

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2015

V tomto čísle

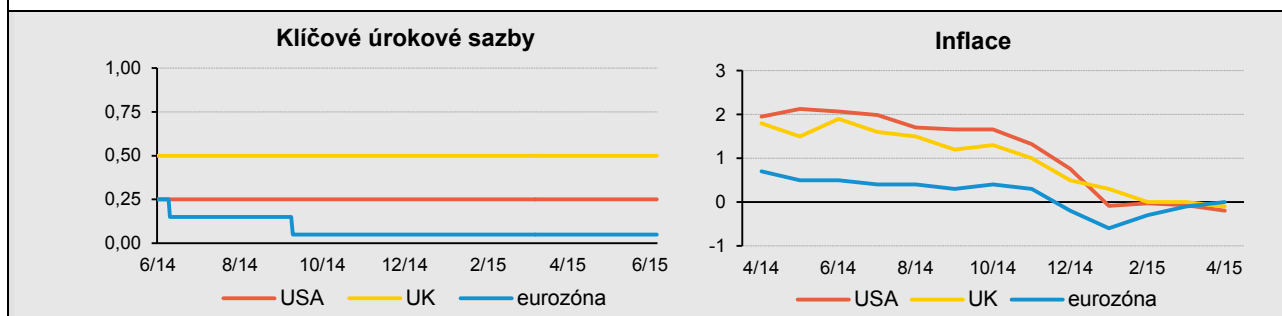
V uplynulém čtvrtletí ustala velká vlna snižování úrokových sazeb některých centrálních bank do záporných hodnot. Pouze Riksbank v březnu snížila svou repo sazbu hlouběji do záporu, současně v březnu i dubnu zvýšila objem nakupovaných vládních dluhopisů a ve výčtu možných dalších opatření nově v tiskové zprávě po svém měnovém zasedání zmínila devizové intervence. Zatímco NBP měnové podmínky neuvolnila, MNB snížila úrokové sazby třikrát za sebou. Ke zpřísnění měnové politiky Fedu dojde zřejmě ve druhé polovině tohoto roku. Téma pod lupou se tentokrát věnuje měnové politice indické centrální banky, která se v roce osmdesátého výročí svého založení připojila k bankám cílujícím inflaci. Ve vybraném projevu viceguvernér Riksbank Henry Ohlsson připomíná důležitost inflačního cíle pro cenotvorbu a mzdová vyjednávání, pro ukotvenost inflačních očekávání a také pro dlouhodobý ekonomický růst.

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)	2. dubna (0,00) 7. května (0,00) 3. června (0,00)	17. – 18. března (0,00) 28. – 29. dubna (0,00)	8.–9. dubna (0,00) 8.–11. května (0,00) 3.–4. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,05 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	0,3 % (květen 2015) ³	-0,2 % (duben 2015)	-0,1 % (duben 2015)
očekávaná MP zasedání	2. července 6. srpna 3. září	16. – 17. června 28. – 29. července 16. – 17. září	8. – 9. července 5. – 6. srpna 9. – 10. září
další očekávané události	3. září zveřejnění prognózy	15. července zveřejnění Beige Book	6. srpna zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	↑	→

¹ definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; 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 své úrokové sazby beze změny. Program nákupu aktiv bude probíhat do konce září 2016 (objem nákupu 60 mld. EUR měsíčně), exit z kvantitativního uvolňování diskutován nebyl; v květnu ECB oznámila dočasné „sezonní“ zvýšení nákupů aktiv (více v Zajímavých událostech). Mezičtvrtletní růst HDP v 1Q 2015 činil 0,4 % a významnou měrou se na něm podílela soukromá spotřeba. Červnová prognóza ekonomické aktivity se oproti březnové téměř neliší a předpokládá reálný růst HDP v roce 2015 o 1,5 %, v roce 2016 o 1,9 % a o 2 % v 2017. Prognóza ECB i nadále předpokládá nízkou inflaci a její nárůst ke konci letošního roku. Prognóza inflace přitom byla přehodnocena nahoru v roce 2015 na 0,3 % ve zbývajících letech je nezměněna, tj. 1,5 % v 2016 a 1,8 % v 2017. Aktuálně se přitom inflace vrátila nad nulu.

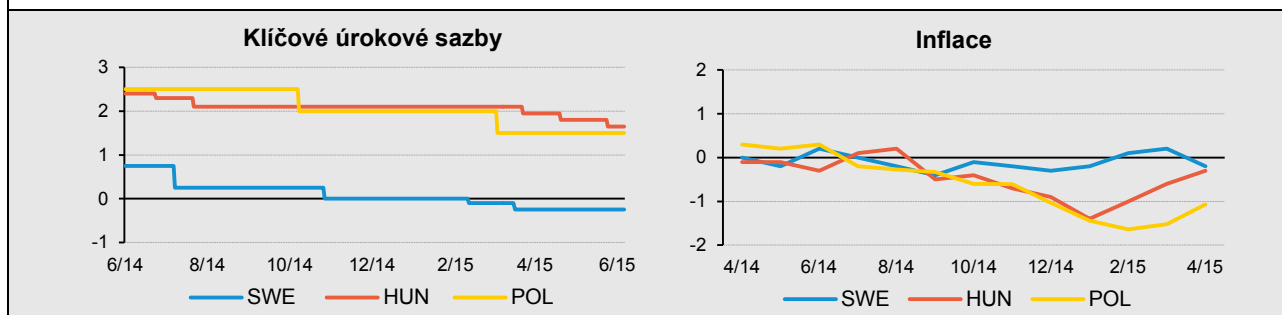
Fed i nadále udržuje nízké úrokové sazby v rozmezí 0–0,25 % a pokračuje v reinvestování inkasovaných splátek jistin z jím držených agenturních dluhových nástrojů a cenných papírů krytých hypotékami; držené dluhopisy, které dosáhnou splatnosti, jsou rolovány. Podle zápisu z dubnového zasedání Fedu by sazby mohly být zvýšeny ve druhé polovině roku 2015. Slabý růst HDP v prvním čtvrtletí je podle členů FOMC přechodný. Zaměstnanost v prvním čtvrtletí sice zpomalila, FOMC však očekává, že indikátory trhu práce se přiblíží k úrovním konzistentním s dosahováním duálního mandátu Fedu. Spotřeba domácností sice klesla, reálný příjem domácností však znatelně rostl a částečně odrážel předchozí pokles v cenách energií; spotřebitelský sentiment zůstává celkově silný.

