

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2014

V tomto čísle

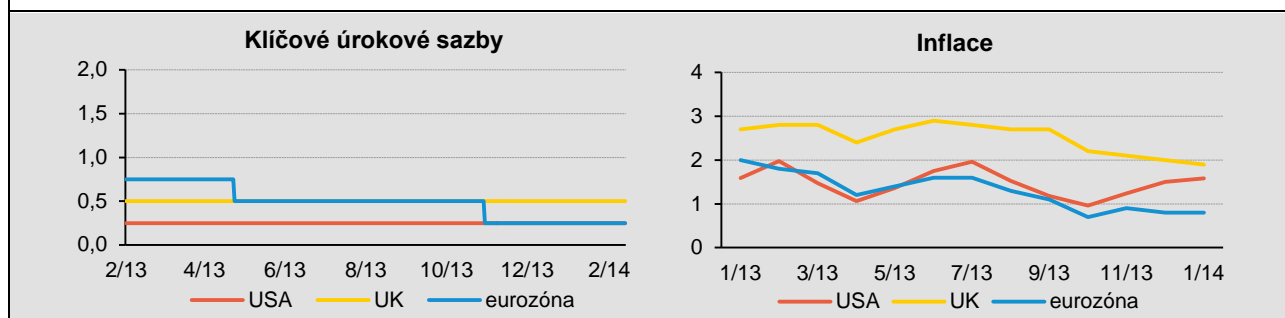
Hospodářský vývoj v námi sledovaných zemích vykazuje pozitivní signály, zejména je patrný nárůst zaměstnanosti ve Velké Británii a v USA. V mnoha vyspělých ekonomikách je přitom inflace velmi nízká či dokonce záporná, cenový vývoj je bedlivě sledován zejména v eurozóně. Americký Fed snižuje objem nakupovaných cenných papírů, nepříjemné dopady tohoto kroku pocítují četné rozvíjející se trhy, jejichž měny výrazně oslabují a vytvářejí tak inflační tlaky. Bank of England po razantním poklesu nezaměstnanosti vydala nové prohlášení o budoucím nastavení měnové politiky. Evropská centrální banka ponechala nastavení své měnové politiky beze změny. Centrální banka Maďarska pokračovala ve snižování sazeb, a naplnila tak očekávání finančních trhů. Měnověpolitické sazby ostatních sledovaných centrálních bank zůstaly nezměněny, avšak novozélandská centrální banka již předpokládá zahájení zvyšování úrokových sazeb v brzké době. Téma pod lupou se věnuje vývoji měnové politiky Turecka od zavedení implicitního cílování inflace až po aktuální výzvy související s propadající se lirou. Vybraný projev patří šéfovi filadelfského Fedu Charlesi I. Plosserovi, který se zabývá charakterem ekonomických šoků, měřením potenciálního produktu a jejich implikacemi pro optimální nastavení měnové politiky.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
inflační cíl	< 2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	9. ledna (0,00) 6. února (0,00) 6. března (0,00)	17.–18. prosince (0,00) 28.–29. ledna (0,00)	8.–9. ledna (0,00) 5.–6. února (0,00) 5.–6. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,25 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	0,8 % (únor 2014) ³	1,4 % (leden 2014)	1,9 % (leden 2014)
očekávaná MP zasedání	3. dubna 8. května 5. června	18. – 19. března	9. – 10. dubna 7. – 8. května 4. – 5. června
další očekávané události	5. června zveřejnění prognózy	16. dubna a 4. června Beige Book	14. května zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ⁴	→	→	→

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



ECB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,25 %, depozitní sazba zůstává na 0 %. Úrokové sazby ECB přitom zůstanou podle M. Draghiho na současné nebo nižší úrovni po delší dobu. V eurozóně probíhá mírné oživení ekonomické aktivity, mezičtvrtletní růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl 0,3 %. Prognóza ECB (nově uveřejňovaná v tříletém horizontu) potvrzuje očekávání delšího období velmi nízké inflace, když předpokládá její výši 1 % v roce 2014, 1,3 % v roce 2015 a 1,5 % v roce 2016 (s akcelerací na 1,7 % ke konci roku). ECB v březnu diskutovala možnost snížení sazeb i zavedení dalších opatření.

