

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2015

V tomto čísle

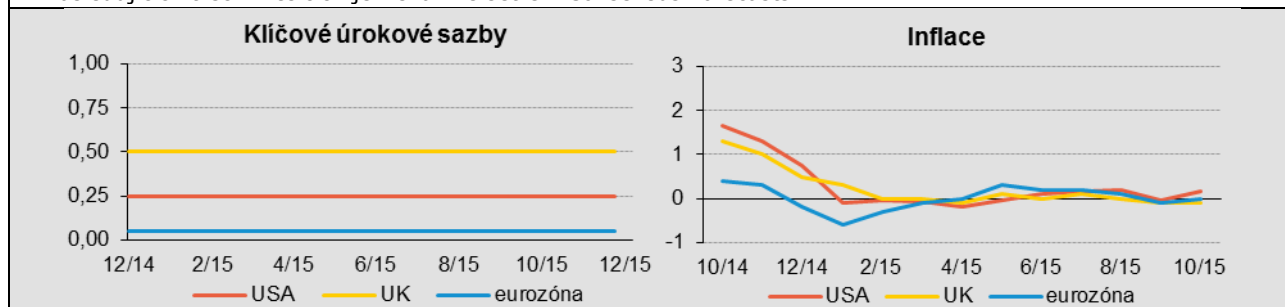
Fed zatím nepřistoupil ke zvýšení úrokových sazeb, a to navzdory velkému očekávání spojenému s jeho zářijovým zasedáním. Pozornost je nyní upřena na prosincové zasedání, kde se očekává počátek pozvolného zpřísnování měnové politiky (zasedání se koná po uzávěrce tohoto čísla). Zvyšování úrokových sazeb se očekává v příštím roce i od Bank of England. Naopak ECB na svém prosincovém zasedání rozhodla o opatřeních na podporu ekonomiky eurozóny. Ta mají podobu snížení depozitní sazby hlouběji do záporných hodnot a prodloužení programu nákupu aktiv a jeho dalších drobných úprav. Norská centrální banka i RBNZ snížily své úrokové sazby, obě s poukazem na zpomalení ekonomické aktivity. Ostatní sledované centrální banky své úrokové sazby nezměnily, nicméně maďarská centrální banka neformálně naznačila možnost uvolňování měnové politiky nekonvenčními nástroji a švýcarská centrální banka je připravena k dalším intervencím na devizovém trhu. Téma pod lupou se věnuje koordinaci měnové a makrobezpečnostní politiky v Norsku. Ve vybraném projevu pak rozebírá tuto problematiku z pohledu kanadské centrální banky její guvernér Stephen S. Poloz.

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)	22. října (0,00) 3. prosince (-0,10) ³	20. – 21. září (0,00) 1. – 2. listopadu (0,00)	9. – 10. září (0,00) 7. – 8. října (0,00) 4. – 5. listopadu (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,05 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	0,0 % (říjen 2015) ⁴	0,2 % (říjen 2015)	-0,1 % (září 2015)
očekávaná MP zasedání	21. ledna 10. března 21. dubna	15. – 16. prosince ⁵ 26. – 27. ledna 15. – 16. března ⁵	9. – 10. prosince 14. ledna ⁶ 4. února
další očekávané události	3. prosince zveřejnění prognózy	únor 2016 zveřejnění Monetary Policy Report	4. února zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb⁷	→	↑	→

¹ definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; ² definice cíle pro inflaci z ledna 2012; ³ snížena byla pouze depozitní sazba, ta je však v současné době určující pro vývoj tržních úrokových sazeb; ⁴ tzv. Flash odhad; ⁵ zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; ⁶ data 2016 se mohou změnit v závislosti na přijetí zákona o snížení počtu MPC zasedání; ⁷ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB na prosincovém zasedání snížila depozitní sazbu na -0,30 % (repo sazba i lombardní sazba zůstávají nezměněny), a rozhodla o prodloužení současného programu nákupu aktiv přinejmenším do března 2017. Objem nákupů se nezměnil, nicméně došlo k jeho rozšíření o municipální dluhopisy. Maturující dluhopisy budou rolvány i po skončení programu nákupu aktiv. Rozhodnutí byla přijata valnou většinou, nikoli jednomyslně. Postupné ožívování růstu eurozóny pokračuje, mezičtvrtletní růst HDP ve 3. čtvrtletí dle předběžného odhadu činil 0,3 %. Prosincová prognóza ECB předpokládá pro letošní rok růst HDP o 1,5 %, v 2016 o 1,7 % a v 2017 o 1,9 %. V roce 2015 by měla inflace dosáhnout 0,1 %, pro další roky byla proti minulému výhledu mírně snížena, na 1 % v roce 2016 a na 1,6 % roce 2017.

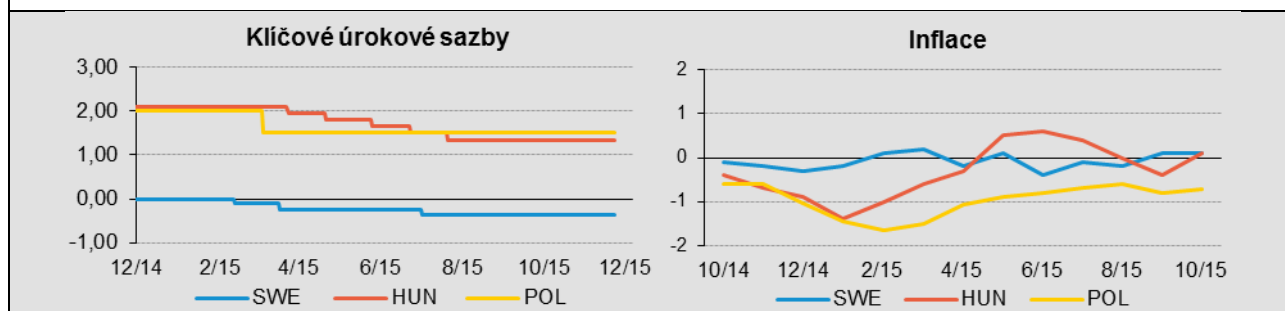
Fed ponechal úrokové sazby beze změny i na svých zasedáních v září a v říjnu, cílovaná hlavní úroková sazba tedy stále leží v rozmezí 0–0,25 %. Dále Fed pokračuje v reinvestování inkasovaných splátek jistin z jím držných agenturních dluhových nástrojů a cenných papírů krytých hypotékami; držené dluhopisy, které dosáhnou splatnosti, jsou rolvány. Zvýšení úrokových sazeb je očekáváno v prosinci 2015, mimo jiné i díky vyššímu než očekávanému nárůstu počtu pracovních míst a s tím spojenému poklesu míry nezaměstnanosti na říjnových 5 %; případné zvýšení sazeb je nicméně závislé i na dalších fundamentálních ukazatelích. Mezičtvrtletní růst americké ekonomiky, tažený hlavně domácí poptávkou, ve 3. čtvrtletí dosáhl podle revidovaného odhadu na anualizované bázi 2,1 % (oproti 3,9 % ve 2. čtvrtletí).

