

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2014

## V tomto čísle

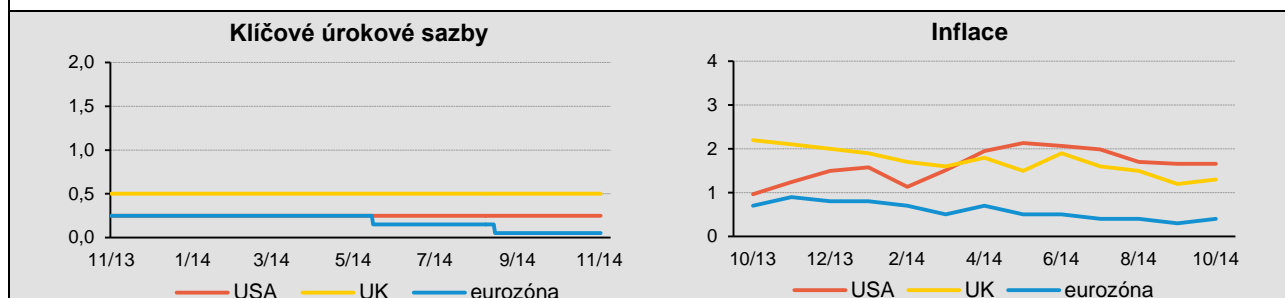
*Vývoj v posledních měsících naznačuje v měnové politice sledovaných centrálních bank dvě rozdílné tendence. Na jedné straně Fed a Bank of England, které čelily hospodářské recesi svou dlouhodobě výrazně expanzivní politikou, postupně ukončují využívání nekonvenčních nástrojů (Fed uzavřel program nákupu aktiv v říjnu) a připravují postupy pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Na druhé straně jiné centrální banky, v minulosti přistupující k uvolňování měnových podmínek váhavěji, se nyní potýkají s velmi nízkou či dokonce zápornou inflací a v různé míře na to reagují dodatečnými kroky. ECB zahájila Program nákupu cenných papírů krytých aktivy a v pořadí již třetí Program nákupu krytých dluhopisů, dále pak realizovala první z Cílených dlouhodobých refinančních operací. Riksbank v říjnu snížila svou sazbu na nulu a avizovala připravenost využít další nástroje, bude-li to třeba. S cenovým útlumem se potýká také NBP, která na říjnovém zasedání snížila úrokovou sazbu o 50 b.b. Aktuální téma pod lupou se věnuje otázce nerovnosti rozdělení bohatství a příjmů ve společnosti, zda a jakou měrou k ní přispívají centrální banky a jak naopak ekonomická nerovnost ovlivňuje měnovou politiku. Ve vybraném projevu varuje šéf pobočky Fedu v Chicagu Charles L. Evans před unáhleným zpřísněním měnové politiky v situaci nulových sazeb.*

## 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>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	2. října (0,00) 6. listopadu (0,00) 4. prosince (0,00)	16.–17. září (0,00) 28.–29. října (0,00)	8.–9. října (0,00) 5.–6. listopadu (0,00) 3.–4. prosince (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,05 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	0,3 % (listopad 2014) <sup>3</sup>	1,7 % (říjen 2014)	1,3 % (říjen 2014)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	8. ledna 5. února 5. března	16. – 17. prosince 27. – 28. ledna 17. – 18. března	7. -8. ledna 4. -5. února 4. -5. března
<b>další očekávané události</b>	5. března zveřejnění prognózy	15. ledna zveřejnění Belge Book	11. února zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>4</sup></b>	→	→	↑

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



**ECB** ponechala své úrokové sazby beze změny a v průběhu čtvrtletí zahájila používání nekonvenčních nástrojů ohlášených v září, které mají dále uvolnit měnové podmínky (viz Zajímavé události). Výhledy hospodářského růstu i inflace byly přehodnoceny směrem dolů: v letošním roce je očekáván meziroční reálný růst HDP o 0,8 %, v roce 2015 o 1 % a v roce 2016 o 1,5 %, inflace letos dosáhne pouze 0,5 %, v příštím roce by se měla mírně zvýšit na 0,7 % a v roce 2016 na 1,3 %. ECB znovu zhodnotí situaci začátkem roku a při existenci rizika dlouhodobě nízké inflace zůstává výkonná rada jednomyslná ve svém závazku využít další nástroje, resp. upravit velikost, tempo či kompozici již využívaných nástrojů.

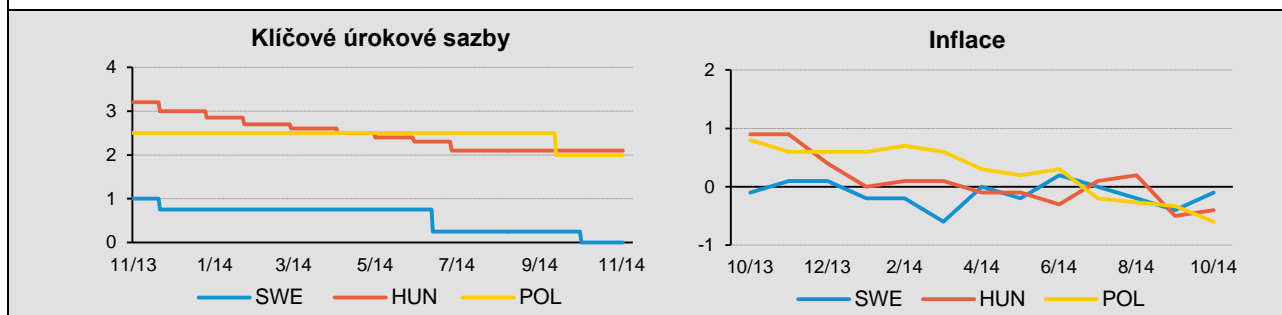
Podle očekávání a v souladu se svou dřívější komunikací **Fed** na říjnovém zasedání rozhodl ukončit program nákupů aktiv (QE3), bude však i nadále reinvestovat inkasované splátky jistiny z jím držovaných agenturních dluhových nástrojů a cenných papírů krytých hypotékami, držené dluhopisy dosáhnou splatnosti budou rolovány. Úrokové sazby zůstávají na velmi nízkých hodnotách. Díky výraznému růstu počtu nově vytvořených pracovních míst dochází ke snižování míry nevyužitých kapacit na trhu práce a k poklesu míry nezaměstnanosti. Spotřeba domácností mírně rostla, stejně jako investice firem. FOMC v současné době předpokládá, že i poté, co se zaměstnanost a inflace přiblíží cílům Fedu, mohou ekonomické podmínky po nějakou dobu vyžadovat úrokovou sazbu na nižší úrovni, než by FOMC za normálních okolností považoval v dlouhém období za vhodné.