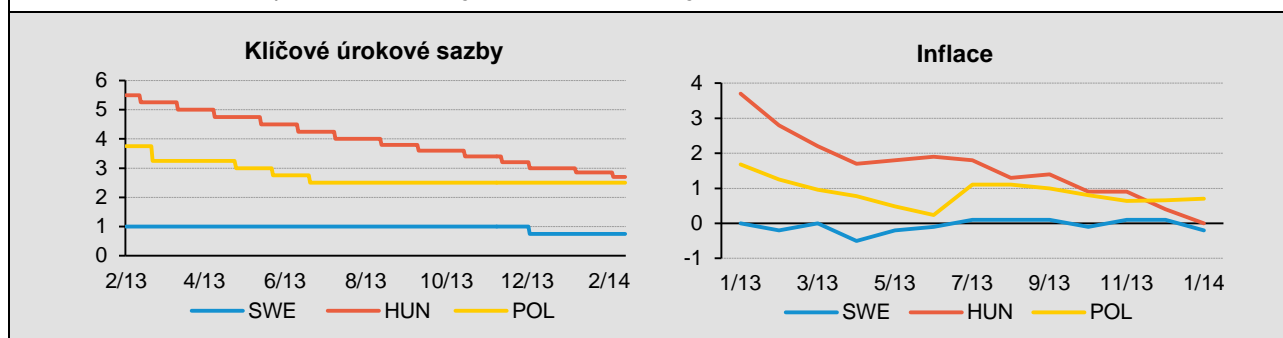
Fed ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny a potvrdil svůj závazek, že sazby budou drženy na stávající úrovni přinejmenším tak dlouho, dokud nezaměstnanost neklesne pod 6,5 %, výhled inflace nevzroste na hodnotu o 0,5 p.b. vyšší, než je dlouhodobý cíl (který činí 2 %), a dokud budou inflační očekávání stabilní. Fed i nadále pokračuje v nákupch cenných papírů, avšak nižším tempem, tj. v měsíčním objemu v hodnotě 65 mld. USD oproti původním 85 mld. USD. Anualizovaný mezikvartální růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí zpomalil z 4,1 % na 2,4 %, míra nezaměstnanosti přesto v lednu dále poklesla na 6,6 %. FOMC ovšem předpokládá ponechání nízkých sazeb i při dalším poklesu nezaměstnanosti, obzvláště pokud prognóza inflace zůstane pod 2% cílem.

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani výši programu nákupu aktiv. Inflace v lednu klesla na 1,9 %, a nachází se tak téměř na 2% cíli centrální banky. Oživení ekonomické aktivity ve Velké Británii je nejsilnější od roku 2008, přičemž růst HDP za rok 2013 dosáhl 1,9 %. Nezaměstnanost se razantně snížila, a BoE proto vydala nové prohlášení o budoucím nastavení měnové politiky (podrobněji v Zajímavých událostech). BoE navíc na březnovém zasedání rozhodla o investování výnosů z cenných papírů držených v rámci programu nákupu aktiv ve výši 8,1 mld. GBP.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	16. prosince (-0,25) 12. února (0,00)	19. prosince (-0,20) 21. ledna (-0,15) 18. února (-0,15)	7.–8. ledna (0,00) 4.–5. února (0,00) 4.–5. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	2,7 %	2,50 %
poslední inflace	-0,2 % (leden 2014)	0,0 % (leden 2014)	0,7 % (leden 2014)
očekávaná MP zasedání	9. dubna	25. března 29. dubna 27. května	8. – 9. dubna 6. – 7. května 2. – 3. června
další očekávané události	9. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	25. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	pol. března zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ¹	→	↓	→

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



Riksbank na svém prosincovém zasedání snížila v reakci na nízké inflační tlaky klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,75 %. Depozitní sazba byla snížena na nulu. Úrokové sazby na takto nízkých úrovních setrvávají podle vyjádření Riksbank přinejmenším do začátku roku 2015. Inflace byla v lednu záporná a Riksbank očekává její jen velmi pozvolný růst a dosažení 2% cíle v roce 2015. Ekonomická aktivita v zahraničí posiluje, důvěra švédských domácností a firem vzrostla a zaměstnanost se zvýšila. Další zlepšení na trhu práce je očekáváno s růstem HDP v průběhu tohoto roku.

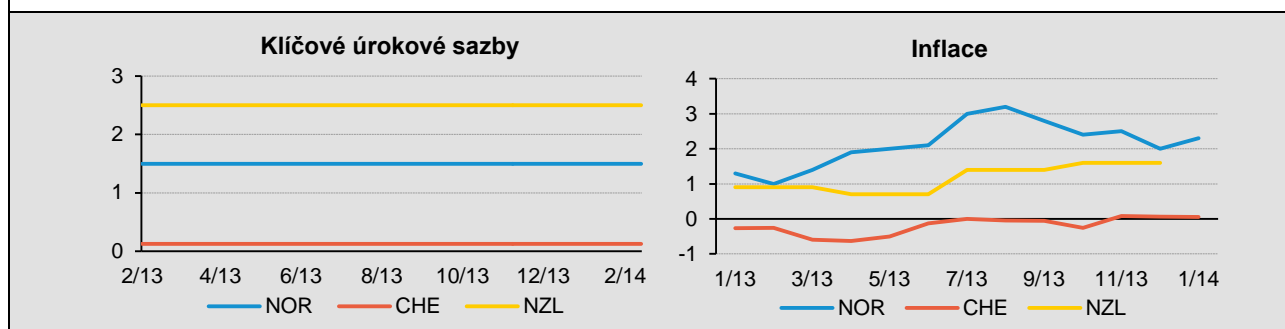
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu i tentokrát třikrát za sebou, nejprve o 0,20 p.b., následně dvakrát o 0,15 p.b, kumulativně tedy o 0,50 p.b. na současnou úroveň 2,7 %. Inflace i v lednu pokračovala v poklesu a spadla až na nulovou hodnotu. Nezaměstnanost klesá, avšak stále překračuje svou dlouhodobou hladinu danou strukturálními faktory; patrný je mírný nárůst mezd v soukromé sféře. Nízké domácí inflační tlaky by měly odeznívat se silícím oživením domácí ekonomické aktivity.

