

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2017

V TOMTO ČÍSLE

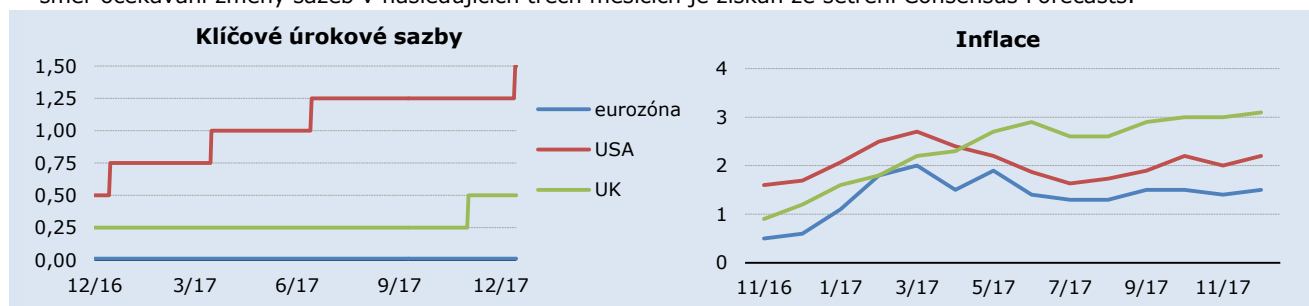
Většina sledovaných centrálních bank včetně ECB i nadále udržuje své úrokové sazby na nízké úrovni a řada z nich pokračuje v programech nekonvenční měnové politiky, i když například ECB v nižším rozsahu. Významnou výjimkou je americký Fed, který v souladu s očekáváními dále zvyšuje své klíčové úrokové sazby a podle výhledů bude v tomto trendu pokračovat i v příštím roce. K prvnímu zvýšení úrokových sazeb po deseti letech došlo i ve Velké Británii. Naproti tomu nové nástroje maďarské centrální banky se zaměřují na snížení výnosů na delším konci výnosové křivky. Téma pod lupou se tentokrát věnuje problematice proticyklické kapitálové rezervy. Ve vybraném projevu končí předsedkyně Fedu Janet Yellen shrnuje posledních deset let americké měnové politiky.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	<2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	26. října (0,00) 14. prosince (0,00)	19. – 20. září (0,00) 31. října – 1. listopadu (0,00) 12. – 13. prosince (0,25)	14. září (0,00) 2. listopadu (0,25) 14. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 % ³	1,25 – 1,50 %	0,50 %
poslední inflace	1,5 % (listopad 2017) ⁴	2,2 % (listopad 2017)	3,1 % (listopad 2017)
očekávaná MP zasedání	25. ledna 8. března	30. – 31. ledna 20. – 21. března	8. února 22. března
další očekávané události	8. 3. zveřejnění prognózy ECB zaměstnanců	leden 2018 zveřejnění Beige Book, únor 2018 Monetary Policy Report	8. 2. zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	↑	↑

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 ekonomických prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; ⁶ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB nezměnila nastavení měnověpolitických sazeb a očekává, že na současných úrovních budou po delší období. V říjnu oznámila a v prosinci potvrdila dlouho očekávané informace týkající se prodloužení a úprav parametrů jejího programu nákupu aktiv. Program byl prodloužen o nejméně 9 měsíců, přičemž měsíční objem nákupů aktiv bude od ledna 2018 snížen na 30 mld. eur. Zároveň se ECB ani tentokrát ve svém doprovodném prohlášení nezřekla možnosti dalšího prodloužení či zvýšení tohoto programu, bude-li to potřeba. ECB očekává oproti minulé prognóze vyšší růst HDP v roce 2017, a to 2,4 %, v 2018 pak 2,3 % a v dalším roce 1,9 %. Výhled inflace byl rovněž přehodnocen nahoru zejména vlivem vyšších cen ropy a potravin. V roce 2017 se očekává 1,5 %, v roce 2018 1,4 % a 1,5 % v roce 2019.

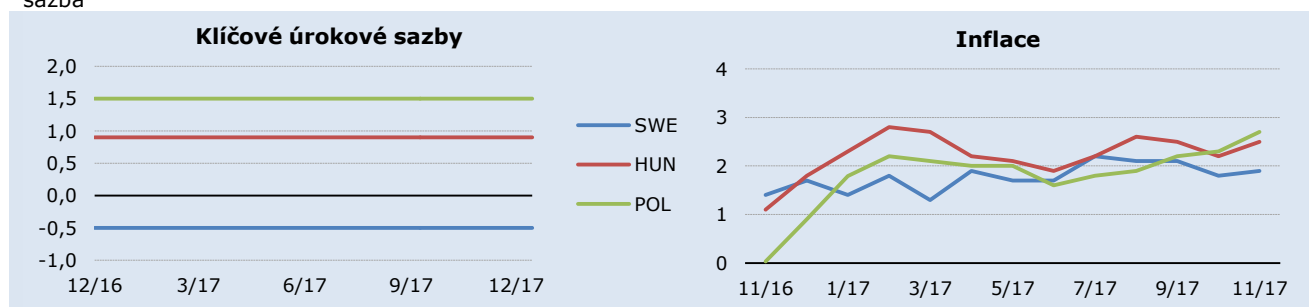
Fed v prosinci přistoupil k třetímu letošnímu zvýšení klíčové úrokové sazby o 0,25 p. b., a to na 1,25 – 1,50 %. Zvýšení sazby bylo trhy očekáváno a došlo také k naplnění mediánu predikcí jednotlivých členů FOMC, který pro tento rok činil 1,4 %. [Podle mediánu predikcí jednotlivých členů FOMC](#) lze v roce 2018 očekávat opět třikrát zvýšení hlavní měnověpolitické sazby o 0,25 p.b. na 2,1 %. V delším výhledu předpokládá FOMC pro rok 2020 sazby na úrovni 3,1 %. Trh práce zůstává silný, výhled nezaměstnanosti pro následující tři roky je na úrovni 4 %. Podle FOMC lze očekávat pozvolný růst ekonomické aktivity (v 2018 2,5 %, v 2019 2,0%). Inflace letos zůstane na 1,5 % a ve střednědobém výhledu se stabilizuje okolo 2 %.

BoE zvýšila v listopadu svou hlavní úrokovou sazbu o 0,25 % na úroveň 0,50 %, na prosincovém zasedání ke změně sazeb nedošlo a BoE nezměnila ani objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP). V listopadu dosáhla inflace hodnoty 3,1 %. V budoucnu BoE předpokládá odeznění průsaku předchozího oslabení libry do spotřebitelských cen, čímž dojde v následujících třech letech k pozvolnému poklesu inflace k 2% cíli. V listopadu BoE zvýšila proticyklickou kapitálovou rezervu z 0,5 % na 1 % (viz Téma pod lupou).

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. října (0,00)	19. září (0,00); (-0,10) ² 24. října (0,00) 21. listopadu (0,00)	3. – 4. října (0,00) 7. – 8. listopadu (0,00) 4. – 5. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 % ²	0,9 %; -0,15 % ²	1,50 %
poslední inflace	1,9 % (listopad 2017)	2,5 % (listopad 2017)	2,7 % (listopad 2017)
očekávaná MP zasedání	19. prosince 13. února	19. prosince 30. ledna 27. února	9. – 10. ledna 6. – 7. února 6. – 7. března
další očekávané události	20. 12. zveřejnění Monetary Policy Report	19. 12. zveřejnění Inflation Report	12. 3. zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	↑	↑

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



Riksbank ponechala v říjnu svou základní úrokovou sazbu na úrovni -0,5 % a stejně jako na minulém zasedání nadále neočekává zvýšení této sazby do poloviny roku 2018. Nákup vládních dluhopisů bude probíhat do konce roku 2017 a na prosincovém zasedání mohou být nákupy prodlouženy. Výkonná rada rozhodla o prodloužení mandátu, který umožňuje rychlou intervenci švédské centrální banky na devizovém trhu. Inflace (CPI) v říjnu dosáhla 1,8 %. Růst HDP ve třetím čtvrtletí mírně zrychlil na 2,9 %, a to zejména vlivem růstu fixních investic. Riksbank v říjnové prognóze ponechala výhled inflace CPI pro rok 2017 na hodnotě 1,8 % a výhled CPIF mírně snížila na 1,9 (z 2 %). Pro rok 2018 banka předpokládá CPI na 1,9 % a CPIF na 1,8 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank snížila na 2,9 % z 3,2 %, pro příští rok pak očekává 2,9 %.

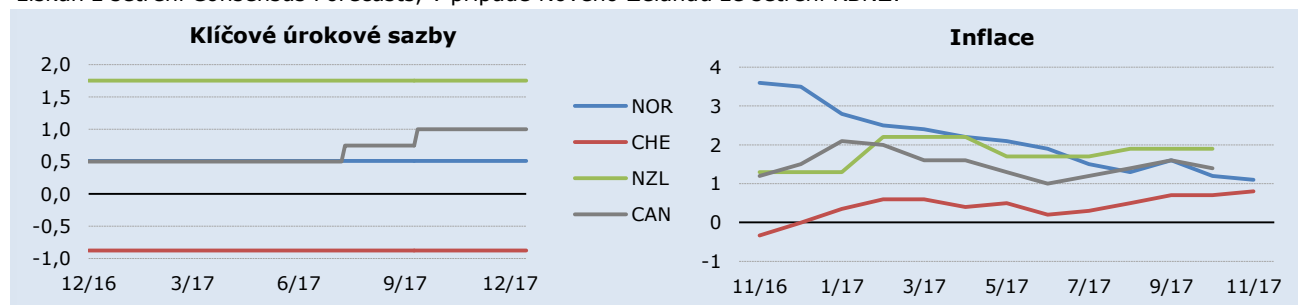
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 %, depozitní sazbu snížila o 10 b. b. na -0,15 %. Maďarská ekonomika podle předběžných odhadů rostla i ve třetím čtvrtletí solidním meziročním tempem 3,6 %, zejména díky sektoru služeb a průmyslu. V následujících letech očekává MNB růst ekonomiky o 3 až 4 %. Zaměstnanost se ve 3Q nacházela na historických maximech, nezaměstnanost dále klesá. MNB od ledna 2018 zavádí tzv. IRS facilitu s pěti a desetiletou splatností, pro první čtvrtletí na ni vymezí 300 mld. HUF. Ta umožní komerčním bankám v tendrech „vyměnit“ pohyblivý úrok za fixní úrok nabízený MNB na delších splatnostech (detaily zatím nebyly zveřejněny). Současně se MNB rozhodla zavést program cílený na nákup hypotečních dluhopisů s maturitou delší než tři roky. Cílem obou opatření je snížení výnosů na delším konci výnosové křivky.

NBP za uplynulé období ponechala úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Ve třetím čtvrtletí ekonomický růst dále zrychlil na 4,9 % meziročně, a to opět zejména vlivem vývoje spotřebitelské poptávky tažené mzdovým růstem i spotřebitelským optimismem a díky růstu investic. Listopadová inflace zrychlila na 2,5 % vlivem zvýšeného růstu cen potravin a energií. Ukazatele jádrové inflace jsou nicméně stále nízké. Dle listopadové prognózy NBP poroste ekonomika v roce 2017 tempem 3,8 – 4,6 % a v roce 2018 o 2,8 – 4,5 %. NBP očekává v roce 2017 inflaci v rozmezí 1,9 – 2 %, a v roce 2018 pak 1,6 – 2,9 %. NBP bude počínaje 1. lednem 2018 úročit povinné minimální rezervy (required reserve) sazbou ve výši 0,5 %.

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)	21. září (0,00) 26. října (0,00) 14. prosince (0,00)	14. září (0,00) 14. prosince (0,00)	28. září (0,00) 9. listopadu (0,00)	25. října (0,00) 6. prosince (0,00)
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	1,1 % (listopad 2017)	0,8 % (listopad 2017)	1,9 % (Q3 2017)	1,4 % (říjen 2017)
očekávaná MP zasedání	25. ledna 15. března	15. března	8. února 22. března	17. ledna 7. března
další očekávané události	15. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	20. 12. zveřejnění Monetary Policy Report	8. 2. zveřejnění Monetary Policy Statement	17. 1. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb⁴	→	↑	↑	↑

¹ pouze na rezervy překračující kvótu; ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ záporná depozitní sazba, již 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 ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %, přičemž předpokládá její stabilitu do podzimu 2018 a následně její pozvolný růst. Využití kapacit norské ekonomiky dále poroste, přičemž mezera výstupu se přivře o něco dříve, než NB původně předpokládala. NB dále očekává zpomalení růstu na trhu nemovitostí a s tím souvisejících investic. Fiskální politika bude zřejmě méně expanzivní než v nedávné době. Inflace je aktuálně nízká a v následujících letech se bude nacházet pod 2,5 %. Ministerstvo financí na doporučení NB ponechalo bankám sazbu proticyklické kapitálové rezervy na úrovni 2 % s účinností od 31. prosince 2017.

SNB i nadále ponechává interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) v záporných číslech (tj. -1,25 % až -0,25 %); také sazba pro úročení zůstatků bank u SNB zůstává na -0,75 %. SNB stále vyjadřuje ochotu v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. I přes mírné oslabení franku vůči americkému dolaru i euru SNB považuje frank za nadhodnocený. V roce 2018 SNB očekává růst HDP kolem 2 %. Inflaci pro 2017 očekává ve výši 0,5 % a pro rok 2018 prognózu zvyšuje z 0,4 % na 0,7 %; pro rok 2019 očekává 1,1 %.

RBNZ ponechala svou hlavní sazbu na úrovni 1,75 %. Měnová politika zůstane podle RBNZ uvolněná po dostatečně dlouhou dobu. Růst HDP byl ve druhém čtvrtletí 2017 shodný s předchozím obdobím, tj. zůstal na 2,5 %. Výhled HDP zůstává slibný, podpořený uvolněnou měnovou politikou, fiskálním stimulem a příznivými směnnými relacemi. Inflace za třetí čtvrtletí dosáhla úrovně 1,9 %. Počátkem roku 2018 je očekáván její dočasný pokles, ve zbytku roku 2018 však již bude na cíli. Růst cen nemovitostí je umírněný, což je částečně odrazem předchozího zpřísnění úvěrových podmínek v návaznosti na opatření RBNZ.

BoC ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 1 %. Podle nového výhledu BoC poroste kanadská ekonomika v tomto roce vyšším tempem (3,1 % oproti minulému výhledu 2,8 %), v roce 2018 2,1 %. Mezera výstupu se zhruba uzavřela, odhaduje se v intervalu -0,5 až 0,5 %. Inflace v říjnu vzrostla na 1,4 % a na této hodnotě se bude nacházet i její průměr za rok 2017. BoC návrat k 2% cíli očekává ke konci roku 2018. Indikátory jádrové inflace se nacházejí v intervalu 1,5 až 1,7 %.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Fed stanovil datum začátku snižování své bilance

Na zářijovém zasedání FOMC stanovil začátek snižování bilance Fedu (více viz [zářijový a červnový MCB](#)). Ke snižování bilance dochází od října. Počáteční měsíční limity na objem dluhopisů, které již nebudou po vypršení splatnosti reinvestovány, zůstávají ve výši stanovené [Dodatkem](#) k normalizačnímu plánu Fedu, tj. pro vládní dluhopisy objem 6 mld. USD měsíčně a pro dluhopisy kryté hypotékami (MBS) pak 4 mld. USD měsíčně.

ECB tvoří novou jednodenní referenční sazbu

ECB do roku 2020 vytvoří a bude administrovat novou nezajištěnou jednodenní úrokovou referenční sazbu. Tato sazba doplní stávající referenční sazby vytvořené privátním sektorem (EURIBOR, EONIA) a bude sloužit jako záložní referenční sazba. Sazba bude založena na údajích, které jsou již dnes eurosystému k dispozici v souvislosti se zpravodajskou povinností bank vůči ECB (money market statistical reporting, MMSR).

Jerome Powell nominován na pozici šéfa Fedu

Americký prezident D. Trump nominoval na pozici šéfa Rady guvernérů Fedu Jeroma H. Powella, člena Rady guvernérů od roku 2012. Pokud jeho nominaci potvrdí americký Senát, vystřídá Powell v čele Fedu dosavadní šéfku Janet Yellenovou, jejíž čtyřletý mandát v čele americké centrální banky končí v únoru 2018. Yellenová, první žena v čele Fedu, je zároveň prvním šéfem od roku 1979, který nebyl jmenován na druhé funkční období. Yellenová poté [oznámila](#), že rezignuje na své další působení v FOMC a nedoslouží svůj mandát končící v roce 2022. Powell patřil k zastáncům měnové politiky Yellenové a analytici očekávají, že pod jeho vedením bude stávající opatrná měnová politika Fedu pokračovat.

Ve Fedu příští rok navíc dojde k dalším změnám, protože počátkem listopadu svou rezignaci [oznámil](#) současný guvernér Fedu v New Yorku William Dudley, jehož funkční období mělo skončit v lednu 2019, nicméně odejde již v polovině roku 2018. Prezident newyorského Fedu je důležitá pozice, protože tradičně zastává pozici viceprezidenta FOMC se stálým hlasovacím právem.

Riksbank prodloužila mandát guvernéra a viceguvernérky

Generální rada švédské Riksbank koncem září jednomyslně rozhodla prodloužit mandát stávajícímu guvernérovi Stefanu Ingvesovi o pět let a první viceguvernérce Kerstin af Jochnick o šest let. Stefan Ingves ve funkci guvernéra působí již od roku 2006, má tedy za sebou již dvě šestiletá funkční období.

Norská centrální banka se vyjádřila k návrhům změn v zákoně

Norská centrální banka (NB) vydala [konzultační odpověď](#) (a její guvernér pronesl [projev](#)) ke zprávě poradní komise norského ministerstva financí (viz [zářijový MCB](#)) navrhuující změny zákona o NB. Většinu návrhů komise banka podporuje, např. zakotvení konkrétnější specifikace mandátu zákonem či rozšíření pravomocí v makroprudenční oblasti, kde by NB mohla stanovovat proticyklickou kapitálovou rezervu. Ohledně oddělení správy tzv. ropného fondu (Government Pension Fund Global, GPFG) od NB navrhuje banka detailnější přezkum, ale uznává, že oddělení může být nutné v souvislosti s budoucí investiční strategií GPFG. Pokud by GPFG zůstal ve správě NB, banka souhlasí s vytvořením nezávislé komise pro měnovou politiku. Pokud by však byl GPFG z NB vyčleněn, nevidí NB důvod pro ustavení takové komise, protože svou stávající rozhodovací strukturu vnímá jako dostatečnou.

Změny ve vedení RBNZ a návrh rozšíření jejího mandátu na duální

V září skončilo pětileté funkční období guvernérovi RBNZ Grahamu Wheelerovi, který se už o další mandát neucházel. RBNZ od jeho odchodu po dobu šesti měsíců dočasně vede stávající

viceguvernér Grant Spencer (tato a související organizační změny [zde](#)). Funkce dočasného guvernéra by měla nové novozélandské labouristické vládě, zformované na konci října, poskytnout dostatek času k výběru nového guvernéra, jehož by měla jmenovat v březnu 2018. Dočasný guvernér Spencer také [podepsal](#) dohodu stanovující cíle v oblasti cenové stability, a to hned dvakrát, s končícím ministrem financí v září a s novým ministrem financí Robertsonem v listopadu. Obě dohody potvrdily pokračování stávající výše inflačního cíle (cíl 2 % v pásmu 1–3 %).

Ministr financí Robertson zároveň uveřejnil [návrh na novelu zákona o RBNZ](#). Nejzávažnějším návrhem je rozšíření mandátu RBNZ tak, aby tento vedle cenové stability zahrnoval i plnou zaměstnanost. Dalším bodem návrhu je vznik výboru, který by rozhodoval o měnové politice; dnes je rozhodnutí pouze v rukou guvernéra RBNZ. Výsledek novelizace v podobě návrhu nového zákona o RBNZ by měl být předložen ještě před očekávaným jmenováním nového guvernéra RBNZ.

RBNZ zmírní makrobezřetnostní politiku v oblasti úvěrování realitního trhu

RBNZ rozhodla o uvolnění makrobezřetnostních podmínek v oblasti úvěrování realitního trhu od ledna 2018. V posledních šesti měsících totiž banka pozoruje zmírnění tlaků na realitním trhu, což je mimo jiné důsledkem limitů na LTV (poměr velikosti úvěru k ceně zastavené nemovitosti) zavedených v říjnu 2016 (viz [MCB ze září 2016](#)). Od ledna 2018 tak nebudou banky moci poskytnout investorům, kteří bydlení nenakupují pro vlastní potřebu, více než 5 % úvěrů s LTV vyšším než 65 % (dříve pouze 60 %), a v případě nákupů vlastnického bydlení nebudou smět poskytovat více než 15 % úvěrů (dříve 10 %) s LTV vyšším než 80 %. RBNZ bude dopad těchto změn monitorovat a přistoupí k dalším úpravám limitů na LTV pouze v případě, že rizika pro finanční stabilitu zůstanou nízká.

Bank of England zmodernizovala své webové stránky

Bank of England v prosinci zmodernizovala design svých webových stránek a mírně upravila jejich strukturu i obsah. Web je také přizpůsobený požadavkům mobilních zařízení. Počínaje listopadovou Zprávou o inflaci začala BoE navíc publikovat [vizuální souhrn](#) jejích nejdůležitějších dat a informací formou samostatné webové stránky. Ta ve vizuálně atraktivním designu poskytuje v kostce nejzajímavější a nejpodstatnější informace.

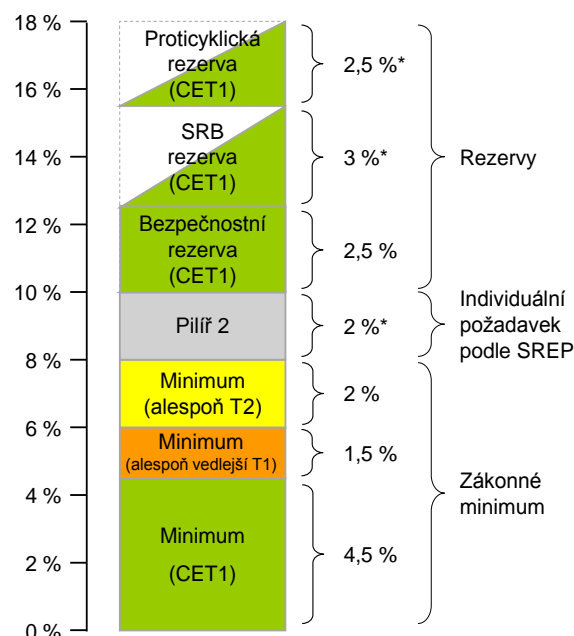
3. TÉMA POD LUPOU: REZERVA NA HORŠÍ ČASY?

Tento článek se věnuje problematice proticyklické kapitálové rezervy jako jednomu z makrobezpečnostních nástrojů, kterým je úvěrovým institucím ukládáno, aby v dobrých časech vytvářely kapitálovou rezervu na časy horší. Přehled zemí tradičně sledovaných v našem Monitoringu centrálních bank slouží jako ilustrace rozdílného způsobu nastavování výše této rezervy. Článek současně popisuje její smysl a fungování i možné pohledy na její uvolnění.

Finanční krize bývají z pohledu ekonomické aktivity nákladné, a to jak v krátkém, tak i ve střednědobém období. Rozsáhlé negativní dopady finančních krizí si vynutily řadu nových opatření ve snaze takovým situacím předcházet či alespoň zmírnit jejich následky (propad HDP, zvýšená nezaměstnanost, ztráty finančních institucí hrazené ze státních rozpočtů atd.). Zejména s poslední finanční krizí současně vyvstaly dva hlavní směry nutných globálních regulatorních změn, a to jednak potřeba zabezpečení zvýšené odolnosti bank vůči nepříznivému vývoji, a také potřeba zajištění schopnosti bank absorbovat ztráty a provádět rekapitalizaci z vlastních zdrojů, tedy bez použití finančních prostředků poskytnutých od státu neboli od daňových poplatníků. Tyto dva hlavní směry spoluurčily podobu rámce pro makrobezpečnostní politiku, a to jak na národní úrovni, tak na úrovni nadnárodní či mezinárodní. V tomto rámci jsou pak utvářeny konkrétní nástroje, které slouží ke zmírnění systémových rizik a četnosti i hloubky finančních krizí. Jednotlivé nástroje se liší zacílením na rozdílná problémová místa finančního systému a také způsobem svého použití.

V prosinci 2010 vydal Basilejský výbor pro bankovní dohled (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS, působící v rámci Banky pro mezinárodní platby, BIS) takzvaný [Globální regulační rámec pro odolnější banky a bankovní systémy](#), známý pod zkratkou Basel III.¹ Rámec obsahuje podrobnosti o globálních regulačních normách o kapitálové přiměřenosti a likviditě bank, včetně proticyklické kapitálové rezervy (Countercyclical Capital Buffer, CCyB), a vztahuje se na členské země BIS včetně zemí Evropské unie² (jednotlivé země EU vyhodnocují specificky potřebu zavedení CCyB na národní úrovni). Všechny země sledované v Monitoringu centrálních bank přijaly pro účely stanovení proticyklické kapitálové rezervy jednotný přístup vycházející z doporučení BCBS, potažmo (v případě zemí Evropské unie) Evropské rady pro systémová rizika (European Systemic Risk Board, ESRB).

V souladu s výše uvedenými doporučeními jsou tak zaváděny další požadavky na kapitál (tzv. kapitálové rezervy), přidávající se ke stávajícímu základnímu kapitálovému minimu platnému pro všechny banky (tzv. Pilíř 1 v souhrnné výši 8 %)³ a k Pilíři 2 ve výši 2 %. Mezi tyto nové kapitálové rezervy spadá tzv. bezpečnostní rezerva (capital conservation buffer, CCB), proticyklická rezerva a rezerva ke krytí systémového rizika (Systemic Risk Buffer, SRB). Základnou pro výpočet těchto rezerv je zjednodušeně celkový objem rizikové expozice



Pozn.: V závorce je uváděn požadavek na kvalitu kapitálu. * značí možnost vyšší hodnoty, než je uvedena. SREP je Supervisory Review and Evaluation Process, neboli proces posouzení rizik jednotlivých bank orgány dohledu. Zdroj obrázku: ČNB SAO FS.

¹ [Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.](#)

² Pro země EU jsou zásadními dokumenty směrnice Capital Requirements Directive (CRD IV) a nařízení Capital Requirements Regulation (CRR).

³ Základní kapitálové minimum (neboli poměr kapitálu k rizikově váženým aktivům) je označováno za (minimální) kapitálovou přiměřenost a vypovídá o schopnosti bank absorbovat riziko.

bank (rizikově vážených aktiv). Pravidlem je, že minimální požadavek na kapitál (minimální kapitálová přiměřenost) musí být splněn v průběhu vzestupné i sestupné fáze finančního cyklu, u ostatních rezerv pak povinnost plnění závisí na jejich specifikovaném cíli. Celkově tak banky mohou držet rezervy ve výši od 8 % do přibližně 18 % podle významnosti své pozice v domácím finančním systému a podle pozice konkrétní ekonomiky ve finančním cyklu. Horní hranice drženého kapitálu bankou přirozeně určena není, ale naráží na omezení z pohledu efektivnosti banky, neboli na její výkonnosti vzhledem k podstupovanému riziku.

Smysl zavedení CCyB a fungování nástroje

Smyslem CCyB je ochrana bankovního sektoru vůči rizikům plynoucím z jeho chování v průběhu finančního cyklu. Banky by v duchu nové regulace měly v rostoucí fázi finančního cyklu, kterou charakterizuje zejména rychlý růst úvěrů, vytvářet dostatečnou rezervu k pokrytí ztrát vyvolaných posunem ekonomiky do sestupné fáze finančního cyklu. V okamžiku materializace rizika by měla být rezerva „rozpuštěna“, a banky by tak měly mít možnost využít snížený kapitálový požadavek k udržení úvěrové nabídky pro zdravou část ekonomiky. Současně může v období vytváření této rezervy docházet k omezování rychlého růstu úvěrů, zejména těch s rizikovějším profilem, což se promítá do kapitálových požadavků. Tento jev je ale pouze možný vedlejší účinek tvorby rezervy, nikoli primární účel nástroje. Samotné vyhlášení sazby CCyB bývá prováděno příslušnou autoritou zpravidla čtvrtletně a banky mají většinou 12 měsíců na zohlednění její nové výše ve svých obchodních plánech.⁴ Její náběh je tak pozvolný a institucím umožní přizpůsobení.

Způsob nastavení CCyB

Výchozím bodem pro nastavení CCyB je stanovení odchylky poměru úvěrů k HDP od dlouhodobého trendu. Podle doporučení ESRB⁵ je za objem úvěrů považována hodnota veškerých úvěrů poskytnutých domácímu soukromému sektoru (sektor nefinančních podniků, sektor domácností a neziskových institucí sloužících domácnostem), která je zvýšena o objem dluhopisů emitovaných domácím nefinančním soukromým sektorem. Pro výpočet dlouhodobého trendu je používána co nejdelší dostupná časová řada a v souladu s doporučením ESRB Hodrickův-Prescottův filtr s parametrem vyhlazení (λ) 400 000. Od výše odchylky je odvozena referenční sazba CCyB, která se pohybuje v intervalu od 0–2,5 %, ⁶ nicméně u všech námi sledovaných zemí je místní jurisdikcí umožněno nastavit i sazbu vyšší než 2,5 %. Výše uvedená metodologie ovšem nemusí zcela vyhovovat všem zemím, zejména těm, které prošly strukturálními zlomy. Jednotlivé země proto mají prostor pro úpravu metodologie či rozšíření přístupů. Vývoj odchylek poměru úvěrů k HDP od trendu ve vybraných ekonomikách zobrazuje graf 1.

Výsledná sazba CCyB pro jednotlivou finanční instituci se pak vypočítá jako vážený průměr sazeb CCyB v zemích, kde má banka umístěny své expozice.⁷ Úhrnná výše rezervy je tak dána nejen velikostí domácí referenční sazby CCyB násobené celkovou domácí rizikovou expozicí instituce (rizikově váženými aktivy), ale zároveň i sazbami CCyB aplikovanými na příslušné zahraniční expozice dané banky. Na expozice v zemích Evropského hospodářského prostoru (EHP) je přebírána výše sazby, pokud je nižší než 2,5 %. V případě vyšší sazby má banka možnost tuto sazbu přijmout, nebo zvolit sazbu 2,5 %. Na expozice ve třetích zemích je možné sazbu nižší než 2,5 % buď přijmout, nebo ji zvýšit na úroveň 2,5 %. Při vyšší sazbě pak platí stejné pravidlo jako u zemí EHP. Členské země EU mají povinnost čtvrtletně publikovat

⁴ Švýcarsko nastavuje sazbu CCyB v roční frekvenci a prostor pro její zohlednění v bankách stanovuje v rozmezí 3 – 12 měsíců. USA nastavují sazbu rovněž v roční frekvenci. Členské země EU mají naopak povinnost stanovovat sazbu CCyB každé čtvrtletí.

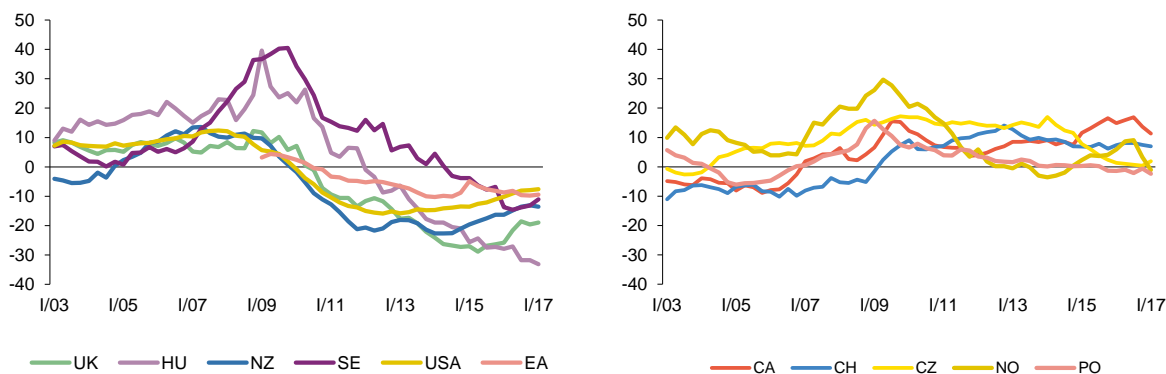
⁵ Recommendation of the European Systemic Risk Board of 18 June 2014 on guidance for setting countercyclical buffer rates (ESRB/2014/1)

⁶ Referenční sazba se stává nenulovou, pokud je odchylka rovna 2 p. b. nebo vyšší, pro vyšší hodnoty odchylky až do hodnoty 10 p. b. je používán vzorec: referenční sazba = $0,3125 \times (\text{odchylka}) - 0,625$. Hodnotám odchylky nad 10 p. b. je přiřazena referenční sazba na úrovni 2,5 %.

⁷ Vahami jsou kapitálové požadavky k úvěrovému riziku vztahující se k tzv. soukromým úvěrovým expozicím rozhodným pro proticyklickou kapitálovou rezervu (zejména jde o podnikové a retailové expozice).

současně se stanovenou sazbou CCyB také výši odchylky poměru úvěrů k HDP od trendu a tomu odpovídající propočtenou referenční sazbou. Ostatní země již tak striktní nejsou.

Graf 1 Odchylka poměru úvěrů k HDP od trendu



Zdroj: výpočet a data BIS. Pozn.: V levém grafu jsou země, které mají odchylku zápornou, v pravém grafu země s kladnou či téměř nulovou odchylkou.

Odchylka poměru úvěrů k HDP od trendu je však pouze počátečním vodítkem pro stanovení sazby CCyB. Pokud by se země v rozhodování řídily pouze velikostí této odchylky, nenulovou sazbou CCyB by zřejmě dosud nastavily pouze v Kanadě a Švýcarsku. Přitom ale v Norsku a Švédsku platí nenulová sazba CCyB již od roku 2013, resp. 2014. V tomto případě jde o země s výrazným růstem zadlužení domácností a rychlým růstem cen nemovitostí. Z toho plyne, že vzhledem ke komplexnosti finančního systému pohlíží příslušné autority také na systémová rizika a na rizika tvořící se v dalších segmentech a trzích. Proto většina těchto autorit, které stanovují CCyB, používá pro posouzení stavu finančního systému a určení pozice ekonomiky ve finančním cyklu další indikátory a analýzy. Využívají například více způsobů měření úvěrů, tedy nejen agregátně, ale i za jednotlivé segmenty (domácnosti, nefinanční podniky), a dívají se nejen na jejich poměr k HDP, ale i na jejich růst. Dále jsou využívány indikátory růstu cen nemovitostí, poměr cen nemovitostí k příjmům i k HDP (viz Tab. 1). Nutno podotknout, že rizika se často vytvářejí skrytě a nelineárně, mohou se řetězit, vytvářet tak různé domino efekty a znásobovat se. Bylo by proto nedostatečné a vzhledem ke komplexnosti celé problematiky nežádoucí vycházet při stanovování sazby CCyB mechanicky jen z odchylky poměru úvěrů k HDP od trendu. Při nastavení výše sazby CCyB tak příslušná autorita sleduje celou řadu informací a významnou roli hraje i její expertní úsudek.

Tab. 1 Přehled výše sazby CCyB a relevantní indikátory

	Současná sazba (platná od)	Ohlášená sazba (platná od)	Autorita, která rozhoduje o nastavení CCyB	Indikátory (nad rámec odchylky**)
Eurozóna*	Pouze Slovensko 0,50 % (08/17)	Slovensko 1,25 % (11/18)	Národní banka Slovenska	Široká množina úvěrových indikátorů, liší se dle jednotlivých zemí
USA	0 % (10/17)	-	regulátor/dohled/Federal Reserve Board of Governors dle instituce	Nemá ustálenou množinu, široká škála indikátorů
Velká Británie	0,5 % (6/18)	1,0 % (11/18)	Financial Policy Committee (FPC)	Růst úvěrů, úroková sazba z hypotečních úvěrů a úvěrů nefinančním podnikům, indikátory bankovního sektoru, indikátory tržního rizika, externí nerovnováhy
Švédsko	2,0 % (03/17)	-	regulátor/dohled	Široká množina úvěrových indikátorů, např. indikátorů z trhu nemovitostí (ceny nemovitostí k příjmům, ceny nemovitostí k nájům),

				obslužnost dluhu (household debt serviceability), capital ratio, leverage ratio, ceny akcií, externí nerovnováhy atd.
Norsko	1,5 % (06/16)	2,0 % (12/17)	vláda (dohled a CB mají poradní úlohu)	Odchylka** vyjádřená po segmentech, ceny nemovitostí k příjmům, růst cen komerčních nemovitostí, indikátor financování bank
Polsko	0 % (01/16)	-	ministerstvo financí; Financial Stability Committee on macroprud. supervision (FSC-M) dává doporučení	Neuvádí ustálenou množinu, pouze obecně indikátory cyklických systémových rizik
Maďarsko	0 % (01/16)	-	Magyar Nemzeti Bank	Vlastní výpočet odchylky poměru úvěrů k HDP od trendu, potenciální nadhodnocení cen nemovitostí, růst úvěrů firem a domácností, externí nerovnováhy, síla rozvah bank, potenciální špatné ocenění rizik; dále mapa rizik
Nový Zéland	-	-	RBNZ	Nemá ustálenou množinu, široká škála indikátorů
Švýcarsko	0 % (02/17) 2 % (01/14)***	-	vláda (dohled a CB mají poradní úlohu)	Primárně odchylka úvěrů k HDP od trendu
Kanada	-	-	Bank of Canada a/nebo regulátor/dohled	Nemá ustálenou množinu, široká škála indikátorů

Zdroj: ESRB, BIS, jednotlivé centrální banky.

Pozn.: *v jednotlivých zemích různě, ze zemí EA nastavilo nenulovou sazbu CCyB pouze Slovensko. ** odchylka poměru úvěrů k HDP od trendu. *** vztahuje se pouze na hypoteční úvěry financující rezidenční nemovitosti ve Švýcarsku, nevztahuje se na něj reciprocita dle Basel III, neboť se jedná o [specifický sektorový požadavek](#).

Mohla by být rovnovážná hodnota CCyB nenulová?

Výbor pro finanční stabilitu britské centrální banky (FPC) zamýšlí nastavit nenulovou sazbu CCyB ještě předtím, než bude úroveň rizik zvýšená. FPC doporučuje udržovat výši sazby na úrovni kolem 1 % ve standardním období pod podmínkou, že systémová rizika nejsou vyhodnocena jako zvýšená ani potlačená. Lze se v této souvislosti tedy zamýšlet nad tím, zda je rovnovážná úroveň CCyB rovna nule či zda je vyšší, a případně na jaké hodnotě se má v rovnováze nacházet. V případě Velké Británie je touto rovnovážnou úrovní sazby CCyB zřejmě 1 %. V současnosti je ve Velké Británii platná sazba na úrovni 0,5 %. Na úrovni 0,5 % přitom tato sazba již jednou v minulosti (přechodně) byla, v souvislosti s nejistotami kolem Brexitu byla snížena na nulu a poté opět zvýšena na úroveň 0,5 %. V listopadu bylo rozhodnuto o dalším zvýšení CCyB o 0,5 % na 1 % s účinností od 28. listopadu 2018.

Uvolnění CCyB

Ke snížení sazby kapitálové rezervy může docházet buď jejím pozvolným snižováním, nebo jednorázově, kdy je sazba snížena na 0 % v jednom kroku. Například maďarská centrální banka (i přes nulovou CCyB) již stanovila postup, ve kterém stanovuje podmínky uvolnění CCyB. K okamžitému jednorázovému snížení sazby na nulu přistoupí v případě finanční krize. MNB své případné rozhodnutí zakládá na překročení hraniční hodnoty indexu měřícího napětí ve finančním systému (REPSI - rapid reaction stress indicator). Je však připravena snižovat sazbu CCyB i pozvolně, pokud i) bude klesat míra růstu nominálních úvěrů tři po sobě jdoucí čtvrtletí, ii) referenční sazba CCyB v žádném ze čtyř předchozích čtvrtletí nevzrostla, iii) úroveň REPSI nebude signalizovat překročení systémových rizik.

Ostatní námi sledované banky své případné kroky ve směru uvolnění rezervy prozatím pro veřejnost závazně nespécifikovaly. Nicméně podle definic vyplývajících z metodiky BCBS/ESRB předpokládají, že uvolnění nastane pravděpodobně v období zvýšeného finančního napětí a rostoucích úvěrových ztrát. K rozpouštění proticyklické kapitálové rezervy v nastavení dle

BCBS/ESRB však ještě zatím žádná z ekonomik nesáhla, vyjma výše uvedené anulace uvolnění CCyB ve Velké Británii v souvislosti s riziky ohledně brexitu v červenci 2016.

Závěrem

Proticyklická kapitálová rezerva je plošným nástrojem makroobezřetnostní politiky. K „čerpání“ vytvořené kapitálové rezervy dojde poté, co se finanční rizika začnou materializovat. Není to tedy primárně nástroj sloužící k prevenci vzniku problémů ve finančním sektoru, i když je z povahy věci budován vpředhledícím způsobem. Je současně zřejmé, že je zapotřebí dostatečné a včas vybudované rezervy, aby byla pokryta uspokojivá část budoucích ztrát. Během jejího vytváření přitom není znám moment, kdy dojde k jejímu využití a odhad budoucích ztrát nelze přesně vyčíslit.

4. VYBRANÝ PROJEV: NÁROČNÉ DESETELETÍ A OTÁZKA PRO BUDOUCNOST

Končící šéfka Fedu Janet L. Yellen ve svém [projevu](#) v říjnu ve Washingtonu popsala, jak se tvůrci měnové politiky Fedu vypořádávali s problémy plynoucími z finanční a ekonomické krize.

Před deseti lety byl Federální výbor pro volný trh (FOMC) postaven před klíčovou výzvou: jak plnit své dva cíle – maximální zaměstnanost a cenovou stabilitu – za situace, kdy je hlavní konvenční nástroj měnové politiky – klíčová úroková sazba – snižena na nulu. Po zavedení nekonvenčních opatření se pak objevila i druhá výzva: jak zajistit jejich hladké ukončení ve chvíli, kdy již nebudou zapotřebí.

Yellenová je přesvědčena, že Fed v první výzvě obstál a dělá pokroky i ve zvládnutí té druhé. Ekonomika USA je dnes díky použití nekonvenčních měnověpolitických nástrojů mnohem silnější, než by byla bez nich. Klíčovými opatřeními Fedu přitom byly rozsáhlé nákupy aktiv a tzv. forward guidance ohledně budoucí trajektorie krátkodobých úrokových sazeb. Pomocí těchto opatření Fed vyvíjel tlak na pokles dlouhodobých úrokových sazeb v situaci, kdy již nebylo možné více snížit krátkodobé sazby, neboť ty koncem roku 2008 klesly k nule. Snižování dlouhodobých sazeb mělo pomoci ekonomice zotavit se z recese a zastavit dezinflační tlaky, které z ní plynuly. Přestože odpůrci namítají, že pomalé tempo zotavování dokazuje neefektivnost provedených nekonvenčních opatření, je zřejmé, že při absenci nekonvenčních nástrojů by zotavení bylo ještě mnohem pomalejší. Výzkumy potvrzují, že forward guidance a nákupy aktiv vedly ke značnému snížení výpůjčních nákladů, což podpořilo spotřebu domácností a firemní nákupy, snížilo nezaměstnanost a zažehnilo dezinflační tlaky. I jiné centrální banky použily v období po finanční krizi nekonvenční měnověpolitické nástroje a jejich zkušenosti rovněž naznačují, že tato opatření pomohla povzbudit ekonomickou aktivitu.

Poté, co se ekonomika USA začala zotavovat, se pozornost Fedu přesunula z provádění nekonvenčních opatření k jejich postupnému opouštění. Klíčovou otázkou se stalo, jak v kontextu vysoké bilance Fedu navrátit měnovou politiku k normálu. Jedním z možných přístupů by bylo nejprve začít snižovat držbu cenných papírů, zatímco krátkodobé úrokové sazby by zatím zůstaly na své dolní hranici. FOMC však neměl s nastavením tempa a složení odprodeje aktiv zkušenosti, a jak se ukázalo v roce 2013, již samotné oznámení o zamýšleném omezování nákupů aktiv vyvolalo prudké změny na finančních trzích. V září 2014 tedy FOMC oznámil, že ke změnám v bilanci Fedu přistoupí v rámci normalizace nastavení své měnové politiky až ve druhém sledu. Výše držených cenných papírů tak zůstane na zvýšené úrovni ještě nějakou dobu po zahájení zvyšování krátkodobých sazeb. Následné snižování bilance pak bude postupné, předvídatelné a bude k němu docházet pouze pasivně tím, že nebudou reinvestovány jistiny těch dluhopisů, kterým vyprší splatnost.

Další otázkou pokrizového vývoje bylo, zda a jak bude FOMC schopen ovlivňovat krátkodobé sazby. Zatímco před krizí FOMC sazby ovlivňoval korigováním výše bankovních rezerv v systému, pokrizový přebytek rezerv toto neumožňoval. Tento problém byl vyřešen tím, že Kongres udělil Fedu pravomoc platit úroky z přebytečných rezerv. Díky tomu může Fed ovlivňovat krátkodobé sazby bez ohledu na množství rezerv v systému.

Yellenová věří, že krátkodobé úrokové sazby by měly zůstat primárním nástrojem měnové politiky Fedu. Nicméně pokud by se opět snížily na svou dolní hranici a ekonomika potřebovala další uvolnění měnové politiky, bylo by znovu na místě zvažovat použití nekonvenčních nástrojů. Neutrální úroveň krátkodobých úrokových sazeb je nyní podle všeho níže, než tomu bylo v předchozích dekádách. Proto je podle Yellenové velmi pravděpodobné, že tvůrci měnové politiky budou muset v budoucnu k nekonvenčním opatřením znovu přikročit, neboť i méně nepříznivý vývoj může vést k opětovnému poklesu sazeb na jejich dolní hranici.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 14. prosince 2017. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: [http://www.cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz) nebo podatelna@cnb.cz.