**BoE** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %, v listopadu již však dva členové výboru MPC hlasovali pro její zvýšení. Objem držovaných aktiv se nemění. BoE rovněž rozhodla o [prodloužení programu na podporu poskytování úvěrů](#) malým a středním podnikům na rok 2015. Růst domácí poptávky zůstává robustní při pokračujícím poklesu nezaměstnanosti. Hospodářský růst pro letošní rok je odhadován na 3,5 %, v následujících dvou letech by měl mírně zpomalovat. Inflace klesla pod 2% cíl, zejména vlivem nízkých cen potravin, energií a zboží z dovozu, a v průběhu příštích šesti měsíců se zřejmě sníží až pod 1 %.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<a href="#">Švédsko (Riksbank)</a>	<a href="#">Maďarsko (MNB)</a>	<a href="#">Polsko (NBP)</a>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	27. října (-0,25)	23. září (0,00) 28. října (0,00) 25. listopadu (0,00)	7.–8. října (-0,50) 4.–5. listopadu (0,00) 2.–3. prosince (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0 %	2,10 %	2,00 %
<b>poslední inflace</b>	-0,1 % (říjen 2014)	-0,4 % (říjen 2014)	-0,6 % (říjen 2014)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	15. prosince	16. prosince 27. ledna 24. února	13. – 14. ledna 3. – 4. února 3. – 4. března
<b>další očekávané události</b>	16. prosince zveřejnění Monetary Policy Report	18. prosince zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1/2 března zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	→	↓

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



Přestože je švédská ekonomika relativně silná, příliš nízká aktuální inflace a pokles jejího výhledu do budoucna přiměl v říjnu **Riksbank** ke snížení hlavní měnověpolitické úrokové sazby na nulovou hodnotu, přičemž depozitní sazbu snížila až na -0,75 %. Riksbank uvedla, že repo sazba zůstane na nulové úrovni až do evidentního nárůstu inflace, a upozornila, že je připravena využít další nástroje k uvolnění měnových podmínek, bude-li to nutné. Podle aktuální prognózy je pozvolný nárůst repo sazby očekáván až v polovině roku 2016 a na konci roku 2017 by měla dosáhnout hodnoty 1,75 p.b. K navrácení inflace na cíl dojde podle prognózy Riksbank v roce 2016.

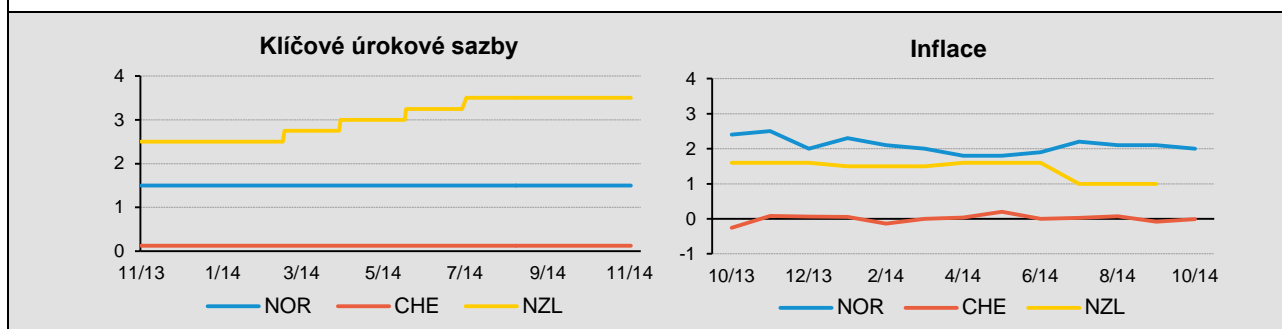
**MNB** ponechala v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 2,10 %. Návrat HDP k potenciálu bude podle MNB pozvolný, neboť kapacity ekonomiky nejsou plně využívány, když domácí poptávka sice roste, ale vývozy ožívají jen velmi mírně. MNB očekává pokračující oživení růstu investic, a to z důvodu narůstajícího využívání finančních prostředků z fondů EU a uvolnění úvěrových omezení s přispěním programu MNB na podporu financování (*Funding for Growth Scheme*). Nezaměstnanost se v Maďarsku i nadále snižuje, dosud však neklesla k úrovni přirozené míry. Inflace se po krátkodobém vyhoupnutí lehce nad nulovou úroveň vrátila do mírně záporných hodnot. Návrat k inflačnímu cíli banka očekává až na konci horizontu prognózy, a to za předpokladu pokračování uvolněné měnové politiky.

**NBP** v říjnu snížila svou měnověpolitickou sazbu o 0,50 p.b. na 2,00 %, v dalších měsících již k uvolnění měnových podmínek nepřistoupila. Inflace v říjnu klesla na -0,6 % a snížila se i jádrová inflace, což potvrzuje absenci poptávkových tlaků v ekonomice. Nadále pokračuje pokles cen výrobců, inflační očekávání podniků a domácností jsou navíc velmi nízká. Tempo růstu HDP ve třetím čtvrtletí mírně zpomalilo na 3,3 %. Stabilní růst spotřeby byl doprovázen mírným růstem investic, avšak příspěvek čistého vývozu zůstává záporný. V prosinci bankovní rada NBP avizovala, že dojde-li k dalšímu zpomalení ekonomické aktivity, nevyklučuje další změnu nastavení měnové politiky.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	0–2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	18. září (0,00) 23. října (0,00)	18. září (0,00)	11. září (0,00) 30. října (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	0,00–0,25 % <sup>1</sup>	3,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,0 % (říjen 2014)	0,0 % (říjen 2014)	1,0 % (Q3 2014)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	11. prosince	11. prosince	11. prosince 29. ledna
<b>další očekávané události</b>	18. září zveřejnění Monetary policy report	17. prosince zveřejnění Monetary policy report	11. prosince zveřejnění Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>2</sup></b>	→	→	↑

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



Podle nově dostupných informací jsou inflace a ekonomický růst v souladu se zářijovou prognózou, a proto **NB** ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,50 %. Komerční banky snížily úrokové sazby z hypoték a celkově dochází k poklesu úrokových marží u úvěrů pro domácnosti i firmy. Míra nezaměstnanosti je stabilní a inflace se pohybuje kolem 2% úrovně, tj. kolem inflačního cíle. NB očekává stabilitu měnověpolitické sazby do konce roku 2015 a poté její pozvolný růst. Ve [Zprávě o finanční stabilitě](#) byla publikována analýza, ve které autoři dospěli k závěru, že zvýšení kapitálových rezerv zlepší schopnost bank odolat období velkých ztrát z úvěrů bez podstatného snížení poskytování půjček. Do jisté míry je tak potvrzena adekvátnost budování likviditních a kapitálových požadavků v Norsku.

