

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2013

V tomto čísle

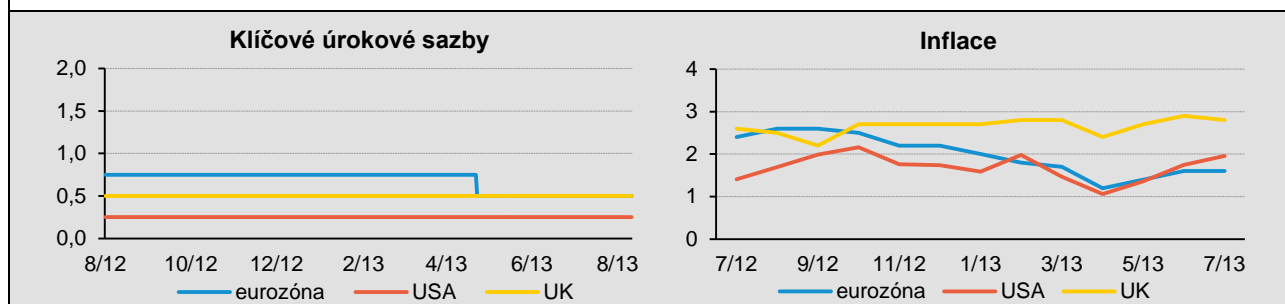
Trojice hlavních centrálních bank v uplynulém čtvrtletí nepřistoupila ke změnám měnové politiky, po Fedu však vydaly prohlášení o jejím budoucím nastavení také ECB a BoE. Finanční trhy citlivě reagují na přicházející nové informace v očekávání možného omezování kvantitativního uvolňování ze strany americké centrální banky, končící šéf Fedu Ben Bernanke však zatím takové rozhodnutí jednoznačně nepřislíbil. Rezervní banka Nového Zélandu zavedla pro nové hypoteční úvěry omezení poměru mezi velikostí hypotečního úvěru a hodnotou zástavy (LTV), a zařadila se tak k rostoucímu počtu centrálních bank, které zavádějí makroprudenční opatření (vedle RBNZ např. také Norsko či Švýcarsko). Centrální banky Polska a Maďarska přistoupily k dalšímu snižování sazeb, když mají pro konvenční měnovou politiku zatím stále dostatek prostoru, v případě Maďarska však v srpnu šlo o netypické snížení o 0,20 p.b. U MNB se přitom předpokládá další pokles sazeb. V aktuálním „Tématu pod lupou“ je věnována pozornost zesíleným přeshraničním tokům kapitálu, podníceným v posledních letech mj. měnovou politikou centrálních bank vyspělých ekonomik. Ve vybraném projevu upozorňuje viceguvernérka Riksbank Kerstin af Jochnick, že příliš uvolněná měnová politika může zvyšovat riziko propuknutí finanční krize.

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)	4. července (0,00) 1. srpna (0,00) 5. září (0,00)	18. – 19. června (0,00) 30. – 31. července (0,00)	3. – 4. července (0,00) 31. čer. – 1. srpna (0,00) 4. – 5. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	1,3 % (květen 2013) ³	2,0 % (červenec 2013)	2,8 % (červenec 2013)
očekávaná MP zasedání	2. října 7. listopadu 5. prosince	17. – 18. září 29. – 30. října	9. – 10. října 6. – 7. listopadu 4. – 5. prosince
další očekávané události	zveřejnění prognózy 5. prosince	16. října zveřejnění Beige Book	13. listopadu 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 nezměněnou na úrovni 0,50 %, ačkoliv bylo na měnověpolitickém jednání diskutováno i její snížení. Prezident ECB Mario Draghi navíc v červenci prohlásil (a v dalších měsících potvrdil), že základní úrokové sazby zůstanou na současné nebo nižší úrovni po delší dobu. Po šesti čtvrtletích poklesu reálného HDP došlo ve druhém čtvrtletí k jeho mezičtvrtletnímu růstu o 0,3 % a předstihové indikátory naznačují pozvolné ožívování ekonomiky. Aktuální prognóza ECB předpovídá v roce 2013 pokles HDP o -0,4 % a v roce 2014 jeho růst o 1,0 %, inflace je očekávána ve výši 1,5 % v roce 2013 a 1,3 % v roce 2014. Střednědobá inflační očekávání zůstávají pevně ukotvená.

