

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2012

V tomto čísle

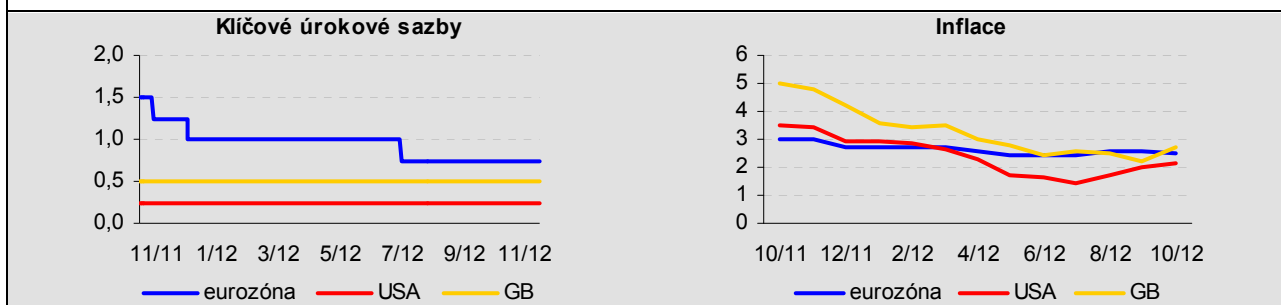
Ekonomická aktivita ve vyspělých ekonomikách zůstává utlumená. Začátkem října zahájil své fungování permanentní záchranný mechanismus eurozóny (ESM). Euroskupina schválila další část finanční pomoci Řecku. Kolem dluhové krize eurozóny a jejího dalšího vývoje však i nadále panuje značná nejistota. Ve Švýcarsku výrazně roste aktivita na trhu hypoték a s ní se zvyšuje i zadlužení domácností. Téma vysokého zadlužení domácností bylo diskutováno i ve Sveriges Riksbank. Americká centrální banka v září oznámila pokračování kvantitativního uvolňování, již třetí v pořadí (QE3). Centrální banky Maďarska a Polska snížily své klíčové úrokové sazby. Švýcarská centrální banka udržuje i nadále minimální úroveň kurzu franku vůči euru na 1,20 CHF/EUR. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly úrokové sazby beze změny a stabilita sazeb pro nejbližší čtvrtletí je očekávána u všech námi sledovaných centrálních bank. V aktuálním „Tématu pod lupou“ se věnujeme personálnímu složení vrcholných rozhodovacích orgánů centrálních bank, v projevu přinášíme shrnutí výzev pramenících z rostoucích devizových rezerv Švýcarské centrální banky od člena její rady Fritze Zurbrügga.

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. října (0,00) 8. listopadu (0,00) 6. prosince (0,00)	12. – 13. září (0,00) 23. – 24. října (0,00)	3. – 4. října (0,00) 7. – 8. listopadu (0,00) 5. – 6. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	2,2 % (listopad 2012) ³	2,2 % (říjen 2012)	2,7 % (říjen 2012)
očekávaná MP zasedání	10. ledna 7. února 7. března	29. – 30. ledna	9. – 10. ledna 6. – 7. února 6. – 7. března
další očekávané události	7. března zveřejnění prognózy	10. ledna zveřejnění Beige Book	13. února 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 v závěrečném čtvrtletí roku měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,75 % a na prosincovém zasedání oznámila, že bude pokračovat v provádění hlavních refinančních operací s fixní úrokovou sazbou a plným uspokojením nabídek minimálně do 9. července 2013. Vzhledem k vysokým cenám energií a zvýšení nepřímých daní v některých zemích eurozóny zůstane míra inflace v roce 2012 nad dvěma procenty, v průběhu příštího roku však zřejmě klesne pod tuto úroveň. Inflační očekávání zůstávají pevně ukotvená. Program nákupů vládních dluhopisů (OMT) zjevně zlepšil důvěru na finančních trzích. Prognóza ECB předpokládá pokles HDP v roce 2012 v intervalu -0,6 až -0,4 % a následně v roce 2013 v intervalu -0,9 % až 0,3 % s pozvolným zotavením ve druhé polovině roku.