**SNB** ponechala sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje závazek minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Toto nastavení kurzového závazku zůstává klíčovým nástrojem na obranu proti nežádoucímu zpříšňování měnových podmínek. Nicméně podle SNB je kurz franku stále silný. Cenový výhled pro rok 2016 se výrazně snížil. Podle nové prognózy SNB dosáhne inflace v roce 2014 jen 0,1 % (stejně jako v minulé prognóze), v roce 2015 cenová hladina vzroste pouze o 0,2 % (snížení výhledu o 0,1 p.b.). V roce 2016 předpokládá SNB inflaci na úrovni 0,5 %, což je snížení o 0,4 p.b. oproti minulé prognóze. V případě HDP očekává SNB tempo jeho růstu za celý rok 2014 na úrovni 1,5 %, tj. nižší o 0,5 p.b. oproti minulému výhledu.

**RBNZ** po sérii zvyšování úrokových sazeb v předchozím čtvrtletí ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 3,5 %. RBNZ očekává za rok 2014 ekonomický růst na úrovni 3,7 %. Ten je dán kombinací faktorů, kterými jsou výrazná stavební aktivita, spotřeba domácností a investice. Roste tak využití výrobních kapacit ekonomiky. Kurz novozélandského dolaru se zdá v současnosti nadhodnocený a měl by oslabit. Guvernér Wheeler jeho hodnotu považuje za neudržitelnou a neopodstatněnou a dokonce se veřejně vyjádřil o zvážení kurzových intervencí, blíže [zde](#).

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### **ECB zveřejnila podrobnosti o nástrojích oznámených v září**

Evropská centrální banka zveřejnila podrobnosti o programech, o jejichž zavedení rozhodla v září. [Program nákupu krytých dluhopisů](#) (CBPP3, v pořadí již třetí takovýto program) započal ve druhé polovině října, [program nákupu cenných papírů krytých aktivy](#) (ABSPP) byl zahájen v listopadu, přičemž samotným prováděním nákupů uvedených cenných papírů pověřila ECB [čtyři společnosti](#). Oba programy by měly trvat minimálně po dobu dvou let. V září byla navíc realizována první ze série [cílených dlouhodobých refinančních operací](#) (TLTRO), podmíněných objemem úvěrů poskytnutých danou finanční institucí soukromému sektoru, v níž bylo 255 protistranám poskytnuto celkem 82,6 mld. EUR. Do června 2016 je naplánováno dalších sedm cílených operací, přičemž druhá proběhne již v prosinci. Všechna tři zmíněná opatření by měla podle slov šéfa ECB Maria Draghiho výrazně navýšit rozvahu eurosystému.

### **ECB se stala hlavním dohlížitelem nad bankovním sektorem eurozóny**

V budování evropské bankovní unie byl učiněn významný krok v podobě přechodu zodpovědnosti za [dohled nad bankovním sektorem v eurozóně](#) na Evropskou centrální banku. Ta od listopadu začala přímo kontrolovat systémově významné finanční instituce (v současnosti je takto označeno [120 institucí](#)), zároveň byly sjednoceny dohledové postupy národních centrálních bank. Podrobnosti fungování takto vytvořeného Jednotného dohledového mechanismu (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) byly zveřejněny v [dokumentu o provádění dohledu](#). K přechodu kompetencí došlo v návaznosti na dokončené [komplexní hodnocení](#) 130 významných finančních institucí, v rámci něž byla posouzena kvalita držných aktiv a proběhly zátěžové testy s cílem odhalit nedostatky, zvýšit transparentnost bankovních domů a vybudovat důvěru ve finanční sektor.

### **Hlasování v Radě guvernérů ECB bude od ledna 2015 probíhat na rotačním principu**

Od ledna bude Rada guvernérů Evropské centrální banky hlasovat v proměnlivém složení. Rada EU rozhodla již v roce 2003 o zavedení hlasování na bázi rotačního principu v případě, že počet guvernérů přesáhne 18, tato situace nastane se vstupem Litvy do eurozóny. Země eurozóny jsou rozděleny do dvou skupin podle velikosti jejich ekonomiky a finančního sektoru. Pět zemí tvoří první skupinu (v současnosti Německo, Francie, Itálie, Španělsko a Nizozemsko), která má dohromady čtyři hlasy (tj. vždy jeden vybraný guvernér z této skupiny na daném zasedání Rady nehlasuje). Druhá skupina, do níž patří zbývajících 14 států, disponuje jedenácti hlasy (tj. tři guvernéři nehlasují). [Konkrétní podoba hlasování](#) byla určena losem.

### **Fed vydal nové principy návratu měnové politiky do standardního módu**

V polovině září vydal Fed nové prohlášení o plánovaném průběhu návratu ke standardní měnové politice, na jehož znění se shodli všichni členové s výjimkou jednoho. Hlavní zmiňované principy a plány jsou následující:

- Až budou hospodářské podmínky a jejich výhled naznačovat potřebu méně uvolněné měnové politiky, FOMC zvýší cílové pásmo pro svou sazbu. Sazba Fedu bude do cílového pásma usměrňována primárně úrokovou sazbou vyplácenou na volné rezervy bank, doplňkovým nástrojem budou jednodenní reverzní repo operace – ty však budou využívány pouze v nezbytně nutném rozsahu a budou ukončeny, pokud již nebudou potřebné.
- Objem nakoupených aktiv bude snižován postupně a předvídatelně. Po zvýšení cílového pásma pro sazbu Fedu je předpokládáno ukončení reinvestování, načasování však bude záviset na hospodářských a finančních podmínkách. S odprodejem agenturních cenných papírů krytých hypotékami FOMC v současnosti nepočítá, i když omezené množství by

prodáno být mohlo, časování a tempo by bylo veřejnosti předem komunikováno.