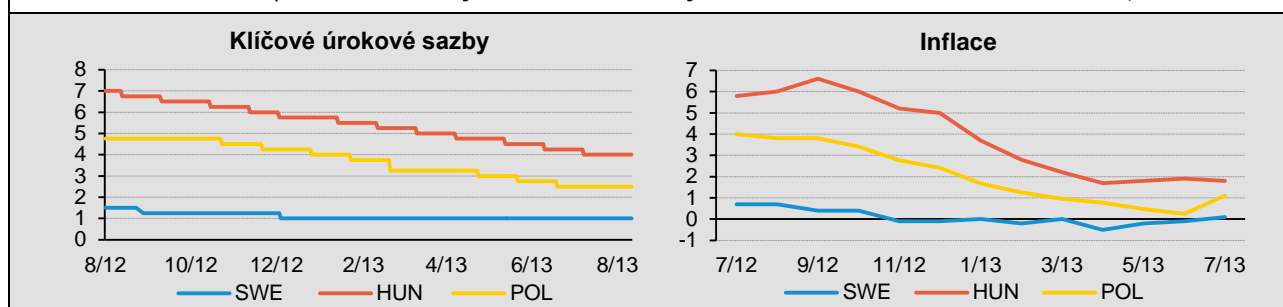
Fed ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny a potvrdil svůj závazek, že sazby budou drženy na stávající úrovni přinejmenším tak dlouho, dokud bude nezaměstnanost nad 6,5 %, výhled inflace zůstane pod hodnotou o 0,5 p.b. vyšší, než je dlouhodobý cíl, a dokud zůstanou inflační očekávání stabilní. Fed i nadále pokračuje v nákupch cenných papírů krytých hypotékami (MBS) v objemu 40 mld. USD měsíčně a v nákupch dlouhodobých vládních dluhopisů v objemu 45 mld. USD měsíčně. Mezi účastníky finančních trhů se spekuluje o omezování QE3, poté co Fed tuto možnost ve své komunikaci připustil, avšak zatím nepotvrdil. Podmínky na trhu práce se zlepšily, avšak míra nezaměstnanosti zůstává stále zvýšená na úrovni 7,4 %.

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem programu nákupu aktiv (375 mld. GBP), rozhodla přitom reinvestovat příjmy z dluhopisů splatných v září v hodnotě 1,9 mld. GBP (více [zde](#)). V srpnu BoE zveřejnila prohlášení o budoucím nastavení měnové politiky: ke zvýšení sazby BoE nedojde, dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 % (blíže viz Zajímavé události). V Británii je patrné pozvolné ožívování ekonomické aktivity, odhad růstu HDP ve druhém čtvrtletí je 0,6 %. Inflace se stále nachází nad 2% cílem BoE.

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)	2. července (0,00) 4. září (0,00)	25. června (-0,25) 23. července (-0,25) 27. srpna (-0,20)	2. - 3. července (-0,25) 20. srpna (0,00) 3. - 4. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,00 %	3,80 %	2,50 %
poslední inflace	0,1 % (červenec 2013)	1,8 % (červenec 2013)	1,1 % (červenec 2013)
očekávaná MP zasedání	23. října 16. prosince	24. září 29. října 26. listopadu	1. - 2. října 5. - 6. listopadu 3. - 4. prosince
další očekávané události	24. října zveřejnění Monetary Policy Report	25. září zveřejnění Quarterly Report on Inflation	pol. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	↓	→

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



Riksbank ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1 % a do konce roku 2014 nepředpokládá její zvýšení. Inflace je velmi nízká a Riksbank očekává její jen velmi pozvolný růst a dosažení 2% cíle až v roce 2015. K dalšímu snížení sazeb však nepřistoupila s ohledem na rizika související s vysokým zadlužením domácností. Švédská ekonomika vykazuje známky pozvolného ožívování. Nízké úrokové sazby a rostoucí zaměstnanost přispěly k růstu příjmů, které připravují podmínky pro další stabilní růst spotřeby. Se zlepšením globální ekonomiky Riksbank očekává zvýšení švédských exportů a zrychlení růstu HDP ke konci 2013.

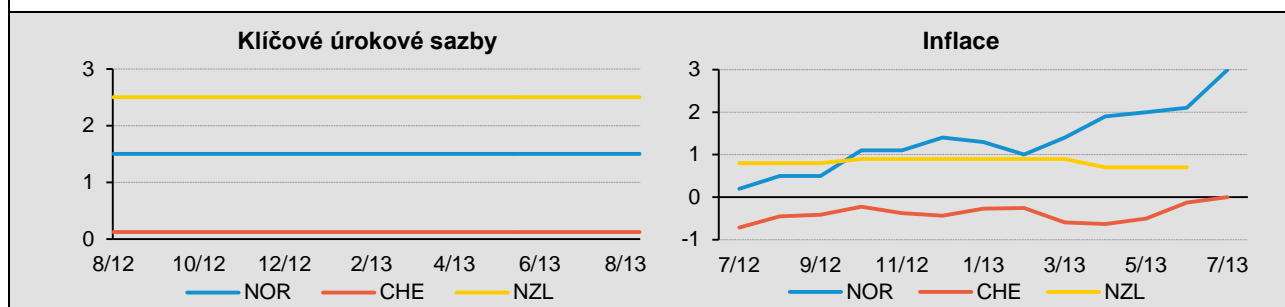
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu opětovně třikrát za sebou: dvakrát o 0,25 p.b. a naposledy o 0,20 p.b., kumulativně tedy o 0,70 p.b. na současnou úroveň 3,80 %. K neobvyklému snížení o 0,20 p.b. přistoupila MNB s ohledem na dosavadní výrazné snížení úrokových sazeb a s přihlédnutím k vývoji vnímání rizik spojených s maďarskou ekonomikou. Aktuální míra inflace činí 1,8 % a udržuje se na historicky nejnižších hodnotách. Maďarská ekonomika se v letošním roce zotavila z recese, nicméně je stále patrné, že celkově zůstává ekonomická aktivita slabá a oživení domácí poptávky je jen velmi pozvolné.