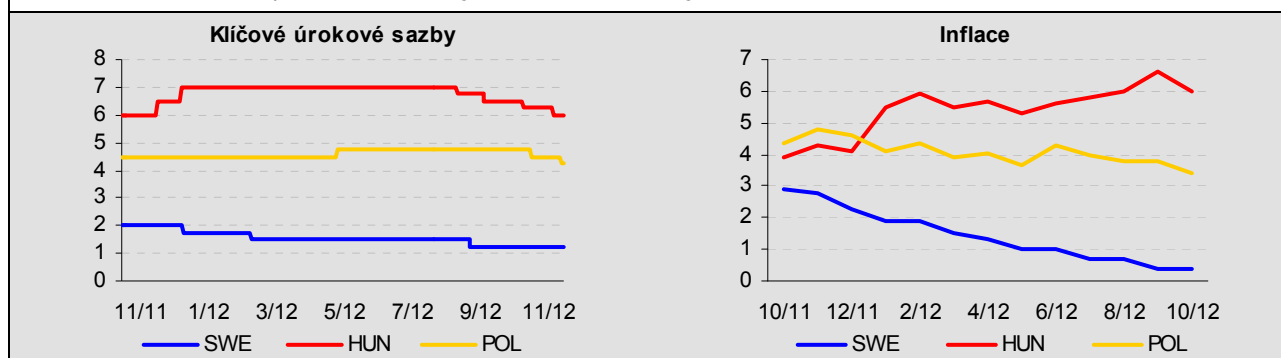
Fed ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny, posunul však předpoklad trvání období velmi nízkých sazeb až do poloviny roku 2015. Nejenže Fed pokračuje v programu na prodloužení průměrné splatnosti portfolia jím držných vládních dluhových cenných papírů, ale rozhodl také o tzv. QE 3, tj. nákupu MBS v objemu 40 mld. USD měsíčně (více v Zajímavých událostech). Ekonomická aktivita USA v posledních měsících pokračovala v mírném ožívání. Růst zaměstnanosti byl jen velmi pozvolný, a míra nezaměstnanosti tak zůstává zvýšená. Domácnosti zvolna zvyšují své výdaje, fixní investice však rostou pomaleji. Přes některé známky zlepšení zůstává sektor bydlení utlumený. Inflace se v posledních měsících zvýšila, což odráží nárůst cen ropy a benzínu.

BoE ponechala v uplynulém období klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a nadále pokračuje v programu nákupu cenných papírů do objemu 375 mld. GBP, který bude podle BoE zřejmě v blízké době dosažen. K oživení hospodářské aktivity přispělo konání Olympijských her v Londýně. Růst HDP dosáhl ve 3. čtvrtletí 1 %. Míra inflace se stále pohybuje nad inflačním cílem, členy měnového výboru je však očekáván její další pokles, a to během roku 2013 až pod 2% cíl.

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)	25. října (0,00)	25. září (-0,25) 30. října (-0,25) 27. listopadu (-0,25)	2. – 3. října (0,00) 6. – 7. listopadu (-0,25) 4. – 5. prosince (-0,25)
aktuální klíčová sazba	1,25 %	6,00 %	4,25 %
poslední inflace	0,4 % (říjen 2012)	6,0 % (říjen 2012)	3,4 % (říjen 2012)
očekávaná MP zasedání	18. prosince	29. ledna 26. února 26. března	8. – 9. ledna 5. – 6. února 5. – 6. března
další očekávané události	18. prosince zveřejnění Monetary Policy Update Report	26. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	2. polovina února zveřejnění Inflation Report
Očekávaný vývoj sazeb¹	→	→	→

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



Riksbank ponechala měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 1,25 %. V první polovině tohoto roku švédská ekonomika rychle rostla a nyní se projevuje její zpomalení, které je výraznější, než Riksbank očekávala. Na říjnovém zasedání se objevily hlasy volající po snížení repo sazby o 0,25 p.b. či dokonce o 0,50 p.b., což by podle dotyčných členů Rady vedlo k rychlejšímu dosažení inflačního cíle a k dřívějšímu poklesu nezaměstnanosti (blíže viz [zápis z jednání](#)). Na měnověpolitickém zasedání bylo rovněž diskutováno téma vysokého zadlužení domácností, členové Rady však nedospěli ke konsensu ohledně možných rizik a jejich působení na ekonomiku.

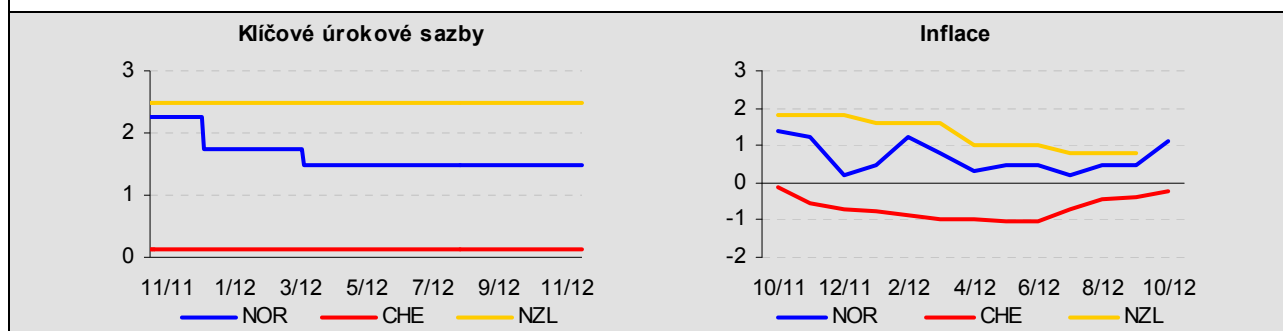
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát za sebou o 0,25 p.b., kumulativně tedy o 0,75 p.b. na aktuální úroveň 6,00 %. Inflace se nachází i nadále nad inflačním cílem, na čemž se z velké části podílí efekt zvýšení daní a růstu cen komodit. V říjnu inflace poklesla, a to vlivem snížení dynamiky cen paliv a regulovaných cen. V maďarské ekonomice je patrné celkové oslabení ekonomické aktivity a slabá domácí poptávka. MNB očekává opětovný růst ekonomiky příští rok. Maďarské ekonomice hrozí snížení ratingu vládního dluhu, což by mohlo nepříznivě ovlivnit vnímání zahraničních investorů.