- V delším období by Fed neměl držet více cenných papírů, než je nutné pro efektivní implementaci měnové politiky; primárně by pak měl držet vládní cenné papíry, aby tak omezil vliv na alokaci úvěrů v ekonomice.

K ukončení nákupu aktiv Fed přistoupil v říjnu a zatím pokračuje v reinvestování jistiny, aby byl zachován objem držených aktiv. Zatímco prezident pobočky Fedu ve Filadelfii a aktuálně také člen výboru FOMC [Charles I. Plosser](#) vnímá ekonomiku USA spíše optimisticky a navrhuje již ukončit komunikaci o dlouhodobém ponechání nízkých úrokových sazeb, šéf Fedu v Chicagu [Charles L. Evans](#) naopak varuje před unáhleným exitem. Názory C. L. Evanse, který se podle rotačního principu bude podílet na rozhodování o měnové politice v příštím roce, přináší aktuální *Vybraný projev*.

### **MNB pokračuje v podpoře úvěrů pro malé a střední podniky**

Maďarský program centrální banky na podporu úvěrů pro malé a střední podniky, zavedený v dubnu 2013, přesáhl v září 700 mld. HUF, a téměř tak byla vyčerpána jeho celková kapacita. Magyar Nemzeti Bank rozhodla tento program prodloužit a v jeho druhé fázi bude bankám na úvěry k dispozici částka v celkovém objemu 500 mld. HUF, která může být dále navýšena až na 2 bil. HUF.

### **...a poskytuje bankovnímu sektoru zahraniční měny**

Magyar Nemzeti Bank poskytuje bankám cizí měny ze svých devizových rezerv s cílem zabránit negativním dopadům na kurz forintu, souvisejícím se snižováním zadluženosti domácností v cizích měnách. Masivní převod cizoměnových úvěrů na forintové by totiž vyvolal tlak na oslabení maďarské měny, které by mohlo ohrozit stabilitu celého finančního systému.

### **Japonská centrální banka navýšila objem nákupů cenných papírů**

Kvantitativní a kvalitativní uvolňování v Japonsku nabývá na intenzitě po říjnovém rozhodnutí Japonské centrální banky, které bylo učiněno jen těsnou většinou hlasů (5:4). V důsledku zvýšení objemu nakupovaných cenných papírů by měla měnová báze narůstat o zhruba 80 bil. JPY ročně, což představuje oproti původním plánům navýšení o 10–20 bil. JPY. Banka zejména navýší nákupy vládních dluhopisů a současně zvýší průměrnou zbývající splatnost držených dluhopisů o zhruba 7–10 let.

### **Ruská centrální banka zrušila pásmo pro pohyb rublu**

Centrální banka Ruska (CBRF) na konci října výrazně zvýšila klíčovou úrokovou sazbu na 9,5 %, kumulativně od začátku roku tak došlo k jejímu nárůstu již o 4 p.b. V listopadu pak rozhodla o zrušení dosavadního kurzového mechanismu. V něm zasahovala na devizovém trhu, když došlo k vybočení kurzu z pásma stanovenému vůči koši dvou měn, které se v průběhu tohoto roku postupně posunovalo k slabším hodnotám a rovněž došlo k jeho mírnému rozšíření. V říjnu CBRF prodala na trhu přes 27 mld. USD, přesto hodnota rublu strmě klesla. Těžkou situaci pro ruskou měnovou politiku vytváří zejména výrazný pokles cen ropy a zpříšňující se obchodní sankce. Oslabený rubl a restriktce na dovoz akcelerují růst spotřebitelských cen a podle odhadů CBRF zůstane inflace do konce roku i v prvním čtvrtletí 2015 nad 8 %, tedy vysoko nad 4% cílem. CBRF se navíc obává permanentního zvýšení inflačních očekávání. Hospodářská aktivita je přitom utlumená, ve třetím čtvrtletí dosáhl meziroční růst HDP jen 0,2 %.





### **Cílování inflace na Novém Zélandu úspěšně probíhá již 25 let**

Při příležitosti 25. výročí od zavedení cílování inflace na Novém Zélandu hodnotil guvernér Rezervní banky Graeme Wheeler uplynulé roky s tímto měnověpolitickým režimem. RBNZ formálně začala cílovat inflaci jako první centrální banka na světě a brzy se jí podařilo dosáhnout cenové stability a ukotvit inflační očekávání. Měnová politika RBNZ úspěšně obstála i v průběhu hospodářské a finanční krize, která však poukázala na potřebu makrobezpečnostní politiky. Zkoumání interakcí těchto dvou politik je jedním z úkolů do budoucna.



### 3. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA A NŮŽKY EKONOMICKÉ NEROVNOSTI

*Ekonomická nerovnost se výrazně prohlubuje a přibývá výhrad, že k rozevirání nůžek mezi chudými a bohatými významně přispívá i měnová politika, v poslední době zejména prostřednictvím dlouhodobě nízkých úrokových sazeb a kvantitativního uvolňování. Ačkoliv měnověpolitické nástroje mají na společnost redistribuční efekty, je nutné je hodnotit v širším kontextu dosažených makroekonomických výsledků. Pokud by centrální banky nepřistoupily k důraznému uvolnění měnových podmínek, horší hospodářské výsledky – zejména pak nárůst nezaměstnanosti – by se negativně promítly do života všech, zejména pak sociálně slabších vrstev. Nerovnost příjmů se dostává do hledáčku centrálních bank také proto, že ovlivňuje fungování transmisního mechanismu a může mít rovněž dopady na finanční stabilitu. Hlavní slovo, pokud jde o ovlivňování míry nerovnosti ve společnosti, však mají vlády, které nejsou svázány úzce vymezeným cílem a jsou k tomuto účelu vybaveny širokým spektrem nástrojů.*

V posledních třech desetiletích se ekonomická nerovnost výrazně prohloubila. Světová finanční a hospodářská krize dále stlačila jak mzdové příjmy tak i příjmy z kapitálu. Její následky v podobě prohloubení nerovnosti se vládám sice podařilo zmírnit prostřednictvím vyplácených dávek a příspěvků, přesto téma nerovnoměrného rozdělení majetku a příjmů vyvolává bouřlivé diskuze. Není tak překvapením, že otázky ekonomické nerovnosti se v poslední době řeší na mnoha fórech, hodně pozornosti jí bylo věnováno mj. i na letošním výročním setkání Mezinárodního měnového fondu a Světové banky. Přibývají přitom výhrady, že k rozevirání nůžek nerovnosti ve společnosti v posledních letech výrazně přispívá i měnová politika – dlouhodobě extrémně nízké úrokové sazby a zejména pak nekonvenční měnověpolitické nástroje.

