

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2017

V tomto čísle

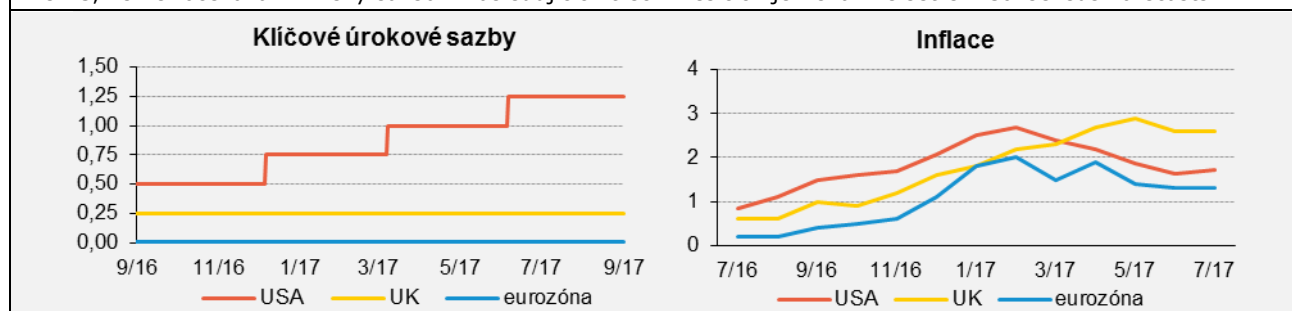
Většina sledovaných centrálních bank včetně ECB udržuje své úrokové sazby stále na nízké úrovni a nadále pokračuje v programech nekonvenční měnové politiky. Dvě výjimky, které již přistoupily k navýšení sazeb, leží na severoamerickém kontinentu. První je americký Fed, který v souladu s očekávaními svou klíčovou úrokovou sazbu navýšil letos již podruhé a oznámil přesnější postup snižování objemu své bilance. Druhou výjimkou je Bank of Canada, která již zvýšila úrokové sazby rovněž dvakrát. Kromě Švýcarska se inflace ve všech sledovaných ekonomikách nachází nad úrovní 1 %, ve většině případů však nadále leží mírně pod inflačním cílem. Téma pod lupou se tentokrát věnuje problémům jihoafrické ekonomiky a situaci tamní centrální banky. Ve vybraném projevu člen Výkonné rady ECB Yves Mersch rozebírá výzvy a šance pro centrální banky související s dnešním rychlým technologickým vývojem.

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)	20. července (0,00) 7. září (0,00)	13. – 14. června (0,25) 25. – 26. července (0,00)	15. června (0,00) 3. srpna (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	1,00 - 1,25 %	0,25 %
poslední inflace	1,5 % (srpen 2017) ⁴	1,7 % (červenec 2017)	2,6 % (červenec 2017)
očekávaná MP zasedání	26. října 14. prosince	19. – 20. září 31. října – 1. listopadu	14. září 2. listopadu
další očekávané události	26. října zveřejnění prognózy ECB zaměstnanců	18. října zveřejnění Beige Book, únor 2018 Monetary Policy Report	2. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ⁶	→	↑	→

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



ECB své klíčové úrokové sazby nezměnila a potvrdila měsíční objem nákupů cenných papírů (APP) na úrovni 60 mld. EUR. APP potvrzuje minimálně do prosince 2017 či déle, pokud to bude nutné, a není zcela vyloučené ani zvýšení objemu nákupů, to se však za současných podmínek neočekává. ECB současně potvrdila, že s nízkými úrokovými sazbami na stávající úrovni počítá i po skončení APP. Aktuální prognóza ECB se pro rok 2017 mírně zvýšila a předpokládá růst HDP o 2,2 %, pro rok 2018 zůstává nezměněná na 1,8 %. Prognóza inflace pro letošek zůstává na 1,5 % a pro rok 2018 se dále snížila na 1,2 % zejména v důsledku nedávné aprecie eura.

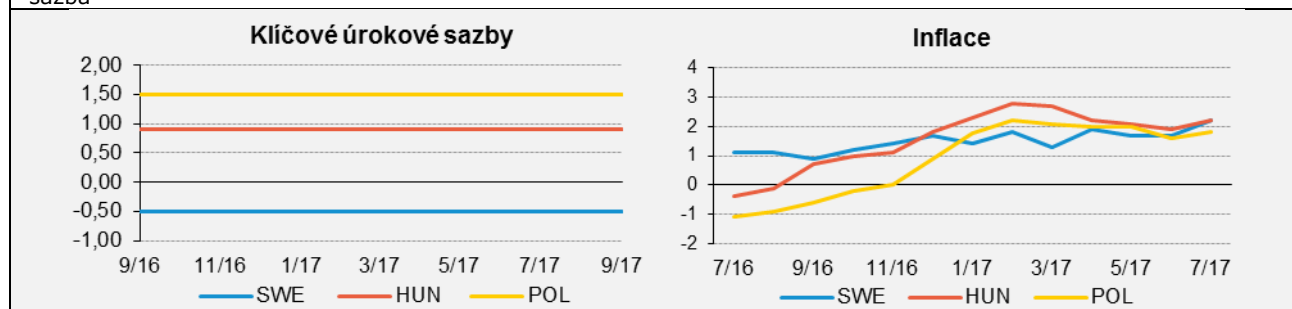
Fed v červnu přistoupil k druhému letošního zvýšení své klíčové úrokové sazby o 0,25 p. b., a to na 1–1,25 %, v červenci k další změně úrokových sazeb nedošlo. Medián predikcí jednotlivých členů FOMC (z červnového zasedání) očekává v tomto roce hlavní měnověpolitickou sazbu na úrovni 1,4 %, což by mohlo naznačovat ještě jedno zvýšení úrokových sazeb ve zbytku letošního roku. Ekonomická aktivita pozvolna roste a trh práce dále posiluje. Inflace zůstane v krátkodobém horizontu těsně pod 2 %, ve střednědobém výhledu se stabilizuje okolo 2 %. Fed oznámil strategii snižování objemu své bilance, o jeho zahájení však zatím nerozhodl (více v Zajímavých událostech).

