnotě (tzv. haircut). K dalšímu uvolnění podmínek přistoupila ECB [v září](#), když obecně pozastavila požadavky na minimální rating dluhopisů zemí s hospodářským programem EU a MMF.

### Fed se dohodl s Ministerstvem financí na snížení zajištění facility TALF

V červnu byla snížena garance poskytovaná americkým Ministerstvem financí na facilitu TALF (*term asset-backed securities loan facility*) ze 4,3 mld. na 1,4 mld. USD. Facilita k podpoře dostupnosti úvěrů pro domácnosti a podniky byla zavedena v březnu 2009 s původním úvěrovým potenciálem 200 mld., přičemž ministerstvo mělo prostřednictvím programu TARP (*Treasury's troubled asset relief program*) ručit částkou 20 mld. Většina poskytnutých půjček již byla uhrazena, současná nesplacená hodnota je zhruba 5 mld. USD. Podle prohlášení Fedu doposud v programu nedošlo k žádným finančním ztrátám.

### Dánská měnová politika od července se zápornou depozitní sazbou

Danmarks Nationalbank (DN) snížila začátkem července měnověpolitické sazby, přičemž sedmidenní depozitní sazbu srazila až na zápornou hodnotu -0,2 %. Hlavním nástrojem dánské měnové politiky, založené na fixním kurzu krone k euru s oficiálním fluktučním pásmem  $\pm 2,25\%$ , jsou právě úrokové sazby, ke stabilizaci měny v krátkém období jsou využívány rovněž intervence. Při absenci tlaků na dánskou měnu červencová úprava výše sazeb reaguje na změny sazeb Evropské centrální banky. Vedle sedmidenní sazby (sazby pro tzv. vkladový certifikát) používá DN také sazbu jednodenní (sazbu pro tzv. běžný účet), která zůstala na hodnotě 0 %. Dánská centrální banka při posledním kroku současně zvýšila limit pro vklady bank na běžný účet (z 23 na 70 mld. DKK), na prostředky nad touto hranicí se automaticky vztahuje sedmidenní sazba. K 7. září měly komerční banky uloženo u DN celkem 69 mld. DKK na běžných účtech a 154 mld. DKK na vkladových certifikátech. Na ochotu investorů platit za bezpečnou úschovu financí poukazují také záporné sazby nově vydávaných dluhopisů dánské vlády.



### Proti návrhu na zdanění operací MNB mají výhrady její guvernér i ECB

Maďarští zákonodárci představili další kontroverzní záměr. Z původního návrhu zákona na zavedení daně z finančních transakcí odstranili výjimku, která se vztahovala na Magyar Nemzeti Bank. Depozitní operace maďarské centrální banky by se tak měly stát předmětem zdanění. Jak upozorňují [MNB](#) i [ECB](#), navrhované opatření znamená narušení finanční a institucionální nezávislosti centrální banky. Daň placená do státního rozpočtu centrální bankou je navíc de facto formou měnového financování.

### MNB bude čtvrtletně zveřejňovat podrobné prohlášení měnového výboru

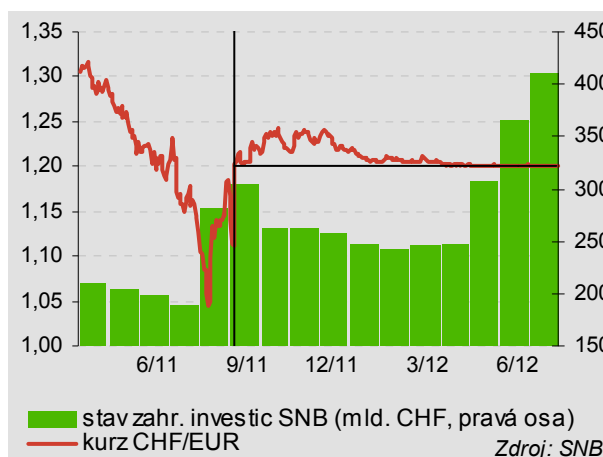
Od září bude Magyar Nemzeti Bank v měsících, kdy je publikována čtvrtletní zpráva o inflaci, vydávat podrobné prohlášení, které nahradí tiskovou zprávu o měnověpolitickém rozhodnutí. Toto prohlášení bude zároveň součástí zprávy o inflaci.