BoE ponechala i nadále svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a objem držných cenných papírů zůstal na úrovni 375 mld. GBP. Inflace dočasně poklesla do záporných hodnot, když v září dosáhla -0,1 %. BoE očekává, že se do druhé poloviny příštího roku bude pohybovat pod úrovní 1 %. Ekonomický růst mírně zpomalil (ve 3. čtvrtletí dosáhl podle předběžného odhadu 2,3 %), do poloviny příštího roku se očekává jeho pozvolné zrychlování.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	27. října (0,00)	22. září (0,00) 20. října (0,00) 17. listopadu (0,00)	5. – 6. října (0,00) 3. – 4. listopadu (0,00) 1. – 2. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,35 %	1,35 %	1,50 %
poslední inflace	0,1 % (říjen 2015)	0,1 % (říjen 2015)	-0,7 % (říjen 2015)
očekávaná MP zasedání	14. prosince 10. února	15. prosince 26. ledna 23. února	13. – 14. ledna 2. – 3. dubna 1. – 2. března
další očekávané události	15. prosince zveřejnění Monetary Policy Report	17. prosince zveřejnění Inflation Report	1/2 března zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	→	→

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



Riksbank na svém říjnovém zasedání rozšířila program nákupu vládních dluhopisů o dalších 65 mld. švédských korun v období leden až červen 2016, celkově nákupy dosáhnou objemu 200 mld. SEK. Zároveň banka ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na hodnotě -0,35 % a odsunula očekávané první zvýšení sazeb přibližně o 6 měsíců na 1. pololetí 2017. Své kroky zdůvodnila nejistotou ohledně globálního ekonomického růstu a očekávanými dlouhodobě nízkými úrokovými sazbami v zahraničí. Inflace na bázi indexu CPIF (tj. za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték) meziročně dále pozvolna rostla a v říjnu dosáhla 1,1 %; inflace na bázi indexu CPI dosáhla meziročně hodnoty 0,1 %. Pro rok 2016 Riksbank očekává CPIF inflaci mírně nižší než v minulé prognóze, nicméně stále poblíž 2 %; v případě dalšího zhoršení výhledu inflace je banka dle svého [prohlášení](#) připravena měnovou politikou dále uvolňovat.

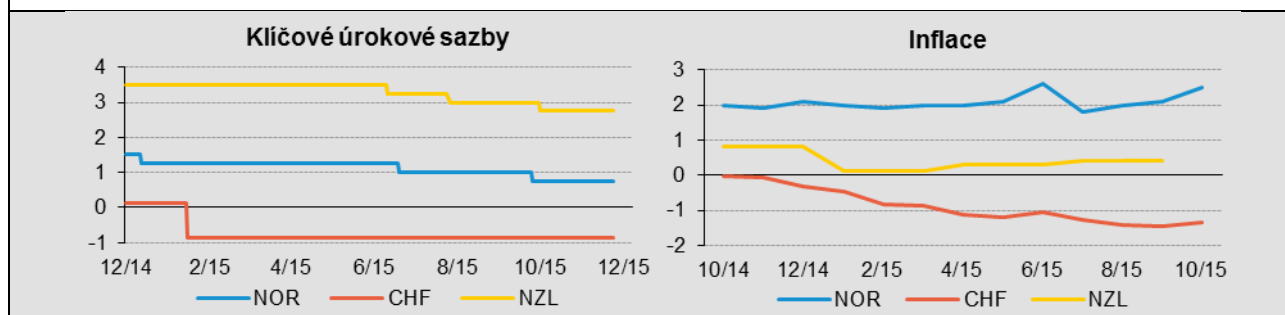
V uplynulém čtvrtletí ponechala **MNB** svou úrokovou sazbu na úrovni 1,35 %, a ukončila tak cyklus uvolňování měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb; zároveň naznačila možnost používání nekonvenčních nástrojů. Meziroční růst HDP ve 2. čtvrtletí mírně zpomalil na 2,7 % a podle předběžného odhadu dále ve 3. čtvrtletí zvolnil na 2,3 %, hlavně kvůli poklesu zahraniční poptávky. Očekává se pokles vládních investic spojený se snížením čerpání z EU fondů, vliv tohoto poklesu by měl být nicméně vyvážen programem centrální banky na podporu růstu (tzv. GSP program, více v Zajímavých událostech). MNB očekává i nadále inflaci hluboce pod 3% cílem, k němuž se tempo cenového růstu přiblíží až ve 2. polovině roku 2017.

Také **NBP** ponechala svou úrokovou sazbu v minulém čtvrtletí beze změny na úrovni 1,50 %. Pokračuje ekonomický růst (ve 3. čtvrtletí dosáhl 3,5 %), tažený převážně spotřebou, podporovanou robustním trhem práce. Inflace zůstává záporná (v říjnu dosáhla -0,7 %) převážně vlivem nízkých cen komodit; inflační očekávání zůstávají velmi nízká. NBP očekává v následujících čtvrtletích pozvolný růst cen, nejistotou pro tempo návratu inflace k cíli nicméně zůstává možnost zpomalení rozvíjejících se trhů a jeho vliv na globální ekonomickou aktivitu, a možnost setrvalé nízkých cen komodit.

