

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2016

## V tomto čísle

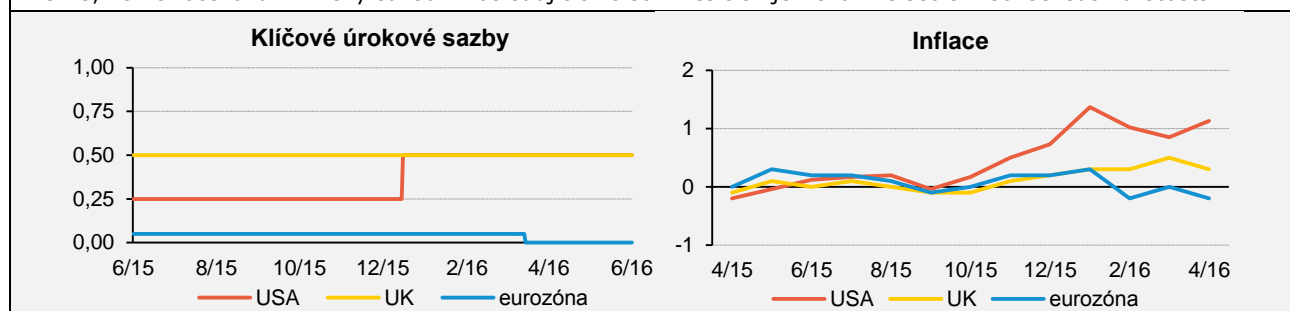
Z vývoje měnových politik ve sledovaných zemích vybočuje Fed, který zahájil zvyšování sazeb již v prosinci 2015 a na nadcházejícím červnovém zasedání bude rozhodovat o jejich dalším růstu. Tím by reflektoval dobrou výkonnost americké ekonomiky. Naopak značná část evropských centrálních bank řeší nízkou či zápornou inflaci, klesající či nízká inflační očekávání a tím i tlaky na další uvolňování měnové politiky. V cenovém vývoji se stále projevují nízké ceny ropy. ECB ponechala úrokové sazby bez změny a od června bude uskutečňovat dříve oznámené nekonvenční nástroje, tj. začne nakupovat firemní dluhopisy a vyhlásí další sérii cílených dlouhodobých refinančních operací. Maďarská centrální banka využila dostatečného prostoru v klíčové měnověpolitické sazbě a dále ji snížila. Spolu s tím snížila dolní hranici koridoru sazeb, tj. depozitní sazbu, do záporných hodnot. Švédská Riksbank rozhodla o zvýšení objemu nakupovaných vládních dluhopisů. V červnu zasedá několik centrálních bank a nelze vyloučit snížení úrokových sazeb u novozélandské RBNZ. Ostatní sledované centrální banky ponechaly svá konvenční i nekonvenční opatření v uplynulém období beze změny. Téma pod lupou se věnuje významnému ekonomickému riziku v podobě případného vystoupení Velké Británie z Evropské unie (tzv. Brexitu). Ve vybraném projevu shrnuje členka výkonné rady švédské Riksbank Cecilia Skingsley roční zkušenosti s používáním záporných úrokových 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>
inflační cíl	< 2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	21. dubna (0,00) 2. června (0,00)	15. – 16. března <sup>5</sup> (0,00) 26. – 27. dubna (0,00)	17. března (0,00) 14. dubna (0,00) 12. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % <sup>3</sup>	0,25–0,50 %	0,50 %
poslední inflace	-0,1 % (květen 2016) <sup>4</sup>	1,1 % (duben 2016)	0,3 % (duben 2016)
očekávaná MP zasedání	21. července 8. září	14. – 15. června <sup>5</sup> 26. – 27. července	16. června 14. července 4. srpna
další očekávané události	8. září zveřejnění prognózy	13. července zveřejnění Beige Book, červenec Monetary Policy Report	4. srpna zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb <sup>6</sup>	→	↑	→

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



**ECB** na svých zasedáních v dubnu ani v červnu své klíčové úrokové sazby nezměnila; v červnu potvrdila, že s nízkými sazbami na současné či nižší úrovni počítá i po skončení nákupů cenných papírů. Počínaje 8. červnem ECB začne nakupovat firemní dluhopisy v rámci programu Corporate sector purchase program (CSPP), a od 22. června bude uskutečňovat sadu cílených čtyřletých refinančních operací (TLTRO). ECB také potvrdila měsíční nákupy dluhopisů v objemu 80 mld. EUR do konce března 2017 a případně i déle, pokud to bude plnění inflačního cíle vyžadovat. ECB předpokládá růst HDP o 1,6 % v tomto roce a o 1,7 % v letech 2017 a 2018. Letošní inflace zůstane velmi nízká (0,2 %), v roce 2017 vzroste na 1,3% a v roce 2018 na 1,6 %.

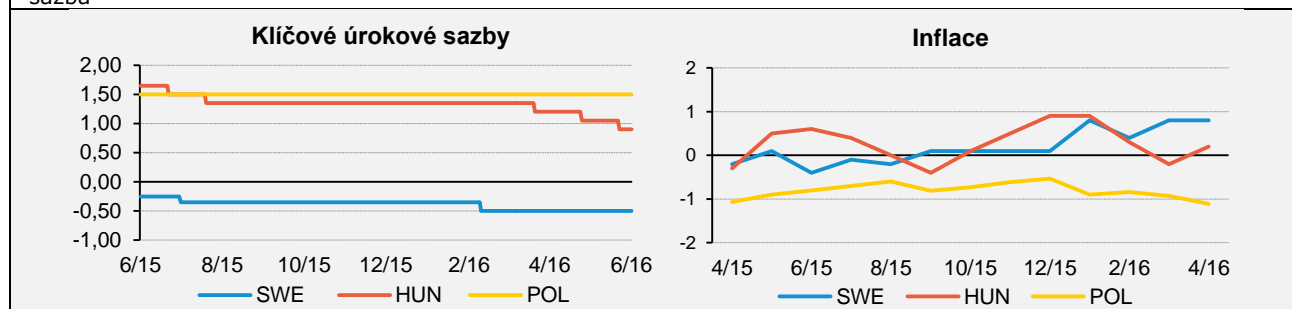
**Fed** v dubnu i březnu ponechal úrokové sazby beze změny v rozmezí 0,25–0,50 %. Pravděpodobnost zvýšení sazeb na nadcházejícím červnovém zasedání se podle Fedu zvýšila zejména s ohledem na silná data z trhu práce, a to navzdory zpomalení ostatních ekonomických ukazatelů. Poslední zveřejněná data z trhu práce však již nebyla tak příznivá (pokles pracovních pozic na základě průzkumu v domácnostech) a spolu se zpomalením ekonomického růstu i nejistotami ohledně výsledků referenda o setrvání Velké Británie v EU by mohla odsunout zvýšení úrokových sazeb až na další zasedání. Inflace bude v krátkém období nadále nízká a dosažení 2% cíle Fed očekává ve střednědobém horizontu.