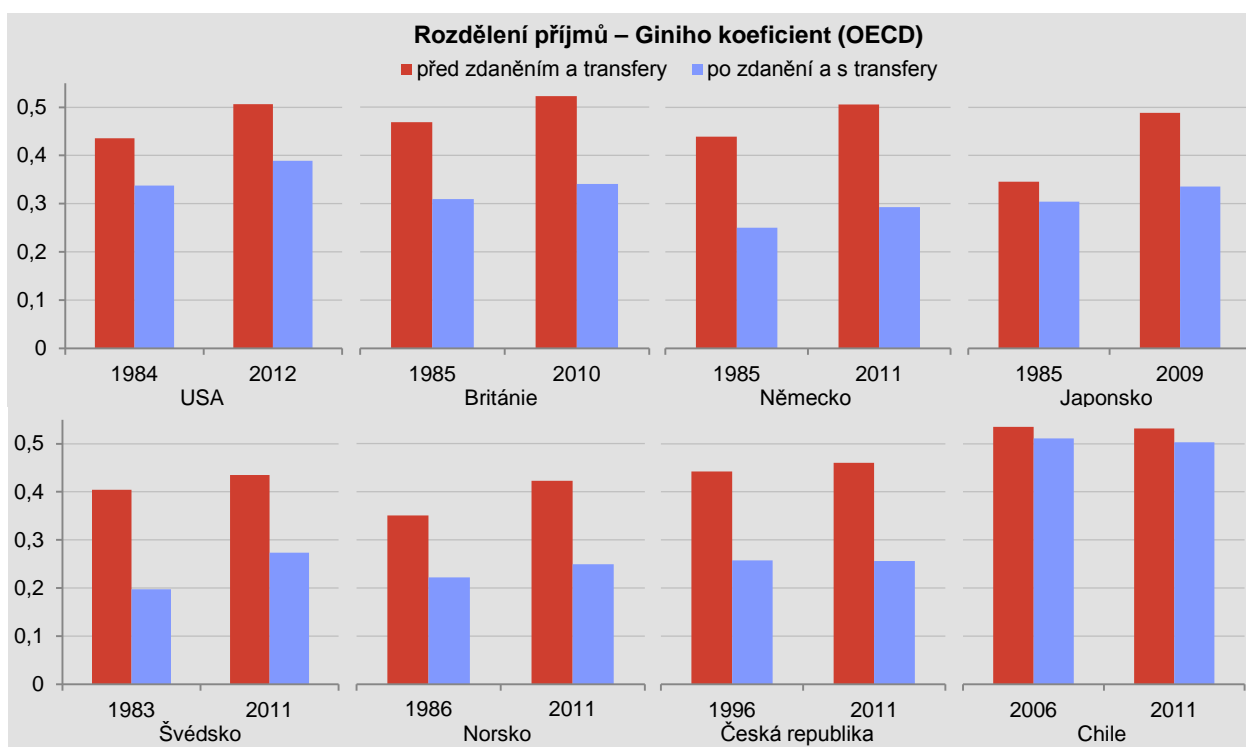
#### **Bohatší ještě bohatšími, chudí ještě chudšími**

Ekonomická nerovnost sama o sobě nemusí být považována za jev nežádoucí. Vyšší peněžní ohodnocení může být dáno pracovitostí, přístupem, odvahou riskovat, kreativitou, osobním rozvojem a dalšími faktory, které může člověk sám ovlivnit, což na většinu lidí působí motivačně. Velká část nerovnosti je dána přirozeně věkem. Mladí lidé mají obvykle podprůměrné příjmy a malé či dokonce záporné bohatství (jejich dluhy převyšují hodnotu jejich majetku). Nejvyšší příjmy připadají v průměru lidem ve věku kolem padesáti let, kteří rovněž vlastní největší jmění, a s postupujícím věkem jejich příjmy klesají, zejména výrazně pak s přechodem do důchodu. Ekonomická situace člověka je velkou měrou určena také jeho rodinným zázemím, z něž vyplývají jeho možnosti přístupu ke vzdělání, uplatnění v rodinném podnikání a čerpání jeho výnosů, či ekonomický prospěch ve formě dědictví apod.

Úplná rovnost (jíž se oficiálně blížily mnohé centrálně plánované ekonomiky) je obvykle demotivační a vede k neefektivnostem. Negativní dopady na ekonomiku však může mít i opačný extrém. Výrazná nerovnost zažehává četné společenské problémy a může vést k sociálním nepokojům s dalekosáhlými důsledky. Určení „správné“ míry nerovnosti je ryze subjektivní, jde o výhradně politické téma, a otázkou ekonomické spravedlnosti se zabývají všechny státy. Ty ji mohou ovlivnit redistribuční politikou, především nastavením daňového systému a systému dávek, sociálních příspěvků, penzí a dalších transferů. Vedle nerovnosti v rámci států je výrazná rovněž nerovnost mezi státy v globálním měřítku, ta se ovšem zřejmě v posledních letech (na rozdíl od první zmíněné) snižovala.

Míra ekonomické nerovnosti se obvykle odhaduje na základě dat z průzkumů či dotazníků s využitím Giniho koeficientu. Tento koeficient může nabývat hodnot od nuly do jedné, kdy vyšší hodnota znamená větší nerovnost, přičemž nejčastěji se používá k měření rovnoměrnosti

rozdělení bohatství a příjmů.<sup>1</sup> V případě příjmů lze sledovat příjmy před zdaněním či příjmy po zdanění spolu s obdrženými sociálními příspěvky, které reflektují redistribuční efekt vládních politik. Ten je výrazný zejména v případě Skandinávských zemí, které po zdanění patří ke státům s největší rovností. Naopak k zemím s velkou nerovností patří podle údajů OECD Chile a Mexiko. U většiny sledovaných ekonomik je však v posledních dekadách patrné výrazné rozevírání nůžek mezi bohatými a chudými.