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem držených cenných papírů (375 mld. GBP). Meziroční růst HDP za 1. čtvrtletí dle druhého zpřesněného odhadu dosáhl 2,4 %. K tomuto vývoji přispěla spotřeba domácností i vlády společně s hrubou tvorbou kapitálu (zejména fixních investic). Mírně záporná inflace (-0,1 % v dubnu) je v souladu s očekávanými BoE, která avizovala její krátkodobý pokles do záporných hodnot v jarních měsících a ke konci roku očekává její nárůst.

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)	18. března (-0,15) 28. dubna (0,00)	25. března (-0,15) 21. dubna (-0,15) 26. května (-0,15)	14.-15. dubna (0,00) 5.-6. května (0,00) 2.-3. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,25 %	1,65 %	1,50 %
poslední inflace	-0,2 % (duben 2015)	-0,3 % (duben 2015)	-1,1 % (duben 2015)
očekávaná MP zasedání	1. července 2. září	23. června 21. července 25. srpna	7. – 8. července 18. srpna 1. – 2. září
další očekávané události	2. července zveřejnění Monetary Policy Report	23. června zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1/2 června zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	→	→

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



Na březnovém zasedání **Riksbank** snížila hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu (repo sazbu) hlouběji do záporných hodnot (na -0,25 %) a prohlásila, že na této úrovni repo sazba setrvá přinejmenším do druhé poloviny roku 2016. Riksbank dále rozhodla o dalším nákupu vládních dluhopisů v objemu 30 mld. SEK (dříve 10 mld. SEK) a upozornila, že k uvolnění měnových podmínek a dosažení inflačního cíle je připravena využít další nástroje, tj. případné další snížení repo sazby, rozšíření programu nákupu vládních dluhopisů nebo zavedení programů úvěrování firem skrze banky. Oproti únorovému zasedání zmínila navíc i možnost použití devizových intervencí na oslabení švédské měny. Na dubnovém zasedání nedošlo ke snížení repo sazby, byl však zdvojnásoben objem plánovaných nákupů vládních dluhopisů na celkových 80 až 90 mld. SEK. Riksbank tak celkově nakoupí vládní dluhopisy v rozsahu mezi 13 až 15 % jejich objemu obchodovaného na sekundárním trhu.

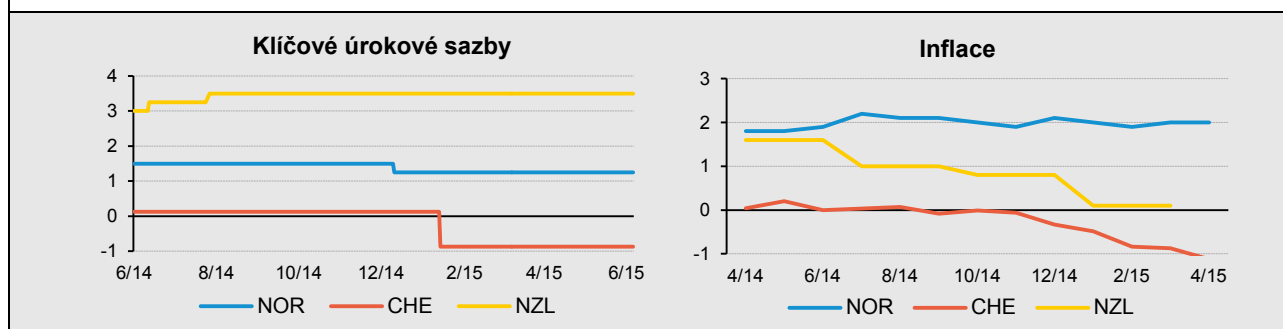
MNB v uplynulém čtvrtletí snížila měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát za sebou o 15 b.b. na úroveň 1,65 %. Předběžná data o HDP za 1. čtvrtletí 2015 naznačují dynamický růst ekonomiky tažený zejména průmyslem a maloobchodem. MNB očekává i nadále nízkou inflaci kvůli přetrvávajícím dezinflačním vlivům z domácí reálné ekonomiky. Inflace podle prognózy MNB dosáhne tříprocentního cíle až ke konci stávajícího predikčního období, tj. počátkem roku 2017. MNB oznámila změnu definice své klíčové měnověpolitické sazby z dvoutýdenní úrokové sazby na tříměsíční sazbu (více v Zajímavých událostech).