**BoE** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a objem držených cenných papírů zůstal na úrovni 375 mld. GBP. Inflace je nízká, ale kladná; v dubnu dosáhla 0,3 %. BoE očekává v průběhu příštího roku odeznění vlivu nízkých cen energií a potravin a následně bude docházet k pozvolnému růstu inflace. Dosažení inflačního cíle se předpokládá v polovině roku 2018. Meziroční růst HDP v 1. čtvrtletí 2016 činil 2,0 %, mezičtvrtletně však HDP poklesl a BoE předpokládá jeho snížení i ve 2. čtvrtletí. Pokles je spojován mimo jiné i s nejistotou kolem výsledků referenda o setrvání Velké Británie v EU (více v Tématu pod lupou).

## 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)	20. dubna (0,00)	22. března (-0,15) 26. dubna (-0,15) 24. května (-0,15)	10. – 11. března (0,00) 5. – 6. dubna (0,00) 12. – 13. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % <sup>2</sup>	0,9 %; -0,05 % <sup>2</sup>	1,50 %
poslední inflace	0,8 % (duben 2016)	0,2 % (duben 2016)	-1,1 % (duben 2016)
očekávaná MP zasedání	5. července 6. září	21. června 26. července 23. srpna	7. – 8. června 5. – 6. července 6. – 7. září
další očekávané události	6. července zveřejnění Monetary Policy Report	23. června zveřejnění Inflation Report	13. června zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb <sup>1</sup>	→	→	→

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



V dubnu **Riksbank** ponechala svou základní úrokovou sazbu na úrovni -0,50 %, rozhodla však o zvýšení objemu nákupu vládních dluhopisů o dalších 45 mld. SEK pro druhou polovinu 2016 (celkově 245 mld. SEK do konce roku 2016). Podle Riksbank tím dojde ke snížení rizika výraznějšího posilování švédské koruny oproti prognóze stejně jako rizika, že trend rostoucí inflace bude přerušen. Riksbank je připravena měnovou politiku dále uvolňovat (prodloužením nákupu vládních dluhopisů či devizovými intervencemi), a to i v období mezi jednotlivými měnověpolitickými zasedáními (pravomoc delegována počátkem ledna, viz [březnový MCB](#)). Podle Riksbank inflace na bázi indexu CPIF dosáhne pro rok 2016 1,4 % a inflace na bázi indexu CPI 1,0 %. Inflační cíl by měl být dosažen v roce 2017 (CPI 1,9 % a CPIF 2,0 %).

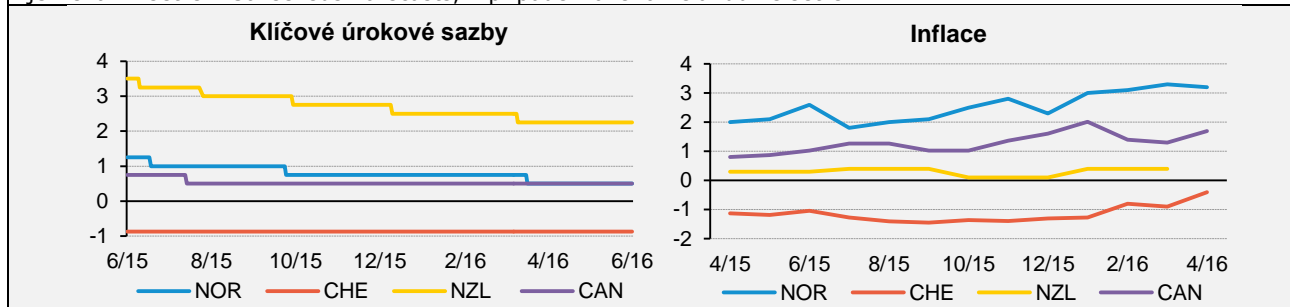
V uplynulých třech měsících snížila **MNB** svou úrokovou sazbu třikrát, pokaždé o 15 p.b., a dostala se tak na historicky nejnižší úroveň 0,9 %. V březnu zároveň MNB snížila svou depozitní sazbu na -0,05 %, kde ji na dalších zasedáních ponechala. Maďarská ekonomika v 1. čtvrtletí 2016 zpomalila dle předběžného odhadu na 0,9 % meziročně (z 3,2 % v předchozím čtvrtletí). Naplnila se přitom očekávání MNB, že uvedený vývoj lze částečně připsat na vrub poklesu vládních investic (spojených se snížením čerpání EU fondů) a současného zpomalení průmyslové výroby. Naopak rostly maloobchodní prodeje. MNB očekává obnovení vyšší dynamiky růstu vlivem zvýšení exportů, růstu spotřeby a působení prorůstových programů. MNB očekává i nadále inflaci hluboce pod 3% cílem, k němuž se tempo cenového růstu přiblíží až koncem roku 2017.