NBP ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 2,50 %. Inflace v lednu dosáhla 0,7 % a i nadále se pohybuje výrazně pod 2,5% inflačním cílem. Dynamika HDP byla ve čtvrtém kvartálu 2013 nejvíce podpořena růstem čistých exportů, příznivě se vyvíjely také investice a spotřeba. Lednové maloobchodní tržby a průmyslová výroba indikují ekonomické oživení na počátku tohoto roku, pozvolné zrychlování růstu v dalších čtvrtletích naznačují indikátory podnikatelské důvěry. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo k růstu zaměstnanosti, míra nezaměstnanosti se však stále pohybuje na zvýšených hodnotách, které omezují nárůst mezd v ekonomice. NBP očekává pro rok 2014 inflaci v rozmezí 0,8–1,4 % a v roce 2015 1,0–2,6 %. Roční růst HDP je v roce 2014 předpokládán v intervalu 2,9–4,2 % a pro rok 2015 2,7–4,8 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	5. prosince (0,00)	12. prosince (0,00)	12. prosince (0,00) 30. ledna (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0–0,25 % ¹	2,50 %
poslední inflace	2,3 % (leden 2014)	0,1 % (leden 2014)	1,6 % (4Q 2013)
očekávaná MP zasedání	27. března 8. května	20. března 19. června	13. března 24. dubna
další očekávané události	27. března zveřejnění Monetary policy report	26. března zveřejnění Monetary policy report	13. března zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	→

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



NB od prosincového vydání Monitoringu centrálních bank o nastavení svých úrokových sazeb nerozhodovala. Zasedání o měnové politice NB se konají zpravidla šestkrát ročně, v letošním roce jsou naplánována na 27.3., 8.5., 19.6., 18.9., 23.10. a 11.12.

SNB ponechala sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje závazek minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Výhled inflace byl přehodnocen směrem dolů, podle prognózy SNB dosáhne míra inflace v roce 2014 úrovně 0,2 % a v roce 2015 cenová hladina vzroste o 0,6 %. V případě HDP očekává SNB pro rok 2013 růst v intervalu od 1,5 % do 2 % a pro rok 2014 dvouprocentní tempo růstu. SNB sleduje rizika nerovnováh na trhu hypoték a nemovitostí a v této souvislosti doporučila zvýšení proticyklického kapitálového polštáře (v rámci celkového regulatorního kapitálu bank) z 1 % na 2 %, více [zde](#).

RBNZ ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %, v brzké době však očekává její nárůst. Ve čtvrtém čtvrtletí inflace mírně vzrostla na 1,6 %, a nacházela se tak pod inflačním cílem centrální banky, v následujících dvou letech však RBNZ očekává nárůst inflačních tlaků z reálné ekonomiky, zejména z cenových okruhů souvisejících se stavebnictvím. Růst novozélandské ekonomiky i nadále zrychluje, hospodářská aktivita za první tři čtvrtletí 2013 vzrostla o 3,5 % (oproti očekávaným 3 %) a s tímto tempem růstu RBNZ počítá i pro rok 2014. V uplynulých měsících došlo ke zmírnění nárůstu cen nemovitostí.

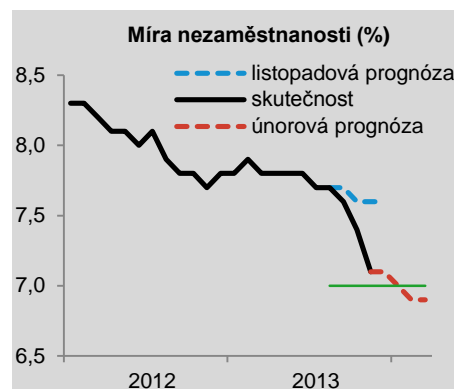
2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Nové prohlášení BoE o budoucím nastavení měnové politiky

Bank of England, překvapená velmi příznivým vývojem na trhu práce, v únoru změnila své prohlášení o budoucím nastavení měnové politiky. V srpnu minulého roku přitom banka přislíbila zachování značně uvolněných měnových podmínek přinejmenším do doby, dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 %. Proti jejím očekáváním se od té doby nezaměstnanost razantně snížila, když od srpna našlo práci téměř půl milionu lidí. Nová prognóza pak předpokládá brzký pokles tohoto indikátoru pod zmíněnou 7% hranici.

Guvernér BoE Mark Carney proto v únoru představil nové vodítko pro měnovou politiku. Carney uvedl, že BoE bude v příštích dvou až třech letech sledovat volné kapacity v ekonomice a bude je reflektovat při svém rozhodování. Stále podle něj existuje prostor pro vyšší využití kapacit. Pokud bude inflace na cíli a ekonomika bude fungovat pod svým potenciálem, BoE nastaví svou politiku tak, aby stimulovala poptávku a volné kapacity eliminovala. V současnosti podle názoru měnověpolitického výboru dosahují volné kapacity ekvivalentu 1–1,5 % HDP.