NBP snížila začátkem července svou měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na úroveň 2,50 %, na následujících dvou zasedáních již její úroková sazba zůstala nezměněna. Ve druhém čtvrtletí mezikvartální růst HDP mírně zrychlil z 0,2 % na 0,4 % (meziročně ekonomická aktivita vzrostla o 0,8 %), avšak i nadále zůstává ekonomika výrazně pod svým potenciálem. K růstu HDP přispěl zejména čistý vývoz. Mírně vzrostla soukromá spotřeba, zatímco investice oproti předchozímu čtvrtletí poklesly. Červencové hodnoty indikátorů průmyslové a stavební výroby spolu s maloobchodními tržbami naznačují postupné zlepšování ekonomických podmínek. Inflační očekávání spotřebitelů poklesla na historicky nejnižší úroveň – v příštích dvanácti měsících předpokládají respondenti inflaci ve výši 0,2 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	< 2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	20. června (0,00)	20. června (0,00)	13. června (0,00) 25. července (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0 – 0,25 % ¹	2,50 %
poslední inflace	3,0 % (červenec 2013)	0,0 % (červenec 2013)	0,7 % (2Q 2013)
očekávaná MP zasedání	19. září	19. září	12. září 31. října
další očekávané události	19. září zveřejnění Monetary policy report	26. září zveřejnění Monetary policy report	12. září 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.



Klíčová úroková sazba **Norges Bank (NB)** byla ponechána beze změny na úrovni 1,50 %. Hlavními důvody pro nadále uvolněnou měnovou politiku jsou nízká domácí inflace stejně jako úrokové sazby v zahraničí. Využití kapacit v norské ekonomice se navrátilo k normální úrovni. Růst mezd zpomalil. Měnověpolitické úrokové sazby jsou nízké, rozpětí mezi nimi a klientskými sazbami domácností a firem je však zvýšené. Norská ekonomika roste mírně nižším tempem, než Norges Bank předpokládala. Na zasedání 19. září se očekává zavedení proticyklického kapitálového polštáře (více [zde](#)).

SNB i nadále udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a ke změně nedošlo ani v případě jejího závazku minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Reálný HDP v prvním čtvrtletí roku 2013 výrazně vzrostl, ve druhém čtvrtletí však SNB očekává zpomalení jeho růstu. Nicméně výhled růstu HDP zůstává pro rok 2013 jako celek nezměněn, a to ve výši mezi 1 % a 1,5 %. Podle prognózy SNB lze očekávat pouze velmi pozvolný růst míry inflace v následujících letech. Míra inflace v roce 2013 dosáhne -0,3 %, v roce 2014 pak 0,2 % a v roce 2015 cenová hladina vzroste o 0,7 %.

RBNZ ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %, a ani do konce letošního roku neočekává její změnu. Inflace se nachází i nadále pod spodní hranicí tolerančního pásma cíle centrální banky a pod cílem pravděpodobně zůstane i po zbytek roku. Růst novozélandské ekonomiky zrychluje, přičemž růst je patrný ve stále větším množství jejích sektorů. V souvislosti se stavební a investiční aktivitou na obnovu oblasti Canterbury přetrvává vysoký růst cen nemovitostí, na což RBNZ reagovala makroobezřetnostními nástroji, konkrétně omezením nově vydaných hypoték s LTV (poměrem mezi velikostí hypotečního úvěru a hodnotou zástavy) vyšším než 80 % (více [zde](#) a [zde](#)). Cílem tohoto opatření je zmírnit množství poskytovaných hypotečních úvěrů a omezit tak nadměrný růst cen nemovitostí. Od toho si RBNZ slibuje snížení rizika případné budoucí výrazné korekce cen nemovitostí směrem dolů, které by poškodilo finanční sektor a ekonomiku.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