### **Redistribuční efekty měnové politiky**

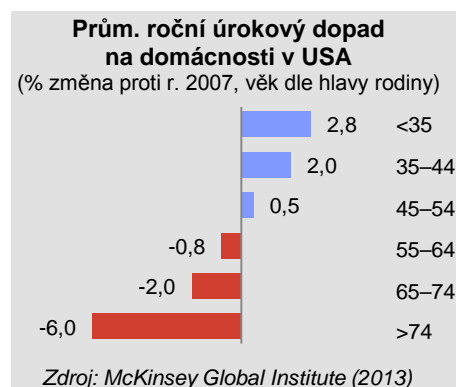
V poslední době centrální banky čelí kritice, že výrazně přispívají k nárůstu ekonomické nerovnosti, zejména udržováním prakticky nulových sazeb po mimořádně dlouhou dobu a dále pak svými masivními nákupy cenných papírů.

Měnová politika má ze své podstaty redistribuční efekty na společnost, které se však v běžných dobách vyrovnávají v průběhu hospodářského cyklu. Snížení úrokových sazeb zvýhodní dlužníky, jejich zvýšení může naopak potěšit střadatele. Nízké sazby obvykle povzbudí růst cen aktiv, čímž se zvýší hodnota majetku jejich vlastníků. Své dopady má zhodnocení či znehodnocení domácí měny na investory a dlužníky v cizí měně (ať již je důsledkem kurzové politiky, změny úrokových sazeb nebo jiných faktorů). Programy nákupů aktiv stlačily výnosy z dluhopisů a současně zvýšily jejich cenu; zprostředkovaně pak přispěly k růstu cen akcií. Primární dopady kvantitativního uvolňování tak opět závisí zejména na tom, kdo drží aktiva, jejichž cena se změnila. Vlastníky akcií přitom bývají obvykle právě bohatší domácnosti. Nerovnosti může prohloubit také vysoká inflace, která má obvykle citelnější následky pro sociálně slabší domácnosti, neboť ty obvykle drží větší část svého majetku v penězích. Jejich

<sup>1</sup> Nulová hodnota Giniho koeficientu znamená absolutní rovnost, kdy všichni členové společnosti mají stejně. Opakem je situace, kdy malý počet členů dané skupiny má mnohonásobně víc než všichni zbývající, pak se hodnota koeficientu ve velkém vzorku přibližuje jedné. V případě záporných hodnot bohatství (dluhy převyšují majetek) může koeficient nabýt záporné hodnoty.

příjmy jsou navíc obvykle více náchylné na hospodářský cyklus, když bývají při snižování poptávky po práci prvními propouštěnými či těmi, jimž se sníží mzdy.

Studie společnosti McKinsey odhaduje, že dopad nízkých úrokových sazeb v období 2007–2012 do čistých úrokových příjmů domácností pro USA, Británii a eurozónu byl ve všech třech případech výrazně záporný.<sup>2</sup> Důvody relativně menšího výsledného propadu v Británii a eurozóně oproti USA spatřují autoři ve větším podílu hypoték s variabilními sazbami (v Británii zhruba 70 %), které umožňují rychlejší promítnutí do snížení splátek úvěrů než ve Spojených státech (20% podíl hypoték s variabilními sazbami). Dopady se přitom výrazně liší pro různé věkové skupiny: zatímco pro mladší domácnosti znamenaly nízké sazby prospěch (zejména právě ve formě snížení nákladů dluhu), starším ročníkům se příjmy snížily.



Americký ekonom Olivier Coibion a jeho kolegové tvrdí, že zpřísnění měnové politiky ve Spojených státech zvyšovalo nerovnost, zatímco její uvolňování ji snižovalo. Upozorňují navíc, že důsledky mohou být mnohem výraznější při dosažení nulových sazeb, kdy existuje další potřeba uvolnění měnových podmínek, které není možné provést. Situace je v tom případě podobná stavu dlouhodobého ekonomického šoku ve formě příliš přísné měnové politiky. Autoři dále popisují pět kanálů, kterými měnová politika ovlivňuje nerovnost, když skrze tři kanály dochází při snížení sazeb ke zvýšení nerovnosti, zatímco u zbylých dvou je tomu naopak.<sup>3</sup>

Vědeckých studií, které hodnotí dopady nekonvenčních nástrojů měnové politiky na ekonomickou nerovnost, zatím není mnoho. Saiki a Frost<sup>4</sup> analyzovali tyto dopady v Japonsku, které má s využíváním nekonvenční měnové politiky dlouhodobou zkušenost. Docházejí k závěru, že kvantitativní uvolňování nerovnost výrazně zvýšilo, a to zejména skrze portfoliový kanál (tedy že vlivem nákupů došlo ke zvýšení cen aktiv, z čehož profitovali majitelé akcií, tedy obvykle bohatší část obyvatelstva). Podle jejich pozorování navíc nerovnost prohloubily některé strukturální reformy, a mohou tak hrát roli i v jejím snižování.

**Spojené státy** patří k zemím s velmi vysokou mírou nerovnosti, jež navíc v čase výrazně narůstá; podobně jako nespokojenost s tímto trendem, jejímž živým důkazem bylo např. hnutí Occupy Wall Street. Častým terčem výtek se tak stal právě Fed, jehož kvantitativní uvolňování řadí někteří komentátoři k politikám založeným na vytváření ekonomických výhod pro bohatší, které až zprostředkovaně vytvářejí prospěch pro celou společnost a tedy i pro chudé (*trickle-down economics*). Tématu je v USA věnována nemalá pozornost, např. v Bostonské pobočce Fedu se v říjnu konala konference o nerovnosti ekonomických příležitostí. Jak na ní podotkla šéfkyně Fedu Janet L. Yellen, rozevírající se nůžky nerovnosti by nemusely být považovány za velký problém, pokud by se životní podmínky zlepšily většině rodin, což byl případ devadesátých let. Jindy však bohatství a příjmy rostly jen nejbohatším a stagnovaly či klesaly

<sup>2</sup> Dopad činí pro USA 360 mld. USD, pro Británii 110 mld. USD a pro eurozónu 160 mld. USD (převáděno konstantními měnovými kurzy roku 2012). McKinsey Global Institute: „QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks“, listopad 2013.