Guvernér dále uvedl, že zvyšování úrokové sazby centrální banky bude pozvolným procesem, až k němu BoE přistoupí. Banka přitom bude držet aktiva nakoupená v rámci kvantitativního uvolňování přinejmenším do doby prvního zvýšení sazby. Zvyšování uvedené sazby bude přitom podle vyjádření Carneyho svým rozsahem omezené, jelikož množství okolností (náprava rozvah veřejného i soukromého sektoru, slabá světová poptávka, posilování libry, přetrvávající napětí ve finančním sektoru) bude ve střednědobém horizontu implikovat pro udržení nízké nezaměstnanosti a cenové stability nižší sazby než v minulosti. I když se ekonomika vrátí k normální úrovni využití kapacit a inflace bude blízko cíle, tomu odpovídající (tzv. politicky neutrální) úroková sazba bude pravděpodobně pod 5% úrovní, které v průměru dosahovala před krizí. Měnověpolitický výbor navíc začal zveřejňovat prognózu osmnácti ekonomických indikátorů, které mají přispět k posouzení hospodářské situace.



Indikátory BoE					
Globální růst	Úvěry	Nabídka	Zahr. ceny	Další podmínky	
- světové HDP	- úvěrová rozpětí	- produktivita práce	- dovozní ceny	- spotřeba domácností	- reálný příjem domácností po zdanění
- HDP eurozóny	- míra úspor domácností	- míra participace		- firemní investice	- zaměstnanost
- HDP USA	- podíl investic na HDP	- prům. počet odpracovaných hodin		- investice do bydlení	- průměrný příjem
				- vývoz	
				- dovoz	

Zmenšování objemu nákupů aktiv ze strany Fedu dopadá na rozvíjející se trhy

V reakci na rozhodnutí americké centrální banky snížit množství nakupovaných cenných papírů dochází ke změnám kapitálových toků a k depreciaci měn mnoha rozvíjejících se zemí. I přes nízký hospodářský růst tak oslabující měny představují výrazné inflační riziko v Argentině, Indii či v Jižní Africe. Jednou ze zemí, která se potýká s následky změn nálad investorů, je Turecko: měnové politice turecké centrální banky se věnuje aktuální téma pod lupou.

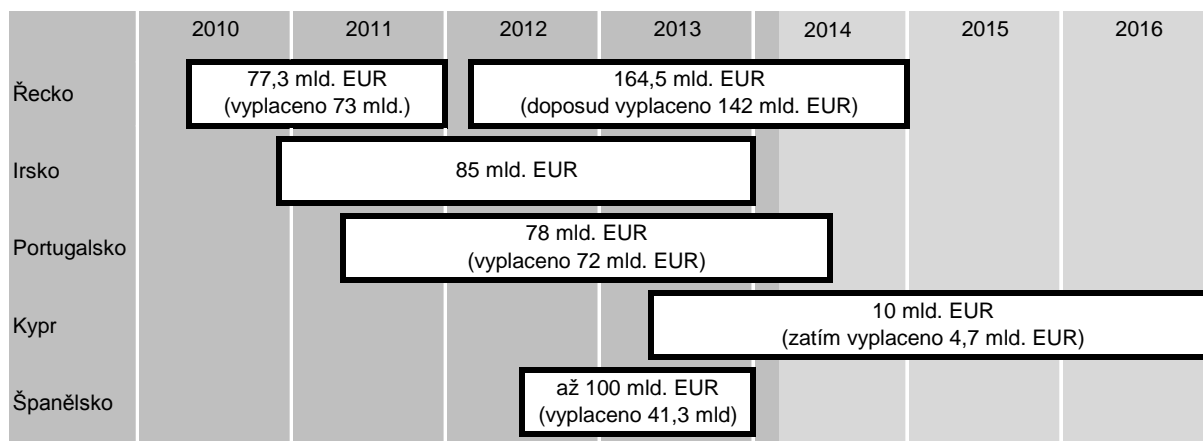
Zavedení eura v Lotyšsku

Lotyšsko zavedlo k 1. 1. 2014 euro jako své zákonné platidlo a s rozšířením eurozóny o 18. členskou zemi se počet Evropanů platících eurem jako svou národní měnou zvýšil na 333 milionů. Lotyšsko, které prošlo před pár lety hlubokou hospodářskou krizí a muselo požádat o finanční pomoc, se dokázalo rychle postavit na nohy, splatit finanční pomoc ještě před

stanoveným termínem a splnit všechna kritéria požadovaná pro vstup do eurozóny. Guvernér lotyšské centrální banky se současně stal členem Rady guvernérů ECB, a podílí se tak nyní na rozhodování o měnové politice eurozóny.

Irsko a Španělsko úspěšně ukončily hospodářský program

Irsko a Španělsko úspěšně zakončily ekonomické stabilizační programy, kterými byla podmíněna finanční podpora ze strany EU a v případě Irska také Mezinárodního měnového fondu. Stabilizační hospodářské programy nadále pokračují [v Řecku](#), [v Portugalsku](#) a [na Kypru](#).