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,25 % a nezměnila ani objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP). Dva z šesti členů MPC nicméně hlasovali pro zvýšení úrokové sazby o 0,25 p. b. Inflace se nadále pohybuje nad inflačním cílem, v červenci dosáhla 2,6 %. BoE, tak jako v minulé prognóze, předpokládá další růst inflace až na 3 % v říjnu, zejména vlivem průsaku předchozího oslabení libry do spotřebitelských cen. V červnu BoE zvýšila proticyklickou kapitálovou rezervu z 0 % na 0,5 % (více v Zajímavých událostech).

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)	3. července (0,00) 7. září (0,00)	20. června (0,00) 18. července (0,00) 22. srpna (0,00)	4. – 5. července (0,00) 5. – 6. září (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % ²	0,9 %; -0,05 % ²	1,50 %
poslední inflace	2,2 % (červenec 2017)	2,1 % (červenec 2017)	1,8 % (červenec 2017)
očekávaná MP zasedání	25. října 19. prosince	19. září 24. října 21. listopadu	3. – 4. října 7. – 8. listopadu 4. – 5. prosince
další očekávané události	26. října zveřejnění Monetary Policy Report	19. září zveřejnění Inflation Report	13. listopadu zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ¹	→	→	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, ² depozitní sazba



Riksbank ponechala v červenci i v září svou základní úrokovou sazbu na úrovni -0,5 % a ani nadále neočekává zvýšení této sazby do poloviny roku 2018. Nákup vládních dluhopisů bude probíhat ve druhé polovině roku 2017 dle dubnového rozhodnutí (navýšení nákupů o 15 mld. SEK). Inflace v uplynulých měsících vzrostla a v červenci dosáhla úrovně 2,2 %. Růst HDP ve druhém čtvrtletí nečekaně zrychlil až na 4 %, a to zejména vlivem fixních investic a zásob. Riksbank v zářijové prognóze zvýšila výhled inflace CPI pro rok 2017 na hodnotu 1,8 % (z předchozích 1,6 %) a CPIF na 2,0 (z 1,8 %). Od září se cílovanou veličinou stává inflace CPIF (více v Zajímavých událostech). Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank zvýšila na 3,2 % z červencových 2,2 %, pro příští rok pak očekává 2,7 %.

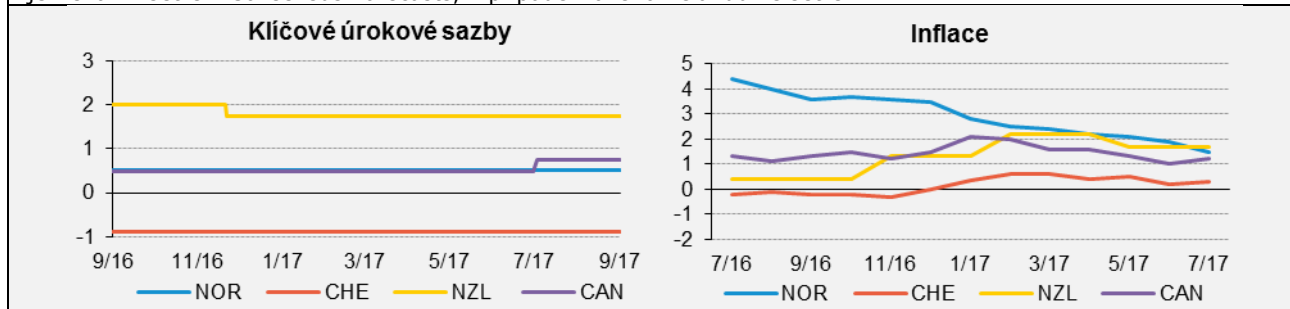
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 %, depozitní sazbu na -0,05 % a jednodenní výpůjční sazbu na zajištěné úvěry bankám na 0,9 %. Maďarská ekonomika podle předběžných odhadů rostla i ve druhém čtvrtletí solidním meziročním tempem 3,2 % (Q1 4,1%), zejména díky sektoru služeb a průmyslu. Dochází také k plošnému dynamickému růstu mezd, a to vlivem růstu zaměstnanosti a zvýšení minimální mzdy. Tento vývoj se však prozatím nepřenesl do cen. Program podpory financování malých a středních podniků pokračuje, banky o třetinu zvýšily úvěrování a očekává se růst financování SME o 5-10 %.

NBP v červenci i září ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. I ve druhém čtvrtletí ekonomický růst dosáhl téměř 4 % meziročně, zejména vlivem spotřebitelské poptávky tažené mzdovým růstem, spotřebitelským optimismem a růstem investic. Červencová inflace dosáhla 1,8 %, ukazatele jádrové inflace jsou ale stále nízké. Dle červencové prognózy NBP poroste ekonomika v roce 2017 tempem 4 % a v roce 2018 o 3,5 %. NBP očekává v roce 2017 inflaci na úrovni 1,9 % a v roce 2018 na 2 %, tj. pod inflačním cílem.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	22. června (0,00)	15. června (0,00)	22. června (0,00) 10. srpna (0,00)	12. července (+0,25) 6. září (+0,25)
aktuální klíčová sazba	0,50 %; -0,50 reserve rate ¹	od -1,25 do -0,25 % ² ; -0,75 % ³	1,75 %	1,00 %
poslední inflace	1,5 % (červenec 2017)	0,5 % (srpen 2017)	1,7 % (Q2 2017)	1,2 % (červenec 2017)
očekávaná MP zasedání	21. září 26. října	14. září	28. září 9. listopadu	25. října 6. prosince
další očekávané události	21. září zveřejnění Monetary Policy Report	20. září zveřejnění Monetary Policy Report	9. listopadu zveřejnění Monetary Policy Statement	25. října zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb ⁴	→	→	→	→

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



NB na červnovém zasedání ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %, přičemž předpokládá její stabilitu i v průběhu roku 2018 a pozvolný nárůst až v roce 2019. Ekonomický růst bude zřejmě v roce 2017 mírně vyšší, než banka očekávala, a inflace mírně nižší. Růst cen nemovitostí v posledních měsících zpomalil, avšak rizika související s trhem nemovitostí a zadlužením domácností přetrvávají. Ministerstvo financí na doporučení NB ponechalo bankám sazbu proticyklického kapitálového polštáře na úrovni 2 % s účinností od 31. prosince 2017.