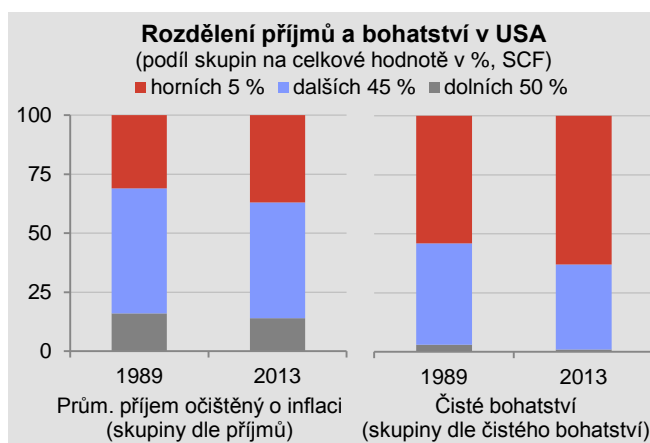
<sup>3</sup> Kanály jsou následující: (1) heterogenita zdrojů příjmů obyvatelstva, (2) segmentace finančního trhu, (3) portfoliový efekt, (4) různorodost reakcí pracovních příjmů na hospodářský cyklus, a (5) čistá finanční pozice domácnosti. Studie pracuje s daty let 1980–2008 a zahrnuje údaje o příjmech, nikoliv o bohatství. Nezapomíná se tak na dopady programu nákupu aktiv, který Fed realizoval v posledních letech.

Olivier Coibion et al.: „Innocent bystanders? Monetary policy and inequality in the U.S.“, NBER Working Paper 18170, červen 2012.

<sup>4</sup> Ayako Saiki a Jon Frost: „How does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan“, DNB Working Paper č. 423, květen 2014.

ostatním skupinám obyvatelstva. Anebo příjmy klesly všem, ovšem těm nejchudším zdaleka nejvíce, protože je v těchto případech zvyšování nerovnosti obzvláště bolestivé.

Fed má k dispozici poměrně podrobná data z průzkumu o financích spotřebitelů, který provádí jednou za tři roky již od roku 1983 (dnešní podobu má od roku 1989). Jak naznačují výsledky, horních pět procent obyvatelstva drží téměř dvě třetiny celkového bohatství, naopak na dolní polovinu populace připadají pouhá dvě procenta majetku. U chudších domácností navíc velkou část bohatství tvoří nemovitosti, jejichž cenu finanční krize srazila, a u mnohých domácností tak hodnota majetku klesla pod úroveň dluhů. Menší nerovnost, přesto velmi významná a v čase rostoucí, je patrná u příjmů. Ta se sice v období 2007–2010 mírně snížila vlivem poklesu příjmů z finančních aktiv (držených zejména bohatšími), následně však opět vzrostla a dosáhla předkrizových hodnot.



Rovněž v **Británii** se rozhořela emotivní diskuze o dopadech měnové politiky na různé skupiny obyvatel. Bank of England poukazuje na klíčový rozdíl v transmisi měnověpolitické úrokové sazby a kvantitativního uvolňování: zatímco změna úrokové sazby působí zejména na krátkodobé tržní sazby, program nákupu aktiv působí na vývoj dlouhodobých výnosů – podstatná část nakoupených dluhopisů má splatnost mezi 5 a 25 lety. Zatímco úrokové příjmy většiny domácností jsou navázány na krátkodobé sazby, úspory v penzijních fondech naopak na sazby dlouhodobé. Nákupy aktiv zvýšily finanční bohatství domácností, jehož rozdělení je silně asymetrické, když dvě pětiny tohoto bohatství jsou v rukou 5 % domácností. Kvantitativní uvolnění však na druhou stranu zřejmě přibrzdilo pád cen nemovitostí, který tvoří velkou část majetku méně movité části obyvatelstva.

BoE odhaduje, že domácnostem poklesly vlivem snižování sazeb od září 2008 do dubna 2012 úrokové příjmy celkem o zhruba 70 mld. GBP, na druhou stranu ušetřily zhruba 100 mld. GBP na splátkách úroků z úvěrů. Rozdíl (celkovou úsporu pro domácnosti ve výši 30 mld. GBP) pravděpodobně podle BoE nesl bankovní sektor resp. ve formě nižších dividend jeho akcionáři.

Obzvláště podrobně musela centrální banka vysvětlovat dopady kvantitativního uvolňování na starobní penze. Podle posledních odhadů je zhruba pětina Britů v důchodovém věku. Penzijní fondy jsou založeny na dvou základních schématech – s definovaným výnosem (zhruba 60 % celkového objemu) a s definovaným příspěvkem. Ve druhé variantě účastník v určitém okamžiku „vymění“ hodnotu svého portfolia za ročně vyplácený důchod, jehož výše je dána hodnotou jeho portfolia a tržní úrokovou mírou. Kvantitativní uvolňování ovlivnilo obě tyto složky, když sice snížilo příslušnou výnosovou sazbu, na druhou stranu však zvýšilo hodnotu celého portfolia. Britské akcie však zaznamenaly prudký pokles cen, zejména na počátku finanční krize, což výrazně snížilo hodnotu portfolií, která byla tvořena z větší části akciemi. Spousta lidí se tak ocitla s mnohem menším důchodem, než původně očekávala. Na druhou stranu data o reálném růstu spotřeby podle věkových skupin ukazují, že lidé starší než 65 let jsou jediná skupina obyvatelstva, která si během krize dokázala udržet kladný růst spotřeby.<sup>5</sup>

Distribucí bohatství a příjmů ve společnosti se zabývá také **Evropská centrální banka**. Ve své analýze vychází z průzkumu finanční situace a spotřebního chování domácností, který

<sup>5</sup> Graf vývoje růstu spotřeby různých věkových skupin, ilustrativní příklady dopadů kvantitativního uvolňování na různá penzijní schémata a další podrobnosti jsou k dispozici v materiálu Bank of England „The distributional effects of asset purchases“ z července 2012.

proběhl poprvé v roce 2010. Dle analýzy ECB zaznamenaly mezi lety 2008 a 2013 bohatší domácnosti největší propad hodnoty majetku. Ve stejném období byl dopad na spotřebu nízkopříjmových domácností znásoben silnější odezvou na šoky do bohatství. ECB sleduje rovněž poměr výše splátek dluhů k celkovému příjmu domácností jakožto odhad finančních tlaků na domácnosti. Ačkoliv domácnosti s hypotékami s variabilní úrokovou mírou profitovaly z nízkých úrokových sazeb, efekt na zmíněný ukazatel byl kompenzován tím, že chudší domácnosti byly mnohem více zasázeny nárůstem nezaměstnanosti.