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)	24. září (-0,25) 5. listopadu (0,00)	17. září (0,00)	10. září (-0,25) 29. října (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	od -1,25 do -0,25 % ¹	2,75 %
poslední inflace	2,5 % (říjen 2015)	-1,4 % (říjen 2015)	0,4 % (Q3 2015)
očekávaná MP zasedání	17. prosince 17. března	10. prosince 17. března	10. prosince 28. ledna 10. března
další očekávané události	17. prosince zveřejnění Monetary policy report	16. prosince zveřejnění Monetary policy report	10. prosince 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 v září snížila svou úrokovou sazbu o dalších 0,25 % na 0,75 %, a to vzhledem k nízkému ekonomickému růstu; na této úrovni ji pak banka na svém listopadovém zasedání ponechala beze změny, neboť mírně nižší než očekávaný růst ekonomiky je vyvažován slabší než očekávanou norskou korunou. Nezaměstnanost vzrostla, spotřeba domácností a ceny nemovitostí rostly méně, než banka očekávala. Meziroční inflace v říjnu dosáhla 2,5 %, banka očekává její postupný pokles v souvislosti s postupně odeznívajícími vlivy depreciace koruny. Propojení měnové a makroobezřetnostní politiky v Norsku se věnuje aktuální Téma pod lupou.

SNB ponechala na zářijovém zasedání interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 % a také úroková sazba na zůstatky bank u SNB zůstala na úrovni -0,75 %. SNB je podle svého [prohlášení](#) v případě potřeby připravena k dalším intervencím na devizovém trhu; podle analytiků není ve Švýcarsku vzhledem k očekávanému dalšímu uvolňování měnové politiky ze strany ECB vyloučeno ani další snížení úrokových sazeb. Výhled cenového vývoje se proti červnové prognóze zásadně nezměnil, pro rok 2015 je nyní očekáván pokles cen ve výši -1,2 % a pro rok 2016 ve výši -0,5 %. Posun inflace do kladných hodnot je očekáván počátkem roku 2017. SNB očekává ve 2. pololetí růst ekonomické aktivity tažený hlavně domácí poptávkou; pro letošní rok očekává růst poblíž 1 %.

RBNZ svou hlavní měnověpolitickou sazbu snížila v září o 0,25 p.b. na 2,75 % a na této úrovni ji na svém říjnovém zasedání ponechala bez změny. [Vyjádřila](#) se nicméně v tom duchu, že další snížení sazeb je pravděpodobné. Nízká inflace (0,4 % ve 3. čtvrtletí) je především důsledkem předchozího posílení novozélandského dolaru a propadu světových cen ropy. Banka očekává růst inflace k hodnotám v tolerančním pásmu cíle (tj. 1,0–3,0 %) počátkem roku 2016, a to vlivem odeznění zmíněných protiinflačních vlivů. Růst cen nemovitostí v Aucklandu podle banky i nadále představuje riziko pro finanční stabilitu; od listopadu vstoupila v platnost makroobezřetnostní opatření ohledně úvěrů na tamním reálním trhu (viz [červnový MCB](#)).

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

MNB (opět) prodloužila program levných úvěrů a nadále bude podporovat úvěrování SME...

Magyar Nemzeti Bank prodloužila svůj program na podporu úvěrů pro malé a střední podniky (Funding for Growth Scheme, FGS) zavedený v dubnu 2013 o rok, tj. do konce roku 2016. V této závěrečné roční fázi poskytne MNB bankám 600 mld. HUF, polovinu na úvěry v domácí měně a druhou polovinu na cizoměnové úvěry.

Souběžně s ukončováním programu FGS zahájí MNB program podpory tržního úvěrování malých a středních podniků (tzv. Growth Supporting Program, GSP) s cílem snížit riziko poklesu poskytovaných úvěrů a tím i zpomalování celkové ekonomické aktivity. Banky zúčastněné v GSP budou muset určitým procentem navýšit objem svých úvěrů malým a středním podnikům, k čemuž by je měl motivovat tzv. program tržního úvěrování (Market-Based Lending Scheme, MLS). V rámci tohoto programu poskytne MNB bankám úrokové swapy (do objemu 1 bil. HUF), preferenční depozitní facilitu (do objemu 500 mld. HUF) a uvažuje pro ně i o snížení požadavku na kapitálovou přiměřenost.

... zavádí od roku 2017 tzv. rezervu pro systémová rizika...

Magyar Nemzeti Bank zavádí od ledna 2017 tzv. rezervu pro systémová rizika (Systemic Risk Buffer). Tuto rezervu budou povinně zřizovat maďarské komerční banky, které budou mít ve 4. čtvrtletí 2016 ve svém portfoliu vyšší než dané procento nesplacených projektových úvěrů. Povinnost bank bude posuzována individuálně, rezerva SRB bude činit 0 až 2 % z jejich celkových domácích rizikově vážených aktiv. Podle MNB představují projektové úvěry v selhání, jejichž objem činí přes 700 mld. HUF, klíčové riziko pro finanční stabilitu.

... a koupila budapeštskou burzu

Magyar Nemzeti Bank v listopadu koupila od dvou rakouských vlastníků většinový podíl v budapeštské burze, která se tak dostala pod státní kontrolu. Banka na burze plánuje zavést více – zatím nespecifikovaných – strategických inovací k podpoře dnes nepřiliš rozvinutého maďarského kapitálového trhu. Tento nákup je dalším krokem ke zvýšení státních zásahů do maďarské ekonomiky.