SNB ponechala na červnovém zasedání interval měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %; také sazba, jíž se úročí zůstatky bank u SNB, zůstala nezměněná na úrovni -0,75 %. SNB stále vyjadřuje ochotu intervenovat v případě nutnosti na devizovém trhu, a vyjadřuje dlouhodobé přesvědčení, že hodnota švýcarského franku je nadhodnocená. Prognózu růstu HDP banka nemění a pro tento rok očekává 1,5 %. Inflaci pro tento rok SNB očekává ve výši 0,3 % a pro rok 2018 prognózu mírně snížila z 0,4 % na 0,3 %; pro rok 2019 očekává 1 %. Proticyklická kapitálová rezerva je nastavena na úrovni 2 %.

RBNZ v červnu i srpnu ponechala svou hlavní sazbu na úrovni 1,75 %. Měnová politika podle RBNZ zůstane uvolněná po dostatečně dlouhou dobu. Růst HDP za první čtvrtletí 2017 byl slabší, než banka očekávala, avšak jeho výhled zůstává slibný, podpořený uvolněnou měnovou politikou, silným růstem populace a fiskálním stimulem. Inflace za druhé čtvrtletí dosáhla úrovně 1,7 %. V roce 2018 je očekáván její dočasný pokles. Růst cen nemovitostí je umírněný, což je částečně odrazem předchozích omezení ze strany RBNZ na poměr LTV a souvisejícího zpřísnění úvěrových podmínek.

BoC zvýšila v červenci svou klíčovou sazbu o 0,25 p. b. na 0,75 % a v září dále na 1,00 %. Důvodem nečekaného zářijového zvýšení byl mnohem rychlejší než očekávaný růst HDP (2Q 4,5 %, očekáváno pouze 3,7 %). Inflace v červenci poklesla na 1,2 %, BoC nicméně tento pokles považuje za dočasný a návrat k 2% cíli očekává v polovině roku 2018. Indikátory jádrové inflace se nacházejí v intervalu 1,3 až 1,7 %. Uzavření mezery výstupu je bankou odhadováno ke konci tohoto roku, což je dříve, než očekávala v dubnové prognóze.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Riksbank přešla k nové cílované veličině a zavedla toleranční pásmo

Riksbank na svém zářijovém zasedání podle očekávání rozhodla o přechodu k cílování inflace měřené indexem CPIF, tj. indexu za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték, místo inflace měřené doposud indexem CPI, a zavedla toleranční pásmo ve výši ± 1 p. b. kolem inflačního cíle (vysvětlení těchto změn viz [červnový MCB](#)). Přijaté změny nepředstavují změnu stávající měnové politiky Riksbank.

R. Quarles nominován do Rady guvernérů Fedu

Na jedno ze tří volných míst v Radě guvernérů Fedu nominoval americký prezident D. Trump na celé funkční období (tj. do roku 2032) Randalla Quarlese, kterého zároveň na čtyři roky nominoval místopředsedou pro dohled nad bankovním systémem. Tuto funkci, vytvořenou Kongresem po finanční krizi, zatím nikdo oficiálně nezastával, nicméně doménu bankovního dohledu měl neformálně na starosti Daniel Tarullo. Ten letos v dubnu rezignoval (viz [březenový MCB](#)). R. Quarles pracoval na americkém ministerstvu financí za éry prezidenta George W. Bushe a v současnosti řídí investiční skupinu Cynosure Group. V minulosti kritizoval některé dosavadní bankovní regulace ve Spojených státech. Jeho nominaci musí ještě potvrdit americký Senát.

Jako o kandidátech na další dvě volné pozice v Radě guvernérů se hovoří o ekonomovi Marvinu Goodfriendovi a o bankéři Bobu Jonesovi. Prezident bude také v blízké době rozhodovat o dalších dvou pozicích, neboť začátkem září náhle rezignoval Stanley Fischer, jehož místopředsednický mandát měl vypršet v červnu příštího roku, a to s platností od poloviny října; v dubnu příštího roku navíc vyprší mandát šéfky Fedu Janet Yellenové.

Fed zveřejnil podrobnosti snižování své bilance

FOMC na svém červnovém zasedání zvýšil sazby a zveřejnil podrobnosti ke snižování bilance Fedu (více o tomto tématu viz [červnový MCB](#)). Byl přijat [Dodatek](#) k normalizačnímu plánu Fedu ze září 2014 (tzv. Principům), který určuje konkrétní měsíční limity na objem dluhopisů, které již nebudou po vypršení splatnosti reinvestovány. Dodatek však nestanoví datum začátku snižování bilance (ve svém [prohlášení](#) FOMC pouze uvedl, že očekává snižování bilance již letos). Limity jsou následující: v případě vládních dluhopisů bude počáteční limit 6 mld. USD měsíčně, během roku se každé tři měsíce bude zvyšovat o dalších 6 mld. USD až na finální limit 30 mld. USD měsíčně. Pro dluhopisy kryté hypotékami (MBS) bude počáteční limit 4 mld. USD měsíčně, během roku se bude v tříměsíčních intervalech zvyšovat pokaždé o 4 mld. USD až na konečnou výši 20 mld. USD. Po dosažení konečné výše limitů zůstanou tyto v platnosti až do rozhodnutí FOMC, že se bilance již dostatečně snížila.

Fed reaguje na návrh změny inflačního cíle

V červnu zaslala skupina významných ekonomů (J. Stiglitz, D. Blanchflower, N. Kocherlakota, B. DeLong a další) Fedu [otevřený dopis](#), v němž zpochybňují současnou výši inflačního cíle (sami navrhují jeho zvýšení, a od toho se odvíjí neformální název této skupiny, „Fed Up“). Navrhují zároveň, aby Fed jmenoval nezávislou odbornou komisi (tzv. „blue ribbon commission“), která by přezkoumala vhodnou výši inflačního cíle a dalších parametrů měnové politiky. Šéfka Fedu Janet Yellenová se k tomuto dopisu vyjádřila na [tiskové konferenci](#) v tom smyslu, že výše cíle je závažné rozhodnutí, kterým se Fed v budoucnu bude skutečně zabývat.