BoE explicitně o budoucím nastavení měnové politiky

Měnověpolitický výbor Bank of England (MPC) pod vedením guvernéra Marka Carneyho zveřejnil prohlášení, že měnová politika zůstane značně uvolněná i v budoucnu, a to přinejmenším dokud míra nezaměstnanosti neklesne pod 7 %. Ta přitom ve druhém čtvrtletí dosáhla 7,8 %. Závazek BoE je ovšem podmíněn třemi faktory: (1) inflace očekávaná výborem MPC v horizontu 18–24 měsíců nepřekročí 2,5 %, (2) střednědobá inflační očekávání zůstanou ukotvena, a (3) výbor pro finanční politiku (FPC) nebude spatřovat v nastavení měnové politiky zásadní rizika pro finanční stabilitu, aniž by tato mohla být omezena jinými nástroji.

Chorvatská centrální banka se stala 28. členem ESCB

Do Evropské unie vstoupilo 1. července Chorvatsko. Země požádala o vstup do EU již v roce 2003, v roce 2011 byla podepsána přístupová smlouva a v loňském lednu podpořilo směřování země do EU v referendu 66 % voličů. Chorvatská centrální banka (Hrvatska narodna banka, HRN) se tak se vstupem Chorvatska do EU stala součástí Evropského systému centrálních bank (ESCB) a její guvernér členem Generální rady. Chorvatsko současně přijalo závazek budoucího přijetí společné měny euro, ke kterému dojde až po splnění příslušných podmínek. Kvůli rozšíření EU byl upraven klíč pro upisování základního kapitálu ECB.

SNB otevřela pobočku v Singapuru

Švýcarská centrální banka otevřela v červenci svou pobočku v Singapuru, aby zajistila efektivnější správu svých aktiv na asijských finančních trzích. V souvislosti s kurzovou politikou banky objem jejích devizových rezerv výrazně vzrostl a SNB usiluje o jejich větší diverzifikaci. Z asijsko-pacifického regionu rozšířila své portfolio rezervních měn vedle japonského jenu také o australský a singapurský dolar a jihokorejský won.

Úpravy v podmínkách pro kolaterál ECB se týkají cenných papírů krytých aktivy

V rámci svých pravidelných revizí upravila ECB opět podmínky pro kolaterál přijímaný v refinančních operacích. Změny se týkají zejména cenných papírů krytých aktivy (ABS), u nichž byl snížen požadovaný rating i aplikovaný haircut. ECB dále zvažuje případnou akceptovatelnost ABS vázaných na malé a střední podniky.

BoE a PBC uzavřely swapovou linku

Bank of England a centrální banka Číny (PBC) uzavřely v červnu vzájemnou swapovou dohodu. Maximální hodnota swapu je 200 mld. RMB nebo 20 mld. GBP. Dohoda bude platit tři roky.

MMF vydal zprávu o vnějších pozicích

Mezinárodní měnový fond vydal druhou pilotní zprávu, zabývající se vývojem globálních nerovnováh. Zpráva hodnotí vývoj v roce 2012 a soustředí se zejména na běžné účty platební bilance, zahraniční kapitálové toky, devizové rezervy a na protekcionismus v zahraničním obchodu. Z hodnocení MMF plyne, že nerovnováhy se v minulém roce mírně snížily, kapitálové toky jsou však volatilní a vytvářejí rizika a dilemata v politikách zemí, do kterých plynou. Problematice kapitálových toků se podrobněji věnuje aktuální Téma pod lupou.

V Jackson Hole se konala konference o hospodářské politice

V americkém Jackson Hole se v srpnu konalo ekonomické sympozium, které se každoročně věnuje aktuálním otázkám hospodářských politik. Jak naznačuje podtitul letošního setkání – *Globální rozměr nekonvenční měnové politiky* – hlavními tématy byly dopady využití nekonvenčních nástrojů na světovou ekonomiku, diskutovány byly možnosti a strategie jejich ukončování.

BoI zatím bez guvernéra

Po odchodu Stanley Fischera z čela Bank of Israel na konci června je pozice guvernéra BoI stále neobsazena. Přestože bývalý guvernéř avizoval ukončení svého působení v této instituci již začátkem roku, nepodařilo se zatím tuto pozici obsadit. Roli hlavy centrální banky tak prozatím zastává viceguvernéřka Karnit Flug.