NBP snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 4,25 %. Data o HDP za 3. čtvrtletí ukazují, že došlo k dalšímu snížení domácí poptávky, zejména k poklesu investic a zpomalení růstu spotřeby. Čistý export tak jako jediný kladně přispěl k růstu HDP. Nižší růst zaměstnanosti a vyšší míra nezaměstnanosti přispěly k poklesu růstu mezd. Inflace v říjnu dosáhla 4,0 % a přestože pozvolna klesá, pohybuje se i nadále nad cílem.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	< 2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	31. října (0,00)	16. září (0,00)	13. září (0,00) 6. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0 – 0,25 % ¹	2,50 %
poslední inflace	1,1 % (říjen 2012)	-0,2 % (říjen 2012)	0,8 % (říjen 2012)
očekávaná MP zasedání	19. prosince 14. března	13. prosince	31. ledna 14. března
další očekávané události	14. března zveřejnění Monetary policy report	23. prosince zveřejnění Monetary policy report	14. března zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	→

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



Norges Bank (NB) ponechala měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,50 %. Slovy guvernéra Øystein Olsena jsou „klíčové měnověpolitické sazby drženy nízkou, neboť inflace je nízká a světové úrokové sazby jsou na velmi nízkých úrovních“. Norská ekonomika ovšem roste solidním tempem. Došlo k poklesu rizikových premií na peněžním i dluhopisovém trhu, snížení nákladů bank na financování se však neprojevovalo v poklesu úrokových sazeb z úvěrů domácnostem a firmám.

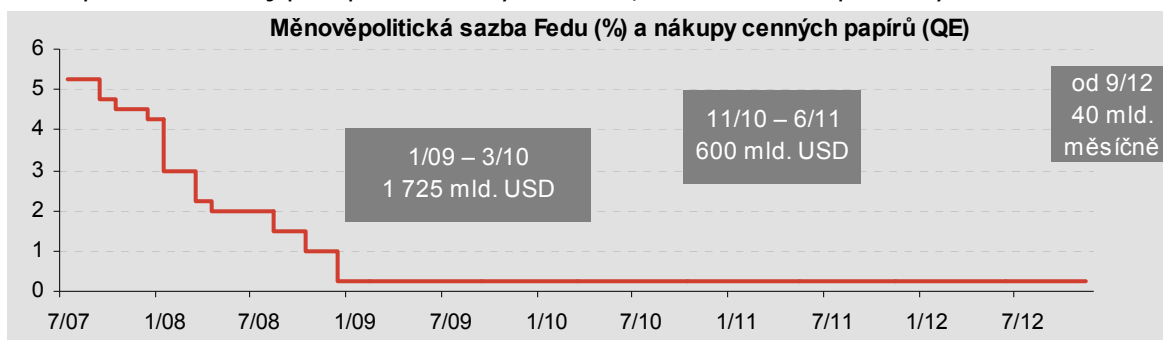
SNB udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 %. SNB i na zářijovém zasedání potvrdila svůj závazek držet minimální výši kurzu na úrovni 1,20 CHF/EUR a odhodlanost při překročení této hranice nakupovat cizí měny v neomezeném množství. I při stávající hodnotě kurzu však považuje švýcarský frank za velmi silný. SNB očekává míru inflace v roce 2012 na úrovni -0,6 %, v roce 2013 na úrovni 0,2 %. Podle SNB v dohledné budoucnosti neexistují ve švýcarské ekonomice proinflační rizika. Přetrvává růst nerovnováh na trhu nemovitostí a trhu hypoték, což SNB považuje ve střednědobém horizontu za riziko pro finanční stabilitu.

RBNZ ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 2,50 %. Míra inflace se nachází mírně pod (nově zavedeným bodovým) inflačním cílem (blíže viz Zajímavé události). Ekonomická aktivita je ovlivňována slabším výkonem zahraničních obchodních partnerů. Míra nezaměstnanosti zůstává zvýšená a silný novozélandský dolar nadále sužuje exportéry a stimuluje nahrazování nákupů domácích výrobků dováženým zbožím a službami. Trh s bydlením a maloobchodní výdaje od červnového měnověpolitického zasedání dále rostly.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Fed v září rozhodl o dalších nákupech dlouhodobých cenných papírů

Ben Bernanke na zářijové konferenci oznámil rozhodnutí výboru FOMC přistoupit k dalším nákupům aktiv. Na rozdíl od předchozích dvou kol odkupů aktiv, označovaných jako QE1 a QE2, tentokrát nebyla stanovena celková cílová hodnota ani vymezeno časové období. Fed se zaměří na cenné papíry kryté hypotékami (MBS), za něž ručí federální agentury, a nakupovat je bude v objemu 40 mld. USD měsíčně. Fed bude do konce roku navíc dále pokračovat v programu prodlužování průměrné splatnosti jím držených vládních dluhopisů (Twist) a bude i nadále reinvestovat jistiny expirujících agenturních cenných papírů v jeho portfoliu. Fed současně prodloužil svůj předpoklad nízkých sazeb, konkrétně do poloviny roku 2015.