### Ze zprávy zvláštního výboru nevyplývá pochybení BoE v případě LIBOR

V návaznosti na závěrečné prohlášení Regulátora finančních služeb (FSA) v případě bankovního domu Barclays vydal v srpnu zvláštní výbor britského parlamentu [zprávu o sazbách LIBOR](#), v níž představil dosavadní výsledky svého zkoumání manipulací s londýnskou mezibankovní sazbou. Výbor došel mimo jiné k závěru, že Bank of England nebyla zodpovědná za dohled nad kompilací sazby LIBOR, poukazuje však na její nečinnost v situaci, kdy si byli její zaměstnanci vědomi, že banky mají motivaci jednat nečestně. Výbor centrální banky doporučil, aby zajistila adekvátní postup pro archivaci komunikace vyššího managementu a zdůraznil potřebu posílení jejího systému řízení. Další úkoly stanovil pro FSA, vládu a rovněž pro komisi M. Wheatleyho, která zkoumá způsob stanovování sazeb LIBOR, jejich využití a hledá možnosti zlepšení současného systému i alternativy mezibankovní sazby ([dokument Wheatleyho komise](#) s dosavadními výsledky práce byl zveřejněn rovněž v srpnu). [Bank of England](#) potvrdila, že prostřednictvím své Regulační agentury (PRA) převezme zodpovědnost za dohled nad finančními institucemi a že již nyní má postupy pro uchování externí komunikace vyššího managementu, navíc bude v této věci proveden interní audit.

### SNB pokračuje v mohutných intervencích proti švýcarskému franku

Švýcarská centrální banka nadále usiluje o udržení hodnoty kurzu nad stanoveným minimem 1,20 CHF/EUR, čelí však přitom silným tlakům. Objem zahraničních investic SNB tak ke konci července překročil hodnotu 400 mld. CHF. SNB se s prováděnými intervencemi stala významným účastníkem na devizových trzích a spekuluje se o jejím vlivu na další měny, které kupuje ve snaze udržet požadovanou strukturu svých devizových rezerv. Podíl investic držných v eurech však přesto vzrostl a dosáhl ve druhém čtvrtletí šedesáti procent (v prvním čtvrtletí činil 51 %). Z celkových zahraničních investic SNB je 85 % drženo ve formě vládních dluhopisů. Minimální výši měnového kurzu franku vůči euru vyhlásila SNB 6. září 2011, od té doby důrazně svůj závazek potvrzuje s tím, že pro dosažení požadovaného minimálního kurzu bude nakupovat cizí měny v neomezeném množství.





### 3. TÉMA POD LUPOU: FINANČNÍ STABILITA Z POHLEDU MĚNOVÉ POLITIKY

*Po vypuknutí světové finanční a hospodářské krize se kromě hledání cest jejího co možná nejrychlejšího a co nejméně bolestného překlenutí zaměřila zvýšená pozornost na prevenci vzniku podobných situací v budoucnosti. Krize rozvířila mnohé otázky: Jak zajistit v hluboce integrovaném světě s neustálými inovacemi finanční stabilitu? Kdo by za ni měl být odpovědný? Jaká by měla být v tomto směru role měnové politiky? Při hledání odpovědí se rýsují nové úkoly pro tzv. makrobezpečnostní politiku, která by měla (alespoň částečně) vyplnit prostor, na který nedosáhne ani regulace a dohled nad finančními trhy, ani měnová politika. I přes vznik nových institucí a nástrojů však zůstávají pro měnovou politiku otázky finanční stability velmi významné. Je nutné mít na zřeteli provázanost cílů cenové a finanční stability, vyhodnocovat vzájemné dopady používaných nástrojů a počítat s nimi. Důležitý je též transparentní přístup.*

Většina úvah ekonomů se v současnosti stále týká světové hospodářské a finanční krize a následné dluhové krize v eurozóně. Kromě hledání viníků a možných řešení současných hospodářských potíží se zaměřuje zvýšená pozornost také na hledání vhodných preventivních opatření. Vedle měnové politiky a dohledu nad finančními institucemi se tak vytváří prostor pro makrobezpečnostní (též makroprudenční) politiku, která by se měla zaměřit na odhalování a prevenci systémových rizik ohrožujících finanční stabilitu (zatímco dohledové instituce kontrolují fungování jednotlivých institucí, makrobezpečnostní politika sleduje, zda je finanční systém stabilní jako celek).