NBP ponechala svou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,50 %. Tempo růstu HDP zrychlilo ze 3,3 % ve 4. čtvrtletí 2014 na 3,6 % v 1. čtvrtletí 2015. K růstu HDP přispěla spotřeba, investice a zlepšující se situace na trhu práce. Nízké ceny komodit a mírný nominální růst mezd vytvářejí pouze omezené nákladové tlaky. Inflace v dubnu dosáhla -1,1 %, ceny průmyslových výrobců výrazně klesají a inflační očekávání zůstávají velmi nízká. NBP očekává zápornou inflaci i v následujících měsících.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. března (0,00) 7. května (0,00)	19. března (0,00)	12. března (0,00) 30. dubna (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,25 %	od -1,25 do -0,25 % ¹	3,50 %
poslední inflace	2,0 % (duben 2015)	-1,1 % (duben 2015)	0,1 % (Q1 2015)
očekávaná MP zasedání	18. června	18. června	11. června 23. července
další očekávané události	18. června zveřejnění Monetary policy report	18. června zveřejnění Monetary policy report	11. června zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	→

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



NB ponechala svou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,25 %. Ekonomický růst byl v souladu s březnovou prognózou, výsledky mzdových vyjednávání však naznačují nižší než prognózovaný růst mezd. Inflace se nachází poblíž cíle NB. Ceny nemovitostí pokračovaly v růstu a zadluženost domácností vzrostla více, než NB očekávala. Ceny ropy se zvýšily. V nadcházejících čtvrtletích očekává NB zpomalení domácího ekonomického růstu, k čemuž stále přispívá zejména nižší aktivita v petrolejářském průmyslu a nižší investice v tomto odvětví. Očekávané zvýšení nezaměstnanosti se v této souvislosti již částečně naplnilo. Od 30. června vejde v účinnost nařízení pro banky (schválené v prosinci 2013) stanovující jim povinnost udržovat proticyklický kapitálový polštář na požadované úrovni (aktuální sazba je nastavena na 1 %). Nařízení je možné revidovat čtyřikrát do roka (více [zde](#)).

SNB na březnovém zasedání ponechala interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %. Úroková sazba na zůstatky bank u SNB (sight deposits account balances) zůstala na úrovni -0,75 % a beze změny je i hranice (10 mil. CHF), po jejímž překročení dochází k negativnímu úročení zůstatků finančních institucí u SNB. SNB dle svého [vyjádření](#) zůstane aktivní na devizovém trhu, pokud bude potřeba, aby ovlivnila měnové podmínky. Oproti prosincové prognóze došlo k přehodnocení inflace směrem dolů o 1 p.b. na -1,1 % pro rok 2015, nejnižší úroveň podle prognózy inflace dosáhne ve 3. čtvrtletí (-1,2 %). Pro rok 2016 dochází ke snížení prognózy inflace o 0,8 p.b. na -0,5 %. Kladných hodnot dosáhne inflace dle SNB až v roce 2017.

RBNZ ponechala svou klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na hladině 3,5 %. Ekonomický růst na úrovni 3 % je podporován vývojem ve stavebnictví, propadem cen paliv a nízkými úrokovými sazbami. Podle RBNZ je kurz novozélandského dolaru stále nadhodnocený a z fundamentálního pohledu dlouhodobě neudržitelný. V reakci na výrazný růst cen nemovitostí v Aucklandu a z důvodu ohrožení stability finančního sektoru RBNZ oznámila nová zpřísnění makrobezpečnostní politiky v oblasti úvěrů proudících na tamní realitní trh (více v Zajímavých událostech).

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

ECB v květnu a v červnu dočasně posílí nákupy dluhopisů

Člen Výkonné rady ECB B. Coeuré v [projevu](#) 18. května na konferenci o nulové dolní hranici úrokových sazeb oznámil, že ECB v květnu a v červnu (a případně poté v září) dočasně posílí nákupy dluhopisů. Díky tomu bude ECB moci snížit nákupy v červenci a srpnu, kdy je aktivita na dluhopisových trzích slabší, zároveň však udrží plánovaný průměrný měsíční objem nákupů (tj. 60 mld. EUR). B. Coeuré zároveň prohlásil, že toto zvýšení nákupů nesouvisí s nedávnou zvýšenou volatilitou na dluhopisovém trhu. Vzhledem k tomu, že tyto neveřejné informace byly poskytnuty pouze omezenému okruhu posluchačů a byly zveřejněny teprve následující den, připravuje nyní ECB revizi pravidel komunikace s investory.

Riksbank po osmi letech mění podobu a frekvenci vydávání své zprávy o měnové politice

Švédská Riksbank za účelem jasnějšího vysvětlování měnové politiky a jejích ekonomických dopadů změnila strukturu a frekvenci vydávání své Zprávy o měnové politice. Dosud byly vydávány tři Zprávy ročně (vždy po třech měnověpolitických zasedáních z celkových šesti), po zbylých třech měnových zasedáních byly vydávány pouze kratší „aktualizace“ Zprávy. Od dubna byla tato praxe nahrazena vydáváním šesti plnohodnotných Zpráv ročně, tedy po každém měnovém zasedání. Ve struktuře nové Zprávy je větší důraz kladen na měnověpolitické úvahy a analýzu situace na finančním trhu, součástí Zprávy se stalo vysvětlování dopadů měnověpolitického rozhodování na firmy a domácnosti pomocí souhrnných tabulek, vysvětlovacích schémat a kratších ilustračních boxů; nechybí ani tradiční delší analytické články. Omezeno je publikování a komentování statistických dat. Zpráva byla oproti původní přibližně o třetinu zkrácena, což byl jeden z požadavků, který vyvstal na základě dlouhodobého dialogu s cílovou skupinou čtenářů. První Zprávu o měnové politice v nové podobě Riksbank [uveřejnila 29. dubna](#).