3. TÉMA POD LUPOU: NEVÍTANÉ KAPITÁLOVÉ TOKY

Uvolněné měnové podmínky vyspělých zemí zesilovaly až donedávna proud finančních toků na globálních trzích. Vítaným může být příliv kapitálu pro své četné přínosy zejména v rozvíjejících se ekonomikách, může zde však na druhou stranu působit i destabilizačně, vytvářet rizika pro finanční stabilitu a vnášet dilemata do místních hospodářských politik. Nepříjemným rizikem je pak možnost náhlého obratu v „náladě investorů“ a rychlého masivního odlivu. Masivní příliv investic do rozvíjejících se zemí převažoval v posledních letech i přes dočasný obrat ve směru kapitálových toků bezprostředně po pádu Lehman Brothers. Negativním dopadům přílivu kapitálu se země snažily čelit různými prostředky, často užívanými nástroji byly devizové intervence, různorodá opatření na omezení toků kapitálu uzpůsobená konkrétní situaci v dané ekonomice. V současnosti vedou spekulace ohledně ukončení kvantitativního uvolňování ve Spojených státech k rychlému stahování investic z rozvíjejících se trhů, a naznačují tak do budoucna možné další problémy související s ústupem od nekonvenčních měnověpolitických nástrojů.

Velmi uvolněné měnové podmínky ve vyspělých zemí – charakterizované dlouhodobě udržovanými velmi nízkými úrokovými sazbami a škálou používaných nekonvenčních nástrojů – vedou k nadbytku likvidity ve finančním systému. Investoři v těchto podmínkách hledají možnosti získání většího výnosu, a to nejen v domácí ekonomice. Část likvidity nalité do rozvinutých zemí se tak přelévá na trhy zahraniční. Následné zesílení vln kapitálových toků ovšem může mít dalekosáhlé následky pro ekonomiku a hospodářské politiky přijímajících zemí. Lákavým cílem investorů jsou přitom zejména rozvíjející se ekonomiky, jejichž hospodářská aktivita roste dlouhodobě výrazně rychleji než ve vyspělých zemích a jejichž vyšší úrokové sazby skýtají větší výnos (zejména země jižní Ameriky, asijské rozvíjející se ekonomiky a státy ve východní Evropě). K dalším pohybům kapitálu mohou přispívat rovněž změny v regulaci finančních institucí a trhů. Efekt navíc zesilují tzv. carry trades.

Obecně představuje příliv zahraničního kapitálu pro rozvíjející se ekonomiky vítaný zdroj, který snižuje cenu kapitálu (jak soukromého, tak veřejného), čímž podporuje investice a spotřebu a působí tedy prorůstově, může navíc napomoci rozvoji finančních trhů i být doprovázen transferem technologií a manažerských dovedností (zejména jedná-li se o přímé zahraniční investice). Nadměrný příliv kapitálu do ekonomiky však vytváří tlak na zhodnocení místní měny, a tím činí domácí exportéry méně konkurenceschopnými na globálních trzích. Stlačení dlouhodobých výnosů z dluhopisů může činit měnovou politiku méně efektivní, snížení nákladů vlády na půjčování navíc může zhoršit fiskální disciplínu. Přílivy kapitálu mohou, zejména je-li tento volatilní a krátkodobý, mít dopady na makro-finanční stabilitu. Mohou zvyšovat ceny aktiv, přispět k nadměrnému růstu úvěrů, i k vytvoření distorzí na finančních trzích a motivovat finanční instituce k přijímání nepřiměřeně vysokého rizika. Zejména nepříjemné důsledky pak může mít náhlé pozastavení přílivu či dokonce hromadný odliv kapitálu. To může způsobit prudké oslabení domácí měny, nedostatek likvidity či propad cen aktiv. V případě déletrvajících nedůvěry mohou dokonce problémy vyústit v hlubokou hospodářskou krizi. Závažné následky nadměrných kapitálových toků obvykle dopadají především na země s méně rozvinutými finančními trhy, jež nejsou vždy schopny masivní množství likvidity pružně vstřebat. Jak ale poukazují zkušenosti z nedávné doby, s významnými dopady se mohou potýkat také vyspělé ekonomiky (např. Švýcarsko, Island, Japonsko).

Masivní příliv kapitálu do rozvíjejících se ekonomik započatý před krizí se dočasně zastavil po pádu Lehman Brothers, kdy naopak došlo k výraznému odlivu kapitálu z těchto zemí. Finanční toky se však znovu začaly stupňovat od poloviny roku 2009. Na rozdíl od předchozích „vln“ ale dominovaly portfoliové investice, které jsou méně stabilní a jejichž volatilita navíc v posledních letech vzrůstala. Se šířícími se spekulacemi o ukončení kvantitativního uvolňování ve Spojených státech, na něž bouřlivě reagují finanční trhy, tak opět hrozí masivní odliv. K nedávnému stažení investorů navíc v mnoha ekonomikách paradoxně přispělo zavádění

nástrojů regulujících krátkodobé pohyby kapitálu, které tradičně posilují obavy investorů o budoucí repatriaci jejich prostředků.