Mnohé důvody hovoří pro to, aby byly úkoly v oblasti makrobezpečnostní politiky přidány do zodpovědnosti centrálních bank. Cíle cenové a finanční stability se mohou prolínat, kombinace politik tak může vytvářet synergické efekty. Cíle finanční stability navíc mohou vyžadovat finanční prostředky od věřitele poslední instance a tato funkce je právě v rukou centrální banky. Důležitým faktorem je také spolupráce s dohledovými orgány, jež mohou představovat cenný zdroj informací pro odhalení systémových rizik a jejichž práce bývá v některých zemích rovněž včleněna do struktury centrální banky.

Mezi cíli cenové a finanční stability však někdy může existovat nesoulad, např. v situaci vysoké očekávané inflace je potřeba zpřísnit měnovou politiku, což se však může jevit jako nepříznivé rozhodnutí při obavách o solventnost finančních zprostředkovatelů, kterým by se tímto krokem mohlo ještě více přitížit. Nevýhodou spojení těchto funkcí pod střechou centrální banky je rovněž asymetrické reputační riziko. Zatímco bezproblémové a stabilní finanční prostředí obvykle nebudí pozornost médií, jakékoliv jeho narušení bývá naopak velmi bedlivě sledováno. Případná reputační ztráta plynoucí z oblasti finanční stability by pak mohla negativně ovlivnit i schopnost provádět politiku měnovou. Měly by tedy z uvedených důvodů být tyto politiky striktně odděleny podle myšlenky, že každý cíl má mít svůj vlastní nástroj (Tinbergenův princip), nebo by mělo dojít ke snaze o souběžnou optimalizaci řešení?

Příkladem země, kde jsou funkce měnové a finanční stability řešeny společně pod střechou centrální banky, je Nový Zéland, kde je dohled na mikro- i makro-úrovni v kompetenci příslušné sekce. Podobně jsou tyto aktivity sjednoceny v Japonsku, kde je centrální banka rovněž zodpovědná za dohled nad finančním trhem. Mnohé země však přistoupily k tomu, že ke sledování systémových finančních rizik byly zřízeny různé rady či komise, v nichž se setkávají zástupci centrálních bank, regulačních a dohledových agentur, případně ministerstev financí či jiní povolání experti. Takové rady vznikly např. ve Spojených státech, ve Velké Británii či ve Švédsku, v eurozóně byla vytvořena Evropská rada pro systémová rizika (blíže viz tabulka na následující straně). Obecně se dá říci, že nové instituce mají zatím relativně málo pravomocí, dá se však očekávat jejich posílení a vznik vlastního instrumentária. Jak je patrné, k soustředění makrobezpečnostní politiky do rukou centrální banky dochází obvykle v případech, kdy jsou vedle měnové politiky tyto instituce zodpovědné i za dohled nad



finančním trhem. Naopak ve státech, kde fungují samostatné dohledové instituce, je přirozenějším řešením mezirezortní spolupráce.

I přes pověření nových institucí kompetencemi v oblasti makrobezpečnostní politiky stále platí, že aspekty finanční stability měnová politika nemůže přehlížet. Měnová politika ovlivňuje hospodářskou aktivitu, má dopady na míru nesplácení úvěrů (a tedy na ztráty finančního sektoru) a na ceny aktiv. Makrobezpečnostní politika má naproti tomu skrze fungování finančních trhů vliv na transmisní mechanismus měnové politiky. Prostřednictvím svých nástrojů působí na finanční podmínky, které mají následné dopady na ekonomickou aktivitu a ve výsledku i na inflaci. To znamená, že při provádění měnové politiky by měl být – s ohledem na vzájemnou provázanost – brán zřetel na makrobezpečnostní politiku.