**NBP** ponechala svou úrokovou sazbu v průběhu jara beze změny na úrovni 1,50 %. Robustní 4% ekonomický růst ve 4. čtvrtletí 2015 zvolnil dle odhadu na 2,5 % meziročně v 1. čtvrtletí. Růst je i nadále tažen převážně spotřebou, podporovanou silným trhem práce. Tyto hlavní faktory budou převažovat i v dalším průběhu letošního roku, přičemž celoroční růst polské ekonomiky by měl činit 3,8 %. Inflace spotřebitelských cen i cen výrobců setrvává pod nulou a NBP ji očekává zápornou i v následujících čtvrtletích. Inflační očekávání zůstávají velmi nízká.

## 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)	17. března (-0,25) 12. května (0,00)	17. března (0,00)	28. dubna (0,00)	13. dubna (0,00) 25. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %; -0,50 reserve rate <sup>1</sup>	od -1,25 do -0,25 % <sup>2</sup> ; -0,75 % <sup>3</sup>	2,25 %	0,5 %
poslední inflace	3,2 % (duben 2016)	-0,4 % (duben 2016)	0,4 % (Q1 2016)	1,7 % (duben 2016)
očekávaná MP zasedání	23. června 22. září	16. června 15. září	9. června 11. srpna	13. července 7. září
další očekávané události	23. června zveřejnění Monetary Policy Report	22. června zveřejnění Monetary Policy Report	9. června zveřejnění Monetary Policy Statement	13. července zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb <sup>4</sup>	→	→	↓	→

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



**NB** na březnovém zasedání snížila svou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,50 %, zejména vzhledem ke slabším růstovým vyhlídkám norské ekonomiky a očekávanému poklesu inflace pod cíl. Na květnovém zasedání NB již sazbu ponechala nezměněnou, nicméně guvernér Olsen zmínil možnosti jejího dalšího snížení a dokonce nevyločil ani možnost jejího poklesu do záporných hodnot. Nezaměstnanost se zvýšila, a to zejména v regionech zaměřených na těžbu ropy. NB očekává další nárůst nezaměstnanosti a rovněž očekává nižší růst mezd v roce 2016. Sazba proticyklického kapitálového polštáře ve výši 1,5 % účinná od 30. června 2016 (nastavená v červnu 2015) zůstává beze změny.

**SNB** ponechala na březnovém zasedání interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) na úrovni -1,25 % až -0,25 %; také sazba, již se úročí zůstatky bank u SNB, zůstala nezměněná na úrovni -0,75 %. Tlaky na nadhodnocený frank jsou podle SNB částečně tlumeny připraveností SNB intervenovat a zápornými úrokovými sazbami. SNB očekává pro rok 2016 pokles cen o 0,8 % (prognóza 12/2015 očekávala pokles o 0,5 %), pro rok 2017 míru inflace ve výši 0,1 % (0,3 % dle prognózy 12/2015) pro rok 2018 míru inflace na úrovni 0,9 %. Růst cen nemovitostí sice zpomalil a s ním i objem nových hypotečních úvěrů, avšak nerovnováhy na těchto trzích přetrvávají. SNB bude situaci vyhodnocovat a zohlední ji v nastavení sazby proticyklického kapitálového polštáře.

**RBNZ** ponechala svou hlavní sazbu na úrovni 2,25 %, avšak **nevyločila** další uvolnění měnové politiky. Inflace je nízká a inflační očekávání, zejména krátkodobá, poklesla. V Aucklandu se po přechodném ochlazení na trhu nemovitostí objevují známky jeho opětovného ožívání, a růst cen nemovitostí se objevuje i v dalších oblastech země.

**Kanadská centrální banka (BoC)** ponechala svou klíčovou sazbu beze změny na úrovni 0,5 %. Inflace se přiblížila cíli, když v dubnu dosáhla meziročně 1,7 %, a to vlivem růstu cen ropy. V průběhu roku BoC očekává pohyb inflace mírně pod cílem. Růst HDP pro 1. čtvrtletí dosáhl výše 2,4 %, pro 2. čtvrtletí se očekává jeho zpomalení kvůli požárům v Albertě. Pro celý letošní rok BoC předpovídá růst HDP ve výši 1,7 % a pro rok 2017 na úrovni 2,3 %.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### [Bank of England je připravena v čase kolem referenda bankám poskytovat dodatečnou likviditu](#)

Bank of England (BoE) již počátkem března oznámila, že v době kolem nadcházejícího referenda o setrvání Velké Británie v EU (23. 6.) bude bankám a dalším finančním institucím poskytovat dodatečnou likviditu v podobě tří dlouhodobých indexovaných repo operací (ILTR, v aukcích konaných ve dnech 14., 21. a 28. června). Kromě toho BoE poskytuje a bude poskytovat likviditu i prostřednictvím dalších obvyklých facilit. BoE oznámila, že bude situaci na trhu sledovat a bude připravena k dalším potřebným zásahům. Na tiskové konferenci v květnu guvernér M. Carney objasnil, že vyhlášením těchto operací v několikaměsíčním předstihu se BoE snažila předejít nesprávnému vnímání trhu, že se jedná o symptom zvýšeného stresu na finančních trzích. Referendu o setrvání Velké Británie v EU se věnuje aktuální Téma pod lupou.

### [Bank of England snižuje počet měnověpolitických zasedání na osm ročně](#)

V souladu se svým prohlášením ze září 2015 (viz [MCB ze září 2015](#)) snižuje Bank of England počet svých měnověpolitických zasedání v návaznosti na nový Zákon o Bank of England, který byl [schválen](#) počátkem května. Z letošního [rozpisu zasedání MPC](#) bude vypuštěno říjnové zasedání. Od roku 2017 bude MPC již zasedat pouze osmkrát.