### ***Důsledky pro centrální banky***

Distribuce příjmů a bohatství má důsledky pro měnovou politiku, neboť významně ovlivňuje její transmisní mechanismus. Účinnost změny úrokových sazeb totiž závisí na finanční pozici každé domácnosti (nízkopříjmové domácnosti reagují jinak než vysokopříjmové), takže celková odezva v ekonomice bude záviset na rozdělení aktiv a dluhů ve společnosti, a to zejména v době krize, kdy jsou ekonomické šoky obzvláště velké a jejich dopady nerovnoměrně rozložené. Nerovnost může mít rovněž citelné důsledky na finanční stabilitu.

Lze shrnout, že dopady změn nastavení měnové politiky na ekonomickou nerovnost nejsou jednoznačné, když působí přes různé kanály s různými výsledky a obvykle se vyrovnávají v průběhu hospodářského cyklu. A přestože nízké sazby a nekonvenční měnová politika mohly přispět k rozevření nůžek mezi bohatými a chudými, bez patřičného uvolnění měnových podmínek by dnes situace byla horší pro všechny – hospodářský růst by byl nižší, nezaměstnanost vyšší, mnoho firem by zaniklo, což by následně dopadlo jak na dlužníky, tak na věřitele, a to jak na bohaté, tak i na chudé. Případné dopady měnové politiky do rozdělení příjmů a bohatství ve společnosti tak musejí být hodnoceny komplexně, a to právě v kontextu dosažených makroekonomických výsledků a dalších efektů v delší časové perspektivě. Měnová politika musí prvotně řešit své národohospodářské cíle, k jejichž dosažení má centrální banka poměrně úzce vymezené prostředky. Hlavní slovo o míře nerovnosti ve společnosti mají v rukou vlády, které jsou k tomuto účelu vybaveny širokým spektrem nástrojů.



#### 4. VYBRANÝ PROJEV: TRPĚLIVOST – KLÍČ K ÚSPĚŠNÉMU EXITU

*Prezident Chicagského Fedu Charles L. Evans přednesl v září na konferenci o trhu práce v Petersonově institutu ve Washingtonu [projev](#) věnovaný otázce ukončování současné nekonvenční měnové politiky Fedu.*

Od poloviny roku 2009, kdy se velká recese v USA projevila nárůstem nezaměstnanosti na extrémních 10 % a propadem inflace do záporných hodnot, tj. hluboko pod cíl, uplynulo pět dlouhých let. Fed tehdy zareagoval zahájením nekonvenční měnové politiky v podobě rozsáhlých nákupů aktiv a prohlášením, že bude držet sazby na nule až do odvolání. To pomohlo ekonomice vrátit se zpět k růstu a obrátit vývoj cílovaných veličin Fedu – zaměstnanosti a inflace – směrem k cíli.

Ačkoli jsou dosud zaměstnanost i inflace stále pod cílem, tedy na stejné straně z pohledu potřeby nastavení měnové politiky, Evans připomíná, že tomu tak nebude navždy. Až se tyto cíle postaví proti sobě, má FOMC sledovat „vyvážený přístup“. Podle Evanse je přitom důležité vážit především rizika a náklady odchýlení obou veličin od cíle. To je klíčové zvláště v situaci technicky nulových sazeb. Předčasné zvýšení sazeb představuje pro ekonomiku obrovské riziko, proto si musí být Fed jistý, že nastala chvíle, kdy zvýšení sazeb neohrozí ekonomický vývoj a nebude nutit centrální banku vrátit sazby zpět k nule, což by bylo velmi bolestivé. Podle většiny členů FOMC dosáhne zaměstnanost své dlouhodobě neutrální míry na konci roku 2016, zatímco inflace by se v té době měla pohybovat pod cílem v rozmezí 1,75–2,00 %. I podle Evanse se dostane zaměstnanost k cíli rychleji než inflace.

Opouštění nekonvenční měnové politiky bude pro Fed novou zkušeností. Je tak důležité mít na paměti, že nelze čistě mechanicky aplikovat principy fungující před krizí. Hlavní motivací pro návrat k sazbám – jakožto nejlepšímu měnověpolitickému nástroji – tak musí být orientace na co nejefektivnější dosažení obou cílů Fedu s vidinou prosperující ekonomiky. Růst sazeb doporučuje Evans posléze pouze mírný a velmi pozvolný, aby ekonomika ukázala, jak je schopna fungovat v lehce přísnějších finančních podmínkách.

Oporu pro svůj postoj k ukončování nekonvenční měnové politiky nalézá Evans na příkladech z minulosti. Pro první příklad sahá do doby Velké hospodářské krize třicátých let, kdy došlo krátce po devalvaci měny a oživení ekonomiky k unáhlenému zpřísnění měnové politiky, opětovnému propadu ekonomiky a návratu do deflace. Jako druhý příklad uvádí vývoj v Japonsku za posledních dvacet let. Na začátku roku 2000, když inflace teprve jen těsně překročila nulu, provedla japonská centrální banka první předčasné zpřísnění měnové politiky, což aktivovalo nové deflační tlaky. Tuto zkušenost zopakovala BoJ ještě jednou ve stejné dekádě. Posledním příkladem je předčasné zpřísnění měnových podmínek v eurozóně v roce 2011, kdy Evropská centrální banka předpokládala, že ekonomika se již vzpamatovává z recese, a obávala se rizika, že se inflace trvale zvýší nad cíl. Dnes čelí evropská ekonomika slabému růstu a hrozbě propadu zpět do deflace při aktuální inflaci těsně nad nulovou úrovní.

V poslední části projevu se Evans vyjadřuje k nákladům přestřelování inflačního cíle a vlivu inflačních očekávání. Připomíná, že 2% inflační cíl je symetrický. Náklady související se setrváním inflace mírně nad cílem po určité období považuje za výrazně nižší, než náklady návratu měnové politiky zpět k nulovým sazbám. Jako nízké vidí i riziko budoucího dramatického nárůstu inflace, neboť nebyl pozorován skok v inflačních očekáváních. Ta se zdají být naopak dlouhodobě stabilní. V této souvislosti je však otázkou, zda hrají očekávání tak významnou roli, jaká je jim přisuzována, neboť i při kladných inflačních očekáváních na úrovni inflačního cíle zůstávala inflace například v USA nebo Japonsku dlouhodobě níže.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. prosince 2014. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).