<p><b>USA</b> Rada pro dohled nad finanční stabilitou (<a href="#">FSOC</a>)</p>	<p>Devět členů zástupuje následující instituce: Ministerstvo financí, Fed, Úřad pro bankovní dohled (<a href="#">OCC</a>), Komise pro cenné papíry (<a href="#">SEC</a>), Úřad pro pojištění vkladů (<a href="#">FDIC</a>), Komise pro obchodování s komoditními deriváty (<a href="#">CFTC</a>), Úřad pro dohled nad sekundárními hypotečními trhy (<a href="#">FHFA</a>), Úřad pro dohled nad úvěrovými svazy (<a href="#">NCUA</a>), Úřad pro ochranu spotřebitele v oblasti finančních služeb (<a href="#">CFPB</a>). Desátým členem je nezávislý odborník. Jednání Rady se dále účastní pět členů, kteří nemají hlasovací právo: ředitel Úřadu pro finanční výzkum (<a href="#">OFR</a>), ředitel Úřadu pro pojišťovnictví (<a href="#">FIO</a>), vybraný pojišťovací komisař, vybraný bankovní inspektor a vybraný komisař pro cenné papíry.</p>	<p>Rada byla zřízena v rámci velké finanční reformy (<i>Dodd-Frank Act</i>). Určuje, které instituce jsou „systémově důležité“ a na něž se tedy vztahují přísnější pravidla. Rovněž má podněcovat spolupráci mezi jednotlivými americkými regulátory a tím přispět k identifikaci rizik.</p>
<p><b>Eurozóna</b> Evropská rada pro systémová rizika (<a href="#">ESRB</a>)</p>	<p>Tvoří ji guvernéři centrálních bank EU, zástupci dohledových orgánů zemí EU, zástupci ECB, Evropské komise, evropských dohledových orgánů (<a href="#">EBA</a>, <a href="#">ESMA</a> a <a href="#">EIOPA</a>) a předseda Hospodářského a finančního výboru (EFC, kde zasedají náměstci ministerstev financí a viceguvernéři centrálních bank). Celkem má 65 členů, z toho 37 hlasuje. Jednání řídí prezident ECB.</p>	<p>Sleduje a vyhodnocuje rizika, následně vydává varování a doporučení, jejichž příjemci mohou být EU, členská země EU, některá z evropských dohledových agentur (EBA, ESMA a EIOPA), případně národní dohledové orgány či Evropská komise. Vytvořila seznam principů pro fungování rámců v jednotlivých zemích EU, připravuje návrh nástrojů, kterými by měly národní autority disponovat.</p>
<p><b>Británie</b> Výbor pro finanční politiku (<a href="#">FPC</a>)</p>	<p>Členy Výboru budou zástupci Bank of England, Regulátor finančních služeb (<a href="#">FSA</a>) a čtyři externí odborníci. Jednání se účastní (ale nehlasují) zástupci Ministerstva financí a šéf navrhovaného dohledového úřadu (<a href="#">FCA</a>).</p>	<p>Výbor bude mít za úkol odhalovat a sledovat systémová rizika a podnikat kroky k jejich odstranění, s cílem chránit a zlepšovat odolnost finančního systému. V současnosti plní jeho roli prozatímní výbor, který již připravuje seznam možných nástrojů. Ustanovení Výboru je součástí hlubší reformy regulatorního rámce. Ta předpokládá vytvoření Regulatorní agentury (<a href="#">PRA</a>) v rámci Bank of England a dále pak samostatného dohledového úřadu (<a href="#">FCA</a>).</p>
<p><b>Švédsko</b> Rada pro spolupráci v oblasti makroprudenční politiky</p>	<p>Tři zástupci Riksbank a tři zástupci Institutce pro finanční dohled (Finansinspektionen).</p>	<p>Rada dvakrát ročně vyhodnocuje rizika pro finanční systém. Dále se zaměřuje na vytvoření vhodných nástrojů k prevenci rizik. Delegáti Riksbank a Finansinspektionen se rovněž setkávají se zástupci Ministerstva financí a Úřadu pro správu státního dluhu k řešení otázek krizového managementu.</p>
<p><i>Poznámka: Český překlad názvů institucí je volný, se snahou o vystižení jejich hlavní funkce. V mnoha případech se tedy nemusí jednat o oficiální či v českém prostředí vžitě názvy.</i></p>		

Nízká, stabilní a předvídatelná inflace přispívá k příznivému ekonomickému prostředí, které je základem pro finanční stabilitu. Dosažením svého cíle tak může měnová politika přispět ke stabilitě a důvěře ekonomických subjektů v hladké fungování ekonomiky. Dlouhodobě nízká inflace a inflační očekávání však mohou paradoxně vzbudit až nadměrný optimismus, který může vyústit v neúměrné zadlužování a růst cen aktiv. Takovému chování trhů se pak musí přizpůsobit makroekonomické politiky, vhodná může být v tomto případě také jasná komunikace rizik.

Mezi centrálními bankéři je otázka nerovnovážného vývoje cen aktiv hojně diskutována (blíže viz např. [Monitoring ze září 2008](#)). Kromě toho, že je obvykle velmi obtížné (ne-li nemožné)

včas odhalit vznikající bublinu na trhu aktiv (např. nemovitostí), pro měnovou politiku by navíc byly snahy ovlivnit jejich ceny svízelné. Změna výše úrokové sazby by totiž musela být velmi razantní, tím by však mohlo dojít k poškození ekonomiky a k výraznému odchýlení od prvořadého cíle měnové politiky – cenové stability. Na druhou stranu ke zmírnění rychlého růstu objemu poskytovaných úvěrů by mohlo dojít pomocí jen mírné změny úrokové sazby, která má značný vliv na rozhodování firem o zadlužování, především krátkodobými zdroji.