Konference v Jackson Hole měla jako hlavní téma podporu globální ekonomiky

Letošní srpnové sympozium centrálních bankéřů a akademiků v americkém Wyomingu se zabývalo podporou dynamické globální ekonomiky, a témata příspěvků se týkala mimo jiné

možností dlouhodobého udržitelného růstu a efekty mezinárodního obchodu na společenskou nerovnost. Konferenci jako obvykle zahájila projevem předsedkyně amerického Fedu Janet Yellenová, vystoupil také prezident ECB Mario Draghi, ekonomický poradce MMF Maurice Obstfeld a řada akademiků, například Carmen Reinhard z Harvardovy univerzity, Chang-Tai Hsieh z Chicagské univerzity nebo Alan Auerbach z kalifornské university v Berkeley.

Netrpělivě očekávaná vystoupení šéfů dvou nejdůležitějších centrálních bank světa se však vyhnula zmínce o měnové politice. J. Yellenová se ve svém [vystoupení](#) věnovala tématu finanční stability a důležitosti regulací finančního trhu zavedených po finanční krizi; uvedla, že Fed průběžně hodnotí zavedené regulace za účelem jejich případné modifikace, podle jejích slov by však případné úpravy měly být jen mírné a zachovat odolnost finančního systému. Ve svém projevu nijak nezmínila očekávané snižování bilance Fedu. M. Draghi se aktuálním měnověpolitickým otázkám také vyhnul, když ve svém [příspěvku](#) zdůraznil význam otevřenosti trhů a důležitost obchodu, investičních a finančních toků v šíření nových poznatků a růstu produktivity. Poukázal přitom na důležitost finančních regulací a jejich sladění mezi jednotlivými zeměmi.

[BoE zvyšuje proticyklickou kapitálovou rezervu](#)

Bank of England v červnu [zvýšila](#) svou proticyklickou kapitálovou rezervu z 0 % na 0,5 % s platností od června 2018. Tomuto kroku předcházelo její loňské snížení (z 0,5 % na 0 %), které mělo bankám umožnit využít více vlastního kapitálu k tlumení případných šoků spojených s výsledkem referenda o vystoupení z EU. Červnové zvýšení tedy navrácí výši rezervy na její původní úroveň, a podle [vyjádření](#) guvernéra Carneyho tak potvrzuje návrat domácích rizik na standardní úroveň. Komise pro finanční politiku (FPC) také oznámila, že očekává další navýšení této rezervy na 1 % na svém listopadovém zasedání.

Byly navrženy změny v zákoně o norské centrální bance

Poradní komise norského ministerstva financí, ustanovená v roce 2015, v červnu [vydala zprávu](#), v níž navrhuje změny zákona o norské centrální bance (NB). Komise, v jejímž čele stojí bývalý guvernér NB Svein Gjedrem, navrhuje mj. následující změny: (i) ustanovit nezávislou pětičlennou komisi pro měnovou politiku a finanční stabilitu, která by nahradila dnešní osmičlennou výkonnou radu NB jmenovanou vládou, (ii) předat správu tzv. ropného fondu (Government Pension Fund Global) do rukou instituce odštěpené od NB, (iii) norské ministerstvo financí by mělo získat více pravomocí k dohledu nad NB, a mandát NB by měl být v zákoně konkrétněji specifikován (jako „udržení měnové stability“ a také „podpora finanční stability a efektivního a bezpečného platebního systému“, (iv) NB by měla získat pravomoci v makroprudenční oblasti, například stanovení proticyklické kapitálové rezervy, kde dnes pouze vydává doporučení pro ministerstvo financí. Nyní nad zprávou probíhají konzultace, jejich účastníkem bude podle svého [vyjádření](#) také NB.

3. TÉMA POD LUPOU: JIHOAFRICKÁ REPUBLIKA A JEJÍ PROBLÉMY

Jihoafrická republika se mezi africkými státy řadí k premiantům v oblasti stability institucí i vyspělosti průmyslu. Stále se však potýká s dědictvím apartheidu v podobě obrovských sociálních rozdílů, které přetrvávají i více než dvacet let po zrušení tohoto režimu. Země se proto snaží reformami nastartovat ekonomický růst a snížit tak rozšířenou chudobu a nezaměstnanost.

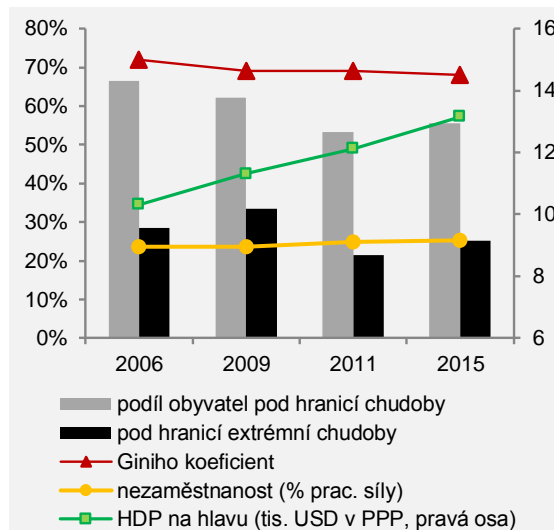
Tento článek se v první části věnuje ekonomické situaci Jihoafrické republiky a problémovým oblastem, které brání nastartování jejího ekonomického růstu. Ve druhé části pak shrnuje historii a fungování jihoafrické centrální banky, přičemž popisuje z komunikačního hlediska nezládnutý přechod na režim cílování inflace, který dodnes ovlivňuje její vnímání a kredibilitu v očích veřejnosti.

Jihoafrická republika a dědictví apartheidu

Jihoafrická republika (JAR) patří mezi třicet největších ekonomik světa podle HDP (PPP) a jako druhá největší africká ekonomika (po Nigérii) vytváří přibližně 25 % HDP subsaharské Afriky. Má bohatá naleziště nerostných surovin, zejména zlata, platiny a diamantů, uhlí a železné rudy. Tyto komodity představují téměř 60 % jejího vývozu; z nerostných surovin naopak postrádá zejména ropu, která tak tvoří největší část jejího dovozu (16 %). Jak vývoz, tak dovoz představují přibližně 30 % jihoafrického HDP. Největšími exportními partnery JAR jsou státy subsaharské Afriky (přibližně 28 % exportu), Evropská unie (23 %), Čína (9 %) a Spojené státy (8 %). Největším dovozcem do JAR je Čína (téměř 20 % dovozu). K dalším pozitivům země patří rozvinutá infrastruktura, vyspělý zpracovatelský průmysl a dobře fungující finanční trhy a bankovní sektor. V roce 2011 se JAR připojila ke skupině nejvýznamnějších rozvíjejících se ekonomik (Brazílie, Rusko, Indie a Čína), a změnila tak název této skupiny na BRICS.