Eurozóna má permanentní záchranný mechanismus

V říjnu bylo oficiálně zahájeno fungování [Evropského stabilizačního mechanismu](#) (ESM), trvalého nástroje řešení krizí pro země eurozóny, který má představovat důležitou součást budované komplexní struktury k zajištění finanční stability v eurozóně. Rozhodovacím orgánem této mezivládní organizace se sídlem v Lucemburku je rada složená z ministrů financí. Vedle poskytování půjček bude ESM nakupovat dluhopisy na primárních i sekundárních trzích a poskytovat preventivní finanční pomoc. Navíc bude sloužit k rekapitalizaci finančních institucí, a to nejdříve prostřednictvím půjček vládě daného státu, později – za podmínky fungování jednotného dohledu – přímo daným institucím. Veškerá finanční pomoc bude vázána na dodržování konkrétních podmínek. ESM nahradí facilitu EFSF, která přestane poskytovat nové programy v červenci 2013. Na půjčky z EFSF pro Irsko, Portugalsko a Řecko je vyhrazeno 192 mld. EUR. Finanční pomoc ve výši až 100 mld. byla schválena na rekapitalizaci bank [Španělsku](#), 39,5 mld. bude zřejmě vyplaceno již v prosinci. Ve Španělsku přitom již v říjnu proběhla první společná [mise EK a ECB](#). Mise probíhají i nadále v ostatních zemích s hospodářským programem, v případě [Řecka](#) bylo opět po dlouhých jednáních schváleno vyplacení další částky finanční pomoci.

Na Novém Zélandu stanoven 2% inflační cíl

Novozélandská měnová politika má nově stanoven inflační cíl ve výši 2 %. Guvernér RBNZ Graeme Wheeler, který v září vystřídal ve funkci Alana Bollarda, předpokládá, že by tento krok měl pomoci lépe ukotvit inflační očekávání. Dříve bylo stanoveno pouze cílové pásmo pro inflaci ve výši 1–3 %, upřesnění vyplývá z ujednání ministra financí a nového guvernéra. Podle zářijové dohody se má centrální banka současně důrazněji zaměřit na finanční stabilitu a při rozhodování o měnové politice brát v potaz mimo jiné také stav a výkonnost finančního systému.

ECB ukončila druhý program nákupu krytých dluhopisů

Evropská centrální banka na konci října po roce ukončila druhý program nákupu krytých dluhopisů (CBPP2). Původně plánovaný objem 40 mld. EUR nebyl naplněn, neboť se po zavedení mimořádných tříletých refinančních operací ze strany ECB zvýšil zájem investorů

o tyto cenné papíry. Centrální banky Eurosystemu nakoupily dluhopisy v hodnotě 16,4 mld. EUR a budou je držet až do splatnosti. První program nákupu krytých dluhopisů v objemu 60 mld. EUR probíhal od května 2009 do června 2011.

BoE zveřejnila tři expertní zprávy hodnotící její postupy

Bank of England zveřejnila tři posudky, které si nechala zpracovat nezávislými experty. První z nich se věnuje zvládnutí funkce věřitele poslední instance v letech 2008–2009, kdy BoE poskytla finanční pomoc dvěma bankám. Druhá zpráva hodnotí implementaci měnové politiky, tedy rámec pro poskytování likvidity bankovnímu systému. Poslední dokument posuzuje měnovou politiku. Komentuje ekonomické prognózy britské centrální banky a proces jejich tvorby, věnuje se rovněž rozhodování a komunikaci v oblasti měnové politiky. Všechny tři zprávy kromě hodnocení poskytují také doporučení změn, které by mohly přispět ke zlepšení postupů. Např. třetí posudek dává ke zvážení celkem 21 doporučení, mj. možnost zveřejňovat alternativní scénáře, posílit komunikaci výhledu měnové politiky a doplnit vějířové grafy individuálními předpověďmi členů Měnověpolitického výboru.

ECB a BoE prodloužily swapovou linku

Evropská centrální banka a Bank of England se dohodly na prodloužení swapové dohody z prosince 2010 až do konce září 2013. V případě potřeby na straně eurozóny dohoda umožňuje poskytnutí likvidity v britských librách z BoE, limit je stanoven na 10 mld. GBP.

MNB změnila podmínky své dvouleté úvěrové facility

Maďarská centrální banka změnila v říjnu podmínky úvěrové facility pro komerční banky, zavedené v březnu tohoto roku. Budou zmírněna kritéria pro poskytnutí úvěrů bankám a také sankce v případech nedodržení podmínek. Cílem je podpořit půjčování podnikatelskému sektoru.

Guvernérem BoE bude od července 2013 Mark Carney

Současný guvernér kanadské centrální banky Mark Carney nastoupí v červenci příštího roku do čela Bank of England, kde nahradí ve funkci Sira Mervyna Kinga, kterému v té době skončí druhé pětileté funkční období. Současně byl do druhého funkčního období znovuzvolen viceguvernér Charles Bean, na vlastní žádost však bude zastávat svou roli pouze do konce června 2014.