Pro správné dopady měnověpolitických rozhodnutí je rovněž klíčové řádné fungování transmisního mechanismu. Ten může být ovlivněn regulací (nástroji makroobezřetnostní politiky a způsobem jejich implementace), ale také finančními inovacemi, z nichž některé reagují právě na nová pravidla. Vyšší požadavky na kapitál a likviditu mohou zvýšit náklady finančních institucí a tím i úrokové sazby z úvěrů nabízených firmám a domácnostem. To může vést ke zpomalení hospodářské aktivity a tedy i ke snížení růstu cen. Dopady regulace na transmisní mechanismus však lze předem jen velmi těžko odhadnout, následné inovace je navíc mohou v průběhu času měnit. V reakci na krizi některé centrální banky přistoupily k dodávání likvidity, která se v transmisním mechanismu měnové politiky rovněž projeví. Je tak potřeba, aby nástroje uplatňované různými politikami nebyly ve vzájemném rozporu. Proto je vhodné buď koordinovat tato rozhodnutí či najít způsob dosažení společné optimalizace. Ku prospěchu věci by bylo rovněž zmírnění procykličnosti v chování sektoru finančního zprostředkování.

Evropská centrální banka uvádí, že v měnové politice bere úvahy o finanční stabilitě v potaz v podobě druhého pilíře a že tak její měnová politika obsahuje prvky přístupu „*leaning against the wind*“ (tj. reakce na vznikající bublinu kumulativním zvyšováním sazby). Důležitou roli při svém rozhodování o nastavení měnové politiky totiž ECB přisuzuje měnovým analýzám, v nichž hodnotí vývoj měnových, úvěrových a likviditních podmínek, které jsou přímo spojeny s vývojem cen aktiv. To poskytuje rámec pro sledování dlouhodobých rizik pro cenovou stabilitu.

Četné centrální banky cílující inflaci – jako např. Reserve Bank of New Zealand, Bank of England, švédská Riksbank či Bank of Canada – zase argumentují tím, že i v jejich měnověpolitickém režimu je prostor pro úvahy týkající se finanční stability. Jejich protagonisté upozorňují, že nejsou striktně a bezhlavě zaměřeni na inflaci (tedy že nejsou – slovy Mervyna Kinga z BoE – „inflačními šílenci“), ale že provádějí flexibilní cílování inflace, které bere v potaz i stabilizaci reálné ekonomiky. Z tohoto pohledu se zdá být vhodné, aby měnová politika přihlížela i k rizikům pro finanční stabilitu, jejichž naplnění může v dlouhodobém horizontu negativně ovlivnit i stabilitu cenovou. Flexibilní cílování inflace tak může překlenout problém s různými časovými horizonty finanční a měnové politiky, má však své limity. Pokud je flexibilita užívána příliš často či v příliš velkém rozsahu, může být ohrožena kredibilita, srozumitelnost a efektivita měnověpolitického režimu.

Pokud se centrální banka rozhodne v rámci měnové politiky přihlížet i k otázkám finanční stability, může se pokusit zakomponovat finanční sektor přímo do svého modelového aparátu. Další variantou je, že na tyto úvahy vezme zřetel až při samotném rozhodování o výši sazeb. Dle některých názorů by měnová politika měla být k cílům finanční stability použita až v krajním případě, kdy nejsou k dispozici jiné nástroje nebo jsou tyto nástroje nepostačující. V každém případě je příhodné dále zkoumat a analyzovat vztahy finanční stability a reálné ekonomiky i roli finančních faktorů v transmisním mechanismu. Vzhledem k nedokonalým znalostem a chybějícím zkušenostem je žádoucí dále zkoumat vliv měnové politiky na finanční stabilitu i dopady makroobezřetnostních opatření na finanční sektor, reálnou ekonomiku a na měnovou politiku. Současně by mělo být postavení otázek finanční stability v měnové politice srozumitelné a transparentní, aby byla dobře chápána finančními trhy i veřejností a aby měnová politika zůstala kredibilní a efektivní.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: JAK SE VYPOŘÁDAT SE ZADLUŽENÍM