### **Riksbank a FSA diskutují o koordinaci v oblasti finanční stability**

Na příslušnou část expertního posudku měnové politiky Riksbank z pera M. Kinga a M. Goodfrienda týkající se finanční stability (viz [březnový MCB](#)) reagovali představitelé Riksbank, švédského regulátora (FSA) i vlády. Riksbank zdůraznila potřebu revize stávající makrobezpečnostní politiky. Generální rada Riksbank [navrhla](#), aby byl bezodkladně proveden přezkum stávajícího rozdělení odpovědnosti a koordinace mezi Riksbank, FSA, vládou a Úřadem pro státní dluh (National Debt Office) v oblasti finanční stability. Výkonná rada Riksbank ve své [odpovědi](#) také klade důraz na posouzení makrobezpečnostní politiky; vzhledem k délce trvání takového posouzení však navrhuje, aby byly bezodkladně navýšeny pravomoci FSA. Důraz na inovaci nevyhovujícího makrobezpečnostního rámce s nevyjasněnými mandáty kladl i guvernér Riksbank S. Ingves ve svém [projevu](#) počátkem dubna. FSA ve své [odpovědi](#) souhlasila s rozšířením svých pravomocí i nástrojů, odmítla však koncept společné komise s Riksbank a navrhla odsunout hodnocení švédské makrobezpečnostní politiky na pozdější dobu. K radikální možnosti sjednocení oblasti finanční stability pod Riksbank se počátkem května [vyjádřil](#) také ministr pro finanční trhy a spotřebitelské otázky a náměstek švédské ministryně financí P. Bolund, který možnost sloučení Riksbank a FSA razantně odmítl.

### **Novým guvernérem NBP bude Adam Glapinski**

Novým guvernérem polské centrální banky (NBP) byl na šestileté období začínající 11. června navržen profesor Adam Glapinski (další informace viz [březnový MCB](#)), jehož vybral polský prezident. Jeho jmenování musí schválit polský parlament, nicméně toto schválení je široce očekáváno i vzhledem k tomu, že Glapinski má vazbu na vládní stranu Práva a spravedlnosti (PiS), která má v parlamentu většinu.

### [Výroční zpráva ECB vznáší obavy ohledně některých aktivit MNB](#)

ECB ve své [Výroční zprávě 2015](#) vyjádřila obavy ohledně několika programů maďarské centrální banky (MNB), které bylo možno vnímat jako potenciální porušení zákazu měnového financování. V oblasti měnové politiky zavedla MNB některé změny nástrojů měnové politiky s cílem podpory tzv. programu samofinancování (Self-Financing Programme), kterým se MNB snaží podpořit přechod bank od ukládání likvidity u centrální banky k nákupům vládních

dluhopisů, a snížit tak závislost vlády na zahraničním financování státního dluhu (viz [březnový MCB](#)). Některé změny ECB považuje za možné obcházení zákazu zvýhodněného přístupu (čl. 124 Smlouvy o fungování EU) a vyzývá proto MNB k přezkoumání těchto operací. Mimo oblast implementace měnové politiky patří k problematickým programům například investice maďarské centrální banky do nemovitostí, její program na zvýšení finanční gramotnosti prostřednictvím sítě šesti nadací, program nákupů maďarských uměleckých děl a také nákup většinového podílu na budapeštské burze. Ten ECB vnímá jako problematický z hlediska měnového financování, jelikož MNB použila své prostředky na podporu cíle hospodářské politiky, což se zpravidla považuje za oblast působnosti vlády.

### **Norská vláda poprvé čerpala peníze z ropného fondu spravovaného NB**

Jak uvedla norská centrální banka (NB) v tiskové zprávě tzv. ropného fondu, který spravuje jménem ministerstva financí (Government Pension Fund Global, GPF), vyčerpala norská vláda poprvé v historii z tohoto fondu více peněz, než do něj z ropných zisků vložila. Za první čtvrtletí letošního roku činil tento čistý výběr vlády z GPF celkem 24,7 mld. norských korun. Podle tzv. fiskálního (rozpočtového) pravidla smí vláda čerpat z GPF ročně přibližně 4 % jeho hodnoty (což odpovídá jeho očekávaným ročním výnosům). Tržní hodnota fondu v současnosti činí 7,1 bn. norských korun, které jsou investovány do akcií, dluhopisů a nemovitostí výhradně mimo Norsko.

### **Guvernér Olsen zůstává v čele Norges bank**

Norská vláda koncem května oznámila, že guvernérem norské centrální banky bude od ledna 2017 na druhé šestileté funkční období jmenován současný guvernér Øystein Olsen, který ve výběru zvítězil nad šesti dalšími kandidáty. Olsen, který stojí v čele Norges bank od ledna 2011, prohlásil, že se těší na další funkční období a na řešení důležitých úkolů, které jsou v působnosti centrální banky.

### 3. TÉMA POD LUPOU: DOPADY BREXITU OČIMA (NEJEN) BRITSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Letošního 23. června budou občané Velké Británie rozhodovat v referendu o setrvání své země v Evropské unii. Případné rozhodnutí EU opustit, tzv. Brexit, by mělo značné politické a ekonomické dopady. Vliv referenda se však projevuje už od jeho únorového vyhlášení. Jedním z projevů je rostoucí nejistota ekonomických subjektů o budoucích hospodářských a politických podmínkách, protože v případě rozhodnutí EU opustit by si musela Británie znovu vyjednat podmínky obchodních vztahů s mnoha svými důležitými partnery. Nejistotu panující mezi ekonomickými subjekty vnímá i britská centrální banka, která si uvědomuje nespolehlivost v současnosti sbíraných dat relevantních pro její měnověpolitická rozhodování. Zároveň se banka rozhodla, vzhledem k závažnosti a nezvratitelnosti případného rozhodnutí vystoupit z EU, přispět jako nezávislá autorita k tématu svými expertizami. Již v říjnu loňského roku vydala rozsáhlou publikaci o vlivu členství v EU na cíle britské centrální banky. Na svých zasedáních se Bank of England stále důrazněji vyjadřuje nejen k již v současnosti pozorovaným dopadům chystaného referenda, ale také k potenciálním dopadům případného odchodu z EU na britskou ekonomiku. Stejně jako řada renomovaných institucí varuje před negativními důsledky Brexitu, za což si vysloužila kritiku zastánců vystoupení z EU. I v případě, že v referendu převáží názor Britů z EU vystoupit, je britská centrální banka připravena usilovat o dosahování svých cílů v souladu se svým mandátem.

Následující článek shrnuje, z jakých důvodů došlo k tomu, že v Británii bylo vyhlášeno referendum o setrvání v EU, jaké by byly možné dopady odchodu této země z EU pohledem významných institucí a jak se k členství v EU staví britská centrální banka.