3. TÉMA POD LUPOU: LIDÉ ROZHODUJÍCÍ O MĚNOVÉ POLITICE

Kdo jsou lidé, kteří rozhodují o měnové politice? V některých centrálních bankách o ní rozhoduje bankovní rada, která řídí celý chod dané instituce, jinde rozhodují o měnové politice k tomu určené výbory. V obou případech je zásadním parametrem (ne)závislost na politickém aparátu, což se promítá do stanoveného způsobu jmenování a délky funkčního období guvernéra i ostatních členů. Počet členů rady a pestrost jejího složení, ať jde např. o vzdělání, zkušenosti, věk či pohlaví (v případě měnových unií a federací též o národnost či regionální zastoupení), může mít vliv na kvalitu rozhodování i na legitimitu vnímanou veřejností. V některých zemích zajišťuje větší diverzitu názorů zastoupení externích členů. Výrazný vliv na samotné rozhodování mohou mít rovněž osobnostní a povahové rysy, rozhodovací mechanismy a rozsah zveřejňování jednotlivých názorů.

Předpokladem efektivního rozhodování o měnové politice je nezávislost těch, kteří jsou za něj zodpovědní. Ta je do značné míry dána legislativní úpravou – kým a jakým způsobem jsou centrální bankéři vybíráni, na jak dlouhé období, na základě čeho mohou být ze své funkce odvoláni. V moderních centrálních bankách je nezávislost považována za zásadní. Pojistkou může být dvoustupňová volba, např. v Japonsku jsou členové bankovní rady jmenováni vládou, s volbou ovšem musí souhlasit obě komory parlamentu. V Polsku je guvernér jmenován parlamentem na žádost prezidenta, po třech členech výboru volí prezident, senát a Sejm. Ačkoliv v eurozóně o výběru členů výkonné rady formálně rozhoduje pouze Evropská rada, letošní zkušenost ukázala, že se jedná o složitější proces s výraznými politickými vlivy.

Pro zvýšení odolnosti vysokých představitelů centrálních bank vůči politickým tlakům bývá funkční období stanoveno delší, než je volební cyklus, obvyklých je pět až šest let s možností jednoho opakovaného jmenování. Členové rady guvernéřů Fedu mohou zastávat své funkce až čtrnáct let, naopak vedení ECB je vyhrazeno pouze jedno osmileté období. Ochrana před nechtěnými vnějšími vlivy bývá umocněna také jen velmi omezenými možnostmi odvolání. Důvody pro něj jsou obvykle omezeny pouze na případy těžké nedbalosti, kriminálních aktivit či neetického chování.

V některých centrálních bankách mají bankovní rady rozhodovací pravomoci o veškerých záležitostech týkajících se dané instituce, v jiných jsou pro měnovou politiku (či další oblasti) určeny speciální výbory odborníků – policy-makerů, kteří se tak již nemusejí zabývat záležitostmi spojenými s řízením běžného chodu instituce. Např. v Bank of England se provozními věcmi zabývá rada ředitelů, o měnové politice rozhoduje výbor MPC, nově bude ustaven také výbor zodpovědný za finanční politiku (FPC). Guvernér a dva viceguverneři jsou však členy všech těchto útvarů. Speciální rozhodovací útvary pro měnovou politiku jsou poměrně časté, existují dále např. v Bank of Canada, Riksbank či ve švýcarské centrální bance. Naopak jediný rozhodovací orgán pro měnové otázky i pro ostatní agendu má centrální banka např. v Japonsku.

Příslušné rozhodující výbory centrálních bank mají obvykle pět až devět členů. Zatímco v menších skupinách může být snazší dojít ke shodě, větší skupina může být preferována, jelikož umožňuje větší škálu názorů, odborných pohledů a různých interpretací informací, čímž jim současně dodává větší legitimitu a kredibilitu v očích veřejnosti. Větší skupina lidí je navíc odolnější vůči vnějším tlakům. K největším rozhodovacím útvarům patří rady eurozóny a Spojených států, což není překvapivé vzhledem k jejich velikosti a zejména vícestátnímu charakteru. Zatímco americký výbor FOMC má celkem dvanáct hlasujících členů, ve výkonné radě Evropské centrální banky zasedá dokonce 23 představitelů. Relativně velký měnověpolitický výbor rozhoduje též v Polsku; má deset členů. Naopak velmi malého rozsahu je výbor pro měnovou politiku ve Švýcarsku, který je tříčlenný; specifický je v tomto směru Nový Zéland, kde rozhoduje sám guvernér, zatímco bankovní rada má pouze poradní funkci.

Co se týká odborného zaměření členů vedení zahraničních centrálních bank, ve většině případů se jedná o ekonomy, v některých radách jsou ale i právníci (zejména ve Spojených státech), ostatní obory jsou spíše výjimečné (např. politologie či jiné sociální vědy). Obvyklými kandidáty jsou lidé z univerzit, z veřejné správy (zejména z ministerstev financí),

mezinárodních institucí (často Mezinárodní měnový fond a Světová banka) či ze samotných centrálních bank. Mnozí z nich se intenzivně věnují ekonomickému výzkumu. Pokud se rekrutují ze soukromého sektoru, ve většině případů jde o obory bankovníctví a finančních služeb.