*Alan Bollard, guvernér Reserve bank of New Zealand, a ekonomický poradce Michael Reddell přednesli v Aucklandu [projev](#) o dluhové problematice a implikacích pro měnovou politiku a pro finanční stabilitu.*

Alan Bollard a Michael Reddell v úvodu svého projevu uvedli, že přestože dluh není žádnou novinkou, v dnešní době vykazuje nové znaky v podobě svého mimořádného objemu, rozsahu přeshraničního půjčování a klíčové role vysoce zadlužených finančních institucí a finančních trhů umožňujících toto zadlužení. Dodali, že dluh sám o sobě není špatný a vysvětlili, jak důležité jsou úvěry pro jednotlivce i pro celé hospodářství. Jak však řečníci upozornili, fráze „všeho s mírou“ se hodí také pro zadlužování. Ačkoliv mezi ekonomy nepanuje shoda na tom, co je „příliš velký“ dluh, autoři projevu považují za vhodnější ukazatel nepřiměřeného vývoje rychlý nárůst dluhu během několika let. Narůstající objem úvěrů při hospodářském vzestupu podněcuje další poskytování půjček a vede k přehlížení rizik a k přehnanému optimismu ohledně trvání dobrých časů. Ale s pokračujícím rozmachem narůstají také rizika.

Na Novém Zélandu byly ve výši dluhu veřejného i soukromého sektoru velké výkyvy. Hrubý dluh vlády činil více než 100 % HDP od 70. let 19. století po zhruba sedmdesát let, přičemž při své maximální hodnotě přesáhl 200 % HDP. V roce 1972 byl čistý vládní dluh pouze 6 % HDP, v roce 1992 však již opět dosahoval 50 %. Podobně velké změny byly patrné i u zadlužení soukromého sektoru a u čisté zahraniční investiční pozice. Zatímco veřejný dluh v posledních desetiletích klesal, dluh domácností a firem výrazně narůstal. Během tří posledních let před krizí se zvyšoval objem úvěrů poskytovaných soukromým subjektům v průměru zhruba o 14 % ročně, přičemž nominální HDP v té době rostl zhruba 6% tempem. Bollard a Reddell dnes připouštějí, že této mezeře zřejmě přisuzovali menší význam, než měli.

Ohledně schopnosti zvládnout následky příliš rychlého růstu zadlužení a cen aktiv by byli novozélandští centrální bankéři před deseti lety optimisty. Jejich tehdejší scénář by vycházel ze zkušenosti Nového Zélandu z počátku 90. let, Švédska z 80. a 90. let a z Koreje z 90. let. Po všech těchto krizích vyvolaných předchozím nadměrným zadlužováním, následovalo rychlé zotavení a návrat produkce na trendové hodnoty. Tentokrát se však zdá, že nahromaděný dluh působí jako dlouhodobá brzda. Na rozdíl od mnoha jiných vyspělých ekonomik se ceny nemovitostí na Novém Zélandu příliš nesnížily a země se vyhnula systémové finanční krizi. Vládní dluh je zde navíc stále mnohem nižší než v mnoha dalších vyspělých zemích. Proč potom, ptají se autoři projevu, je hospodářské oživení na Novém Zélandu (a i v dalších zemích) tak nevýrazné? Jako některé z příčin uvádějí současné specifické problémy v Evropě či globální charakter krize zhoršený situací, kdy mnohé centrální banky nemohou dále snížit své sazby. Přízpůsobení se zdá být na Novém Zélandu komplikováno též vývojem směnných relací.

Řečníci dále uvedli implikace pro měnovou politiku. Měnověpolitická sazba byla v letech 2008 a 2009 snížena o téměř šest procentních bodů. Pro RBNZ je však překvapující, jak dlouho trvá potřeba držet sazby na velmi nízké úrovni. Zdá se jim, že v ekonomice dochází k nějaké velké změně, jejíž charakter, rozsah a perzistenci zatím nejsou schopni odhadnout.

Z pohledu finanční stability je Achillovou patou silná závislost novozélandských bank na zahraničním kapitálu. Přestože jsou místní banky zdravé, riziko pro ně v dnešní době představují úvěry hojně poskytnuté během dobrých časů. Bollard a Reddell předpokládají, že dluh je zřejmě udržitelný, zakládají však svou domněnku na zásadním předpokladu i nadále silných cen komodit. Ceny nemovitostí navíc považují stále za mírně nadhodnocené. Z těchto důvodů RBNZ učinila kroky k tomu, aby banky měly v držení více kapitálu než tomu bylo dříve.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. září 2012. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).