#### Historie vedoucí k hlasování o Brexitu – proč a jak

Vztah Velké Británie k Evropské unii nebyl nikdy příliš vřelý. V 50. letech představovaly země vznikajícího Evropského společenství uhlí a oceli poměrně nevýznamné britské obchodní partnery (britský export do těchto zemí činil pouhých 10 %). Británie se nepřipojila k jednáním těchto zemí o vytváření Evropského hospodářského společenství (EHS), protože za podstatnější vazbu považovala Společenství národů (Commonwealth); EHS pro ni navíc představovalo hrozbu ztráty suverenity. Jako protíváhu EHS iniciovala Velká Británie v roce 1960 vytvoření Evropského sdružení volného obchodu (ESVO). V roce 1961 sice Británie podala do EHS přihlášku, její vstup však dvakrát vetovala Francie, a Británie se tak stala členem EHS až v roce 1973 (tím zároveň přestala být členem ESVO). Její obchod se zeměmi EHS poté prudce vzrostl.

Už v roce 1975 v Británii proběhlo první referendum o setrvání země v EHS na základě snah vládnoucí strany o vyjednání lepších podmínek členství (pro setrvání se vyslovilo 67 % voličů). V roce 1979 začal britský boj o snížení příspěvků země do evropského rozpočtu a tzv. rabat začal platit od roku 1984 a trvá dodnes. Zároveň se však Británie vždy snažila o zlepšení fungování společného evropského trhu, vždy přitom usilovala o zachování svých kompetencí v oblastech, jako je měna nebo kontrola hranic (nepřipojila se k jednotné evropské měně a není členem Schengenského prostoru).

Po roce 2004 došlo v Británii k vzestupu euroskeptických názorů ztělesněných stranou UKIP (UK Independence Party). Ta v roce 2009 skončila ve volbách do Evropského parlamentu druhá (v roce 2014 volby do Evropského parlamentu dokonce vyhrála). Někteří euroskeptičtí členové Konzervativní strany současného premiéra Davida Camerona se proto začali obávat možné ztráty hlasů a začali předsedu své strany tlačit k tvrdšímu postoji k EU. V roce 2011 britský parlament přijal tzv. zákon o EU (EU Act 2011).<sup>1</sup> V lednu 2013 pak premiér Cameron

<sup>1</sup> Podle tohoto zákona je ke změně evropských smluv, která by znamenala transfer pravomocí z britské úrovně na unijní, potřeba referendum. Avšak vzhledem k tomu, že k žádné změně evropských smluv nedošlo, mohl zákon na euroskeptiky působit poněkud nedostatečně.



vyhlásil, že pokud s Konzervativní stranou vyhraje v roce 2015 volby, bude s EU vyjednávat o výhodnějších podmínkách pro britské členství a dohodu předloží Britům k posouzení v referendu. Když konzervativci v roce 2015 nečekaně vyhráli, bylo nutno konat.

V únoru 2016 se premiéru Cameronovi podařilo uzavřít dohodu s Evropskou unií, která po ekonomické stránce obsahuje zhruba následující: (i) Evropská unie uznala, že státy EU mohou mít více než jednu měnu, (ii) eurozóna nebude bránit dalšímu rozvoji jednotného trhu všech členských zemí EU, a státy mimo eurozónu nebudou bránit hlubší integraci eurozóny, (iii) Británie (stejně jako další země mimo eurozónu) bude moci napadnout rozhodnutí eurozóny, se kterými nesouhlasí, na summitu celé EU, a (4) Británie nebude muset směřovat k další integraci a bude moci uplatňovat svá pravidla při regulaci britského finančního systému. Britské referendum o setrvání v EU za těchto podmínek bylo následně vyhlášeno na 23. června 2016.

Nálady v Británii jsou dnes vůči EU skeptičtější než v době, kdy Cameron o referendu začal mluvit. Vzhledem k ekonomickým problémům v mnoha zemích platících eurem a uprchlické krizi došlo k posílení euroskeptických názorů v britské veřejnosti, a hlasy pro a proti setrvání v EU jsou dnes poměrně vyrovnané.

### **Brexit – možné dopady**

V této situaci začala řada renomovaných institucí publikovat analýzy pravděpodobných ekonomických dopadů případného Brexitu, například Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj ([OECD](#) – dopady na Británii a EU), britské ministerstva financí (HM Treasury – [krátkodobé](#) a [dlouhodobé](#) dopady), Centrum pro ekonomickou výkonnost ([CEP](#)) londýnské vysoké školy LSE nebo britský institut pro ekonomický a sociální výzkum ([NIESR](#)). Všechny tyto studie se shodují na základních premisách, že vystoupení z EU by způsobilo prudký pád britské libry a zpomalení ekonomiky, což by následně vedlo k vyšší inflaci a k nižšímu HDP, než kdyby Británie zůstala členským státem EU. Mechanismus působení i negativní vyznění ekonomických dopadů případného Brexitu jsou u všech studií shodné. Vzhledem k množství nejistot obklopujících možný odchod Británie z EU se však jednotlivé analýzy liší v kvantifikaci dopadů, neboť používají různé modelové techniky (většina však vychází z modelu NiGEM) a kladou odlišnou váhu na různé předpoklady.

Krátkodobé ekonomické dopady vystoupení Británie z EU vycházejí z toho, že britská ekonomika by v takovém případě byla minimálně po dobu následujících dvou let vystavena souběžnému působení zvýšené nejistoty ohledně budoucího nastavení vztahů s EU a s ostatními zeměmi stejně jako domácích legislativních podmínek, postupnému uzavírání se Británie vůči zahraničnímu obchodu a investicím, a nestabilnímu finančnímu prostředí danému rizikovějším vnímáním Británie ze strany zahraničních investorů.