Švédská Riksbank nesouhlasí s vládním návrhem ohledně hypoték

Riksbank se kriticky vyjádřila k vládnímu návrhu zákona upravujícímu amortizaci hypoték, který by měl vejít v platnost v květnu 2016 a který zavádí povinné splácení hypoteční jistiny ve výši 2 % ročně do doby jejího 30% splacení a poté ve výši minimálně 1 % ročně do 50% splacení. Podle Riksbank je návrh sice vítaným příspěvkem směrem ke snížení rizika spojeného s velkou zadlužeností švédských domácností, na které banka již delší dobu upozorňuje, návrh nicméně není sám o sobě dostatečný (mimo jiné se vztahuje pouze na nově uzavírané hypotéky). Riksbank se kriticky vymezila k některým jeho bodům, zejména vůči povinnosti švédského regulátora (Finansinspektionen, FSA) získat před uplatněním amortizačního pravidla souhlas vlády, čímž by podle Riksbank došlo k faktickému omezení nezávislosti tohoto orgánu, dále vůči vynětí novostaveb z toho zákona a také vůči příliš širokým možnostem bank uplatnit z tohoto zákona výjimky. Koncem října v právně nezávazném stanovisku tento návrh zákona již podruhé napadl také švédský správní soud, podle jehož názoru by FSA neměl mít možnost uvalovat podobná opatření na individuální domácnosti.

ECB zveřejnila zásady komunikace členů Výkonné rady s privátní sférou...

Jako reakci na neúmyslné předčasné poskytnutí neveřejných informací ECB zástupcům soukromé sféry (viz [červnový MCB](#)) a jako potvrzení své transparentnosti zveřejnila v říjnu ECB existující [zásady](#), kterými se řídí členové její Výkonné rady při komunikaci se zástupci soukromé sféry, akademické obce a veřejnosti. Tyto zásady jsou založeny na třech principech, a to (i) že informace citlivé z hlediska finančních trhů nesmí být komunikovány vybraným skupinám dříve, než nejširší veřejnosti, (ii) na soukromých schůzkách nebo bilaterálních jednáních nesmí být předávány žádné citlivé informace, a (iii) před každým měnověpolitickým zasedáním je zachováván sedmidenní „komunikační klid“ (*quiet period*) týkající se projevů a veřejných vystoupení; před posledním měnověpolitickým zasedáním byl [rozšířen](#) a nyní zahrnuje veškeré schůzky.

... a začne publikovat kalendář jejich schůzek

K dalšímu zvýšení své transparentnosti začne ECB od února 2016 publikovat kalendář schůzek všech členů Výkonné rady včetně guvernéra. Kalendář bude zveřejňován přibližně s tříměsíčním zpožděním. Podle [informací deníku Financial Times](#), který od ECB získal kalendář schůzek za poslední rok, se členové Výkonné rady setkávali s představiteli soukromé sféry často jen dny či hodiny před měnověpolitickými zasedáními.

Viceguvernér Riksbank navrhuje úpravy režimu cílování inflace

Viceguvernér Riksbank Per Jansson v prosincovém [projevu](#) navrhl dvě změny v provádění cílování inflace ve Švédsku: (1) Změnu cílované veličiny ze současné inflace měřené indexem CPI, který ve Švédsku na rozdíl od jiných zemí zahrnuje úrokové platby z hypoték a pohybuje se tedy v krátkém horizontu v závislosti na změně úrokových sazeb, což vyvolává dojem selhávání měnové politiky; má navíc tendenci k extrémním a dlouhodobým výkyvům. Jansson navrhuje přechod k cílování inflace měřené indexem CPIF (tj. za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték), případně indexem HICP používaným v eurozóně. (2) Znovuzavedení tolerančního pásma kolem inflačního cíle, spojené v případě vychýlení inflace z toho pásma s povinným vydáváním krátké zprávy vysvětlující důvody tohoto vychýlení. Cílem obou změn je v zásadě upevnění kredibility měnové politiky centrální banky a posílení důvěry v inflační cíl, která může být podkopána jeho dlouhodobým podstřelováním.

Švédský parlament bude diskutovat o hodnocení Riksbank

Vzhledem k dlouhodobému podstřelování dvouprocentního inflačního cíle zřídila finanční komise švédského parlamentu dohlížející na Riksbank [diskuzní panel](#) k hodnocení její měnové politiky. Cílem panelu by neměla být změna měnové politiky Riksbank (objevují se návrhy například na snížení inflačního cíle, znovuzavedení tolerančního pásma nebo zavedení duálního mandátu, nicméně to by představovalo zásah do nezávislosti centrální banky a předseda komise to v současnosti odmítá). Výsledkem diskuzí by měl být vhodnější pohled na hodnocení výsledků centrální banky v současném ekonomickém prostředí.

RBNZ vydala publikaci k hodnocení měnové politiky

RBNZ vydala [publikaci](#) *Hodnocení měnové politiky (Evaluating monetary policy)*, ve které argumentuje, že měnovou politiku není vhodné hodnotit pouze podle aktuální dosažené hodnoty inflace, protože ta se může dočasně odchylovat od střednědobého inflačního cíle. Hodnocení měnověpolitických rozhodnutí by mělo probíhat ve dvou krocích, a to ex ante a ex post. Ex ante hodnocení by mělo být založeno na posouzení souladu měnověpolitického rozhodnutí a prognózy inflace s analýzami a relevantními informacemi dostupnými v dané

době. Ex post hodnocení by mělo posuzovat schopnost banky počít se z chyb a odchylek minulých prognóz, zapracovávat do svých rozhodnutí nové informace, efektivně komunikovat nový vývoj a celkově tak udržovat kredibilitu měnové politiky. Publikace vychází z konkrétních novozélandských předpisů, nicméně zásady platí pro režim inflačního cílování obecně.

Vyšel posudek kvality prognózování v Bank of England

Nezávislá hodnotící agentura (Independent Evaluation Office, IEO), zřízená správní radou BoE v roce 2014 k poskytování podkladů pro hodnocení banky, vydala v listopadu [zprávu](#) hodnotící kvalitu prognóz BoE. Zpráva statistickými metodami posuzuje přesnost a systematické chyby prognóz a využívání všech dostupných informací. BoE ve své [odpovědi](#) na jednotlivá doporučení tohoto materiálu plánuje následující nové kroky: (i) rozšířit sadu modelů používaných pro své prognózování, (ii) rozšířit spolupráci s externími experty, zejména při vývoji nových modelů, (iii) vyvinout formální statistické testování odchylek minulých prognóz a systematicky ověřovat správnost konfidenčních intervalů vějířových grafů, (iv) umožnit externím expertům nahlížet „pod pokličku“ vznikajících prognóz a zpochybňovat je, a (v) odborně vysvětlovat interním uživatelům (tj. uživatelům z BoE mimo MPC) jednotlivé parametry a veličiny publikovaných prognóz.