Optimální reakce hospodářských politik na nadměrné toky kapitálu přitom není zjevná, neboť je často v rozporu s jejich hlavními ekonomickými cíli. V situaci, kdy se ekonomika potýká s extrémně vysokým přílivem kapitálu, by měnová politika mohla napomoci snížením úrokových sazeb, to je však možné pouze v případech, kdy se ekonomika nepřehřívá a nehrozí jí inflační tlaky či cenové bubliny na trzích aktiv. Dilema může centrální bance způsobit nadměrné posilování domácí měny. Výrazně nadhodnocená měna může představovat riziko pro reálnou ekonomiku, snaha omezit apreciaci intervencemi na devizovém trhu však může zhoršit kredibilitu měnové politiky v zemích cílujících inflaci. S devizovými intervencemi mohou být spojeny vysoké náklady na jejich sterilizaci, následný kurzový pohyb může navíc způsobit výrazné ztráty. Dalším dilematům pak hospodářská politika může čelit při nadměrném rychlém odlivu kapitálu ze země.

Mnohdy tak dochází k dočasnému upuštění od hlavního cíle měnové politiky, a to s ohledem na výše uvedená rizika pro finanční stabilitu vyplývající z kapitálového přílivu. Lze soudit, že úrokové sazby byly v některých zemích nastaveny níže, než by odpovídalo vývoji inflačních rizik (např. v Indonésii či v Turecku). Často využívaným nástrojem se staly (sterilizované) devizové intervence (zejména v Peru, Brazílii, Indonésii, Peru či Thajsku). Přibývaly regulatorní a makroprudenční nástroje, např. speciální kapitálové požadavky na banky držící zahraniční aktiva (Peru), daň na příliv kapitálu (Brazílie), daň z úrokových výnosů nerezidentů (Thajsko), stanovená minimální délka držby vybraných domácích cenných papírů (Indonésie), stropy na pozice bank v zahraničních měnách (Jižní Korea), zvýšené povinné minimální rezervy (Brazílie, Peru), nástroje proti odlivu kapitálu (Jižní Afrika, Ukrajina). Naopak opatření fiskální politiky byla použita spíše ve výjimečných případech, když k utlumení kapitálem vyvolaného stimulu došlo pomocí fiskální restriktce v Peru a v Jižní Africe.

Jedním z hlavních příjemců kapitálových toků byla největší jihoamerická ekonomika – **Brazílie**. Důležitým faktorem lákajícím zahraniční investory do země jsou zejména vysoké domácí úrokové sazby – v posledních pěti letech se měnověpolitická sazba centrální banky (*selic*) pohybovala mezi 7,25 % a 13,75 %, a to v podmínkách relativně rychlého hospodářského růstu. Předkrizová vlna přílivu byla přerušena výrazným obratem v tocích kapitálu na konci roku 2008, doprovázeným propadem hodnoty realu vůči dolaru o více než 50 %. Následně začal zájem zahraničních investorů opět rychle narůstat, zejména v případě portfoliových investic, a obnovený příliv brzy přesáhl předchozí vysoké hodnoty. Měnová politika, pracující v režimu cílování inflace, tak byla vystavena dilematu, kdy nárůst inflačních rizik sice implikoval další zvýšení sazeb, tento krok by však současně motivoval další příliv kapitálu. Brazílie proto postupně přistoupila k využití dalších nástrojů. Centrální banka zvýšila povinné minimální rezervy bank a zavedla požadavek na speciální rezervy na držbu zahraničních měn, navýšila kapitálové požadavky na většinu spotřebitelských úvěrů, intervenovala na devizových trzích a rovněž uvalila speciální daň na příliv kapitálu, která byla postupně navýšena až na 6 %. Příznivým jevem bylo zejména to, že se v posledních letech podařilo příliv krátkodobých portfoliových investic do velké míry nahradit dlouhodobějšími a přímými investicemi.

Vysoké domácí sazby přitahovaly kapitál také do **Indonésie**, kde směřoval zejména do vládních dluhopisů a cenných papírů centrální banky (SBI). Zatímco investice do vládních dluhopisů jsou dlouhodobější a relativně stabilní, velmi volatilní portfoliové toky do instrumentů SBI způsobují velké výkyvy ve vývoji měnového kurzu indonéské rupie, kterému se centrální banka snaží čelit devizovými intervencemi. Ty však sterilizovala právě prostřednictvím SBI, jejichž vysoký výnos (přes 8 %) opět přitahoval zahraniční investory. V reakci na to zavedla indonéská centrální banka povinnou minimální dobu držby uvedených cenných papírů a prodloužila splatnost nově vydávaných. Dále zavedla pro banky limit na zahraniční krátkodobé výpůjčky a současně začala požadovat na jimi držené zahraniční měny

vyšší povinné rezervy. Později zavedla nařízení o výnosech z vývozu, které musejí indonéští exportéři dle tohoto nařízení přijímat pouze skrze domácí banky. Na konci roku 2011 se pohyb kapitálu obrátil, na což reagovala centrální banka devizovými intervencemi proti oslabení domácí měny a nákupy vládních dluhopisů na sekundárních trzích. V letošním roce opět dochází k intenzivnímu odlivu, zvýšil se tlak na depreciaci rupie, klesají ceny akcií a zvyšují se výnosy dluhopisů. Z tohoto důvodu centrální banka snížila povolenou dobu držby SBI a intervenuje proti oslabení své měny; ke zmírnění negativních jevů by mohlo přispět také nedávné zvýšení hlavní měnověpolitické sazby na 7 %.

