



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

### **Globální ekonomický výhled - září 2011**

Babecká, Oxana; Klíma, Milan; Benecká, Soňa; Hošek, Jan; Komárek, Luboš  
2011

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123863>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 27.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .

# GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

<b>OBSAH</b>	<b>2</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>3</b>
<b>II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ</b>	<b>4</b>
<b>II.1 HDP</b>	<b>4</b>
<b>II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>5</b>
<b>II.3 Inflace</b>	<b>6</b>
<b>II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>7</b>
<b>III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE</b>	<b>8</b>
<b>IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA</b>	<b>9</b>
<b>V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN</b>	<b>10</b>
<b>VI VÝHLED CEN KOMODIT</b>	<b>11</b>
<b>VI.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>VI.2 Ostatní komodity</b>	<b>11</b>
<b>VII ZAOSTŘENO NA...</b>	<b>12</b>
<b>Měnová politika centrální banky Ruské federace</b>	<b>12</b>
<b>VIII AKTUÁLNÍ TÉMA</b>	<b>20</b>
<b>Kde hledat bezpečný měnový přístav?</b>	<b>20</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>22</b>
<b>SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V ROCE 2011</b>	<b>23</b>

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV.
	Soňa Benecká	V.
	Jan Hošek	VI.
	Luboš Komárek	Shrnutí
	Oxana Babecká	Zaostřeno na...
	Soňa Benecká	Aktuální téma
Editori:	Oxana Babecká	
	Martin Motl	
Garant:	Luboš Komárek	

Zářijové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pohled na aktuální i očekávaný vývoj ve vybraných zemích optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V pravidelné podrobnější analýze (kap. VII „Zaostřeno na ...“) se tentokrát věnujeme přiblížení MĚNOVÉ POLITIKY CENTRÁLNÍ BANKY RUSKÉ FEDERACE. Vzhledem k poměrně turbulentnímu vývoji byla v tomto čísle zařazena ještě kapitola VIII „Aktuální téma“ s názvem „KDE HLEDAT BEZPEČNÝ MĚNOVÝ PŘÍSTAV?“.

Světová ekonomika není v nejlepší kondici. Její tři nejsilnější části, tj. ekonomiky USA, eurozóny a Číny čeká dle většiny aktuálních výhledů zpomalení hospodářského růstu. Uvedenou situaci umocňuje rostoucí napětí na finančních trzích, které odráží prozatím neuspokojivé řešení vnitřních problémů v USA a zejména eurozóny. Poměrně razantní pokles výkonnosti je předpovídan i pro Německo, dosavadní ekonomickou lokomotivu eurozóny. Více optimismu nepřináší ani pohled na sledované předstihové ukazatele, které se oproti srpnovému hodnotám bez výjimky zhoršily. Výhled inflace ve vyspělých zemích se prakticky nemění, průběžně však zůstává na zvýšené úrovni v Číně, což by mohlo vést k případné rychlejší apreciaci renminbi.

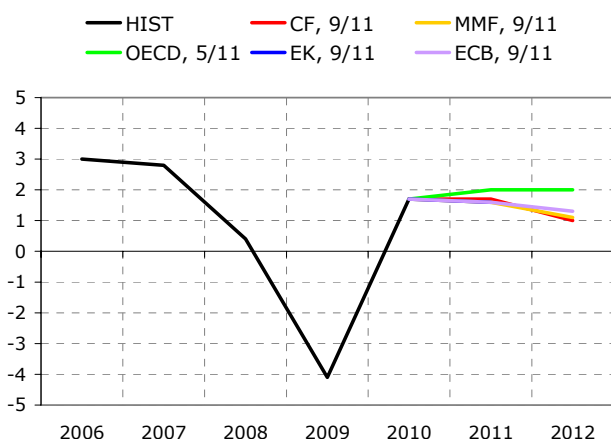
Výhledy úrokových sazeb jsou i nadále přehodnocovány směrem dolů; výrazně poklesly zejména výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů nejméně rizikových zemí (Německo, USA) a s tím i jejich výhled v ročním horizontu. V eurozóně se v důsledku plánovaného dodávání likvidity snížil i výhled tříměsíčních a jednoletých sazeb na mezibankovním trhu. Ty by dokonce měly začít klesat ze svých aktuálních úrovní. Naopak v důsledku rizik jak v eurozóně, tak v USA, se prakticky nezměnil výhled kurzu USD/EUR.