Dopady událostí na Ukrajině a v Rusku

Aktuální události na Ukrajině mají závažné dopady na tamější ekonomiku. Měnová politika Ukrajiny – jejímž cílem je v první řadě zajištění stability národní měny a dalšími prioritami jsou cenová stabilita (konkretizovaná mírou inflace ve výši 4–6 %), stabilita bankovního systému a podpora vládní hospodářské politiky – nyní čelí těžké zatěžkávací zkoušce. Nový guvernér Stepan Kubiv se bude muset vypořádat s náročnými úkoly, mezi nimiž figuruje zejména obnova důvěry veřejnosti v bankovní systém, vytvoření příznivého prostředí pro návrat investorů na ukrajinské trhy či prevence odlivu kapitálu. Nejpálčivější otázkou však nyní je stabilizace ukrajinské hřivny. Země již požádala o finanční pomoc Mezinárodní měnový fond, vedle jeho misí se do země chystají také experti z EU, počítá se rovněž s pomocí EBRD. Guvernér označil současnou výši devizových a zlatých rezerv za dostatečnou a mělo by tomu tak zůstat i nadále právě díky úvěru od MMF. Centrální banka přijala několik dočasných opatření. Poskytuje bankám likviditu v požadovaném množství, ale s tvrdšími podmínkami na transparentnost a kontrolu využití poskytnutých prostředků. Dočasně byl zrušen požadavek na rezervy na úvěry v cizích měnách.

S masivním tlakem na národní měnu se po prvním březnovém víkendu potýkalo také Rusko, jehož centrální banka reagovala na aktuální situaci zvýšením své hlavní měnověpolitické sazby o 1,50 p.b. na 7 %. Ruská centrální banka se navíc rozhodla podpořit rubl devizovými intervencemi. Ten přitom od začátku roku oslabil již o bezmála 10 %. Vzhledem k volatilnímu vývoji na devizovém trhu ruská centrální banka začala vyhodnocovat situaci a určovat parametry kurzové politiky na denní bázi.

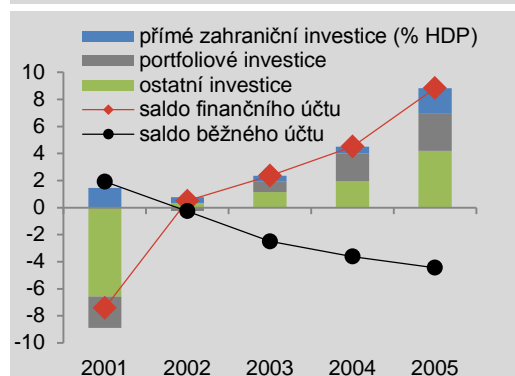
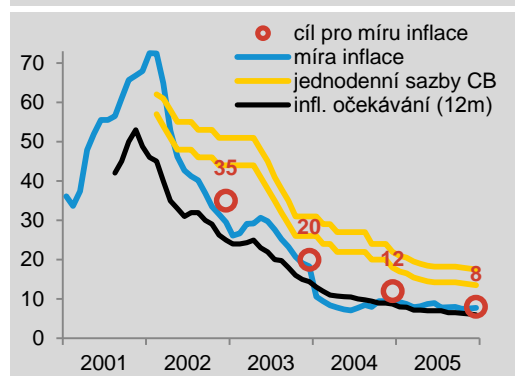
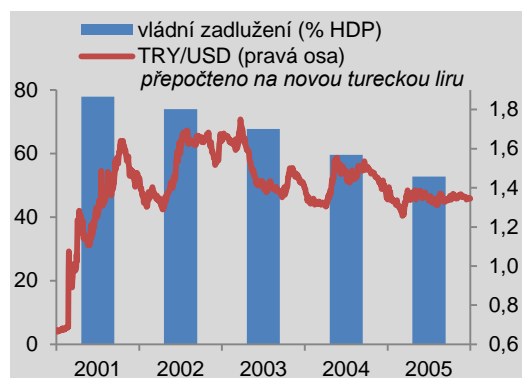
3. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA TURECKA

V reakci na omezování nekonvenčních měnověpolitických nástrojů Fedu se s vidinou rychlého odlivu kapitálu z rozvíjejících se ekonomik propadají měny těchto zemí. Příkladem ekonomiky zmítané změnami globálních investorských nálad je Turecko. Po krizi na začátku milénia země nastoupila úspěšnou cestu snižování inflace, a to pod hlavičkou implicitního cílování inflace. V roce 2006 turecká centrální banka přijala standardní verzi tohoto režimu, inflační cíle však byly hned zpočátku přestřelovány. Dopady světové finanční a hospodářské krize se nevyhnuly ani turecké ekonomice, vzpamatovala se z ní však poměrně rychle a navrátila se k rychlému růstu, podpořenému přílivem kapitálu, který byl zesílen politikami kvantitativního uvolňování hlavních světových centrálních bank. Turecká centrální banka ve snaze bojovat s narůstajícími makroekonomickými nerovnováhami začala od roku 2010 využívat nestandardní nástroje. S tím, jak jí přibýly cíle, se však významně odchýlila od tradičního cílování inflace a ceny opět začaly růst výrazně rychleji. V letošním lednu po eskalaci kurzového vývoje turecká centrální banka více než zdvojnásobila svou měnověpolitickou sazbu ze 4,5 na 10 % a rozhodla se svůj režim zjednodušit.