Jihoafrická republika se dodnes potýká s dědictvím apartheidu,¹ a to zejména v oblasti společenské nerovnosti. Ve srovnání s jinými africkými státy má sice relativně vysoký a rostoucí poměr HDP na hlavu, bojuje však s vysokým podílem chudoby, značnou nezaměstnaností a patří mezi země světa s nejvyšší nerovností příjmů měřenou Giniho koeficientem.²

V letech po zavedení demokratického zřízení v roce 1994 se vláda zaměřila na stabilizaci veřejných financí, snižování inflace a přilákání zahraničního kapitálu. Růst HDP, který se pohyboval kolem 3 % a po roce 2004 se zvýšil na téměř 6 %, přispíval společně se solidní makroekonomickou



Zdroj: Stats SA, EIU

¹ Režim rasové segregace byl v JAR oficiální státní politikou od roku 1948, a až rostoucí mezinárodní tlak v 80. letech přiměl zemi politiku zmírňovat. Režim byl zrušen roku 1989 a v roce 1994 se konaly první všeobecné volby přístupné pro všechny etnické skupiny. Ve volbách zvítězila dodnes vládnoucí strana Africký národní kongres (ANC), prezidentem JAR se stal předseda této strany a černošský bojovník proti apartheidu Nelson Mandela. Současným prezidentem je od roku 2009 předseda ANC Jacob Zuma. Nadcházející prezidentské volby (2019) jsou v současnosti příčinou zvýšeného politického napětí v zemi, jež mělo za následek mimo jiné dočasnou deprecii měny o 8 % a snížení ratingu země.

² HDP na hlavu v Jihoafrické republice je přes 13 tis. USD v PPP za rok 2016, zatímco průměr zemí subsaharské Afriky je necelých 4 tis. USD a průměr celé Afriky pouze přes 5 tis. USD. Pod hranicí chudoby podle národní definice žije v JAR 56 % obyvatel, přitom mezi černochoy je míra této chudoby 64 %, zatímco mezi bělochoy 1 %; pod hranicí extrémní chudoby pak žije 25 % obyvatel. Nezaměstnanost v JAR dosáhla v 1. čtvrtletí 2017 výše 27,7 % (a od roku 2008 vzrostla o 5 p. b.), ve věkové kategorii 15–24 let dosahuje dokonce 54,4 %. Giniho koeficient, který nabývá hodnot od 0 do 100 % (100 % značí největší nerovnost), činil 68 % v roce 2015, nicméně se snížil z 72 % v roce 2006 ([Poverty Trends in South Africa](#), Statistics South Africa, 2017).

politikou k boji s chudobou. V souvislosti s globální ekonomickou krizí v roce 2008 a s poklesem cen komodit v letech 2011–2012 však růst HDP postupně zpomalil na 1,3 % v roce 2015, resp. na pouhých 0,3 % v roce 2016. Počátkem roku 2017 pak jihoafrická ekonomika spadla do technické recese, když dvě čtvrtletí za sebou HDP poklesl.³

Jak znovu nastartovat ekonomický růst a snížit chudobu?

JAR proto dnes stojí před úkolem zavést strukturální reformy, které by opět nastartovaly ekonomický růst a snížily chudobu a sociální nerovnost. Reformy ke snížení nerovnosti vláda s blížícími se prezidentskými volbami v roce 2019 stále více zdůrazňuje, nicméně dosavadní snahy například o legislativní narovnání v sektorech těžby nebo vlastnictví půdy naopak zvyšují nejistotu a snižují investice.⁴ Další podstatnou reformou je chystané zavedení celostátní minimální mzdy od května 2018. Vzhledem k dnešnímu vysokému podílu neformální šedé ekonomiky však rostou obavy, nakolik bude mít minimální mzda skutečný efekt a zda naopak nepovede ke snížení oficiální zaměstnanosti a firmami vynucenému přesunu dalších zaměstnanců do šedé ekonomiky, kde budou mít nadále nízké mzdy.

Další z překážek nastartování ekonomického růstu v JAR je vysoký podíl státem vlastněných firem v některých klíčových odvětvích, jako je výroba elektřiny, telekomunikace nebo doprava. Překážky vstupu soukromých firem do těchto odvětví mají za následek slabou konkurenci, nízkou efektivitu a ekonomické potíže státních firem (dotovaných poté ze státního rozpočtu) a rozšířenou korupci. Vláda přijala koncem roku 2016 nový návrh řízení a odměňování v těchto firmách, což má být jedním z kroků k vymýcení korupce. Korupci by měl snižovat i elektronický systém zadávání veřejných zakázek zavedený v dubnu 2016.

Další brzdou narovnání společenské nerovnosti a dalšího ekonomického růstu je nedostatečný přístup k úvěrování z pohledu nízkopříjmových domácností a malých firem (SME). Za účelem zvýšení finanční inkluze loni centrální banka udělila tři nové bankovní licence, a to bankám zaměřujícím se právě na drobné klienty.

Nezávislá centrální banka a její měnová politika

Centrální banka Jihoafrické republiky (South African Reserve Bank, SARB) byla založena v roce 1921, její pravomoci a fungování upravuje zákon o rezervní bance z roku 1989 a její hlavní cíl vymezuje ústava z roku 1996, která mj. zakotvuje i nezávislost a autonomii centrální banky. Hlavním cílem SARB je dosažení a udržení cenové stability v zájmu vyrovnaného a udržitelného ekonomického růstu země.⁵ K dosažení tohoto cíle si banka může zvolit libovolné nástroje měnové politiky, má tedy tzv. operační nezávislost. Výše inflačního cíle je přitom stanovována vládou (po konzultacích se SARB). Banka dále dbá o stabilitu finančního systému v zemi a vykonává bankovní dohled, vydává bankovky a mince, pečuje o funkčnost národního platebního systému a vykonává další obvyklé funkce centrální banky.