Dlouhodobé ekonomické dopady vystoupení Británie z EU by byly dány hlavně budoucím uspořádáním vztahu Británie a EU a s ním souvisejícími vztahy k ostatním zemím. Většina analytiků se shoduje na následujících třech modelech: (i) členství Británie v Evropském hospodářském prostoru (EHP, tj. podobně jako Norsko), (ii) regulace vztahů s EU bilaterálními obchodními a institucionálními dohodami (jako je tomu např. u Švýcarska, Turecka nebo Kanady), a (iii) členství ve Světové obchodní organizaci (WTO) bez dalších zvláštních dohod s jednotlivými zeměmi (podobně jako např. Rusko nebo Brazílie). Zastánci vystoupení Británie z EU hovoří také o možnosti vyjednat s EU speciální dohodu zachovávající možnost volného obchodu s EU a neobsahující žádné negativní prvky pro UK, nicméně v pravděpodobně velmi zhoršené atmosféře mezi evropskými zeměmi a Británií, která by nastala po jejím rozhodnutí o odchodu z EU, by bylo dosažení tak výhodné pozice pro Británii těžko představitelné.

Nejdůležitější odhadované krátkodobé i dlouhodobé dopady Brexitu v členění podle jednotlivých institucí a podle typu dohody upravující zahraničně-ekonomické ukotvení Británie ukazuje tabulka na následující straně.

Krátkodobé dopady (cca 2020, UK Treasury 2018)									
	OECD	CEP LSE		UK Treasury (min. financí)			NIESR		
	WTO/ bilaterální dohody	EHP	WTO	všechna uspořádání			EHP	bilaterální dohody	WTO
HDP	-3,3 %	-1,3 %	-2,6 %	-3,6 % až -6,0 %			-1,9 %	-2,1 %	-2,9 %
Reálné mzdy				-2,8 % až -4,0 %			-2,3 %	-2,6 %	-4,2 %
CPI inflace				+2,3 % až +2,7 %					
Nezaměstnanost	+1,5 %			+1,6 % až +2,4 %					
Měnový kurz GBP	-4 až 6 %			-12 % až -15 %			-20 % (krátkodobě)		
Dlouhodobé dopady (cca 2030)									
	OECD	CEP LSE		UK Treasury (min. financí)			NIESR		
	WTO/ bilaterální dohody	EHP		EHP	bilaterální dohody	WTO	EHP	bilaterální dohody	WTO
HDP (střed)	-5,1 %	-7,9 %		-3,8 %	-6,2 %	-7,5 %	-1,8 %	-2,1 %	-3,2 %
HDP rozmezí	-2,7 % až -7,7 %	-6,3 % až -9,5 %		-3,4 % až -4,3 %	-4,6 % až -7,8 %	-5,4 až -9,5 %	-1,5 % až -2,1 %	-1,9 % až -2,3 %	-2,7 % až -3,7 %
Reálné mzdy (střed)							-2,7 %	-3,4 %	-5,5 %
Reálné mzdy rozmezí							-2,2 % až -3,2 %	-3,1 % až -3,8 %	-4,6 % až -6,3 %

Poznámka: jedná se o rozdíl oproti situaci setrvání Británie v EU.

Vedle výše uvedených dopadů a konstatování, že Brexit by měl samozřejmě důsledky i pro ekonomiky dalších států, obsahují analytické studie navíc rozsáhlé množství dalších varování. Institut NIESR například varuje, že vyšší riziko a nejistota bezprostředně po referendu by v případě Brexitu vedly k pádu libry o zhruba 20 %, což by mělo za následek vlnu inflačních tlaků. Podle britského ministerstva financí by se v případě vystoupení z EU britská ekonomika octla v recesi a propad HDP by trval čtyři čtvrtletí. Mezinárodní měnový fond (prostřednictvím C. Lagardové na [tiskové konferenci](#) počátkem května v Londýně) varoval, že vystoupení Británie z EU by způsobilo pád akciových trhů a krach cen nemovitostí, a že panika mezi investory by mohla zapříčinit šokové vlny v ekonomice. Brexit by podle MMF byl pro Británii problematický také z důvodu vysokého britského zadlužení a tím i závislosti na zahraničním financování. Poradenská společnost PricewaterhouseCoopers v [analýze](#) dopadů Brexitu na britský finanční sektor odhadla, že by Brexit mohl vést ke ztrátě 80 až 100 tisíc pracovních míst ve finančních službách. Všechny zmíněné analýzy se zároveň shodují v tom, že v případě setrvání Británie v EU její ekonomika naopak vzroste, a to již ve druhé polovině letošního roku.

### Postoj britské centrální banky k Brexitu

Vedle renomovaných institucí se tématu setrvání Británie v Evropské unii věnuje také britská centrální banka (Bank of England, BoE), která však veřejně nepublikovala kvantifikaci dopadů možného vystoupení Británie z EU. Do diskuze však přispěla již v říjnu 2015, kdy publikovala [materiál](#) zkoumající, nakolik členství Británie v EU ovlivňuje schopnost plnit její mandát udržovat měnovou a finanční stabilitu. Došla k závěru, že členství v EU jí nijak nezabraňuje dosahovat měnové stability, protože flexibilní měnový kurz a nezávislá měnová politika jí umožňují absorbovat případné šoky. Dosahování finanční stability v podmínkách členství v EU nicméně BoE charakterizovala jako podstatně náročnější, a to vzhledem k velikosti a složitosti britského finančního systému.<sup>2</sup> Z důvodu probíhajících procesů v Evropské unii BoE zdůraznila,

<sup>2</sup> Institucionální rámec finanční stability byl sice v Británii po světové finanční krizi podstatně reformován, aby odpovídal rozsahu, důležitosti a otevřenosti britského finančního sektoru, nicméně kvalitní instituce podle BoE

že je nutné zaručit, aby další prohlubování integrace mezi státy eurozóny nenarušilo schopnost BoE zaručit domácí finanční stabilitu, a zachovat jasné principy bránící zájmy zemí neplatících eurem při další integraci eurozóny a vývoji regulačního rámce celé EU. Tento princip se pak objevil i ve vyjednávání předsedy britské vlády Camerona s EU.