Komoditní trhy stále reflektují obavy z očekávaného snížení světové poptávky, což se odráží u klesajících výhledů ceny ropy a průmyslových kovů. Výhledy ceny potravinářských komodit stále setrvávají na vyšších hodnotách.

## II.1 HDP

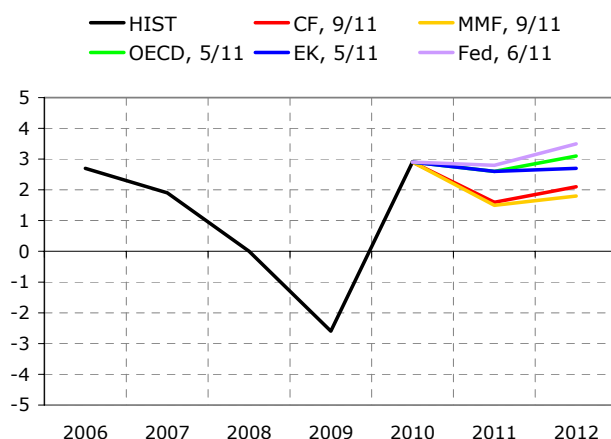
Nové prognózy CF, EK, ECB a MMF přináší zhoršení výhledu ekonomické aktivity u většiny zemí a regionů sledovaných v GEVu. Důvodem je, na jedné straně, zpomalení světové ekonomiky a na druhé straně nepříznivé vnitřní faktory: neuspokojivé novější makroekonomické údaje z vyspělých ekonomik, rostoucí napětí na finančních trzích, jakož i problémy a nejasnosti související s veřejnými financí v eurozóně a USA. Předpovědi uveřejněné v září očekávají růst HDP eurozóny 1,6 – 1,7 % v roce 2011 a jeho zpomalení na 1,0 – 1,3 % v roce 2012. Německo dosáhne letos 2,7 – 2,9% růstu, ale příští rok se jeho růst zmírní na 1,3 %. Ekonomika Spojených států bude letos růst 1,5 – 1,6% tempem a příští rok 1,8 – 2,1% tempem. Ekonomický růst Číny se očekává na úrovni 9,1 – 9,5 % v roce 2011 a 8,6 – 9,0 % v roce 2012.

## EUROZÓNA



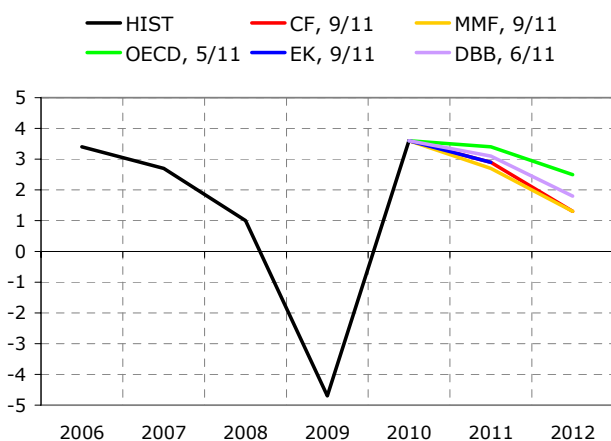
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
<b>2010</b>	1,7					
<b>2011</b>		1,7	1,6	2,0	1,6	1,6
<b>2012</b>		1,0	1,1	2,0		1,3