K diverzitě skupiny lze přispět zapojením externích členů, kteří mohou vnést expertízu nad rámec analýz centrální banky. Rizikem však je, že mohou reprezentovat krátkodobé či regionální zájmy, které nejsou v souladu s dlouhodobými zájmy společnosti. Čtyři externí členy má britský MPC, pět externistů je v Norsku, v Izraeli zastupují tři členové veřejnost.

V některých zemích je stanoven věkový limit. V Dánsku jsou členové bankovní rady jmenováni na neomezeně dlouhé období, mohou však svou pozici zastávat maximálně do věku 70 let (současný guvernér Nils Bernstein tohoto věku dosáhne v lednu 2013). V Izraeli je stanoven minimální věk 25 let, přitom je izraelský věkový průměr ze sledovaných centrálních bank aktuálně nejvyšší, když dosahuje 66 let.

V poslední době je horkým tématem zastoupení žen ve vrcholných pozicích a nevyhýbá se ani centrálním bankám. Zatímco na radách severoevropských států (Norska a Švédsko, ne však v Dánsku) i na radě guvernérů Fedu jsou patrné snahy o vyrovnané počty mužů a žen, ve Švýcarsku, Británii a eurozóně naopak aktuálně vládnou měnové politice výhradně muži. Britská vláda by mezi uchazeči o pozice v MPC ráda viděla větší počet žen. Když probíhalo začátkem loňského roku výběrové řízení na externího člena tohoto výboru, přihlásilo se do něj celkem 27 zájemců, z toho jen jedna žena. Do letošního výběrového řízení se přihlásilo sedm žen z celkového počtu zájemců 29. Zatímco začlenění alespoň jedné ženy do výkonného výboru je aktuálně kontroverzním tématem v eurozóně, v případě Švýcarska se zdá, že je tématem „ženských kvót“ nezasaženo, a stejně jako v celé historii i nyní vedou švýcarskou měnovou politiku muži. Existují na druhou stranu země, kde je v čele centrální banky žena - guvernérka (Argentina, Aruba, Bahamy, Bělorusko, Botswana, Honduras, Jihoafrická republika, Kyrgyzstán, Lesotho, Malajsie a Samoa).

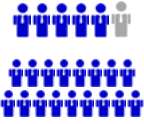
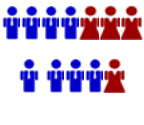
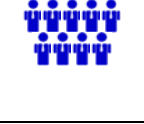
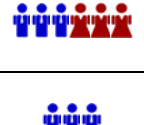
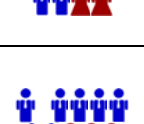
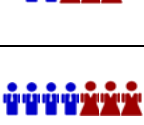

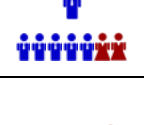
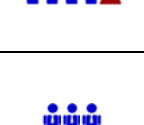
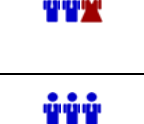


Evropská centrální banka navíc řeší z pohledu adekvátní reprezentace další problém, a tím je zastoupení národní. Zatímco ve Fedu funguje systém rotujících zástupců federálních rezervních bank (s výjimkou guvernéra z New Yorku, který má stálé zastoupení), v Evropě psané pravidlo není. Lze však pozorovat snahy o rovnoměrné zastoupení jižních zemí a zemí jádra eurozóny. Ani přes přibývající počet členů eurozóny dosud nebyl zvolen nikdo z nových států.

Národnostní složení výkonné rady ECB

	'98	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
prezident	NIZOZEMSKO					FRANCIE					ITALIE				
viceprezident	Francie					Recko					Portugalsko				
	Německo					Německo					Něm.				
	Itálie					Itálie					Fr.				
	Finsko (žena)					Rakousko (žena)					Německo				
	Španělsko					Španělsko									

V národních centrálních bankách bylo dosud téměř samozřejmostí, že je řídí státní příslušníci dané země. Zvláštností je tak výběr Kanadana (současného guvernéra kanadské centrální banky Marka Carneyho – viz Zajímavé události) do čela konzervativně vnímané Bank of England od července 2013. Volba byla zřejmě ovlivněna faktem, že vhodných potenciálních nástupců do této významné funkce s relativně specifickým zaměřením není mnoho. V Británii je tato role navíc spojena se zodpovědností za makroprudenční politiku, dohlížející na obrovský mezinárodně napojený finanční systém. Může se tak ukázat jako prospěšné přivést do vedení zahraniční osobnost se skvělou pověstí, zkušenostmi a charismatem. Bude rovněž zajímavé sledovat, zda guvernér cizí národnosti zůstane jen výjimečným úkazem či zda se tímto prolomilo určité tabu.

Na rozhodování mohou mít vliv také osobnostní a povahové rysy, rozhodovací mechanismy a rozsah zveřejňování jednotlivých názorů. To vše může ovlivnit, zda bude měnověpolitický výbor konzervativní nebo naopak odhodlanější k rázným krokům.