Turecká ekonomika na počátku milénia

Neudržitelný vývoj veřejných financí, nedostatečná regulace bank, chronická inflace v průměru kolem 80 %, vysoké úrokové sazby a velká míra dolarizace ekonomiky – takové byly hlavní rysy turecké hospodářské situace na prahu nového milénia. V reakci na dlouhodobě vysokou inflaci byla v roce 2000 zahájena stabilizační politika, která spočívala zejména v posuvném zavěšení měny (tzv. crawling peg). Krizí v únoru 2001 však byla centrální banka Turecka (dále CBRT) donucena nechat liru volně plovat. Následná masivní deprecie měnového kurzu vedla k opětovnému zvýšení inflace, a to až na 68 %. S propadem hodnoty liry a v důsledku rozsáhlé rekapitalizace bank vzrostla hodnota vládního zadlužení z 52 % až na bezmála 80 % HDP. Hrubý domácí produkt se snížil téměř o 10 %. V rámci programu Mezinárodního měnového fondu byla Turecku poskytnuta finanční pomoc, přičemž hlavní podmínkou programu byla potřeba dosáhnout značných primárních přebytků veřejných rozpočtů.

Vlivem dlouhé inflační historie byla vysoká také inflační očekávání (koncem roku 2001 přes 50 %), problém představovala indexace mezd a cen na minulá data. Kvůli měnící se ekonomické struktuře a nedostatku kvalitních dat nebyly k dispozici dostatečné podklady pro ekonomickou analýzu a výsledky neposkytovaly jasný obrázek o vztazích v ekonomice. Vysoké veřejné zadlužení s velkým podílem dluhopisů s krátkodobou splatností výrazně limitovalo měnovou politiku, CBRT neměla kontrolu nad dlouhodobými sazbami. Ačkoliv nový zákon o centrální bance z dubna 2001 zaručoval této instituci nezávislost, nebylo jasné, zda bude fungovat v praxi. Vzhledem k tomu, že v té době



nebyly splněny podmínky pro cílování inflace, přistoupila CBRT k tzv. **implicitnímu cílování inflace** (2002–2005) a společně s vládou stanovila na jednotlivé roky klesající cíle pro inflaci na úrovni 35, 20, 12 a 8 %.¹

Ačkoliv během tohoto období bylo rozhodování CBRT diskreční a neprůhledné, postupně se zlepšovala komunikace, transparentnost, institucionální podmínky, prognostický aparát i datové zdroje. Během implicitního cílování inflace centrální banka i přes vysoká inflační očekávání a inflační tlaky nepřistoupila ke zvýšení sazeb, zaměřila se zejména na komunikační politiku a snažila se podpořit úsilí vlády k fiskálním reformám. Zásadní úlohu v dezinflačním procesu hrála fiskální disciplína. Výsledek byl až překvapivě působivý – inflace se z 68 % v roce 2001 snížila až na 7,7 % v roce 2005. Postupně klesala inflační očekávání a podařilo se výrazně snížit dolarizaci ekonomiky.

V roce 2005 proběhla měnová reforma, během níž bylo z turecké liry „umazáno šest nul“. Ekonomika nastoupila rychlý hospodářský růst, snížilo se kurzové riziko v rozvahách bank i firem. Příznivá hospodářská situace povzbudila příliv kapitálu, z velké části se však jednalo o krátkodobé investice, u nichž hrozí rychlý odliv při změně nálady investorů. Zahraniční kapitál s sebou navíc nesl četné nezdravé tendence – příliš rychlý růst domácí poptávky, výrazný nárůst úvěrů, soukromé spotřeby, dovozu spotřebního zboží a ve výsledku prohlubování deficitu běžného účtu.

Cílování inflace a dopady světové krize

Na konci roku 2004 CBRT oznámila, že od začátku roku 2006 přistoupí k plnohodnotnému cílování inflace. Zodpovědnost za rozhodování byla vložena do rukou měnověpolitického výboru, byl zveřejněn harmonogram jeho zasedání a pravidelně začala být vydávána zpráva o inflaci. Cíle pro inflaci jsou vyhlašovány každý rok na tři roky dopředu (případně revidovány), kolem cíle je stanoveno „pásmo nejistoty“, které činilo po celou dobu dva procentní body na obě strany. Ačkoliv je kurz volně plovoucí, nakupovala CBRT v mírných objemech formou pravidelných aukcí cizí měny s cílem zvýšit své devizové rezervy a rovněž byla rozhodnuta intervenovat v případě nadměrné volatility na devizových trzích.

Již v prvních letech po přechodu na standardní cílování inflace však byly cíle překročeny, a to zejména kvůli oslabující liře, globálním nabídkovým šokům a růstu regulovaných cen. CBRT tak hned zpočátku musela vysvětlovat důvody přestřelování cíle.

Propuknutí světové finanční a hospodářské krize koncem roku 2008 Turecko silně zasáhlo. Vedle propadu zahraniční poptávky čelila země vysychání kapitálových toků a nedostatku dolarové likvidity. Lira oslabil koncem roku 2008 během tří měsíců o více než 30 %. CBRT snížila svou záůjčnou sazbu z 16,75 % až na 6,50 % a současně snížila rozpětí mezi záůjčnou a depozitní sazbou. Byly přerušeny nákupní aukce a CBRT naopak do finančního systému dolarovou likviditu dodávala, stejně jako likviditu domácí. Především zavedla dlouhodobější (tříměsíční) repo operace a snížila povinné rezervy na vklady v domácí i zahraniční měně.