Centrální banky Belgie a Finska upravují design a funkčnost svých webových stránek

K řadě centrálních bank, které mění design i technologické pozadí svých webových stránek a umožňují tak přístup z chytrých telefonů a tabletů, se v dubnu připojila také [belgická centrální banka](#). Kromě vytvoření nového webu přistoupila belgická centrální banka také k migraci databáze makroekonomických dat na [nové datové stránky](#) s vylepšenou funkčností, využívající aplikaci vyvinutou OECD. Jiný přístup ke své webové prezentaci zvolila **finská centrální banka**, která ke svému [stávajícímu webu](#) připojila [paralelní webové stránky](#), na nichž vizuálně přitažlivou formou prezentuje články a grafy ze stávajících publikací a stránky hodlá využívat i k publikování častějších informací a blogů. Kromě centrálních bank Belgie a Finska letos přistoupila ke změně designu svých webových stránek také například centrální banka [Indie](#).

RBNZ plánuje zpřísnit makrobezpečnostní politiku v oblasti úvěrování realitního trhu v Aucklandu

Ve své květnové [Zprávě o finanční stabilitě](#) navrhuje RBNZ zavést od října 2015 v oblasti největšího novozélandského města Aucklandu nový limit na nemovitostní úvěry s vysokým LTV poměrem (poměrem objemu úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti). Omezení chce RBNZ zavést kvůli odlišnému trendu vývoje realitního trhu v Aucklandu vůči ostatním oblastem Nového Zélandu (NZ) a kvůli obavám z možných nepříznivých dopadů případného propadu cen realit v Aucklandu na celý NZ finanční sektor. Ceny nemovitostí v Aucklandu meziročně vzrostly o 17 % (ve zbytku NZ pouze o 3 %) a jejich mediánová cena se nachází 60 % nad úrovní z roku 2008, v oblasti se významně zvyšuje velikost dluhu majitelů nových nemovitostí vzhledem k jejich příjmům a roste zároveň využívání nemovitostí jako finanční investice. Navrhovaná opatření bankám zakazují úvěrování investic do nemovitostí s LTV poměrem

vyšším než 70 % v případě investorů, kteří nekupují nemovitost pro své vlastní potřeby. V případě nákupu nemovitostí za účelem vlastnického bydlení přitom zůstává v platnosti stávající limit (tj. maximálně 10 % nových hypotečních úvěrů mohou představovat úvěry s LTV vyšším než 80 %), zatímco mimo oblast Aucklandu by se tento limit měl změkčit z 10 % na 15 %. RBNZ si od zavedení těchto opatření slibuje snížení vysoké investorské aktivity v Aucklandu, podporu rozvoje realitního trhu ve zbylých oblastech a zvýšení odolnosti bank v případě propadu realitního trhu.

MNB mění hlavní měnověpolitickou sazbu

MNB se rozhodla změnit svůj hlavní měnověpolitický nástroj. Stávající dvoutýdenní depozitní facilitu, jejíž úročení je v současnosti chápáno jako klíčová měnověpolitická sazba, bude nahrazena facilitou tříměsíční. Dvoutýdenní depozitní facilitu stále zůstane jedním z nástrojů centrální banky, nicméně její využívání bude objemově omezeno a bude vypořádávána aukční metodou. Opatření vejdou v platnost 23. září 2015. Cílem MNB je podpořit přechod bank od ukládání likvidity u centrální banky k nákupům vládních dluhopisů a snížit závislost na zahraničním financování státního dluhu.

Kazachstán a Indie se přihlásily k režimu cílování inflace

Kazašská centrální banka v květnovém [dokumentu](#) navrhla reformu měnové politiky **Kazachstánu** do roku 2020, a to v podobě postupného přechodu od stávajícího režimu fixního měnového kurzu k režimu cílování inflace. Během pěti let by mělo dojít k prohloubení finančního trhu, vytvoření standardních měnověpolitických nástrojů a ke změnám v modelovém aparátu i komunikační strategii tak, aby odpovídala standardnímu režimu inflačního cílování ve vyspělých zemích. Konkrétní výše inflačního cíle a tolerančního pásma bude stanovena během této přechodné doby centrální bankou (tj. bez vládních zásahů). **Indie** oficiálně přijala režim inflačního cílování letos v únoru společným [dokumentem](#) ministerstva financí a indické centrální banky (RBI). Historii měnové politiky RBI se podrobně věnuje aktuální *Téma pod lupou*.

Olivier Blanchard odchází z MMF

Olivier Blanchard oznámil, že ke konci září odejde z funkce hlavního ekonoma Mezinárodního měnového fondu, kde působil od září 2008. MMF zatím jeho zástupce nevybral. O. Blanchard bude nově působit v soukromém think-tanku, kterým je *The Peterson Institute for International Economics*.

3. TÉMA POD LUPOU: INDICKÁ CESTA K CÍLOVÁNÍ INFLACE

V letošním roce se ke skupině zemí cílujících inflaci připojila Indie, největší demokracie světa a jedna z nejrychleji rostoucích ekonomik. Oficiální přijetí inflačního cíle ve výši 4 % s tolerančním pásmem ± 2 % je vyvrcholením snahy indické centrální banky vybudovat nezávislou a důvěryhodnou měnovou politiku, která by měla přispět k ukotvení inflačních očekávání na nízkých hodnotách. Po vnějších nepříznivých šocích z let 2008 i 2013 se totiž indická ekonomika poměrně rychle zotavila, nicméně indická inflace stejně jako inflační očekávání stále setrvávají na poměrně vysokých úrovních. Přechod k režimu cílování inflace by měl napomoci k její stabilizaci v době, kdy indická ekonomika zvyšuje tempo růstu, k čemuž přispívají strukturální reformy pozvolna zaváděné novou vládou.