K členství Británie v EU pak BoE konstatovala, že zvyšuje ekonomickou a finanční otevřenost Británie a posiluje tak dynamiku britské ekonomiky. Vysoká otevřenost však zároveň vystavuje britskou ekonomiku vnějším ekonomickým a finančním šokům, což se projevilo během krize eurozóny. Proto BoE zdůraznila, že je též v britském zájmu, aby se dále prohlubovala integrace eurozóny a zvyšovala se její finanční a ekonomická stabilita.

Na zasedáních svých výborů pro měnovou politiku (MPC) i finanční stabilitu (FPC) od vyhlášení referenda BoE postupně zpřesňuje své hodnocení současné situace, charakterizované silící nejistotou ohledně červnového referenda. Tato nejistota se podle BoE projevuje jednak poklesem kurzu libry, ovlivňuje zpomalení hospodářské aktivity a rozhodování ekonomických subjektů, a vstupuje také do měnověpolitického rozhodování centrální banky, protože snižuje spolehlivost dostupných ekonomických dat. Již v březnu BoE tuto nejistotu prohlásila za největší riziko pro domácí finanční stabilitu.

Zároveň začala BoE na těchto zasedáních postupně diskutovat možné dopady rozhodnutí Británie vystoupit z EU, a to jak na jednotlivé ekonomické veličiny, tak na měnověpolitické rozhodování. Brexit by podle BoE změnil výhled HDP i inflace, protože by zřejmě došlo ke snížení agregátní poptávky i nabídky a k prudkému poklesu britské libry, čemuž by se musela přizpůsobit i měnová politika. BoE by stála v situaci, kdy by musela balancovat mezi stabilizací inflace, podporou hospodářského růstu a snižováním nezaměstnanosti. Zároveň BoE varovala, že efekt Brexitu by se přelil také do eurozóny.

Negativní vyznění posledních analýz BoE ještě podtrhl guvernér Carney na následné tiskové konferenci, kde na otázky novinářů připustil, že Brexit by mohl v Británii vyvolat technickou recesi (tj. pokles HDP nejméně dvě čtvrtletí za sebou).

### **Britská centrální banka versus zastánci Brexitu**

Zastánci vystoupení Británie z EU<sup>3</sup> po slovech o možné recesi obvinili guvernéra a celou centrální banku ze zasahování do politiky, porušování principu nezávislosti, destabilizace finančních trhů a dokonce z vyvolávání případné recese. Objevily se dokonce výzvy, aby M. Carney z funkce guvernéra banky odstoupil. Iain Duncan Smith však [ironicky konstatoval](#), že většina BoE prognóz se stejně nenaplní.

Guvernér Carney v následném [interview](#) pro televizi BBC (15. 5.) odmítl názor, že by varováním před riziky spojenými s Brexitem porušil princip nezávislosti centrální banky. Je však podle něj její povinností vysvětlovat rizika, která se nesníží tím, že se budou ignorovat. Jak také dodal, nenabádal voliče, jak mají v referendu hlasovat.

Na slyšení před parlamentní komisí (TSC) koncem května (24. 5.) pak Carney opět hájil rozhodnutí BoE varovat před ekonomickými riziky v případě vystoupení z EU. Podle něj je důležité, aby situaci chápaly nejen finanční trhy, ale aby byla zřejmá také široké veřejnosti. Na dotaz komise, zda se BoE chystá ještě dále zasahovat do diskuze o Brexitu, například na svém příštím měnověpolitickém zasedání (16. června, tj. týden před samotným referendem),

---

nepostačují. Nezbytnou podmínkou pro domácí stabilitu je také kvalitní regulace a dohled nad zahraničními finančními subjekty působícími v Británii. To u institucí ze zemí EU zajišťuje jednotná evropská legislativa, k jejíž tvorbě BoE značnou měrou přispěla. Zároveň ale domácí orgány regulace a dohledu musejí mít k ruce potřebné nástroje a mít dostatečnou flexibilitu při jejich uplatňování, což může být podle BoE v EU problematictější, protože na úrovni EU i eurozóny dochází k odklonu od nastavování minimálních standardů ve prospěch dosahování „maximální harmonizace“.

<sup>3</sup> Například bývalí ministři Lord Lamont a Iain Duncan Smith, člen parlamentní komise TSC Jacob Rees-Mogg nebo ministryně Andrea Leadsom.

guvernér prohlásil, že banka již poukázala na klíčové problémy související s Brexitem, a neočekává tedy žádnou podstatnou změnu v komunikaci. Zároveň Carney striktně odmítl, že by banka před referendem zastávala názor jedné ze stran, nebo dokonce byla pod vlivem ministra financí Osborna, jak ji obvinil J. Rees-Mogg.

### Závěrem

Občané Velké Británie budou 23. června 2016 rozhodovat, zda jejich země zůstane členem Evropské unie. Výsledek referenda není předem ani zdaleka jasný a do žhavé debaty před jeho konáním vstupuje řada odborníků, politiků i institucí. Na straně zastánců setrvání Británie v EU (tzv. „Remainers“) je i premiér Cameron a jeho ministr financí, čelní představitelé mnoha evropských zemí i americký prezident. Na straně odpůrců EU hájících vystoupení z Unie („Leavers“) je však také řada významných britských politiků, například bývalý starosta Londýna Boris Johnson nebo bývalí ministři financí Lord Lawson a Lord Lamont, a řada zahraničních politiků, zejména z euroskeptických stran.

Vzhledem k tomu, že výsledek referenda bude nezvratitelný, řada renomovaných institucí se zapojila do vysvětlování dopadů případného rozhodnutí z EU vystoupit, aby občané měli včas dostatek objektivních informací a nečinili své rozhodnutí na základě pouhých dojmů a pocitů. K těmto institucím se připojila i britská centrální banka. Její varování před možnými negativními ekonomickými dopady Brexitu jsou objektivním posouzením situace, nicméně automaticky vyvolávají kritické reakce odpůrců Evropské unie. Banka však v této debatě zachovává nestrannost a ostře se brání nařčení z porušování své nezávislosti. Připravuje se zároveň na obě možnosti výsledku tak, aby byla schopna dosahovat svých cílů – tedy měnové i finanční stability.