Jihoafrický bankovní sektor je jako celek v dobré kondici, má dostatek kapitálu a díky konzervativnímu přístupu (úvěrování pouze nízkorizikových a bohatších firem a společností, vysoké poplatky za finanční služby) je ziskový. Je také poměrně uzavřený, protože tři zmíněné nové bankovní licence byly centrální bankou uděleny poprvé po 11 letech. SARB nicméně

³ Analizovaný mezičtvrtletní růst HDP dosáhl ve 4. čtvrtletí 2016 hodnoty -0,3 % a v prvním čtvrtletí 2017 hodnoty -0,6 %; v 2. čtvrtletí 2017 již HDP slabě vzrostl (o 2,5 %).

⁴ Jde například o návrhy zákona o narovnání vlastnictví půdy (Land Expropriation Act) nebo vlastnictví těžebních firem (Mining Charter), které by měly zakotvit rasové poměry ve prospěch černošské populace, nebo návrh zákona o nerostných surovinách (Mineral and Petroleum Resources Development Act), který by měl státu umožnit získat určitý podíl v nově vznikajících soukromých firmách v této oblasti. Návrhy však vedou k utlumení investiční aktivity v těchto sektorech.

⁵ V červnu letošního roku mandát SARB neočekávaně napadla jihoafrická ombudsmanka, která doporučila, aby parlament změnil ústavu v tom smyslu, aby se SARB soustředila na „socioekonomický blahobyt občanů“ a nikoli na péči o stabilitu měny a udržení inflace pod kontrolou. Proti její zprávě se ostře ohradili nejen představitelé SARB, kteří zdůrazňovali důležitost cílování inflace, ale také někteří politici. SARB požádala o soudní přezkum tohoto návrhu a v srpnu soud doporučení ombudsmanky odmítl.

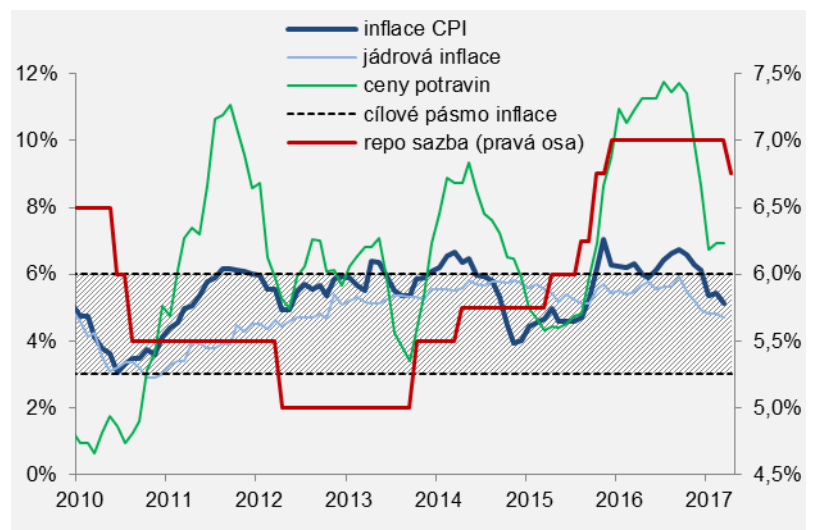
s rozšířením bankovních služeb mezi méně movité klienty musí dbát i na finanční stabilitu a snižování předluženosti některých domácností. Ke zvýšení finanční stability vláda v srpnu přijala významnou reformu regulačních principů jihoafrického finančního sektoru;⁶ centrální banka v současnosti pracuje na novém makroprudenčním rámci, obsahujícím například zavedení proticyklické kapitálové rezervy.

Od svého založení je SARB až do současnosti jako jedna z mála centrálních bank světa v soukromém vlastnictví.⁷ Na každoroční valné hromadě guvernér předkládá akcionářům ve Výroční zprávě informaci o výsledku hospodaření. Výroční zpráva také obsahuje část věnovanou měnové politice. V čele banky stojí patnáctičlenné představenstvo (Board of Directors) v čele s guvernérem. Guvernéra, tři viceguvernéry a další čtyři ředitele jmenuje prezident země po konzultaci s ministrem financí, zbylých sedm ředitelů volí akcionáři SARB.

Měnověpolitickým režimem SARB je od února 2000 cílování inflace.⁸ Inflační cíl je stanoven ve formě pásma v rozmezí 3–6 %. Cílovanou veličinou byla nejprve inflace vyjádřená indexem CPIX (tj. indexem spotřebitelských cen očištěným o úroky z hypoték), od roku 2009 je používán index CPI. Hlavním měnověpolitickým nástrojem SARB je sedmidenní repo sazba.

Zavedení cílování inflace vedlo v JAR ke snížení průměrné inflace, která se v 90. letech pohybovala kolem 9 %. Po přechodu na nový režim poklesla inflace v letech 2001–2009 na úroveň 6 %, a v letech 2010–2016 se dále snížila na 5,3 %. Snížila se také volatilita měnového kurzu a zrychlil růst HDP.

V současnosti se inflace měřená indexem spotřebitelských cen dlouhodobě pohybuje poblíž horního okraje cílového pásma, zatímco jádrová inflace (tj. inflace očištěná o ceny potravin, energií a pohonných hmot) v cílovém pásmu dlouhodobě setrvává. V roce 2016 inflace vzrostla nad horní hranici pásma, zejména kvůli dopadům sucha v předchozím roce do cen potravin (ceny potravin vzrostly v roce 2016 v průměru o 10,5 %). SARB již na začátku roku 2016 v několika krocích zvýšila svou hlavní měnověpolitickou sazbu o 0,75 p. b. na 7 %. Na této úrovni ji ponechala až do července letošního roku, kdy sazbu snížila na 6,75 %, a to vzhledem ke snižující se inflaci. Ta od počátku letošního roku klesá, v dubnu se vrátila do cílového pásma a v červenci se dále snížila na 4,6 %. Vlivem pomalého ekonomického růstu je nízký i výhled inflace do budoucna.



Zdroj: SARB

Na této úrovni ji ponechala až do července letošního roku, kdy sazbu snížila na 6,75 %, a to vzhledem ke snižující se inflaci. Ta od počátku letošního roku klesá, v dubnu se vrátila do cílového pásma a v červenci se dále snížila na 4,6 %. Vlivem pomalého ekonomického růstu je nízký i výhled inflace do budoucna.