Indie je s více než miliardou obyvatel největší demokracií světa a zároveň třetí největší ekonomikou podle celkového HDP (v PPP). Již v roce 2001 analytik investiční banky Goldman Sachs Jim O'Neill zařadil Indii mezi čtyři největší rozvíjející se ekonomiky světa, pro něž zavedl společné pojmenování BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína). V letech 2003 až 2008 dosahoval hospodářský růst Indie v průměru více než 8 % a byl spojen se stabilní a relativně nízkou inflací (4-5 %). Indická vláda prováděla politiku fiskální konsolidace, díky čemuž vládní deficit poklesl od roku 2001 do roku 2007 na méně než polovinu (z 5,8 % na 2,5 % HDP). Po světové finanční krizi indický hospodářský růst sice ztlačil, nicméně současné údaje naznačují, že by Indie svým tempem růstu mohla do budoucna předčit i Čínu (vysoké hodnoty růstu HDP jsou nicméně ovlivněny také změnou metodiky výpočtu HDP zavedenou počátkem letošního roku).^{1,2}

Měnová politika indické centrální banky v průběhu historie

Centrální banka Indie (Reserve Bank of India, RBI) slaví letos 80. výročí svého založení. Jejím mandátem je podle zákona (který byl v původním znění přijat již v roce 1934) pečovat o cenovou stabilitu, řídit peněžní oběh za účelem podpory hospodářského růstu a v dnešní době také pečovat o finanční stabilitu; RBI je také správcem státního dluhu (v současné době probíhá diskuze s vládou o možném předání této funkce nezávislé agentuře). RBI jako původně soukromá instituce byla krátce po vyhlášení nezávislosti Indie v srpnu 1947 znárodněna³ a postupně ztratila status politicky nezávislé instituce. Snahou vlády bylo ji včlenit do státního aparátu, uplatňujícího politiku plánovaného hospodářství. Měnová politika RBI byla poté ovlivňována nutností financovat rostoucí vládní deficity a přednostně úvěrovat prioritní sektory ekonomiky, což v době politiky cílování úvěrových agregátů (do roku 1986) omezovalo možnost úvěrování jiných oblastí. V období cílování měnových agregátů (na něž RBI přešla od roku 1986) vedla nutnost automatického úvěrování vlády k nekontrolovatelnému růstu peněžní zásoby a tím k tlakům na inflaci. Provázanost s vládou tak zabraňovala efektivnímu dosahování cílů RBI.

V roce 1991 došlo k liberalizaci ekonomiky, čímž byla splněna nutná podmínka pro čerpání finanční výpomoci od MMF po krizi platební bilance. Vláda zahájila politiku fiskální konsolidace, vládní dluhopisy a pokladniční poukázky začaly nakupovat ve větším množství i komerční banky. V transmisi měnové politiky rostla důležitost měnového kurzu a úrokových sazeb, což koncem 90. let vedlo RBI k přechodu od přímých nástrojů měnové politiky (požadavků na rezervy a likviditu) k nepřímým tržním nástrojům (k nimž patří stanovování úrokové sazby pro

¹ Změna metodiky výpočtu HDP zahrnovala mj. změnu referenčního roku, změněny byly také váhy průmyslových odvětví.

² Indie používá fiskální roky, které začínají vždy k 1. dubnu. V textu pak označení příslušným letopočtem u ekonomických údajů koresponduje s takto definovaným fiskálním rokem; např. inflace za rok 2012 znamená inflace ve fiskálním roce 2012/2013 končícím 31.3.2013.

³ Znárodnění (proti němuž [protestoval](#) tehdejší guvernér RBI) bylo zakotveno v zákoně z roku 1948 a vstoupilo v platnost k 1. lednu 1949.

O/N repo-operace, tj. operace na doplnění likvidity komerčních bank, reverzní repo a operace na volném trhu; v říjnu 2011 byla zavedena mezní zápůjční facilitita a v říjnu 2013 termínované repo operace).⁴

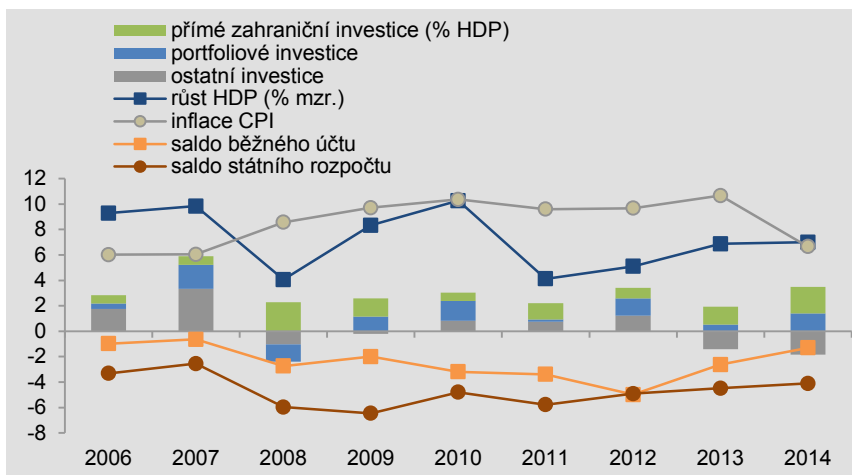
V roce 1998 přešla RBI od cílování měnových agregátů k formulaci měnové politiky prostřednictvím analýzy a sledování více ukazatelů (peněžních agregátů, množství úvěrů, růstu HDP, kapitálových toků, fiskálního deficitu, inflace, měnového kurzu apod.). Tento přístup sice vyústil v prvních letech po jeho zavedení v pokles inflace, byl však velmi brzy kritizován z důvodu nesrozumitelnosti měnové politiky a absence jasně definované nominální kotvy. Po roce 2009 navíc přetrvávající vysoká inflace poukázala na nutnost zefektivnění měnové politiky.