	Počet členů výboru, kdo je jmenuje a na jak dlouho (obecné nastavení)	Aktuální počet členů, zastoupení žen a mužů v měnovém výboru, odborné zaměření, průměrný věk
Eurozóna	Výkonná rada má 6 členů, jmenovaných Evropskou radou na 8 let bez možnosti opakovaného jmenování. O měnové politice rozhoduje Rada guvernérů, v níž je navíc 17 guvernérů národních centrálních bank.	 Všech 5 současných členů výkonné rady má zkušenosti z ministerstev financí, někteří z nich působili rovněž v národních centrálních bankách, u finančního regulátora či v mezinárodních institucích. Průměrný věk výkonné rady je 57 let.
USA	O nastavení výše sazby rozhoduje 7členná rada guvernérů (nominovaných prezidentem a potvrzených senátem, celkem na max. 14 let, přičemž předseda a jeho zástupce jsou jmenováni z členů rady na 4 roky). O operacích na volném trhu rozhoduje výbor FOMC, v němž navíc figuruje šéf pobočky New Yorku a další 4 guvernérů federálních rezervních bank, kteří se po roce střídají.	 V radě guvernérů se aktuálně prolínají zkušenosti z federálních rezervních bank, z finanční regulační agentury, z bankovní sféry i z univerzitní půdy. Tři současní členové jsou právníci. Průměrný věk rady guvernérů je 58 let.
Británie	Guvernér a 2 viceguvernérů jmenování královnou na doporučení vlády na 5 let (max. 2x). Dalšími členy jsou ředitel měnových analýz a ředitel operací na otevřených trzích. 4 externí členové jmenování ministrem financí na 3 roky (max. 2x).	 Guvernér i viceguvernérů již před svým jmenováním působili v Bank of England, další dva členové jsou z podstaty zaměstnanci BoE. Dva externí členové pracovali před svým jmenováním v bankovním sektoru, jeden v průmyslu a jeden v ekonomickém výzkumu. Průměrný věk členů měnověpolitického výboru je toho času 55 let.
Švédsko	6 členů výkonné rady jmenovaných generální radou Riksbank (kterou jmenuje Parlament) na 5 nebo 6 let, s možností opakované volby.	 Ve výkonné radě se aktuálně setkávají členové se zkušenostmi z Riksbank, ministerstva financí, z bankovního dohledu i z oblasti ekonomického výzkumu. Průměrný věk je toho času 56 let.
Maďarsko	Měnový výbor má mít 5–9 členů. Guvernér jmenován prezidentem na návrh premiéra na 6 let (max. 2x); 2–3 viceguvernérů jmenování stejným postupem. Ostatní členové voleni parlamentem na 6 let.	 Současný měnový výbor má 7 členů. Někteří z nich dříve působili v MNB a mají též zkušenosti z bankovního sektoru či s obchodováním s cennými papíry. Jeden člen výboru má vzdělání technického směru. Aktuální věkový průměr 57 let.
Polsko	Guvernér jmenován parlamentem na žádost prezidenta na 6 let (max. 2x). Výbor má dalších 9 členů – 3 jmenování dolní sněmovnou a 3 horní sněmovnou parlamentu, 3 prezidentem (na 6 let).	 Současní členové výboru mají bohaté zkušenosti zejména z univerzitního prostředí a z veřejné sféry, několik z nich zastávalo ministerské pozice. Jedna z žen je právnička. Nejmladší člen výboru (nar. 1977) v době před svým jmenováním působil v NBP. Průměrný věk toho času je 61 let.
Norsko	Všech 7 členů jmenováno vládou, guvernér a viceguvernér na 6 let (max. 2x), ostatní na 4 roky (celkem max. 12 let).	 V norské radě jsou aktuálně hojně zastoupeny zkušenosti ze soukromé sféry. Dva členové pracovali v době před svým jmenováním v NB. Současný průměrný věk je 56 let.
Švýcarsko	3 členové výkonného výboru jmenování federální radou.	 Současný guvernér dlouhodobě působil v SNB, druhý člen se věnoval zejména ekonomickému výzkumu a práci na univerzitní půdě, třetí působil na ministerstvu financí a v Mezinárodním měnovém fondu. Průměrný věk nyní činí 54 let.
N. Zéland	O měnové politice rozhoduje pouze guvernér, jmenovaný ministrem financí na doporučení bankovní rady na 5 let (max. 2x). Sedmičlenná rada má poradní funkci.	 Současný guvernér dlouhodobě působil na ministerstvu financí, později zastával významné funkce ve Světové bance a posléze založil ve Spojených státech vlastní poradenskou společnost.
Kanada	Guvernér a viceguvernér jmenování radou centrální banky se souhlasem vlády na 7 let. Měnověpolitický výbor má další 2–4 členy, které vybírá rada centrální banky.	 Tři z pěti současných členů měnového výboru byli dlouhodobými zaměstnanci BoC, jeden působil v Mezinárodním měnovém fondu. Současný guvernér budoval svoji kariéru v Goldman Sachs. Věkový průměr členů výboru je toho času 54 let.
Izrael	Guvernér jmenován prezidentem na návrh vlády, viceguvernér jmenován vládou na návrh guvernéra (oba na 5 let, max. 2x), další zaměstnanec centrální banky jmenován do výboru guvernérem. 3 externí členové jmenování guvernérem na doporučení a po konzultaci s k tomu určenými výbory.	 Tři členové současného výboru se během své kariéry z významné části věnovali výzkumu a práci v akademické sféře. Tři členové v době před svým jmenováním působili v Bol. Ve výboru jsou dnes zastoupeny též zkušenosti z mezinárodních organizací. Současný věkový průměr činí 66 let.
Japonsko	Guvernér, 2 viceguvernérů a 6 dalších členů jmenováno vládou za podmínky souhlasu obou komor parlamentu, na 5 let s možností opětovného jmenování.	 Guvernér a viceguvernér působili dlouhodobě v BoJ. Tři další členové jsou akademici, jeden ve výzkumném centru a tři ze soukromé sféry, z toho dva bankéři a jeden právník. Průměrný věk 57 let.