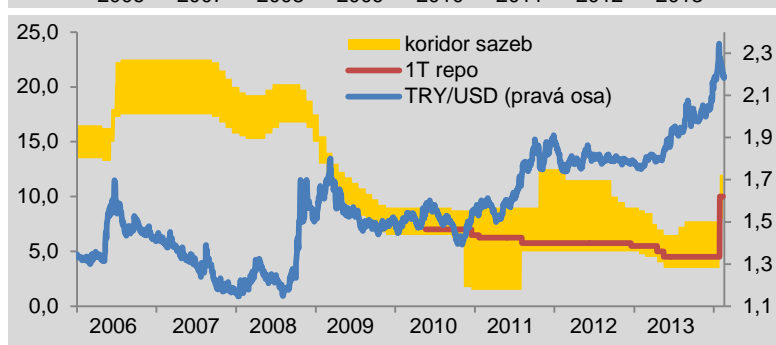
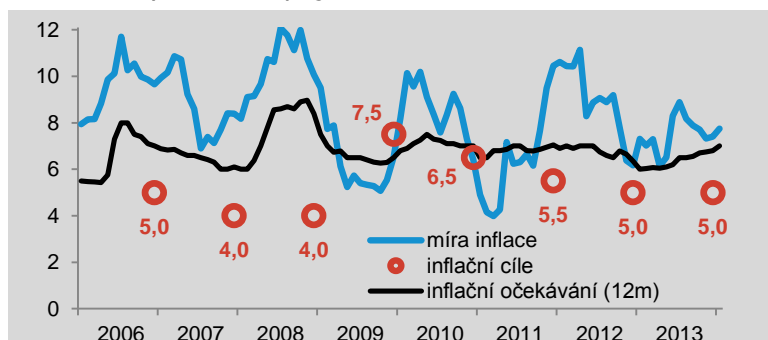
Zatímco vyspělé ekonomiky se ještě v roce 2010 potýkaly s recesí, růst Turecka podobně jako dalších rozvíjejících se zemí začal nabírat obrátky a mimořádná opatření CBRT byla postupně stahována. Problematickým rysem do Turecka přitékajícího kapitálu, významně podpořeného extrémně uvolněnými měnovými politikami vyspělých ekonomik, byla jeho výrazně krátkodobá povaha, v reakci na něj posilující lira a související makrofinanční rizika. CBRT proto opět začala nakupovat zahraniční měny: s rostoucím přílivem krátkodobého kapitálu pak nakupovaná

¹ V rámci implicitního cílování inflace centrální banka vyhlásila inflační cíle a usilovala o jejich dosažení, formálně však nebyl přijat režim cílování inflace, ani nebyly oznamovány detaily režimu. Nebylo navíc naplněno mnoho podmínek nutných pro plnohodnotné cílování inflace.

množství dále výrazně, byť jen dočasně, navýšila, čímž ovšem velmi vzrostly náklady na sterilizaci.

Nové nástroje měnové politiky

Od konce roku 2010 se novým doplňkovým cílem CBRT stala finanční stabilita – cíl cenové stability jím však neměl být dotčen. Vedle makroobezřetnostních opatření byly zavedeny nové nástroje v měnové politice. Jednak začala být aktivně využívána šířka koridoru úrokových sazeb k boji s nadměrnými toky kapitálu: při jeho přílivu CBRT snížila deponitní sazbu, později při vysychání kapitálu poskytovala likviditu za zvýšenou zápujčnicí sazbu. Rozšířením koridoru se však zvýšily mezibankovní sazby a se zvýšením nejistoty vzrostla rovněž variabilita sazeb. Ke snižování nadměrné kolísavosti toků kapitálu a jejich negativních dopadů na makroekonomickou a finanční stabilitu měl sloužit mechanismus volitelných rezerv (Reserve Option Mechanism, ROM), který dával bankám možnost držet část domácích rezerv v cizích měnách či ve zlatu. To mělo při přílivu zahraničního kapitálu snížit tlak na posilování liry.



Nekonvenční měnová politika centrální banky si tak dávala za cíl mírnit extrémní toky kapitálu a jeho dopady na růst úvěrů, stejně jako usměrňovat kurz v případě jeho nadměrných výkyvů, čímž nevyhnutelně hrozil – dříve či později – konflikt cílů. CBRT se výrazně odchýlila od tradičního cílování inflace a nastavila měnové podmínky uvolněněji než by odpovídalo snaze o dosažení inflačního cíle. Premiér Erdogan a vládní představitelé navíc opakovaně zdůrazňovali svůj názor, že zvýšení sazeb by podrylo tureckou ekonomiku.

I přes veškeré snahy CBRT zasáhly tureckou měnu v roce 2013 obavy z ukončování nekonvenčních měnových politiky Fedu a později i zahájení samotného snižování kvantitativního uvolňování (tzv. tapering). Od května 2013 ztratila lira vůči dolaru téměř čtvrtinu své hodnoty, a to i přes denní odprodeje amerických dolarů proti turecké liře, které prováděla CBRT skrze své aukce.