Dopady let 2008 a 2013

Světová finanční krize v roce 2008 indické finanční trhy nezasáhla vzhledem k jejich velké regulaci (indický bankovní sektor nebyl zapojen do obchodů na mezinárodních finančních trzích). Indická ekonomika však byla vystavena odlivu kapitálu a propadu vývozu, a s tím souvisejícímu snížení dynamiky ekonomické aktivity. RBI na situaci zareagovala uvolněním měnové politiky: razantně snížila úrokové sazby a zavedla opatření na zvýšení likvidity (mj. snížila požadavky na povinné minimální rezervy). Indická vláda ekonomiku podpořila stimulačními fiskálními balíčky, čímž se však odklonila od předcházející politiky rozpočtové konsolidace.

Indický hospodářský růst se po výrazném zpomalení v roce 2008 následně rychle zotavil, zároveň však prudce vzrostla inflace (k jejímu růstu přispělo i zvýšení cen komodit, hlavně ropy, která tvoří téměř třetinu indického dovozu). RBI i vláda proto začaly svou politiku zpřísnovat.

V roce 2012 růst ekonomiky dosahoval 5 %, spotřebitelská inflace se blížila 10 % a deficit



Zdroj: EIU

běžného účtu i fiskální deficit shodně dosáhly 5 % HDP. V takovéto kondici indická ekonomika čelila v květnu 2013 oznámení amerického Fedu o zamýšleném omezování nákupů aktiv, které spustilo paniku („taper tantrum“) a výprodeje na finančních trzích po celém světě v očekávání růstu výnosů dluhopisů v USA. Vysoce zranitelnými vůči volatilitě kapitálových toků byly zejména země tzv. „křehké pětky“ („Fragile Five“, tj. Brazílie, Indie, Indonésie,

Jihoafrická republika a Turecko), charakterizované právě přítomností dvojího deficitu (běžného účtu a veřejných rozpočtů). V Indii způsobil odliv investic propad kurzu rupie vůči dolaru mezi květnem a srpnem 2013 téměř o 20 %, prudce poklesly ceny aktiv a snížila se likvidita trhů.

⁴ Hlavní měnověpolitickou sazbou je od května 2011 pouze O/N repo. Reverzní repo a mezní zápůjční facilitita jsou odvozeny od repo sazby spreadem ± 100 bazických bodů, a tvoří koridor pro denní pohyb krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu.

RBI na obranu domácí měny od května do září 2013 intervenovala na devizových trzích a poté přistoupila ke zpřísnění své měnové politiky: zvýšila horní hranici koridoru úrokových sazeb, omezila množství likvidity dostupné přes O/N repo a zvýšila požadavek na povinné minimální rezervy bank. Ve snaze o navýšení devizových rezerv byly hledány zdroje vnějšího financování a RBI vyhlásila dočasná nekonvenční opatření (např. zvýšení stropů úrokových sazeb pro nové cizoměnové účty nerezidentů), díky nimž se bankám podařilo zmobilizovat téměř 35 mld. USD, které následně směnily s RBI; zároveň RBI otevřela swapové linky k poskytování dostatečné dolarové likvidity pro tři státní společnosti obchodující s ropou.

Vláda v téže době zavedla opatření ke snížení deficitu běžného účtu a podpoře přílivu zahraničního kapitálu.

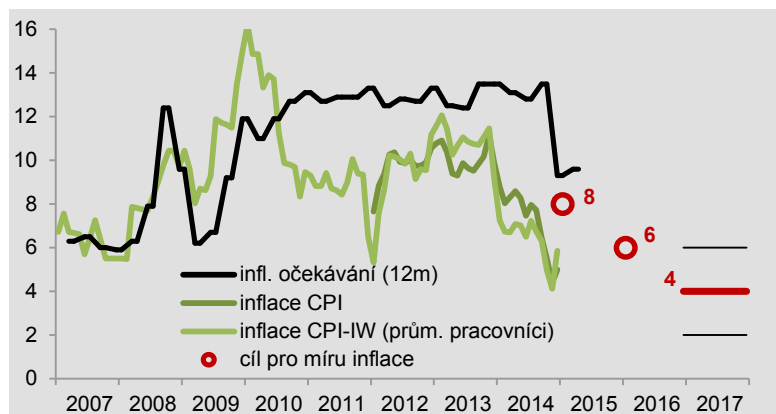
Uvalila cla a další omezení na dovoz zlata, který do té doby významně přispíval k celkovým dovozům, neboť nákup zlata byl způsobem, jak se zajistit proti vysoké domácí inflaci. Tyto kroky vyústily v pokles dovozu zlata mezi lety 2012 a 2013 téměř o polovinu a společně s poklesem jeho ceny na mezinárodních trzích přispěly ke snížení deficitu běžného účtu. Na podporu přílivu zahraničního kapitálu byl navíc navýšen limit na objem přímých zahraničních investic do vybraných domácích sektorů (např. telekomunikací) a byl také zvýšen limit na investice zahraničních subjektů do indických státních dluhopisů.

Díky těmto opatřením rupie do listopadu 2013 část svých ztrát zkorigovala, zlepšil se stav platební bilance, odliv portfoliových investic se zmírnil a mírně klesla také inflace a inflační očekávání. RBI proto postupně nekonvenční opatření ukončovala a koridor měnověpolitických sazeb se vrátil na původní úroveň.