4. VYBRANÝ PROJEV: VÝZVY PLYNOUCÍ Z RŮSTU OBJEMU DEVIZOVÝCH REZERV SNB

Fritz Zurbrügg, člen rady Švýcarské národní banky (SNB), jejíž počínání na poli (nekonvenční) měnové politiky v našem monitoringu dlouhodobě sledujeme, se 8. listopadu ve své [prezentaci](#) v Ženevě věnoval otázkám souvisejícím s nedávným výrazným nárůstem objemu devizových rezerv v rozvaze SNB.

Rozvaha SNB vzrostla v porovnání s předkrizovým stavem zhruba čtyřnásobně, přičemž tato expanze byla téměř výlučně způsobena nárůstem devizových rezerv, které v současnosti dosahují bezmála 70 % švýcarského HDP. Tento vývoj odráží politiku devizových intervencí, kterou se SNB zavázala udržovat kurz franku nad minimální úroveň 1,20 CHF/EUR, a která byla přijata za účelem zastavení apreciacie švýcarské měny a zmírnění z níh plynoucích deflačních rizik v situaci nulových úrokových sazeb. Fritz Zurbrügg se ve svém projevu zaměřil na výzvy plynoucí právě ze zmíněného výrazně zvýšeného objemu devizových rezerv.

Zásadní otázky se týkají optimální správy portfolia sestávajícího z aktiv denominovaných v cizích měnách. Významným omezením je fakt, že nelze použít standardní operace zajišťování proti kurzovému riziku, protože by znamenaly faktický okamžitý opětovný nákup švýcarských franků protistranou zajišťovací operace, a působily by tak proti efektu prováděných devizových intervencí. Jak F. Zurbrügg zdůraznil, v tomto ohledu je měnová politika nadřazena správě portfolia devizových rezerv. V důsledku tak zůstává jediným nástrojem omezení kurzového rizika diverzifikace portfolia do různých měn. Většina objemu devizových rezerv SNB je držena v eurech (v současnosti 48 %) a amerických dolarech (28 %). Další pětinu rezervy tvoří japonský jen, britská libra a kanadský dolar, od roku 2010 bylo navíc do portfolia zahrnuto pět nových měn (australský a singapurský dolar, dánská a švédská koruna a korejský won).

Fritz Zurbrügg také zmínil, že v situaci narůstajícího portfolia devizových rezerv se stává důležitým faktorem hloubka trhů, na kterých SNB operuje, neboť je nutné zajistit dostatečnou likviditu devizových rezerv. Požadavek likvidity je dalším argumentem pro širší diverzifikaci portfolia. Proto je v současnosti největší část objemu držena ve formě dluhopisů (88 %), z nichž je velká většina vládních (83 %). Jen menší část portfolia sestává z akcií (12 %). Akcie napomáhají diverzifikaci rizika jen v omezené míře, protože volatilita jejich výnosů je ve srovnání s dluhopisy obecně vyšší. Výnosy z portfolia devizových rezerv SNB přitom zůstaly, vyjádřeno v zahraničních měnách, kladné po celé období finanční krize včetně roku 2008. Výrazné posilování švýcarského franku vůči zahraničním měnám ale způsobilo, že při vyjádření v domácí měně byly výnosy v některých letech záporné.

Správa portfolia devizových rezerv zároveň musí být prováděna tak, aby byly minimalizovány nežádoucí dopady na příslušné trhy. To je dalším argumentem pro diverzifikaci a dále také důvodem k provádění operací zejména na velkých trzích. Aby bylo zajištěno, že aktivity SNB nepovedou k destabilizaci trhů, je nutné provádět diverzifikaci postupně po částech. Následkem toho se podíl eura na devizových rezervách SNB pohybuje mezi 45 % a 65 %, což odráží čas potřebný pro postupnou realokaci aktiv. Rostoucí náklady na správu portfolia devizových rezerv si také vynutily změny v institucionální struktuře SNB. Útvar řízení rizik byl vyčleněn z útvaru pro správu portfolia, aby byl zajištěna větší nezávislost a efektivní řízení.

Lze tedy shrnout, že úrokové sazby v blízkosti nulové hranice, posilující švýcarský frank a deflační riziko přiměly SNB k přijetí politiky devizových intervencí, která vedla k výraznému nárůstu objemu devizových rezerv, což vytváří nové výzvy pro efektivní správu portfolia. Závěrem Fritz Zurbrügg poznamenal, že SNB si je vědoma souvisejících problémů a zároveň se snaží být ohledně své investiční strategie maximálně transparentní.

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