Na rozdíl od většiny rozvíjejících se ekonomik se **Jihoafrická republika** zotavovala z dopadů globální krize pomaleji. Přesto byla vystavena přílivu relativně vysokých finančních toků ze zahraničí. K tomu zřejmě přispělo i to, že JAR byla (podobně jako Indonésie) začleněna do hlavních světových indexů, jejichž složení se mnozí investoři snaží reflektovat ve svém portfoliu. Jihoafrické instituce se rozhodly zavést novou strategii, jejímiž prvky jsou uvolněnější měnová politika s cílem oslabit kurz randu na úroveň příznivější pro konkurenceschopnost a snížit náklady kapitálu; a naopak přísnější fiskální politika, přičemž inflační tlaky mají být tlumeny nástroji na zpomalení růstu mezd. Centrální banka navíc nakupovala na devizovém trhu cizí měny proudící do země s cílem omezit další apreciaci randu. Co se týká nástrojů na omezení pohybu kapitálu, v JAR byly aplikovány zejména ty na straně odlivu, a na rozdíl od jiných zemí byla přijatá regulace v průběhu posledních let uvolňována, a nikoliv zpřísnována. Na rezidenty uvalená různá omezení týkající se jejich investic v zahraničí byla pozvolna redukována (např. limit na investice jednotlivců byl zvýšen na 4 mil. randů, tj. cca 400 tis. USD, podobně byly zvýšeny limity pro institucionální investory), zmírněna byla i další opatření namířená proti odlivu investic ze země. Výjimkou v tomto směru bylo rozšíření seznamu regulovaných transferů o položku duševní vlastnictví.

V případě **Korejské republiky (Jižní Korea)** nepředstavovaly hlavní riziko portfoliové toky, ale zejména půjčky bank. Bankovní sektor, závislý na financování ze zahraničí, nahromadil před krizí velký externí krátkodobý dluh, který byl motivován spekulativními kontrakty v očekávání posilování wonu a úrokovým diferencíálem. Po globální krizi likvidity ke konci roku 2008 se dostaly místní banky do problémů, když nebyly schopny splatný dluh financovat novými výpůjčkami. Korejské veřejné instituce poskytly bankám cizoměnovou likviditu z oficiálních rezerv a rovněž ze swapové dohody uzavřené s americkým Fedem. Devizové rezervy přitom poklesly během pár měsíců o 64 mld. USD a akciový trh se propadl o 70 %. Korea posléze zavedla pravidla, která měla zejména snížit krátkodobé cizoměnové zadlužení bank a posílit kvalitu jejich správy cizoměnového portfolia. Např. zavedla pravidla na omezení nesouladu splatností pohledávek a závazků v cizích měnách, zavedla 125% strop na forwardové kontrakty mezi bankami a exportéry. Poměr úvěrů a vkladů (LTD ratio) bank se musí v průběhu času snížit na 100 %. Byly dále zpřísněny stropy na pozice bank v zahraničních derivátech a uvalena daň na cizoměnové závazky jiné než depozita, dále pak také daň na nákupy domácích stabilizačních dluhopisů za strany zahraničních investorů.

Problematikou nadměrných kapitálových toků se již v minulosti zabývalo setkání [zemí G20](#). Zástupci těchto zemí se shodli na tom, že nástroje pro omezení toků kapitálu mohou představovat užitečný prvek v boji proti hospodářským šokům, neměly by však být využívány k oddálení nutných změn/reform v ekonomice ani jako nástroj získání konkurenceschopnosti. Státy, které mohou svými politikami ovlivnit jiné země, zejména pak státy s rezervními měnami, by měly při svých rozhodnutích zvažovat i tyto (tzv. cross-border) dopady. V tomto směru se diametrálně změnil i [přístup Mezinárodního měnového fondu](#), který již připouští možnost použití různých opatření na omezení finančních toků, které dříve razantně odmítal. Otázku znovu otevírá aktuální vývoj na finančních trzích v souvislosti s očekáváním odstavování stimulu Fedu (ukončování programu QE3). Strategiemi „exitu“ a otázkou velkých a volatilních kapitálových toků se mimo jiné zabývala také srpnová [konference v Jackson Hole](#).