⁶ Tzv. [Financial Sector Regulation Act](#).

⁷ Pevně stanovené množství akcií SARB (2 miliony) je rozděleno mezi přibližně 650 vlastníků. Vlastnictví akcií je omezeno pouze co do množství připadajících jednomu majiteli, mezi vlastníky banky tak mohou patřit i zahraniční subjekty. V současnosti probíhají politické snahy SARB převést do vlastnictví státu. Pokud tento záměr schválí prosincová konference ANC, straně se pravděpodobně v příštím roce podaří v parlamentu zákon o SARB upravit. Na nezávislost SARB by však případná změna vlastnictví neměla mít dopad.

⁸ Po svém založení fungovala SARB postupně v režimech zlatého standardu, navázání měny na jinou zahraniční měnu (GBP, USD) nebo koš měn, od 80. let pak přešla k režimu volně plovoucího kurzu a režimu cílování měnových agregátů, od roku 1996 pak při formulaci měnové politiky sledovala více indikátorů a v roce 2000 přijala režim cílování inflace.

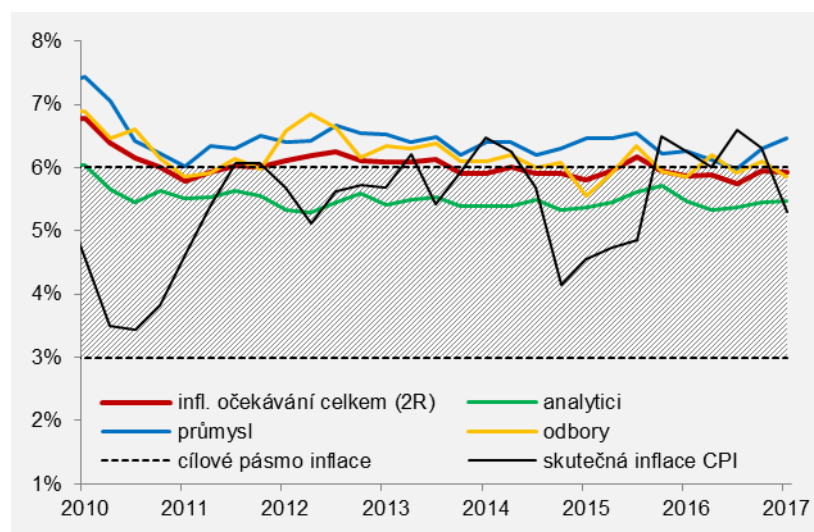
⁹ V obdobích 2002–2003 a 2006–2008 sice došlo k výraznému růstu inflace nad horní hranici cílového pásma, tyto výkyvy však byly vyvolány exogenními šoky v podobě významných změn měnového kurzu a globálních zvýšení cen ropy a potravin.

O provádění měnové politiky SARB rozhoduje na svých zasedáních konaných šestkrát ročně osmičlenný Výbor pro měnovou politiku (Monetary Policy Committee, MPC), v jehož čele stojí guvernér. Podrobné vysvětlení přijatého rozhodnutí MPC je po zasedání publikováno a oznámeno na tiskové konferenci. Dvakrát ročně SARB vydává tzv. Přehled měnové politiky (Monetary Policy Review, MPR). Jde o publikaci zaměřenou na vysvětlování měnové politiky, na popis faktorů ovlivňujících prognózu a na samotnou prognózu hlavních veličin. Centrální banka ji prezentuje na tzv. Fórech o měnové politice, konaných v těchto měsících ve všech jihoafrických provinciích. Kromě toho banka na konci každého čtvrtletí publikuje tzv. Quarterly Bulletin, v němž popisuje dosavadní vývoj ekonomiky. Tato publikační a komunikační aktivita je snahou SARB o rozšíření povědomí o měnové politice mezi akcionáři, zástupci průmyslu a obchodu, odbory a obyvatelstvem obecně.

Komunikační kostlivec ve skříni

Dnešní intenzivní komunikační činnost banky se zdá být jistou snahou o nápravu komunikačně nevládnutého přechodu na režim cílování inflace. Tento přechod totiž podle bývalé guvernérky SARB¹⁰ proběhl bez dostatečného vysvětlení nového měnověpolitického režimu odborné i laické veřejnosti, která tak dostatečně nevezala za své důležitost udržení inflace pod kontrolou. SARB tehdy nedostatečně vysvětlila přínosy nízké inflace a neobhájila fakt, že flexibilní cílování inflace není v rozporu s ekonomickým růstem. V dobách zvyšování úrokových sazeb se tak vůči tomuto režimu ve veřejnosti objevuje nedůvěra a rezistence, obzvláště pokud se země potýká s vysokou nezaměstnaností, chudobou a nízkým hospodářským růstem. Banka tak opakovaně musí důvody udržení inflace pod kontrolou obhajovat, jak se ukázalo i v letošním roce (viz poznámka pod čarou 4). Ve veřejnosti naopak stále přežívají nadměrná očekávání o tom, kolik toho centrální banka může udělat ohledně strukturálních reforem či zaměstnanosti.

Nedostatečné vysvětlení režimu cílování inflace podle výzkumu (Kabundi, Schalling a Some, 2015) zřejmě také ovlivnilo inflační očekávání.¹¹ Ta se drží poblíž horní hranice cílového pásma. Uvnitř tohoto pásma se přitom ze tří skupin respondentů většinou nacházejí pouze očekávání analytiků, kteří reagují na měnovou politiku a prognózu SARB. Inflační očekávání zástupců průmyslu a odborů, tedy tzv. tvůrců cen, se naopak pohybují nad horní hranicí cílového pásma, protože tyto skupiny zřejmě berou v potaz spíše dosavadní vývoj inflace včetně jejích krátkodobých výkyvů a měnová politika SARB není z jejich pohledu dostatečně kredibilní. Autoři výzkumu proto doporučují, aby SARB zlepšila svou transparenční při formulaci měnové politiky, lépe objasňovala identifikované inflační tlaky a jasněji signalizovala své reakce na ně.



Zdroj: BER, SARB

¹⁰ [SARB conference „Fourteen years of inflation targeting in South Africa“](#), 2014, úvodní proslov, Gill Marcus. G. Marcus byla guvernérkou SARB v letech 2009–2014, během jejího mandátu tedy došlo k přijetí režimu cílování inflace.

¹¹ Celková inflační očekávání používaná SARB jsou sumarizována ze zjišťování institutu BER (Bureau for Economic Research) pro tři skupiny obyvatel: analytiku, zástupce průmyslu a představitele odborů. Nejistou ukotvenost a její příčiny rozebírá mj. A. Kabundi, Schaling E. a Some, M., [Monetary policy and heterogeneous inflation expectations in South Africa](#), SARB 2015.

Závěr

Jihoafrická centrální banka se pohybuje v ještě náročnějším terénu, než ve kterém se často nacházejí centrální banky vyspělých zemí. Musí na jedné straně standardně nastavovat parametry měnové politiky tak, aby podle svých nejlepších znalostí přispěla dostupnými nástroji k udržování měnové stability. Zároveň je stále ještě v situaci, kdy musí veřejnosti i odborníkům vysvětlovat důležitost udržení inflace pod kontrolou, stejně jako principy fungování režimu cílování inflace. Zároveň musí objasňovat, jaké jsou pravomoci a možnosti centrální banky při podpoře ekonomického růstu, při provádění strukturálních reforem nebo snižování nezaměstnanosti, resp. vysvětlovat, že její možnosti jsou v těchto oblastech více než limitované. Bez pochopení role centrální banky ve společnosti ze strany veřejnosti totiž nebude mít SARB dostatečnou kredibilitu, a bez ní její měnověpolitické nástroje budou účinné jen zčásti.

4. VYBRANÝ PROJEV: CENTRÁLNÍ BANKOVNICTVÍ V DOBĚ TECHNOLOGICKÉHO POKROKU

Na červencové konferenci o měnové politice pořádané malajsijskou centrální bankou v Kuala Lumpur pronesl Yves Mersch, člen Výkonné rady ECB, [projev](#) rozebírající výzvy a šance pro centrální banky související s dnešním rychlým technologickým vývojem.

V oblasti měnové politiky je podle Mersche dlouhodobou výzvou vliv technologického pokroku na růst produktivity, který ovlivňuje změnu míry návratnosti investic a tím i úroveň rovnovážné úrokové sazby. Další výzvy plynou z vlivu nových technologií na tvorbu cen. Komplikace přitom mohou vznikat už při samotném měření inflace, protože rychlá obměna některých výrobků a související slevy starších modelů mohou do cenových indexů vnášet zkreslení směrem dolů. Problematické je také například oceňování online služeb umožňujících sestavení individuální objednávky či plateb za služby v podobě poskytnutí zákaznickových dat namísto provedení peněžní platby. Rovněž rychlost změn cen a schopnost internetových obchodů nastavit cenu na míru komplikují sestavování cenových indexů. Jisté zjednodušení při sledování cen naopak přináší možnost jejich hromadného stahování z internetu.

Mnohem důležitější jsou však pro centrální banky změny, které vnesly nové technologie do cenotvorného chování firem. Pro optimální nastavení měnové politiky je totiž klíčové, jak rychle a v jaké míře reaguje inflace na šoky. Internetové obchodování oslabuje sílu monopolních dodavatelů a tedy i jejich marže, což zplošťuje Phillipsovou křivku, protože změna mezery výstupu má menší dopad do inflačních tlaků. Menší náklady přeceňování a jednodušší hledání lepší ceny mohou naopak přispívat k častějším a výraznějším změnám cen a tedy strmější Phillipsově křivce. Současně může internetové obchodování omezit schopnost menších podniků nastavit ceny výrazně odlišné od cen velkých prodejců a tím reagovat na idiosynkratické šoky. To může v dlouhodobém výhledu vést k poklesu konkurence. Celkový dopad internetového obchodování na Phillipsovou křivku je tedy nejistý. Rozvoj globálních řetězců navíc může měnit vliv světové inflace na inflaci domácí a míru průsaku kurzu do cen.

Vliv nových technologií nicméně nekončí u cenotvorby. Moderní komunikační metody umožňují poskytování služeb na dálku a poskytují větší flexibilitu pracovních postupů, což je významným posunem ve vztazích mezi zaměstnanci a zaměstnavateli. Zatímco pro některé zaměstnance se jedná o pozitivní vývoj, pro některé to může znamenat nejistotu ovlivňující jejich příjmy a výdaje. Individualizace rolí může navíc vést k oslabení funkce kolektivního vyjednávání. Tyto změny by mohly změnit vztah mezi nezaměstnaností a mzdovými tlaky a snižovat NAIRU.

V části projevu věnované platebnímu styku Mersch zmiňuje význam inovací při ochraně platidel proti padělání. Zároveň připomíná přetrvávající význam hotovosti a obhajuje její zachování. Tvůrci měnové politiky by podle něj měli podnikat pouze kroky nutné k plnění mandátu cenové stability, přičemž zrušení hotovosti takovýmto krokem není. Zavedení inovace, např. digitální měny, musí předcházet důkladné prověření jejího přínosu a funkčnosti, aby nedošlo ke ztrátě důvěry v měnu a centrální banku. Rolí centrálních bank navíc není vnucovat veřejnosti adopci technologických změn, ale umožňovat bezpečné naplnění měnících se priorit.

V části týkající se zabezpečení operací centrálních bank Mersch ve stručnosti připomíná nutnost ochrany citlivých informací před různou formou úniků dat a ochranu funkčnosti počítačové sítě, na níž je závislý mimo jiné i platební systém. V oblasti bezpečnosti je tak přijetí nejnovějších technologií nejen vhodné, ale dokonce nezbytné.

Technologický pokrok ovlivňuje celou společnost, tedy i centrální banky. Ty by na něj podle Mersche měly reagovat s rozvahou a vpředhledností a přitom dodržovat tři principy: přizpůsobit svou politiku technologickým a socioekonomickým změnám, přijmout vhodné technologie podporující plnění funkcí centrální banky a předvídat technologická rizika. Vhodné využití nových technologií pak může zlepšit provoz a efektivitu centrálních bank.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. září 2017. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo podatelna@cnb.cz.