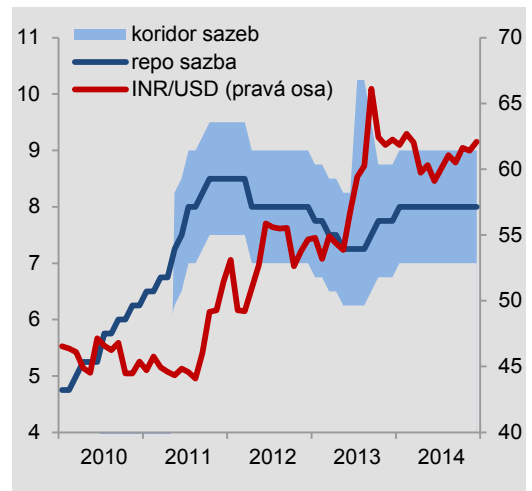
Samotné zahájení taperingu (omezování kvantitativního uvolňování) ze strany Fedu v lednu 2014 mělo na Indii mnohem slabší vliv než jeho oznámení, k čemuž přispělo mezitím v Indii dosažené zlepšení vnější stability, fiskální disciplína vlády a také zjednodušení rámce měnové politiky RBI pod vedením nového guvernéra R. Rajana.

Přechod k cílování inflace

Raghuram Rajan, uznávaný bývalý hlavní ekonom Mezinárodního měnového fondu, byl jmenován guvernérem RBI v září 2013. Jako zastávce režimu cílování inflace už při své inaugurační řeči jmenoval komisi pro měnovou politiku, která v lednu 2014 představila konkrétní doporučení pro postupný přechod k inflačnímu cíli. RBI tato doporučení přijala a začala je uplatňovat vyhlášením sestupné trajektorie pro inflaci v podobě cílů 8% inflace k lednu 2015 (cíl byl dosažen) a 6% cíle k lednu 2016.



Zdroj: RBI



Zdroj: Datastream, RBI

Důležitou motivací pro zavedení režimu cílování inflace byla kromě snížení setrvale vysoké a poměrně kolísavé inflace také s tím úzce související potřeba ukotvit inflační očekávání na nižší úrovni – inflační očekávání v Indii vzrostla z nízké úrovně let 2000 až 2007 na dvojnásobek a v letech 2010 až 2014 překonávala úroveň 10 %.

V únoru 2015 pak bylo cílování inflace zakotveno i formálně, a to ve společném [dokumentu](#) indického ministerstva financí a RBI. Dokument stanovuje RBI za úkol dosáhnout inflaci ve výši 6 % do ledna 2016 a vytyčuje inflační cíl ve výši 4 % s dvouprocentním tolerančním pásmem pro fiskální rok 2016/17 i roky následující. Inflační cíl je založen na meziroční inflaci měřené kombinovaným indexem spotřebitelských cen.⁵ RBI je povinna dvakrát ročně publikovat zprávu o měnové politice společně s prognózou inflace pro horizont 6 až 18 měsíců. Při nesplnění inflačního cíle po tři po sobě jdoucí čtvrtletí je RBI povinna podat vládě vysvětlení příčin a navrhnout nápravná opatření. Pravomoc stanovit měnověpolitické sazby, případně přijmout další opatření, má sám guvernér RBI (v budoucnu bude guvernér stát pravděpodobně v čele komise pro měnovou politiku, která bude o měnové politice kolektivně rozhodovat, nicméně na detailech jejího obsazení vláda a RBI zatím nedosáhly shody; komise by měla být vytvořena změnou zákona o RBI během letošního roku).

Rizikem pro dosahování inflačního cíle RBI by mohla být fiskálně neopatrná vládní politika. Současná vláda prozatím pokračuje v programu fiskální konsolidace (fiskální deficit se snížil z 5,7 % HDP v roce 2011 na 4,1 % HDP v roce 2014), nicméně s ohledem na nutnost nových investic (zejména do infrastruktury) nenavrhl v rozpočtu z konce února 2015 tak razantní snížení fiskálního deficitu, jak bylo očekáváno, a odsunula splnění cíle ve výši 3 % HDP o rok (na fiskální rok 2017/18).

Další výzvy pro RBI... a pro Indii

Důležitým úkolem pro RBI jako centrální banku rozvíjející se země je kromě zajištění finanční stability, regulace bankovního sektoru a dohledu nad ním také rozšíření a prohloubení jeho aktivit, včetně zjednodušení vstupu soukromých i zahraničních bank a stanovení jasných pravidel pro vydávání nových bankovních licencí. Téměř tři čtvrtiny indického bankovního sektoru dnes tvoří státem vlastněné banky (s vyšším než nadpolovičním podílem státu), které mají problémy s nízkou kvalitou aktiv, kapitálovou přiměřeností i likviditními ukazateli. RBI se také v součinnosti s vládou snaží rozšířit bankovní služby po celé Indii (v rámci vládního programu zahájeného v srpnu 2014 bylo do března 2015 otevřeno téměř 150 milionů nových bankovních účtů), problémem nicméně stále zůstává nedostatečná finanční gramotnost obyvatel.

K růstu indické ekonomiky by zásadně přispěly strukturální reformy, jejichž razantní prosazování bylo očekáváno po nástupu nové vlády Ioni v květnu. Zamýšlená nová celoindická daň ze zboží a služeb však čelí opozici v parlamentu, a zatím nebyly přijaty ani důležité zákony reformující trh práce a vlastnictví půdy. Vláda nicméně již prosadila reformy podporující snadnější vstup zahraničních investic do některých odvětví, pokles cen ropy jí umožnil zrušit některé finančně náročné dotace a celkově se jí podařilo zlepšit vnímání podnikatelského prostředí z hlediska míry byrokracie a korupce. Na zásadní reformy umožňující silný ekonomický růst však Indie stále ještě čeká.