[BIS má nového guvernéra a viceguvernéra](#)

Správní rada Banky pro mezinárodní platby (BIS) zvolila nového guvernéra, jímž se od 1. listopadu na tříleté funkční období stává Jens Weidmann, guvernéř německé centrální banky. Weidmann ve funkci střídá Christiana Noyera, do 31. října guvernéra francouzské centrální banky, který odchází do důchodu. Viceguvernérem BIS byl 10. listopadu zvolen Raghuram Rajan, guvernéř indické centrální banky.

[MMF rozhodl o zařazení čínského renminbi do SDR](#)

Mezinárodní měnový fond zařadil čínské renminbi do koše hlavních světových měn, od nichž je odvozena hodnota jeho účetní a měnové jednotky (zvláštní práva čerpání, SDR). Rozhodnutí bylo výsledkem pravidelné revize, která se tentokrát zaměřila na posouzení, zda čínská měna splňuje kritéria zařazení do tohoto koše. Čínská měna bude do koše zařazena od října 2016 a bude tak jeho pátou měnou vedle amerického dolaru, eura, japonského jenu a britské libry.

3. TÉMA POD LUPOU: KOORDINACE MĚNOVÉ A MAKROBEZŘETNOSTNÍ POLITIKY V NORSKÉM STYLU

Globální finanční krize poukázala na skutečnost, že udržování nízké a stabilní inflace není dostačující k tomu, aby bylo zabráněno vzniku nerovnováh ve finančním systému a předcházeno rizikům makrofinanční nestability. Rovněž se naplno projevila náchylnost finančních systémů k nadměrnému přebírání rizik v určitých fázích hospodářského cyklu. Tato zkušenost byla reflektována v mandátu a nástrojích makrobezřetnostní politiky, přičemž se dotkla i provádění měnové politiky, resp. ve způsobech vzájemné koordinace obou uvedených politik. Aktuální příspěvek se zabývá koordinací měnové a makrobezřetnostní politiky v různých fázích hospodářského a finančního cyklu na příkladu norské ekonomiky.

Úvod

Odlišný vývoj hospodářského a finančního cyklu¹ má vliv na koordinaci měnové a makrobezřetnostní politiky. Nástroje obou politik ovlivňují cenu i dostupnost úvěrů a tím úvěrovou dynamiku v ekonomice. Ve vzestupné fázi finančního cyklu narůstá systémové riziko, neboť finanční instituce vytvářejí v čase narůstající a vzájemně korelované expozice (například hypoteční úvěry) citlivé na shodné makroekonomické faktory. Pokud následně dojde k recesi ekonomiky či naplnění jiných makroekonomických faktorů vedoucích k selhání úvěrů, pak tyto vzájemně závislé expozice mohou způsobit zesílení těchto selhání a vyšší ztráty, které jsou navíc zpravidla jen zčásti pokryté vytvořenými opravnými položkami. V tomto okamžiku se naplno projeví rizikovost poskytnutých úvěrů.

Pokud je působení měnové a makrobezřetnostní politiky stejnosměrné, může se vzájemně umocňovat. Obtížnější situace pro centrální banky nastává, pokud dochází k prosazování cíle měnové politiky proti cílům makrobezřetnostní politiky, tak jako za současných makroekonomických podmínek v některých ekonomikách s režimem cílování inflace. Jde totiž o situaci, kdy oživení ekonomické aktivity je trvalejšího charakteru, inflační tlaky jsou však velmi slabé, inflace se pohybuje pod cílem a ekonomika funguje v podmínkách velmi nízkých nominálních úrokových sazeb, které není z pohledu plnění inflačního cíle vhodné zvyšovat. V takovém prostředí komerční banky vnímají rizika jako v souhrnu nízká a dochází k uvolnění úvěrových podmínek. Při dostatečné poptávce ze strany klientů, kteří v průměru také vnímají rizika jako nízká, dojde ke zrychlení růstu úvěrů. S tím souvisí zvyšování cen aktiv (které zároveň fungují jako zástava úvěrů), následně další růst úvěrů na financování nákupu aktiv a další růst jejich cen až do momentu, ve kterém bude takový vývoj již dále neudržitelný. Ve chvíli, kdy dojde k uvědomění si skutečného rozměru (do té doby domněle nízkého) rizika, dojde k výrazné korekci v cenách aktiv (např. nemovitostí), což vede k poklesům hodnoty zástavy úvěrů, zvýšenému nesplácení úvěrů a finančním ztrátám. K preventivnímu zmírnění rizik nadměrného růstu úvěrů a cen aktiv je vhodné ve fázi nárůstu finančního cyklu použít nástroje obezřetnostní politiky.

Koordinaci měnové a makrobezřetnostní politiky lze ukázat na příkladu norské centrální banky a jejích kroků z posledních let. Norská centrální banka provádí od roku 2001 měnovou politiku prostřednictvím flexibilního cílování inflace, tj. ve svém rozhodování při zajištění nízké a stabilní inflace přihlíží jak k vývoji inflace, tak k vývoji výstupu a zaměstnanosti. Inflační cíl je, na rozdíl od jiných centrálních bank (např. České národní banky či švédské Riksbank), nastaven norskou vládou, a to na úrovni 2,5 %. Hlavním nástrojem měnové politiky je úroková sazba, která může být každých 6 týdnů změněna podle vývoje v reálné ekonomice. Dále mohou být pro uvolnění (či zpřísnění) měnových podmínek použity intervence na devizových trzích, tj. nákup (prodej) zahraniční měny k oslabení (posílení) norské koruny.

¹ Finanční cyklus ČNB definuje jako opakující se výkyvy ve schopnosti tržních účastníků vnímat finanční riziko.