### Zdroje:

Bank of England: [EU membership and the Bank of England](#), 21. 10. 2015

Bank of England: [FPC statement from its policy meeting, 23 March 2016](#)

Bank of England: [Inflation Report May 2016](#)

Bank of England: [Monetary Policy Summary and minutes of the MPC meeting ending on 11 May 2016](#)

Bank of England: [Monetary Policy Summary and minutes of the MPC meeting ending on 13 April 2016](#)

Bank of England: [Monetary Policy Summary and minutes of the MPC meeting ending on 16 March 2016](#)

[European Council meeting \(18 and 19 February 2016\) – Conclusions](#), 19. 2. 2016

HM Government: [Alternatives to membership: possible models for the United Kingdom outside the European Union](#), 4. 3. 2016

[HM Treasury analysis: the immediate economic impact of leaving the EU](#), 23. 5. 2016

[HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives](#), 18. 4. 2016

LSE – CEP (Centre for Economic Performance): [The consequences of Brexit for UK trade and living standards](#), 18. 3. 2016

National Institute of Economic and Social Research (NIESR): [The economic consequences of leaving the EU](#), 10. 5. 2016

OECD Economic Policy Paper – [The Economic Consequences Of Brexit: A Taxing Decision](#), 27. 4. 2016

PWC: [Leaving the EU: Implications for the UK financial services sector](#), 14. 4. 2016

BBC, Bloomberg, Financial Times, Reuters

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: JAK SI ŠVÉDSKO STOJÍ PO ROCE POUŽÍVÁNÍ ZÁPORNÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB?

*Zkušenosti s používáním záporných úrokových sazeb a důvody, které k němu švédskou Riksbank vedly, popsala členka její Výkonné rady Cecilia Skingsley ve svém dubnovém [projevu](#) na půdě Danske Bank ve Stockholmu.*

Neuspokojivý ekonomický vývoj po světové finanční krizi vedl mnohé centrální banky ke dříve nepředstavitelným krokům. C. Skingsley si v této souvislosti klade otázku, jak jsme dospěli do aktuálního stavu velmi nízkých úrokových sazeb. Připomíná přitom, že úroveň reálných úrokových sazeb je v dlouhém časovém období určena zejména strukturálními faktory, jako jsou podmínky k růstu a ochota spořit. Švédsko, jakožto malá otevřená ekonomika, v podstatě musí akceptovat globální reálnou úrokovou sazbu jako danou. Domácí měnová politika ji není schopna ve větší míře ovlivnit, ovlivňuje však inflaci a inflační očekávání.

Pokles reálných sazeb popisují pesimisté jako sekulární stagnaci, kdy vzrostly úspory, zatímco ochota investovat poklesla (například v důsledku složení populace či slabých technologických inovací). Tábor optimistů v něm vidí pouze přechodné dozvuky krize spojené se snižováním zadluženosti a zvýšenou politickou nejistotou.

V posledních letech však neklesaly pouze reálné úrokové sazby, sestupný trend měla také inflace. Měnová politika musí brát v úvahu oba tyto jevy. Nižší reálné úrokové sazby a nižší inflace a inflační očekávání totiž tlačí nominální sazby dolů, což pro centrální banku znamená, že pro dosažení stimulačního efektu měnové politiky musí přijímat silnější opatření.

Švédská měnová politika usiluje o dosažení 2% inflačního cíle při stabilizaci produkce a zaměstnanosti na dlouhodobě udržitelných trajektoriích. V roce 2014 se však inflace spotřebitelských cen CPIF (tj. CPI za předpokladu fixní úrokové sazby z hypoték) pohybovala kolem 1 % a dlouhodobá inflační očekávání rovněž klesala pod 2 %. Po několika provedených sníženích repo sazby začala být situace kritická, když už tak nízkou inflaci dále tlumil propad cen ropy a k tomu se přidaly signály, že ECB připravuje na jaro 2015 stimulační balíček. Hrozící posilování švédské koruny v důsledku očekávaného rostoucího úrokového diferenciálu by zkomplikovalo dosažení inflačního cíle. Riksbank v této situaci zhodnotila rizika plynoucí z vyčkávání jako větší než rizika spojená s proaktivní politikou, neboť hrozil další pokles inflačních očekávání. Výkonná rada proto v únoru 2015 rozhodla o snížení repo sazby do záporných hodnot a o zahájení nákupu aktiv. Také naznačila možnost devizových intervencí v případě výrazného a rychlého posilování švédské koruny.

C. Skingsley je toho názoru, že Riksbank svými opatřeními uspěla, neboť ekonomický růst je dokonce vyšší než očekávaný (ačkoli to není pouze zásluha měnové politiky) a inflační očekávání znovu rostou. Provádění nekonvenční měnové politiky však není jednoduché. V situaci záporných sazeb je mnohem těžší posoudit, jak bude fungovat přenos změn sazeb do ekonomiky. Rovněž stimulační efekt nákupu dluhopisů je těžké odhadnout. Nízké sazby navíc zvyšují zadluženost domácností a tedy i zranitelnost ekonomiky. Přesto je švédská centrální bankéřka přesvědčená, že Riksbank zvolila vhodné řešení, protože pokud by repo sazba nebyla snížena, ztratil by inflační cíl svou roli kotvy pro cenový vývoj a mzdová vyjednávání. C. Skingsley konstatuje, že centrální banka se standardně řídí dlouhodobou optikou, nicméně na přelomu let 2014 a 2015 se Riksbank nacházela v situaci vyžadující opatření zaměřená spíše na současný vývoj, aby byla zachována důvěra v inflační cíl.

C. Skingsley věří, že globální podmínky pro růst se budou zlepšovat a inflace normalizovat. Situace však závisí na rozhodnutích mimo působnost Riksbank. Podmínky pro růst v samotném Švédsku závisí na schopnosti švédského hospodářství flexibilně se transformovat. Švédská měnová politika přitom může fungovat jako most napomáhající přechodu k novému normálu.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 2. června 2016. 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](mailto:podatelna@cnb.cz).