⁵ Kombinovaný index spotřebitelských cen (CPI, také CPI-Combined, CPI-C) byl zkonstruován v roce 2010 jako první index spotřebitelských cen zahrnující celou Indii (tj. zemědělské i městské oblasti). Do roku 2010 existovaly pouze specifické spotřebitelské indexy pro jednotlivé skupiny obyvatel, např. pro průmyslové pracovníky (Industrial Workers, CPI-IW) nebo zemědělské dělníky (Agricultural Labourers, CPI-AL). Kromě spotřebitelských cen využívá RBI pro sledování cenové hladiny také index velkoobchodních cen (WPI).

4. VYBRANÝ PROJEV: INFLAČNÍ CÍL, CENOTVORBA A MZDOVÁ VYJEDNÁVÁNÍ

Dne 16. dubna vystoupil na konferenci organizované průmyslovými odbory Henry Ohlsson, viceguvernér švédské centrální banky, s [projevem](#), v němž připomněl význam inflačního cíle nejen pro cenotvorbu a mzdová vyjednávání, ale také pro dlouhodobý ekonomický růst.

Svůj projev Ohlsson začal připomenutím aktuálního dění na švédském trhu práce. Zde se právě rozběhla nová mzdová vyjednávání, která mají ve Švédsku dlouholetou tradici, jsou plošná a opakují se tradičně po třech letech. Výsledek mzdových vyjednávání je významně ovlivňován mimo jiné inflačním cílem švédské centrální banky, který je důležitou kotvou pro inflační očekávání. Ta následně formují jak cenotvorbu, tak právě mzdová vyjednávání. Samotný 2% inflační cíl byl ve Švédsku stanoven v roce 1993 po opuštění režimu fixního kurzu. Jedním z důvodů pro změnu režimu měnové politiky na cílování inflace byl v té době problém vysoké dovozené inflace, která bránila růstu reálné kupní síly obyvatelstva. Ohlsson připomíná, že nový měnový režim měl tuto situaci vyřešit. Zároveň se Ohlsson zmiňuje o důvodech pro stanovení cíle právě na úrovni 2 %. Jedním z důvodů je nadhodnocování statisticky změřené inflace vůči skutečnosti. Vyšší než nulová inflace navíc usnadňuje potřebné změny relativních cen a mezd, čímž zajišťuje hladší fungování ekonomiky. Cíl definovaný v podobě nízké kladné inflace zároveň vytváří prostor pro aktivní měnovou politiku, která je v době krize schopná ekonomice pomoci snížením měnověpolitických sazeb.

Podle Ohlssona je kromě samotné hodnoty inflačního cíle důležitá především ukotvenost důvěry v jeho dosahování měnovou politikou. V současnosti mnoho ekonomických agentů předpokládá směřování inflace k 2% cíli v nadcházejícím období. Úkolem centrální banky je toto přesvědčení veřejnosti udržet. To však podle Ohlssona neznamena, že Riksbank bude inflaci udržovat vždy přesně na cíli – inflace se od cíle může odchylovat z důvodu neočekávaných šoků a časové prodlevy, s jakou jsou účinná přijatá měnověpolitická rozhodnutí. Podle Ohlssona může být navíc snaha centrální banky vrátit inflaci co nejrychleji na cíl v rozporu s její snahou stabilizovat ekonomický růst a zaměstnanost. Tlak na rychlý návrat inflace k cíli by mohl vyvolávat nadměrnou volatilitu, a proto se Riksbank snaží směřovat inflaci k cíli po zvolnějším tempem.

Ve svém projevu Ohlsson dále komentuje historii a současnost vazeb mezi měnovou politikou, cenotvorbou a mzdovým vyjednáváním. Z historického pohledu srovnává růst reálných mezd v režimu fixního kurzu a režimu cílování inflace. Přestože v době fixního kurzu rostly nominální mzdy v průměru o téměř 9 % ročně, růst kupní síly byl při vysoké inflaci nízký. Vyšší růst reálných mezd přinesla až kombinace nízké inflace v režimu cílování inflace a kolektivních mzdových vyjednávání v rámci švédských průmyslových dohod. Ze současného vývoje Ohlsson vybírá tři klíčové aspekty. Prvním je pohyb inflace výrazně pod cílem centrální banky. Na propad inflace působí slabá zahraniční i domácí poptávka, vyšší míra konkurence, nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje a v roce 2014 navíc propad světových cen energetických komodit. Během let 2010–2013 přitom přispívalo k poklesu inflace i posilování švédské koruny (v roce 2014 naproti tomu působilo oslabení švédské měny opačným směrem). Druhým Ohlssonem diskutovaným tématem je kredibilita inflačního cíle, která se odráží v ukotvenosti inflačních očekávání ekonomických agentů v delším horizontu. Inflační očekávání v posledních letech klesala, přičemž se v dvouletém, resp. pětiletém horizontu aktuálně pohybují na úrovni 1,3 %, resp. 1,9 %. Třetím tématem je expanzivní měnová politika. Riksbank přistoupila letos na jaře k dalšímu snížení repo sazby, kterou posunula do záporných hodnot, konkrétně na -0,1 % v únoru a na -0,25 % v březnu. Setrvání sazby v záporných hodnotách centrální banka přepokládá přinejmenším do druhé poloviny roku 2016. Expanzivní měnovou politiku současně podpořila nákupem vládních dluhopisů. Zároveň Ohlsson připomíná, že je Riskbank připravena přikročit k další expanzi, pokud to bude nutné.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. června 2015. 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 podatelna@cnb.cz.