4. VYBRANÝ PROJEV: MĚNOVÁ POLITIKA A SOUČASNÁ EKONOMICKÁ SITUACE

Viceguvernérka švédské Riksbank Kerstin af Jochnick přednesla 22. srpna [projev](#) o současné ekonomické situaci a nastavení měnové politiky. Zaměřila se přitom mezi jiným i na vliv měnové politiky na zadlužení domácností. Názor, že příliš uvolněná měnová politika může zvyšovat riziko propuknutí finanční krize, je možným vysvětlením, proč Riksbank prozatím nepřistoupila k dalšímu snížení repo sazby.

Ve svém projevu se Kerstin af Jochnick zabývá současnou ekonomickou situací ve Švédsku a nastavením měnové politiky Riksbank. Zmiňuje přitom první známky oživení v Evropě i v domácí ekonomice, přičemž ale inflace (měřená růstem CPI) zůstává stále blízko nuly, tedy hluboko pod 2% inflačním cílem. Viceguvernérka oceňuje také v poslední době intenzivnější využívání aktivního řízení očekávání ekonomických subjektů („forward guidance“) ze strany nejvýznamnějších centrálních bank, přičemž v této souvislosti připomíná, že Riksbank je jednou z mála centrálních bank, které explicitně zveřejňují prognózu úrokových sazeb.

Značnou pozornost věnuje Kerstin af Jochnick vlivu měnové politiky na zadluženost domácností a implikacím pro finanční stabilitu. Jak viceguvernérka poznamenává, bere současná měnová politika Riksbank kromě striktního cílování inflace do úvahy také rizika spojená s vysokým zadlužením švédských domácností. Při současném nastavení měnové politiky dosáhne inflace podle prognózy švédské centrální banky cíle v horizontu dvou let. Pokud by měnová politika byla více uvolněná, Kerstin af Jochnick připouští, že by k dosažení cíle mohlo dojít dříve. Zároveň by ale expanzivnější měnová politika vedla ke zvýšení rizika souvisejícího s dále rostoucím zadlužením domácností, obzvláště pokud by domácnosti očekávaly, že úrokové sazby zůstanou nízké po delší dobu. Očekávání dlouhodobě nízkých úrokových sazeb by přispělo ke zlevnění úvěrů, zejména hypoték, a vedlo k pokračujícímu růstu zadlužení. Kvůli zvýšené poptávce by mohlo dojít k dalšímu růstu cen nemovitostí se silícím rizikem jejich možného budoucího pádu. Tím způsobená hospodářská krize by pak vedle výrazného zvýšení nezaměstnanosti významně ztížila dosahování inflačního cíle v budoucnosti.

Kerstin af Jochnick přitom uznává, že měnová politika není hlavním ani nejúčinnějším nástrojem péče o finanční stabilitu, tuto roli by měly hrát zejména nově vznikající makroprudenční nástroje, jako je například regulace poměru výše úvěru k hodnotě zástavy („loan to value“, LTV), poměru dluhu k příjmu („loan to income“, LTI), regulace finanční páky či požadavky kapitálové přiměřenosti. K implementaci těchto nástrojů se ale váže potřeba důkladných analytických podkladů, například je třeba začít využívat individuálních dat namísto agregátních ukazatelů či výběrových šetření. Ve Švédsku se na zavádění těchto nástrojů pracuje, ale do doby, než budou plně funkční, musí podle Kerstin af Jochnick jejich funkci dočasně nahrazovat měnová politika. Viceguvernérka uzavírá projev prohlášením, že dokud nebude makroprudenční politika plně funkční, Riksbank bude pokračovat ve flexibilním pojetí měnové politiky, které jí umožňuje brát v úvahu širší škálu faktorů, jako je právě zadlužení domácností.

Tímto se Riksbank řadí do silícího proudu centrálních bank, které přistupují k cílování inflace flexibilněji, než tomu bylo zvykem doposud. Někteří komentátoři (např. Bloomberg, 22. srpna) přístup Riksbank dokonce interpretují jako přechodné cílování zadlužení domácností. Aktuální relativně přísná měnová politika Riksbank se setkala s nesouhlasem jejího - dnes již bývalého - viceguvernera Larse E. O. Svenssona. Tento názor byl jedním z důvodů, které jej vedly k tomu, že se po skončení svého mandátu v červnu 2013 rozhodl pro další funkční období do vedení Riksbank již nekandidovat. Dalšími příklady centrálních bank, které z různých důvodů tolerují odchylky inflace od svých cílů, se zabývalo Téma pod lupou v [červnovém vydání](#) Monitoring centrálních bank.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5. září 2013. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz.