

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2018

V TOMTO ČÍSLE

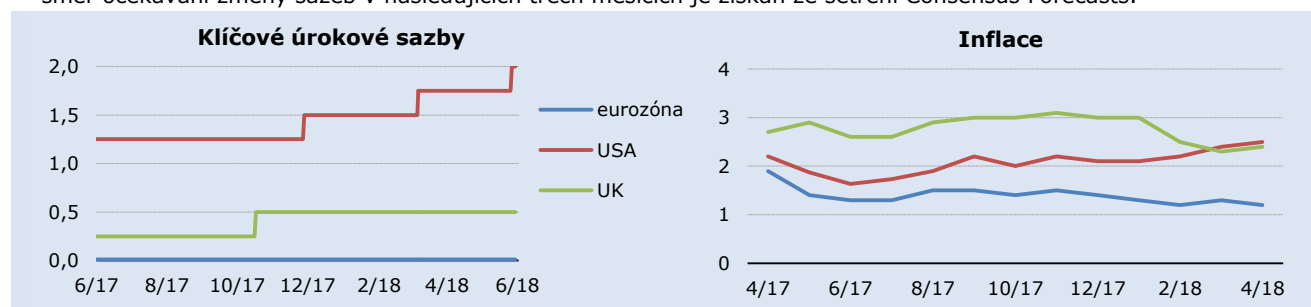
Inflace ve většině sledovaných ekonomik dosáhla inflačních cílů a ekonomický růst převážně mírně zpomaluje z minulých solidních temp. Většina zemí vykazuje historicky nízké míry nezaměstnanosti a uzavírají se dříve záporné mezery výstupu. Klíčové úrokové sazby centrálních bank se i nadále pohybují spíše na nízkých úrovních, což poskytuje daným ekonomikám měnověpolitický stimul. Úrokové sazby zvýšil pouze Fed. V ECB a Riksbank lze výhledově očekávat úplné opuštění nekonvenčních měnověpolitických nástrojů a s tím související normalizaci měnové politiky. Téma pod lupou se věnuje měnové politice Nového Zélandu, jejíž centrální banka letos rozšiřuje svůj mandát na duální a chystají se i další změny v zákoně o RBNZ. Ve vybraném projevu guvernér BoC Stephen Poloz rozebírá vývoj zadlužení kanadských domácností a jeho význam pro měnověpolitické rozhodování.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

| | eurozóna (ECB) | USA (Fed) | Velká Británie (BoE) |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| inflační cíl | <2 % ¹ | 2 % ² | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 26. dubna (0,00) 14. června (0,00) | 20. – 21. března (+0,25) 1. – 2. května (0,00) 12. – 13. června (+0,25) | 22. března (0,00) 10. května (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | 0,00 %; -0,40 % ³ | 1,75 – 2,00 % | 0,50 % |
| poslední inflace | 1,9 % (květen 2018) ⁴ | 2,5 % (duben 2018) | 2,4 % (duben 2018) |
| očekávaná MP zasedání | 26. července 13. září | 31. července – 1. srpna | 21. června 2. srpna 13. září |
| další očekávané události | 26. 7. zveřejnění prognózy zaměstnanců eurosystému | 18. 7. zveřejnění Beige Book | 2. 8. zveřejnění Inflation Report |
| očekávaný vývoj sazeb¹ | → | ↑ | → |

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



ECB nastavení svých měnověpolitických sazeb nezměnila a očekává, že na současných úrovních budou alespoň do konce léta 2019. V červnu potvrdila, že program nákupů aktiv v současném měsíčním objemu 30 mld. eur bude probíhat do konce září 2018, poté – s ohledem na aktuální ekonomický vývoj – budou nákupy sníženy do konce prosince 2018 na měsíční objem 15 mld. eur a pak zcela ukončeny. Reinvestování jistiny splatných cenných papírů však bude zachováno. Výhled růstu HDP byl pro letošní rok snížen na 2,1 % (proti 2,4 % v březnu), výhled pro roky 2019 (1,9 %) a 2020 (1,7 %) zůstává nezměněn. Výhled inflace pro roky 2018 i 2019 byl přehodnocen směrem vzhůru na 1,7 % (pro oba roky, proti 1,4 % v březnu); pro rok 2020 zůstal na úrovni 1,7 %.

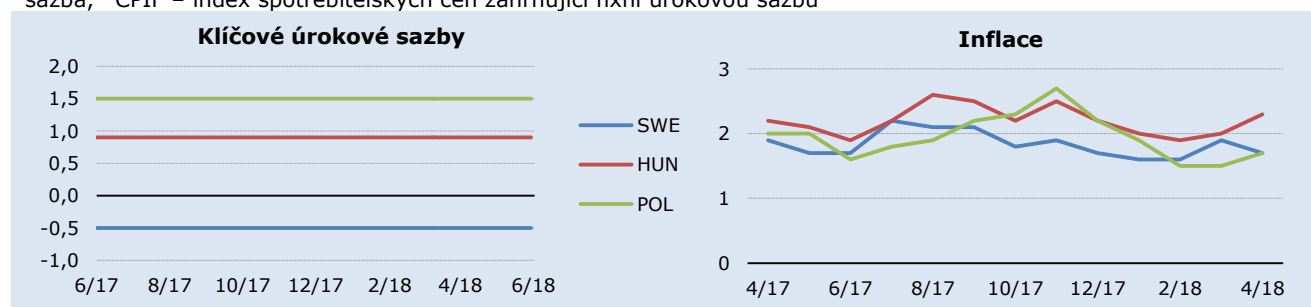
Fed v březnu i v červnu v souladu s očekáváním trhů zvýšil klíčovou úrokovou sazbu na výsledných 1,75–2 %. Podle mediánu [predikcí členů FOMC z 6/18](#) lze letos očekávat ještě dvě zvýšení této sazby o 0,25 p. b. na 2,4 %; pro rok 2019 je medián na úrovni 3,1 % a pro rok 2020 na úrovni 3,4 %. FOMC očekává růst HDP v letošním roce o 2,8 % a v příštím roce o 2,4 %. Trh práce zůstává silný, výhled míry nezaměstnanosti pro následující tři roky je pod 4 %, květnová míra nezaměstnanosti poklesla na 3,8 % (nejnižší od dubna 2000). Inflace by i v následujících letech měla překonávat hranici 2 %. V červnu FOMC z doprovodného prohlášení vypustila zmínku o budoucí úrovni sazeb (forward guidance) a oznámila, že tiskové konference se od ledna 2019 budou konat po každém měnovém zasedání.

BoE na uplynulých dvou zasedáních ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP). Dva členové MPC nicméně v květnu hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb. Inflace pozvolna klesá k cíli a dosáhne jej v polovině roku 2020, s tím jak pozvolna odezní průsak předchozího oslabení libry do spotřebitelských cen. Prognóza současně předpokládá mírný růst úrokových sazeb v následujících třech letech (3 x 0,25 p.b.). HDP v následujících letech poroste v průměru tempem 1,75 %. Inflace je pak očekávána v průměru okolo 2 %.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

| | Švédsko (Riksbank) | Maďarsko (MNB) | Polsko (NBP) |
|------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| inflační cíl | 2 % | 3 % | 2,5 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 25. dubna (0,00) | 27. března (0,00) 24. dubna (0,00) 22. května (0,00) | 10. – 11. dubna (0,00) 15. – 16. května (0,00) 5. – 6. června (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | -0,50 %; -1,25 % ² | 0,9 %; -0,15 % ² | 1,50 % |
| poslední inflace | 1,7 % (duben 2018) | 2,3 % (duben 2018) | 1,7 % (duben 2018) |
| očekávaná MP zasedání | 3. července 5. září | 19. června 24. července 21. srpna | 10. – 11. července 4. – 5. září |
| další očekávané události | 3. 7. zveřejnění Monetary Policy Report | 19. 6. zveřejnění Inflation Report | červenec zveřejnění Inflation Report |
| očekávaný vývoj sazeb¹ | → | ↑ | ↑ |

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, ² depozitní sazba, ³ CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu



Riksbank na svém posledním zasedání ponechala opět základní úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni -0,5 % a předpokládá její pozvolné zvýšení o něco později, než očekávala doposud: k návratu sazby nad nulu, resp. k dosažení její mírně kladné úrovně dle prognózy dojde na počátku roku 2020. Riksbank nadále reinvestuje na trhu hodnotu maturujících dluhopisů a kuponů. Hodnota nákupu dluhopisů dosáhla v květnu kumulativně více než 320 mld. SEK. Riksbank v dubnové prognóze mírně zvýšila výhled inflace CPI pro rok 2018 na 1,8 % a výhled CPIF na 1,9 %, v obou případech o 0,1 p.b. Pro rok 2019 banka očekává CPI na úrovni 2,6 % a CPIF na hladině 1,9 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank mírně snížila na 2,6 %, pro příští rok pak očekává 2 %.

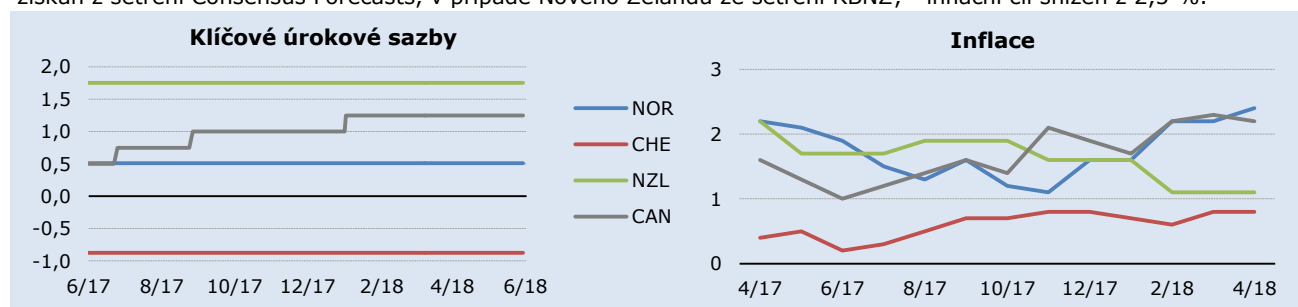
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na -0,15 %. Ve střednědobém horizontu MNB očekává zvýšení inflace plynoucí z růstu domácí poptávky a mezd. Maďarská ekonomika si v prvním čtvrtletí udržela dynamiku ve výši 4,4 %, zejména díky sektoru služeb a průmyslu. Zaměstnanost se nachází na historických maximech, nezaměstnanost dále klesá. Pokračuje solidní růst firemních úvěrů kolem 10 %, což je částečně důsledkem předchozích podpůrných programů MNB. Růst úvěrů domácnostem, dominantně hypotečních, nepřesáhl 3 %. MNB doposud nakoupila hypoteční dluhopisy (mortgage bonds) v objemu 150 mld., a to přibližně z 1/3 na primárním trhu, a vedle toho se též prostřednictvím IRS facility snaží ovlivnit dlouhý konec výnosové křivky. Dosavadním výsledkem těchto programů je výrazný pokles rozdílu mezi výnosem hypotečního dluhopisu a vládního dluhopisu.

NBP ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. V prvním čtvrtletí 2018 ekonomický růst mírně zpomalil na 5,1 % meziročně, zůstává však silný díky spotřebitelské poptávce tažené svižným mzdovým růstem i spotřebitelským optimismem. Pro letošní rok NBP očekává tempo růstu HDP ve výši 4,2 %, v roce 2019 pak růst o 3,8 % a v roce 2020 o 3,6 %. Celková inflace zpomalila na 1,7 %. Ukazatele jádrové inflace jsou i nadále nízké. NBP očekává, že při konstantní úrokové sazbě 3M WIBOR na úrovni 1,73 % bude v roce 2018 inflace na úrovni 2,1 %, v roce 2019 na hladině 2,7 % a v roce 2020 3 %.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

| | Norsko (NB) | Švýcarsko (SNB) | Nový Zéland (RBNZ) | Kanada (BoC) |
|------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| inflační cíl | 2 % ⁵ | 0–2 % | 2 % | 2 % |
| MP zasedání (změny sazeb) | 15. března (0,00) 3. května (0,00) | 15. března (0,00) | 22. března (0,00) 10. května (0,00) | 18. dubna (0,00) 30. května (0,00) |
| aktuální klíčová sazba | 0,50 %; -0,50 reserve rate ¹ | od -1,25 do -0,25 % ² ; -0,75 % ³ | 1,75 % | 1,25 % |
| poslední inflace | 2,4 % (duben 2018) | 0,8 % (duben 2018) | 1,6 % (Q4 2017) | 2,2 % (duben 2018) |
| očekávaná MP zasedání | 21. června 16. srpna | 21. června | 28. června 9. srpna | 11. července 5. září |
| další očekávané události | 21. 6. zveřejnění Monetary Policy Report | 27. 6. zveřejnění Quarterly Bulletin | 9. 8. zveřejnění Monetary Policy Statement | 11. 7. zveřejnění Monetary Policy Report |
| očekávaný vývoj sazeb¹ | → | → | → | ↑ |

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



NB ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a očekává její pozvolný růst po letošním létě. Norská ekonomika pokračuje v ekonomickém růstu a záporná produkční mezera se téměř uzavřela. Inflace se nachází pod 2% inflačním cílem a bude tomu tak i v průběhu roku 2019. Registrovaná nezaměstnanost dosáhla 2,4 %, nezaměstnanost podle Labour Force Survey činí 3,9 %. Pokračovala korekce cen nemovitostí. Růst úvěrů domácnostem vykazuje stabilních 6 % a růst úvěrů nefinančním podnikům vzrostl k 8 %. V rámci mzdových vyjednávání bylo dosaženo dohody o růstu mezd v průmyslu na úrovni 2,8 %.

SNB i nadále ponechává interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %) a také sazba pro úročení zůstatků bank u SNB zůstává na -0,75 %. SNB si i nadále vyhrazuje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. V roce 2018 očekává SNB růst HDP kolem 2 %. Prognózu inflace pro rok 2018 banka mírně snížila na 0,6 % (z 0,7 %), pro rok 2019 očekává 0,9 % namísto 1,1 % a pro rok 2020 1,9 %.

RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 1,75 %. Inflace za první čtvrtletí 2018 dosáhla úrovně 1,1 %, přičemž na nízké úrovni ji drží slabší dovozní ceny. Inflace poroste pouze pozvolna k 2% cíli, kterého dosáhne až koncem roku 2020. Zaměstnanost se nachází na vrcholu svých udržitelných hodnot (67,7 %), nezaměstnanost poklesla na 4,4 %. Ekonomický růst dosáhl 2,9 % a podle prognózy RBNZ ekonomika poroste 3% tempem.

BoC v dubnu i květnu ponechala svou klíčovou sazbu na 1,25 %. Inflace je mírně nad cílem a ekonomika se nachází zhruba na hranici svých možností. Podle dubnového výhledu BoC poroste ekonomika v letošním roce nižším tempem, než předpokládal minulý výhled, tj. o 2 % (namísto 2,2 %). V roce 2019 pak hospodářský růst dosáhne 1,8 % (oproti 1,6 % v minulé predikci). Inflace se zvýšila a v dubnu se nacházela na úrovni 2,2 %. V nadcházejícím období bude inflace mírně nad 2 %, zejména v důsledku přechodného vlivu vyšších cen pohonných hmot.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Nová jednodenní referenční sazba ECB má jméno

Rada guvernérů ECB v květnu rozhodla, že nová nezajištěná jednodenní úroková sazba, která bude sloužit jako záložní referenční sazba a bude vytvořena do roku 2020, ponese jméno ESTER (euro short-term rate). Více o této sazbě viz [MCB z prosince 2017](#).

BoE a ECB vytvoří pracovní skupinu k rizikům Brexitu

Evropská komise a britské ministerstvo financí požádaly Bank of England a ECB o vytvoření pracovní skupiny, která se bude věnovat risk managementu ve finančních službách pro období kolem konce března 2019, kdy Velká Británie vystoupí z Evropské unie. Skupině budou společně předsedat guvernér BoE Mark Carney a prezident ECB Mario Draghi. Evropská komise a ministerstvo financí UK se budou zasedání účastnit jako pozorovatelé; další úřady a instituce mohou být přizvány na základě probíraných témat. První zasedání skupiny by se mělo konat do poloviny letošního roku.

Švédská Riksbank slaví 350 let od svého založení ve velkém stylu

U příležitosti 350. výročí založení pořádá švédská centrální banka [akce k tomuto výročí](#) po celém Švédsku. Na konci května také uspořádala [konferenci](#) o roli centrálních bank, které se účastnili například předseda Fedu Jerome Powell, guvernér BoE Mark Carney a šéf BIS Agustín Carstens. Riksbank také vydala retrospektivní [publikaci](#) popisující důležité milníky v historii Riksbank, Cambridge University Press vydala [pamětní knihu](#) o Riksbank a historii centrálního bankovníctví a švédská pošta vydala [jubilejní poštovní známky](#). Oslavám 350. výročí je věnována též [samostatná sekce](#) webových stránek banky (viz také [březnový MCB](#)). V září pak Riksbank uspořádá [den otevřených dveří](#) ve své centrále ve Stockholmu.

Turecká centrální banka se přetlačuje s prezidentem

Turecká centrální banka (CBRT) se snaží odolávat politickému tlaku a zároveň zachraňovat tureckou měnu. Turecký prezident Erdogan, kterého čekají předčasné prezidentské volby (24. 6.), totiž v zájmu zachování ekonomického růstu propaguje uvolněnou fiskální politiku a nízké úrokové sazby (podle jeho představ navíc vedou vysoké úrokové sazby k inflaci). Dlouhodobě proto tlačí na CBRT, aby nepřistupovala ke zvyšování sazeb. Banka však v situaci přehřívající se ekonomiky, klesající liry a rostoucí inflace (která se v 1. čtvrtletí 2018 pohybovala nad 10 % a nad 5% cílem CBRT setrvává již několik let) musela přistoupit ke zpřísnění měnové politiky. Na dubnovém zasedání (25.4.) proto [zvýšila svou úrokovou sazbu](#) používanou v té době (tzv. late-liquidity window, LLW) o 0,75 p. b. na 13,5 %. Turecký prezident reagoval prohlášením, že úrokové sazby jsou „matkou všeho zla“ („mother of all evil“) a že v případě vítězství v červnových volbách omezí nezávislost centrální banky. Turecká lira i vládní dluhopisy na jeho slova reagovaly prudkým poklesem a lira tak od počátku roku vůči dolaru oslabilo o více než 20 %.

CBRT na obranu liry a za účelem udržení inflace pod kontrolou svolala mimořádné měnověpolitické zasedání (23.5.), na němž [zvýšila sazbu LLW](#) o další 3 p. b. na 16,5 % a potvrdila, že bude i nadále udržovat přísnou měnovou politiku. Prezident sice poté vystoupil, nicméně již na zvýšení sazeb nereagoval. Naopak se snažil uklidnit finanční trhy prohlášením, že Turecko se stále řídí globálními principy měnové politiky. Několik dní poté (28.5.) CBRT [oznámila](#) zjednodušení rámce své měnové politiky s platností od počátku června. Hlavní měnověpolitickou sazbou se stala v současnosti nevyužívaná jednotýdenní repo sazba, která byla zvýšena na 16,5 % (do června byla 8 %), a kolem této sazby byl vytvořen symetrický koridor jednodenní depozitní a zápůjční sazby v šíři $\pm 1,5$ %. Lira na oznámení reagovala mírným posilováním; finanční trhy doufají ve zvýšení nezávislosti centrální banky a setrvání u standardní měnové politiky. Na pravidelném zasedání (7.6.) pak CBRT přistoupila k dalšímu [zvýšení jednotýdenní repo sazby](#) o 1,25 p. b. na 17,75 %. Ve snaze uklidnit trhy se koncem května také guvernér CBRT a turecký vicepremiér v Londýně sešli s investory.

Americké kroky k deregulaci bank

Rada guvernérů Fedu na konci května [odhlasovala](#) zjednodušení a zmírnění tzv. Volckerova pravidla, které velkým bankám zabraňuje ve spekulativních finančních obchodech a investicích. S navrženými změnami musí souhlasit ještě další čtyři americké regulační instituce. Volckerovo pravidlo z roku 2013 se stalo součástí tzv. Dodd-Frankova zákona, který byl přijat již v roce 2010 na ochranu bankovních klientů a nastavoval finančně regulační procesy pro banky a finanční instituce po finanční krizi roku 2008. Platnost Dodd-Frankova zákona je zmírňována – vedle uvedeného rozhodnutí Fedu z konce května – také [zákonem](#) přijatým americkým Kongresem o týden dříve, jehož hlavním cílem je vyjmutí malých a středních bank a finančních institucí z přísné pokrizové regulace.

Další chystané změny v Radě guvernérů Fedu a v FOMC

Na dvě ze čtyř zbylých volných míst v sedmimístné Radě guvernérů Fedu nominoval americký prezident ekonom Richarda Claridu, současného manažera fondu PIMCO, a bankovní regulátorku z Kansasu Michelle Bowman. Jejich nominaci do Rady guvernérů musí ještě schválit americký Senát. O předcházejících nominacích do Rady guvernérů viz MCB [z prosince a ze září 2017](#).

V červnu dojde také ke změně v čele newyorského Fedu, jehož prezident tradičně zastává pozici viceprezidenta FOMC se stálým hlasovacím právem. Odcházejícího Williama Dudleyho nahradí v čele Fedu NY John Williams, v současnosti prezident Fedu v San Franciscu. Fed SF bude dočasně řídit jeho současný první viceprezident Mark Gould, který bude také reprezentovat sanfranciský Fed v FOMC.

Kuroda pokračuje v čele BoJ a banka přestává zmiňovat, kdy dosáhne 2 % inflace

Japonská vláda počátkem dubna [jmenovala](#) Haruhiko Kurodu do čela japonské centrální banky i na druhé pětileté funkční období. Lze tak očekávat pokračování dosavadní uvolněné měnové politiky BoJ. Ve [výhledu inflace](#) (Outlook for Economic Activity and Prices) z dubnového měnověpolitického zasedání BoJ zároveň zcela vypustila časový rámec, ve kterém by mělo být dosaženo 2% CPI inflace. Dosažení cíle bylo od spuštění QE v roce 2013 již šestkrát posouváno, což nepřispělo ke kredibilitě BoJ; lednový inflační výhled tento cíl stanovoval na fiskální rok 2019 (tj. na období duben 2019 – březen 2020).

Noví guvernéri v čele finské a novozélandské centrální banky

Na pozici guvernera Bank of Finland (BoF) finská parlamentní komise jednomyslně nominovala Olliho Rehna, který zvítězil mezi 10 kandidáty, a jeho [nominaci následně potvrdil finský prezident](#). Olli Rehn nastoupí na sedmileté funkční období v čele centrální banky v červenci. Olli Rehn je v současnosti viceguvernerem BoF; dříve zastával mj. pozici finského ministra hospodářství nebo evropského komisaře pro hospodářskou a měnovou politiku.

V čele RBNZ stojí od konce března nový guvernér Adrian Orr, kterého na základě jednomyslného doporučení RBNZ [jmenoval](#) na pětileté funkční období novozélandský ministr financí. Nový guvernér RBNZ zároveň [podepsal](#) s ministrem financí dohodu (PTA), která rozšiřuje mandát RBNZ na duální. O historii a změnách v politice RBNZ viz Téma pod lupou v tomto MCB.

Norges Bank spouští výzkumný blog

Norská centrální banka spustila v dubnu webový blog [Bankplassen](#), kde výzkumníci z řad NB mohou publikovat své články. Většina příspěvků je pouze v norštině. Účelem blogu je čtivou formou pojednávat o tématech týkajících se centrální banky a podnítit diskuzi se širokou veřejností. Podobný webový blog ([Bank Underground](#)) spustila již v roce 2015 Bank of England (viz [MCB ze září 2015](#)).

Bank of England pomáhá s ekonomickým vzděláváním

BoE se rozhodla přispět k ekonomické gramotnosti veřejnosti. Proto vytvořila a zdarma publikuje vzdělávací materiály pro školy, zahrnující prezentace a videa pod názvem „[econoME](#)“. Zároveň v rámci vzdělávací iniciativy BoE navštěvují tzv. „bankovní ambasadoři“ školy a vzdělávací instituce po celé Británii a diskutují se studenty, aby zvýšili zájem o ekonomické vzdělání a rozšířili povědomí o činnosti centrální banky. Vedení banky a členové jednotlivých bankovních výborů navíc také navštíví vybrané školy a umožní studentům vhled do rozhodovacích procesů BoE.

Švýcaři v referendu odmítli iniciativu „plných peněz“ (Vollgeld)

Ve Švýcarsku proběhlo v červnu referendum k iniciativě tzv. „plných peněz“ (Vollgeld-Initiative), podle které by peníze nemohly vytvářet komerční banky, ale pouze centrální banka. Švýcarští voliči v referendu tento koncept výraznou většinou hlasů odmítli. SNB zamítnutí iniciativy [přivítala](#). Guvernér SNB v květnu k této iniciativě pronesl [projev](#) na univerzitě v St. Gallen, kde před konceptem „plných peněz“ opět varoval, označil ho za hrozbu pro stabilitu finančního systému a potvrdil, že SNB i švýcarská Federální rada se stejně jako švýcarský parlament stavějí proti němu. Více o této iniciativě viz také [březnový MCB](#).

3. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA NOVÉHO ZÉLANDU – STÁLE V POHYBU

Nový Zéland se v roce 1989 stal první zemí na světě, která zavedla cílování inflace jako měnověpolitický režim. Nyní, po téměř třiceti letech, se novozélandská vláda rozhodla, že je čas na další změnu. Změně mandátu centrální banky, ale také zásahům vlády do její měnové politiky se věnuje tento článek.

Nový Zéland je ostrovní stát s velikostí mírně přes 250 tisíc km², tedy přibližně stejnou jako má Velká Británie, osídlený necelými 5 miliony obyvatel. Jeho nejbližším sousedem je asi 2000 km vzdálená Austrálie. Je konstituční monarchií s parlamentní formou vlády.¹ Země patří k bohatým vyspělým státům, dle ekonomické úrovně měřené HDP na hlavu v PPP jí na světě patří přibližně 30. příčka. Objemem HDP v PPP se řadí na 68. místo na světě. Její ekonomika je tedy malá, ale otevřená a silně závislá na mezinárodním obchodu: vývoz (i dovoz) představuje asi 30 % HDP země. Vyváží zejména zemědělské produkty a patří k pěti největším vývozcům mléčných produktů na světě; je také vývozcem ropy, dřeva a papírenských výrobků. Významným zdrojem příjmů je i turistika a filmový průmysl. Nejvýznamnější položky dovozu jsou auta, stroje a zařízení a ropa a ropné výrobky. Největšími obchodními partnery Nového Zélandu jsou Austrálie, Čína a Japonsko, Spojené státy a země Evropské unie.

Novozélandská ekonomika – od britské farmy k dynamické ekonomice

Až do poloviny 20. století většina novozélandského exportu směřovala do Velké Británie a jeho hospodářství bylo silně ovlivněno fluktuacemi britské ekonomiky.² Od 60. let si však Nový Zéland musel začít hledat nové trhy, neboť Velká Británie se již před svým vstupem do Evropské unie (1973) začala obracet k evropským obchodním partnerům. V roce 1966 uzavřel Nový Zéland dohodu o volném obchodu s Austrálií (dnes Closer Economic Relations, CER), jejíž součástí je od roku 1973 také dohoda o volném pohybu obyvatel. V roce 2008 pak jako první vyspělá země uzavřel dohodu o volném obchodu s Čínou a v současné době jedná (společně s Austrálií) o volném obchodu s Evropskou unií.

Novozélandská ekonomika prošla v 70. a 80. letech obdobím vysoké inflace, kterou se tehdejší vláda snažila mimo jiné řešit zmrazením cen a mezd. Následující vláda rozhodla v roce 1984 o zrušení vládních regulací a o liberalizaci a diverzifikaci ekonomiky. Radikální transformace ekonomiky však měla tvrdé důsledky: ekonomika zpomalila a nezaměstnanost vzrostla. Počátkem 90. let se podařilo dostat inflaci pod kontrolu díky novému měnověpolitickému režimu cílování inflace (viz níže). Ekonomický růst vláda podpořila mimo jiné i zvýšením flexibility trhu práce (změnou některých pracovních zákonů a podporou imigrace). Od konce 90. let pak zažíval Nový Zéland období relativně stabilního růstu a nízké inflace, a počátkem tisíciletí dokonce patřil k nejrychleji rostoucím ekonomikám OECD. Rychlý růst byl nicméně doprovázen makroekonomickými nerovnováhami.³ Novému Zélandu se však cílenými ekonomickými opatřeními a fiskální disciplínou daří tyto nerovnováhy limitovat.

Od roku 2011 zažívá Nový Zéland stabilní ekonomický růst (v současnosti kolem 3 % ročně) s nízkou nezaměstnaností (kolem 4,5 %). K tomu přispívá hlavně stavebnictví a vysoká čistá imigrace v podmínkách uvolněné měnové politiky a vysoké zahraniční poptávky, zejména z Asie. Ke stabilnímu růstu přispívá závazek vlády i nadále dodržovat fiskální disciplínu. V posledních letech pak vláda věnuje pozornost snížení ekonomické nerovnosti.

¹ Nový Zéland byl od roku 1841 britskou kolonií, nezávislost získal roku 1947. Dnes je součástí Společenství národů (Commonwealth) a jeho hlavou je oficiálně britská královna, zastoupená tzv. generálním guvernérem.

² Počátkem 20. století vyvážel Nový Zéland do Velké Británie až 70 % veškerého exportu; vývoz tvořily z více než třetiny zemědělské produkty, zejména vlna, maso a mléko. Dnes představuje export do Velké Británie pouze 3 % vývozu.

³ K nerovnováhám, s nimiž se země musela potýkat, patřily mimo jiné relativně vysoký deficit běžného účtu, vysoký růst cen nemovitostí, zadluženost domácností nebo nadměrné posilování měnového kurzu

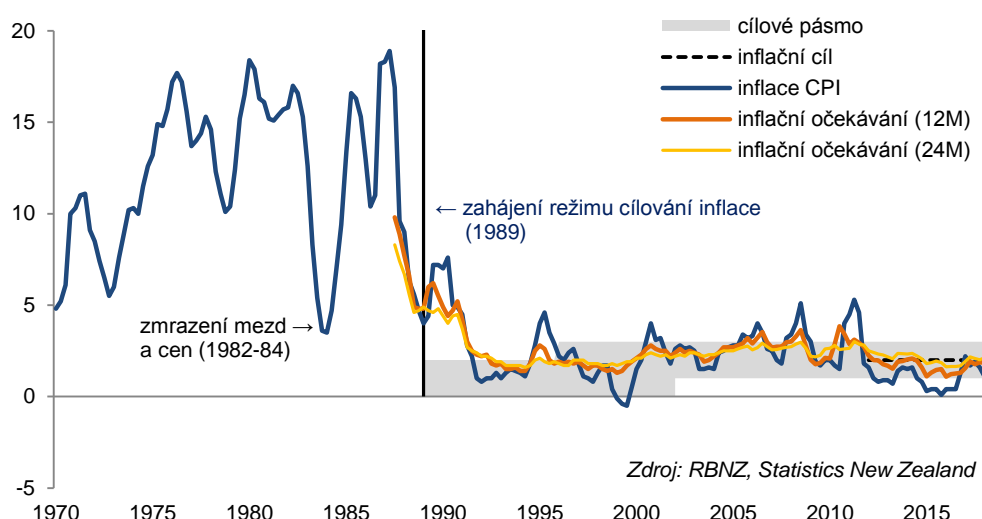
Rezervní banka Nového Zélandu – nezávislost pod dozorem

Centrální banka Nového Zélandu (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ) byla založena roku 1934 jako instituce nezávislá na vládě, jejímž cílem je udržovat hodnotu novozélandské měny a jejíž cíle a povinnosti může změnit pouze parlament. Tuto nezávislost však rychle změnila vláda, která nastoupila v roce 1935 a postupnými dodatky k zákonu ji podřídila vládní kontrole, aby byla nástrojem vládní ekonomické agendy. Banka sama nemohla určovat měnovou politiku. Řízení RBNZ se dalšími dodatky i následným novým zákonem z roku 1964 přesouvalo od parlamentu k ministru financí a zpět, nicméně RBNZ nikdy neměla faktickou nezávislost. Měnovou politiku tak RBNZ mohla ovlivňovat pouze přesvědčováním vlády a argumentací svých ekonomických názorů.

V polovině 80. let, po letech vysoké inflace a v obavách před možnými dalšími inflačními tlaky se vláda a RBNZ shodly na tom, že měnová politika se musí zaměřit na kontrolu inflace. Po diskusi ekonomických expertů, iniciované ministrem financí, byl v roce 1989 přijat nový zákon o RBNZ, který zavedením režimu cílování inflace změnil charakter její měnové politiky a nově definoval též vztah mezi centrální bankou, vládou a parlamentem. Zákon ponechal vládě zodpovědnost za ekonomickou politiku a za celkové směřování měnové politiky, nicméně vymanil RBNZ ze závislosti na krátkodobém politickém rozhodování vlády. Banka a vláda (konkrétně guvernér a ministr financí) nyní uzavírali tzv. dohodu o cílech měnové politiky (Policy Targets Agreement, PTA), která měla pokrývat celou dobu mandátu guvernéra.⁴ PTA činí guvernéra za dosažení cílů osobně odpovědného a také odvolatelného.⁵

Cílem měnové politiky RBNZ se dle zákona stala cenová stabilita, dosahovaná prostřednictvím režimu cílování inflace. RBNZ se tak stala první bankou světa, která tento režim začala oficiálně uplatňovat. Novátorské bylo právě zaměření přímo na inflaci jako cílovanou veličinu, nikoli na mezicíle v té době využívané v jiných zemích (například peněžní zásobu). Klíčovými prvky nového režimu se stalo explicitní vyhlášení inflačního cíle, operační nezávislost centrální banky (tedy právo volit si pro dosažení cíle vhodné nástroje) a vysoká transparence měnové politiky banky. RBNZ začala zveřejňovat pravidelné Zprávy o měnové politice (Monetary Policy Statement), určené primárně parlamentní komisi, která byla pověřena dohledem nad činností centrální banky. Inflační cíl byl od počátku nastaven v podobě cílového pásma. První dohoda PTA stanovila cíl

v pásmu 0–2 %. Specifikace cíle v očích veřejnosti zafungovala a inflaci i inflační očekávání se podařilo během několika let ukotvit v cílovém pásmu. V roce 1996 bylo pásmo rozšířeno na přání tehdejší vlády na 0–3 %, na inflační očekávání však tato změna neměla vliv.



⁴ Dohoda PTA musí být vždy nově dohodnuta a podepsána při jmenování či znovujmenování guvernéra RBNZ a bývá podepisována i v případě vytvoření nové vlády. Vláda také může iniciovat změny PTA sama o sobě. Od roku 1990 bylo podepsáno již 13 PTA.

⁵ Výkon guvernéra sleduje v zastoupení ministra financí Rada ředitelů RBNZ (Board of Directors), která také navrhuje nového guvernéra, jehož na základě návrhu Rady jmenuje ministr financí.

V roce 1997 začala RBNZ jako první centrální banka světa publikovat prognózu úrokových sazeb. V témže roce byl k implementaci měnové politiky zaveden tzv. index měnových podmínek (Monetary Conditions Index, MCI),⁶ jeho zavedení však vzhledem k volatilnímu měnovému kurzu zřejmě přispělo ke zbytečné volatilitě úrokových sazeb, a již v březnu 1999 byla jako hlavní nástroj měnové politiky zavedena tzv. OCR sazba (Official Cash Rate).⁷

V roce 2000 byla na žádost vlády provedena první revize měnové politiky RBNZ, která shledala postupy banky v souladu s tehdejšími nejlepšími mezinárodními standardy a již tehdy (neúspěšně) doporučila vytvořit měnověpolitický výbor a přesunout na něj rozhodovací pravomoci guvernéra. V roce 2002 vedly vládní pochybnosti o tom, zda stávající cíl měnové politiky (tj. 0–3 %) příliš neomezuje ekonomický růst země, ke změně inflačního cíle na 1–3 %, navzdory námitkám RBNZ.

V roce 2004 banka na základě vlastní žádosti získala od vlády [mandát](#) použít intervence na devizovém trhu jako další z nástrojů měnové politiky. K prvním zásahům do volně plovoucího kurzu pak RBNZ přistoupila v roce 2007. V roce 2007 proběhla další revize RBNZ kvůli pochybnostem vlády, zda její měnová politika nepřispívá k nežádoucím makroekonomickým nerovnováhám, v tomto případě bez následných změn v zákoně či v PTA.

Globální finanční krize pak prověřila režim inflačního cílování, že dokáže ztlumit nadměrné výkyvy inflace a ukotvit dlouhodobá inflační očekávání v cílovém pásmu. Znění PTA z roku 2012 bylo po krizi pouze doplněno tak, že banka bude při stanovování měnové politiky brát ohled také na finanční stabilitu. Byl také specifikován střed cílového pásma, poblíž něj by se měla budoucí inflace pohybovat; od roku 2012 je tedy cíl RBNZ specifikován jako 1–3 % s cílovou hodnotou 2 %.

RBNZ – současná revize a její výsledky

V listopadu 2017 se novozélandská vláda [rozhodla](#) provést další revizi zákona o RBNZ s cílem zmodernizovat rámec měnové politiky. [Revize byla rozvržena do dvou fází](#), z nichž první byla zaměřena na provádění měnové politiky a druhá se zaměří zejména na roli banky při dosahování finanční stability.

Závěry první fáze byly [oznámeny](#) zároveň s podpisem nové dohody PTA, kterou koncem března 2018 podepsal nový guvernér RBNZ Adrian Orr s ministrem financí. Zahrnují dvě podstatné změny v provádění měnové politiky RBNZ: rozšíření mandátu RBNZ na duální, zahrnující kromě cenové stability také podporu plné zaměstnanosti, a zavedení měnověpolitického výboru (Monetary Policy Committee, MPC) zodpovědného za formulaci měnové politiky. V současnosti jsou tyto změny zapracovávány do novely zákona o RBNZ, která by měla začít platit v průběhu roku 2018. Změna mandátu na duální byla již promítnuta do březnové PTA a současná doba tak pro RBNZ představuje jakési tranzitivní období před nabytím účinnosti uvedené novely zákona o RBNZ.

První chystaná změna – rozšíření mandátu na duální

Dosavadní mandát RBNZ ukládal bance za cíl udržovat cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu. Nový mandát bude rozšířen o kritérium maximální udržitelné zaměstnanosti. Měnová politika tedy bude mít i nadále za cíl dosahovat ve střednědobém horizontu cenové stability (ve výši specifikované v PTA) a zároveň bude jejím cílem podporovat plnou zaměstnanost, která však nebude kvantifikována žádným ukazatelem. Duální mandát, který kromě inflačního cíle obsahuje také plnou zaměstnanost, je zaveden například v americkém Fedu nebo v australské centrální bance (RBA).

⁶ MCI byl vážená suma měnového kurzu a krátkodobých úrokových sazeb, kde váhy odrážely střednědobý vliv těchto veličin na agregátní poptávku a tudíž i na inflaci. Index také identifikoval pravděpodobné budoucí změny měnové politiky a jejich rozsah.

⁷ OCR je jednodenní zápujční úroková sazba RBNZ.

Druhá změna – měnověpolitický výbor

Hlavním dosavadním principem současného měnověpolitického rozhodování v RBNZ je model tzv. jediného rozhodovacího činitele, kterým je guvernér. Princip odpovídal době přijetí režimu inflačního cílování, kdy v průběhu reformy veřejného sektoru byl zpravidla do čela veřejné instituce postaven manažer s rozhodovací pravomocí, který byl však také za fungování instituce osobně zodpovědný. Guvernér RBNZ však v průběhu měnověpolitického rozhodování vždy využíval neformální interní poradní výbor, který byl v roce 2013 formalizován jako tzv. Governing committee (GC), jehož členy jsou guvernér a tři viceguvernéři. Rozhodovacím činitelem byl však pouze guvernér.

Navrhovaný **měnověpolitický výbor** (MPC) bude kolektivně zodpovědný za měnověpolitické rozhodování. V čele tohoto pěti- až sedmičlenného výboru bude stát guvernér, který bude jeho jediným mluvčím. MPC bude tvořen interními a externími členy, nominovanými Radou ředitelů RBNZ a jmenovanými ministrem financí. Členem MPC bez hlasovacího práva bude také pozorovatel z ministerstva financí, jehož rolí by mělo být usnadnění informačních toků mezi RBNZ a ministerstvem financí. Interní členové (až čtyři) budou jmenováni na pět let, externí členové (minimálně dva) na 4 roky, obojí s možností jednoho prodloužení mandátu.

MPC bude s ministrem financí uzavírat tzv. **Chartu**, která bude podrobně definovat činnost výboru. Bude například stanovovat, jakým způsobem bude MPC zveřejňovat svá rozhodnutí a hlasování. Podle současného návrhu se bude výbor snažit dosáhnout při rozhodování konsenzu, ale pokud se to nepodaří, bude zveřejňovat poměr hlasů; při rovném hlasování bude mít rozhodující hlas guvernér. Dále bude zveřejňován anonymní (nejmenovitý) zápis z jednání, který by měl dokumentovat rozdílné názory.

Třetí změna – odlišné nastavování inflačního cíle (konec PTA)

Se vznikem měnověpolitického výboru bude muset být změněn i způsob stanovování inflačního cíle. Dnešní PTA je totiž dohoda pouze mezi ministrem financí a guvernérem a s přechodem ke kolektivní odpovědnosti celého výboru však už taková dohoda nebude dávat smysl. Inflační cíle bude tedy určovat pouze ministr financí, ve svém rozhodnutí však bude muset brát v úvahu veřejně publikované doporučení RBNZ a ministerstva financí. V návrhu zákona je zvažována i možnost, že by ministr musel obhájit své rozhodnutí před parlamentem.

Další změny – druhá fáze revize

Druhá fáze revize, zahrnující také plánovanou revizi stávajícího makroobezřetnostního rámce a celkově zaměřená zejména na oblast finanční stability, by měla být dokončena v polovině letošního roku. Poté budou oznámeny návrhy případných změn.

Závěrem: RBNZ kráčí dál pod taktovkou demokratické vlády

Centrální banka Nového Zélandu se v roce 1989 stala první centrální bankou, která zavedla režim cílování inflace. Zákon o RBNZ zároveň nastavoval pravidla nového měnověpolitického režimu, včetně operační nezávislosti a vysoké transparency. Transparency RBNZ byla opakovaně vysoce hodnocena, v roce 2014 se v žebříčku transparency centrálních bank umístila na třetím místě za švédskou Riksbank a ČNB.⁸ Podle stejného výzkumu je však v žebříčku nezávislosti na poměrně nízké cca 70. pozici.⁹ Nízké skóre RBNZ je odrazem toho, že novozélandská vláda má historicky silnou pozici vůči centrální bance a vždy zasahovala do měnové politiky země. Výhodou Nového Zélandu je, že její vláda je demokratická a rozhodnutí o měnové politice jsou dosahována ve shodě či minimálně po diskuzi s RBNZ, případně po revizi externími experty.

⁸ Viz Dincer and Eichengreen, "[Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures](#)," *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 1: 189-259, March 2014.

⁹ Do hodnocení se promítá například nezávislost guvernéra a možnost jeho odvolání (či odvolání celého měnověpolitického rozhodovacího tělesa), nezávislost banky ve formulaci měnové politiky či jejích cílů nebo zasahování vlády do nastavení měnového kurzu.

Otázkou je, nakolik zásahy do měnové politiky v podobě poměrně častých a ne vždy pravidelných změn inflačního cíle či jiných parametrů provádění měnové politiky mohou podlomit důvěru veřejnosti v cíl měnové politiky. Sama banka přiznává,¹⁰ že časté změny PTA nejsou ideální, vnímá je však jako přiměřené, protože změny podle ní vždy pouze formalizovaly zkušenosti, které vláda a banka získaly v procesu výkonu měnové politiky. Podle vývoje inflačních očekávání lze soudit, že veřejnost vnímá RBNZ jako kredibilní instituci i přes tyto občasné úpravy měnové politiky. Z hlediska dlouhodobé kredibility a určitého ustálení měnověpolitického režimu však pravděpodobně zvolila vhodnější postup kanadská centrální banka (BoC), kde také existuje standardní možnost změn inflačního cíle, avšak v pravidelných pětiletých intervalech, kdy BoC ve společném prohlášení s vládou obnovuje inflační cíl.

¹⁰ Viz projev viceguvernéra RBNZ McDermotta v dubnu 2018: Inflation Targeting in New Zealand: an experience in evolution, <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2018/speech2018-04-12>.

4. VYBRANÝ PROJEV: KANADSKÁ EKONOMIKA A ZADLUŽENÍ DOMÁCNOSTÍ – JAK VELKÝ JE TO PROBLÉM?

Guvernér Bank of Canada (BoC) Stephen S. Poloz ve svém květnovém [projevu](#) na půdě obchodní komory v Yellowknife rozebíral vývoj zadlužení kanadských domácností a jeho význam pro měnověpolitické rozhodování.

Dluh kanadských domácností se v posledních letech zvyšuje a stává se tak podle guvernéra S. Poloze stále důležitějším předmětem zájmu. BoC přitom kromě dopadu zadluženosti na zranitelnost finančního systému sleduje také citlivost ekonomiky na rostoucí sazby.

Zadlužení kanadských domácností v poměru k disponibilnímu důchodu za posledních 20 let vzrostlo zhruba ze 100 % na 170 %. Zatím tak sice nedosahuje úrovní obvyklých ve Švédsku, Norsku či Austrálii, vykazuje však podobné rysy vývoje: vysoký podíl vlastníků nemovitostí, dobře vyvinutý hypoteční trh a dekády setrvalého růstu cen nemovitostí. V případě Kanady k tomuto růstu cen přispěly faktory na straně nabídky i poptávky. Na nabídkové straně to bylo například omezení výstavby v řadě měst, na straně poptávky pak demografický vývoj a dlouhé období nízkých úrokových sazeb. Silná touha kanadských domácností vlastnit nemovitosti v kombinaci s jejich rostoucími cenami pak přirozeně vedla k rostoucímu zadlužení.

Počátky růstu dluhu kanadských domácností sahají na konec 90. let. Tehdy získalo cílování inflace BoC určitou kredibilitu, což se projevilo nízkou očekávanou inflací a nízkými úrokovými sazbami. Dramatický zlom pak přinesla globální finanční krize v roce 2008, kdy centrální banky ve snaze podpořit ekonomiku snížily své úrokové sazby na historická minima, kde je ponechaly po delší dobu. Potřebná fiskální a monetární opatření, která pomohla zabránit pádu do hlubší hospodářské krize, však mají své náklady a jsou spojena s dluhovým financováním. Zatímco fiskální stimuly vedou k růstu dluhu vládních institucí, uvolnění měnové politiky vede k růstu dluhu domácností. Nadměrná zadluženost přitom způsobuje větší zranitelnost a menší odolnost ekonomiky vůči šokům, což musí mít tvůrci měnové i fiskální politiky na paměti.

Zranitelnost kanadské ekonomiky pomáhají snížit nedávno zavedené nové regulace hypoték. Jejich účinek je však omezen na nové úvěry a vysoká zadluženost domácností tak přetrvává. Centrální banku tedy zajímá, o kolik jsou spotřebitelé a celá ekonomika při stávajícím zadlužení citlivější na změny úrokových sazeb. Klíčové je to zejména nyní, kdy je s ohledem na vývoj ekonomiky zapotřebí pro dosažení inflačního cíle zvyšovat úrokové sazby. BoC očekává, že při současné výši zadlužení domácností budou mít změny sazeb výraznější dopad, než měly v minulosti. Její odhad je však zatížen značnou nejistotou oběma směry.

BoC svou měnověpolitickou sazbu od loňského července již několikrát zvýšila, na hodnocení dopadu těchto změn je však vzhledem k délce transmise sazeb zatím příliš brzy. Měnověpolitická sazba nicméně nadále setrvává výrazně pod odhadovanou neutrální úrovní a v reálném vyjádření zůstává záporná. Potřeba monetárního stimulu kanadské ekonomiky však podle Poloze postupně mizí a sazby tedy dále porostou. Otázkou zůstává, jak rychle by je BoC měla - s ohledem všechna rizika, včetně těch spojených s dluhem domácností - zvyšovat. Zatímco příliš rychlý růst sazeb by mohl zadusit ekonomický růst a vést k podstřelení inflačního cíle, naopak jejich příliš pomalé zvyšování by mohlo mít za následek růst inflačních tlaků a přestřelení inflačního cíle, stejně jako další nárůst dluhu domácností a zranitelnosti ekonomiky.

Je zřejmé, že rozhodování BoC o optimálním nastavení měnové politiky není jednoduché. Pro jeho zprehlednění vypracovali zaměstnanci BoC [analytický materiál](#), který na základě propočtu rizik pomáhá posoudit jednotlivé hypotetické varianty možného nastavení úrokové sazby. Mimo jiné z něj vyplývá, že zmírnění finanční zranitelnosti prostřednictvím makrobezpečnostních nástrojů pomáhá zlepšit hledání kompromisní výše úrokové sazby. Makrobezpečnostní politika tak umožňuje měnové politice dosáhnout určité úrovně ekonomického růstu a inflace bez zhoršování finanční zranitelnosti.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 14. června 2018. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo podatelna@cnb.cz.