Lednové rozhodnutí CBRT

V polovině ledna turecká centrální banka intervenovala na devizových trzích ve snaze podpořit prudce se propadající liru. Nakonec však na konci ledna CBRT rozhodla navýšit repo sazbu na více než dvojnásobek z 4,5 % na 10 %. Následně turecká lira korigovala část svých ztrát. CBRT současně zjednodušila rámec své měnové politiky, když operace mají probíhat primárně přes jednotýdenní repo tendry. Tyto kroky mohou signalizovat návrat CBRT ke standardnější měnové politice zaměřené především na cenovou stabilitu.

4. VYBRANÝ PROJEV: ŠOKY, MEZERY VÝSTUPU A MĚNOVÁ POLITIKA

Prezident a výkonný ředitel Federální rezervní banky ve Filadelfii Charles I. Plosser přednesl na fóru Korejsko-Americké ekonomické asociace začátkem ledna 2014 [projev](#), ve kterém se zabývá charakterem ekonomických šoků, měřením potenciálního produktu a jejich implikacemi pro optimální nastavení měnové politiky.

Ve svém projevu se Charles I. Plosser věnuje otázce, nakolik jsou pozorované negativní ekonomické šoky (například v podobě nedávné hospodářské krize) pouze přechodné a nakolik jsou naopak zdrojem dlouhodobých změn v úrovni ekonomické produkce. V převládajícím pojetí pracuje ekonomická teorie s přechodnými šoky, jejichž vliv relativně rychle odezní. Tyto šoky způsobují tzv. zápornou mezeru výstupu, tedy odchylku od úrovně produktu, která by odpovídala potenciálu ekonomiky. Záporná mezeru výstupu v tomto pojetí tlumí růst cen a vyžaduje expanzivní reakci měnové politiky, která by měla tento dočasný výkyv vyhlazovat. Období záporné mezery výstupu by bylo následováno obdobím rychlejšího ekonomického růstu, které by vedlo k uzavření mezery a dosažení úrovně potenciálního produktu.

Charles Plosser ale nabízí odlišnou interpretaci. Na vývoji HDP Spojených států v období kolem nedávné krize ukazuje, že po jejím odeznění v roce 2009 se ekonomika „pouze“ navrátila k podobným tempům růstu, jaké vykazovala před krizí. Nedošlo tedy k rychlejšímu růstu a k uzavření mezery výstupu – takový pokrizový vývoj ve tvaru písmene „V“ by totiž vyžadoval mnohem vyšší tempa růstu. Negativní ekonomický šok v podobě krize se ukázal být velmi perzistentní a podle Plossera jej lze interpretovat jako trvalý pokles produktivity v sektoru finančního zprostředkování. Pád cen nemovitostí navíc dlouhodobě snížil bohatství domácností. Plosser naznačuje, že většina šoků, které zasahují ekonomiku, má podobný permanentní charakter. Zastává názor, že ekonomický vývoj lze popsat spíše jako proces náhodné procházky, než jako proces, který by vykazoval konvergenci ke svému ustálenému stavu, jak předpokládá hlavní proud současné ekonomické teorie. Návrat na předkrizovou růstovou trajektorii tedy z tohoto pohledu nelze očekávat.

Otázka, zdali jsou dopady šoků dočasné či trvalé, má významné implikace pro měnovou politiku. V převládajícím paradigmatu, které předpokládá uzavírání mezery výstupu a konvergenci k ustálenému stavu (potenciálu ekonomiky), je optimální reakcí centrální banky na výrazný negativní šok pozorovaná extrémně uvolněná měnová politika, v situaci nulového omezení pro úrokové sazby doručená prostřednictvím nestandardních nástrojů typu kvantitativního uvolňování. Pokud by ale pozorovaný šok měl permanentní charakter, současnou úroveň produktu by bylo nutné interpretovat jako nový potenciál, a optimální by bylo neutrální (tedy nikoliv uvolněné) nastavení měnové politiky.

Existují navíc další přístupy k odhadování mezery výstupu a cyklické pozice ekonomiky. Například nová keynesiánská teorie pracuje s konceptem efektivní úrovně ekonomické aktivity, která by byla dosažena při absenci fricí a rigidit (strnulosti cen a mezd, nedokonalé konkurence, finančních fricí aj.). Úlohou měnové politiky je minimalizace odchylky ekonomické aktivity od této efektivní úrovně, což je modelovým ekvivalentem sledování inflačního cíle. Tato koncepce efektivní úrovně při absenci rigidit se liší od tradičního pojetí ekonomického potenciálu založeného na produkčních možnostech ekonomiky.

Charles I. Plosser shrnuje projev tvrzením, že naše porozumění fungování ekonomiky, a zejména charakteru a perzistence šoků, není dokonalé. Někteří ekonomové věří, že šoky jsou přechodné a ekonomika má tendenci se navracet k potenciálu, na jehož charakteru ale také nepanuje shoda. Jiní tvrdí, že pozorované šoky jsou permanentní, nebo odeznívají jen velmi pomalu. Měnová politika by podle Plossera měla být vůči těmto zásadním nejistotám robustní.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. března 2014. 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.