Norská centrální banka je vedle toho též zodpovědná za finanční stabilitu. V případě makrobezpečnostní politiky používá kombinaci nástrojů, jejichž specifickým cílem je zvýšení odolnosti bankovního sektoru a finančního systému jako celku. Cílem makro- i mikrobezpečnostní politiky je omezit nárůst makro- či mikrofinančních rizik a jejich materializaci.

Koordinace měnové a makrobezpečnostní politiky norskou centrální bankou

V březnu 2012 načrtla norská centrální banka ve scénáři prognózy tři možné trajektorie vývoje úrokové sazby s přihlédnutím k různým cílům měnové politiky. V případě snahy o výlučné dosažení inflačního cíle (Kritérium 1) by Taylorovo pravidlo implikovalo velmi nízké a po určité období dokonce nulové úrokové sazby. Pokud by norská centrální banka zvolila politiku optimální pro cenovou stabilitu i pro reálnou ekonomiku (s přihlédnutím k vývoji mezery výstupu a zaměstnanosti), pak by se úrokové sazby nacházely výše než v předchozím případě (Kritérium 1+2). Pokud by při zvažování o nastavení úrokových sazeb vzala do úvahy nejen cenovou stabilitu a reálnou ekonomiku,



Pozn.: Predikce pochází z března 2012. Zdroj: Norges Bank

ale i finanční stabilitu v podobě omezování nárůstu rizik finančních nerovnováh, pak by úrokové sazby dosahovaly nejvyšší úrovně (Kritérium 1+2+3). Z konečného vývoje úrokových sazeb je zřejmé, že norská centrální banka uvažovala o jejich nastavení v souladu s cílem makrobezpečnostní politiky a tuto trajektorii po nějakou dobu následovala. To ostatně potvrdil i guvernér Olsen v projevu z dubna 2015 ([zde](#)), kde prohlásil, že „klíčová politická sazba byla v posledních letech držena na mírně vyšších hodnotách, než by implikoval střednědobý výhled pro inflaci a výstup, aby byla zmírněna rizika nárůstu finančních nerovnováh“.

Nicméně vlivem zhoršující se makroekonomické situace došlo k odchýlení od uvedené úrokové trajektorie a k sérii snižování úrokových sazeb počínaje rokem 2014. Reakce norských autorit na rizika finanční stability tak nastala prostřednictvím makrobezpečnostních nástrojů (viz další část). Konkrétně v roce 2014 výrazný pokles cen ropy ovlivnil cenové i růstové vyhlídky norské ekonomiky. Norská centrální banka v prosinci téhož roku snížila klíčové úrokové sazby o 0,25 p.b. na 1,25 %. V témže období se norská ekonomika již potýkala s vysokým zadlužením domácností a rostoucími cenami nemovitostí, nicméně z pohledu nastavení úrokové sazby pro měnověpolitické účely makroekonomický vývoj v té době převážil nad narůstajícími makrofinančními riziky (zadlužení domácností překročilo 200 % jejich disponibilního důchodu, a i nadále roste rychleji než disponibilní důchod; dlouhodobě rostoucí ceny nemovitostí neklesaly ani v průběhu finanční krize, došlo pouze ke zpomalení jejich růstu; s uvolněnou měnovou politikou počínaje rokem 2014 došlo k jejich dalšímu zrychlení, zejména ve větších městech²).

² Růst cen nemovitostí ve větších městech je na straně poptávky způsoben několika faktory: i) rostoucí urbanizací, tj. stěhování obyvatel z menších měst a vesnic do větších měst; ii) příchodem lidí ze zahraničí, zejména z nově přistoupivších zemí EU (Polsko, Litva), ale i mimo ni. Dále také skutečností, že v Norsku je vysoké procento lidí, kteří

Na následném zasedání v březnu 2015 norská centrální banka při obdobném ekonomickém výhledu jako v prosinci úrokovou sazbu nesnížila. V komunikaci svého rozhodnutí nicméně banka připustila snížení úrokové sazby v nadcházejícím období s dovětkem, že měnová politika nemůže přebírat primární odpovědnost za finanční stabilitu, a že pro zmírnění nárůstu úvěrů a cen nemovitostí by měly být použity obezřetnostní nástroje, tj. účinnější nástroje k omezení makro (mikro) finančních rizik. V této době ještě zůstala proticyklická kapitálová rezerva³ nezměněna na úrovni 1 %, avšak součástí doporučení centrální banky bylo zvážit její navýšení při pokračujícím růstu cen nemovitostí od léta 2016 (tj. oznámit změnu v létě 2015). Ke zvýšení proticyklické kapitálové rezervy z 1 % na 1,5 % tak došlo v červnu.⁴ Současně v červnu a následně i v září došlo ke snížení klíčové měnověpolitické úrokové sazby na současnou úroveň 0,75 % v reakci na dále se zhoršující makroekonomický vývoj, a to i přes prorůstové působení oslabení norské koruny od konce roku 2014.

Výhled na následující rok podle aktuální (zářijové) prognózy norské centrální banky naznačuje další snížení klíčové úrokové sazby - i s tím rizikem, že by mohlo dojít k dalšímu nárůstu cen nemovitostí a zadlužení soukromého sektoru. Zdá se tak, že snaha zamezit ekonomickému poklesu prostřednictvím uvolnění měnových podmínek nebude ovlivněna vnímáním současných makrofinančních rizik.

Makrobezřetnostní opatření norských centrálních autorit

V posledních několika letech a zejména v reakci na finanční krizi bylo pro účely obezřetnostní politiky vytvořeno a zavedeno široké portfolio nástrojů. Vzhledem k tomu, že norská ekonomika se potýká se značným růstem cen nemovitostí a úvěrů krytých nemovitostmi, považovala norská centrální banka a ministerstvo financí za vhodné zavést vybrané makrobezřetnostní nástroje, zejména proticyklickou kapitálovou rezervu, limity poměru výše úvěru k hodnotě zajištění a zpřísnění pravidel pro výpočet rizikových vah.

Proticyklická kapitálová rezerva je jedním z prvků nové kapitálové regulace na celoevropské úrovni, která by měla zvýšit odolnost finančního systému vůči rizikům spojeným s výraznými výkyvy v úvěrové dynamice. Tuto rezervu vytvářejí banky na základě pokynů regulační autority v období nadměrného růstu úvěrů, kdy dochází k akumulaci systémového rizika. Naopak v období poklesu ekonomické aktivity doprovázené zvýšeným finančním napětím a rostoucími úvěrovými ztrátami bude vpředehledně vytvořená rezerva využita bankami pro krytí ztrát. Tím dojde ke zmírnění propadu úvěrové nabídky bank a omezení zpětného přenosu šoku z finančního sektoru do reálné ekonomiky. K zavedení tohoto nástroje v Norsku i v jiných zemích Evropy, např. ve Švédsku (1,5 %), Dánsku (0 %), došlo z důvodu regulačního rámce Basel III a jeho implementace prostřednictvím směrnice CRD IV.⁵

Tato kapitálová rezerva je v Norsku od prosince 2013, kdy bylo její zavedení schváleno norským parlamentem, důležitým nástrojem makrobezřetnostní politiky. To, že byla její výše nastavena na nenulové hodnotě, je dáno zvýšenou úvěrovou dynamikou v ekonomice

vlastní nemovitost (ve věku okolo 30 let si většinou pořizují první nemovitost), což je i státem daňově zvýhodněno; lidé rovněž chtějí v době nízkých sazeb do nemovitostí investovat volné finanční prostředky. Strana nabídky nemovitostí je strnulá jednak z administrativních a časových důvodů, a zejména ve větších městech pak rozvoj naráží na bariéry s nedostatkem prostoru pro novou výstavbu (např. Oslo a okolí) a na regulaci využití půdy, která určuje např. minimální velikost parcely či standardy pro bytovou jednotku.

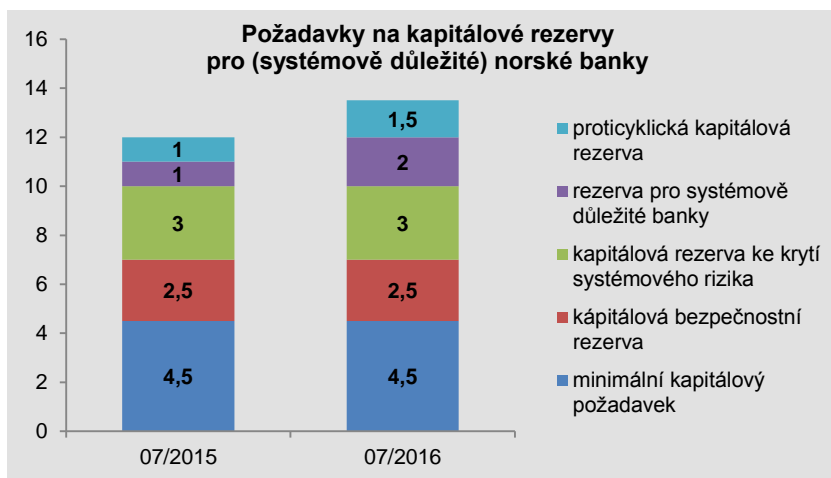
³ Klíčový nástroj makrobezřetnostní politiky v Norsku, prostřednictvím kterého komerční banky v období ekonomické prosperity vytvářejí kapitálovou rezervu a čerpají ji pro krytí ztrát v období ekonomického poklesu. Výši rezervy schvaluje norské ministerstvo financí na základě doporučení centrální banky, která je v úzké spolupráci s autoritou dohledu (Finanstilsynet).

⁴ Ačkoliv nutnost vytváření této rezervy vejde v platnost až jeden rok od jejího zvýšení, banky přizpůsobují svou strategii již v průběhu daného jednoletého období.

⁵ Pro Norsko tato legislativa platí, přestože není členskou zemí Evropské unie, neboť jej zavazuje Smlouva o Evropském ekonomickém prostoru (EEA Agreement).

a pravidelným vyhodnocováním situace centrální bankou⁶. Zavedení této rezervy předcházelo vydání Zprávy o měnové politice obsahující hodnocení finanční stability (*Monetary Policy Report with Financial Stability Assessment*) v březnu 2013, jež obsahovala podklady o postupech nastavení a vyhodnocení této rezervy. Všechny následující Zprávy o měnové politice obsahují rozsáhlé hodnocení finanční stability a závěry v exekutivním shrnutí. Tyto kroky potvrdily zájem norské centrální banky o doplnění rámce flexibilního cílování inflace o udržování finanční stability. S vlnou zvyšování kapitálových požadavků ve snaze zvyšovat a zkvalitňovat kapitál bank byla následně přijata a zaváděna celá řada dalších opatření.

Od roku 2014 došlo ke zvýšení kapitálových požadavků a vytváření kapitálových rezerv (plněných kmenovým kapitálem Tier 1) opět pod Basel III/ EU CRD IV, kde Norsko aktuálně používá minimální kapitálový požadavek (minimum requirement) na úrovni 4,5 % a kapitálovou bezpečnostní rezervu (conservation buffer) ve výši 2,5 % z celkového objemu rizikové expozice. Dále byla zavedena kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika (systemic risk buffer), jejímž účelem je potlačovat systémové riziko plynoucí z potenciální destabilizace příslušných bank, ve výši 3 % z celkové expozice a rezerva vytvářená pro případné ztráty systémově důležitými institucemi ve výši 2 % (od 1. 7. 2016; aktuálně, tj. v prvním roce, je rezerva ve výši 1 % a týká se tří bank – DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA a Kommunalbanken AS⁷). Úkolem této rezervy je omezení rizik související s nežádoucí motivací finančních institucí a morálním hazardem. Celkově jsou norské banky dobře kapitalizované, neboť v posledních letech navyšovaly kapitál (CET1) prostřednictvím svých zisků a současně snižovaly rizikově vážená aktiva.⁸



Zdroj: norské ministerstvo financí a Norges Bank

hypotečními úvěry. V opatřeních nové regulace na úrovni EU, které platí i pro Norsko, je rovněž regulována likvidita. Cílem ukazatele krytí likvidity (LCR) je držet takové množství likvidních aktiv, které pokryje likviditní potřeby banky po 30 dní (v platnosti od 1. 1. 2018; v současnosti probíhá zaváděcí fáze).

Ke korekci růstu úvěrů a cen nemovitostí jsou od března 2015 používány limity poměru výše úvěru k hodnotě zajištění (LTV), které výrazně omezují poskytování úvěrů v hodnotě vyšší než 85 % hodnoty nemovitosti.⁹ Tyto limity již byly zavedeny dříve, nicméně v reakci na výrazný růst úvěrů a cen nemovitostí došlo k jejich zpřísnění. Rovněž byla zpřísněna pravidla pro výpočet rizikových vah na úrovni bank přiřazovaných k rizikům souvisejícím s rezidenčními

⁶ Norská centrální banka posuzuje vývoj podílu úvěrů na HDP, podílu cen nemovitostí k disponibilnímu příjmu, reálné ceny komerčních nemovitostí a podíl mezibankovního financování (*wholesale funding*) na celkových aktivech bank. Doporučení o nastavení rezervy vydává 4x ročně, zahájení tvorby rezervy je oznámeno 12 měsíců dopředu, zrušení může být okamžité, výše rezerv se pohybuje v intervalu 0–2,5 % rizikově vážených aktiv a týká se všech bank působících v Norsku.

⁷ Tato banka je zcela vlastněna státem a poskytuje úvěry komunálnímu sektoru.

⁸ Winje, H. a L. T. Turtveit (2014): „Norwegian banks' adjustment to higher capital requirements“, Staff Memo 14/2014, Norges Bank.

⁹ Tyto limity mohou být v omezené míře překročeny, ale je vyžadována další zástava.

4. VYBRANÝ PROJEV: INTEGRACE FINANČNÍ STABILITY DO MĚNOVÉ POLITIKY

Přístup Bank of Canada k integraci péče o finanční stabilitu do měnové politiky popsal její guvernér Stephen S. Poloz ve svém [projevu](#) na výroční členské schůzi Institutu mezinárodních financí v říjnu v Limě.

Diskuze ohledně vhodné reakce měnové politiky na finanční nerovnováhy se od doby před krizí velmi rozvinula. V překrizové době stála kanadská centrální banka (BoC) mezi dvěma myšlenkovými proudy, z nichž jeden tvrdil, že měnověpolitické autority mají aktivně působit proti vzniku finančních nerovnováh (například bublin na trzích aktiv), zatímco druhý oponoval, že měnová politika má „pouze“ likvidovat škody poté, co bublina praskne. BoC přitom argumentovala, že identifikace bublin v cenách aktiv je velmi těžká, a zpochybňovala vhodnost využití „hrubé síly“ v podobě úrokových sazeb, neboť jejich zvýšení by právě mohlo vést k těm ekonomickým škodám, kterým by se snažila zabránit. BoC si však současně rovněž uvědomovala, že pro dosažení finanční stability je měnová stabilita nutnou, avšak nikoli postačující podmínkou, a již v roce 2002 svou snahu o prosazování finanční stability demonstrovala zahájením publikování *Financial System Review*. Dle guvernéra Poloze s sebou přináší téma finanční stability řadu dodatečných nejistot objevujících se vedle tradičně vnímaných nejistot na poli měnové politiky, které souvisejí s identifikací nepozorovaných veličin. Poloz je toho názoru, že měnověpolitická autorita by měla akceptovat tuto neznalost, ohodnotit rizika, kterým ekonomika čelí, a při provádění měnové politiky se s těmito riziky nejlepším možným způsobem vyrovnávat. K obraně finanční stability by však měnová politika měla být používána až po vyčerpání níže uvedených tří možností.

Prvním stupněm při obraně finanční stability by měla být společná zodpovědnost dlužníků a věřitelů. Rolí měnové politiky není bránit jedincům v provádění chybných rozhodnutí, podporou finanční gramotnosti jim však může pomoci k lepšímu porozumění důležitým rozhodnutím, která činí. Druhým obranným valem je důkladný regulační dohled nad finančním sektorem. Basel III přichází s ambiciózním úkolem implementovat finanční reformu napříč jurisdikcemi a přitom nebránit finančním institucím v inovacích a podpoře ekonomického vývoje. Ani Basel III však nedokáže zabránit vzniku všech finančních nerovnováh, například nerovnováh na trhu s bydlením.

Třetí obrannou linií je makroobezřetnostní politika. Historie jejího používání není zatím příliš dlouhá a neposkytuje mnoho empirických důkazů, nicméně právě oblast bydlení patří k těm, kde byly makroprudenční nástroje používány a studovány nejčastěji. Ze studií MMF a některých centrálních bank (včetně kanadské) vyplývá, že vybraná makroobezřetnostní opatření mohou zmírnit růst úvěrů i cen nemovitostí a také zlepšit bonitu dlužníků. Pokud je tedy vhodně prováděná makroobezřetnostní politika schopna efektivně posilovat odolnost finančního systému a zmenšovat systémové riziko, měla by být při vzniku nerovnováh uplatňována přednostně před měnovou politikou.

Jako případ měnové politiky uplatňované k obraně finanční stability po předchozích třech opatřeních Poloz explicitně uvádí volbu jiné trajektorie úrokových sazeb, než by bylo optimální pro dosažení inflačního cíle. Situaci nicméně komplikuje fakt, že makroekonomické a finanční cíle nejsou vždy konzistentní, a je nutné hlouběji porozumět jejich vzájemným vazbám a potenciálnímu vyvažování. Představitelé BoC volí taková měnověpolitická řešení, která v přiměřeném časovém rámci umožní dosažení inflačního cíle a zároveň významně nezvýší rizika pro finanční stabilitu. BoC takto postupovala i v případě nedávného propadu cen ropy. Dle Poloze bude BoC i nadále pro potřeby začlenění péče o finanční stabilitu do měnové politiky využívat flexibilitu svého rámce cílování inflace, přičemž kontrola inflace vždy zůstane jejím hlavním posláním.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 3. prosince 2015. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: [http://www.cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz) nebo podatelna@cnb.cz.