## USA



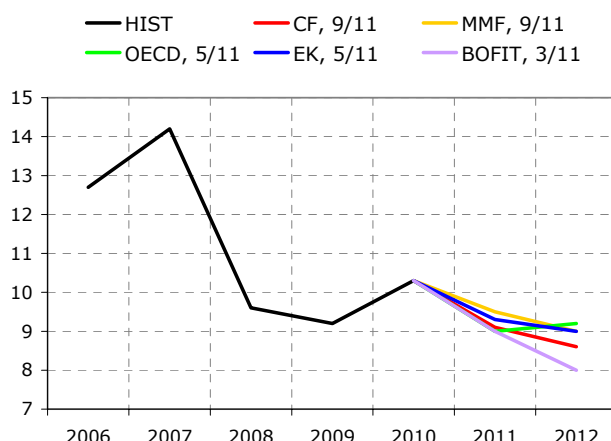
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
<b>2010</b>	2,9					
<b>2011</b>		1,6	1,5	2,6	2,6	2,8
<b>2012</b>		2,1	1,8	3,1	2,7	3,5

## NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
<b>2010</b>	3,6					
<b>2011</b>		2,9	2,7	3,4	2,9	3,1
<b>2012</b>		1,3	1,3	2,5		1,8

## ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
<b>2010</b>	10,3					
<b>2011</b>		9,1	9,5	9,0	9,3	9,0
<b>2012</b>		8,6	9,0	9,2	9,0	8,0

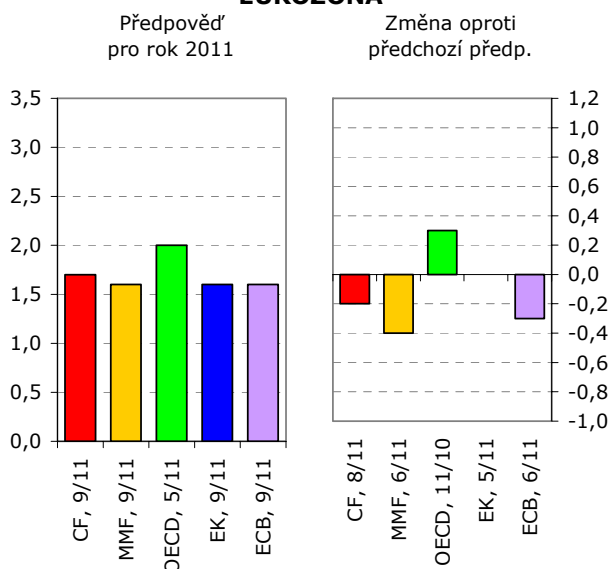
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 20. září 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

### II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

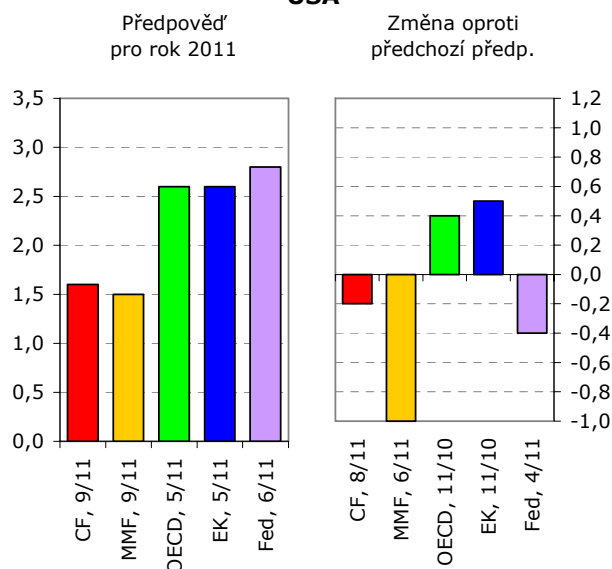
Záříjové prognózy CF, ECB a EK snížily výhled hospodářského růstu pro letošní rok o 0,1 – 0,5 p.b. u všech sledovaných zemí a regionů s výjimkou prognózy EK pro Německo, která byla zvýšena o 0,3 p.b. Dle názoru EK je aktuální roční růst HDP Německa zatím „mechanicky“ tažen rychlým zotavením ekonomiky začátkem roku. Ve druhém pololetí Komise očekává slabší ekonomický růst ve srovnání s květnovou předpovědí. Prognóza MMF byla snížena o 0,4 p.b. pro eurozónu, o 0,5 p.b. pro Německo, o 1,0 p.b. pro Spojené státy a o 0,1 p.b. pro Čínu.

#### EUROZÓNA



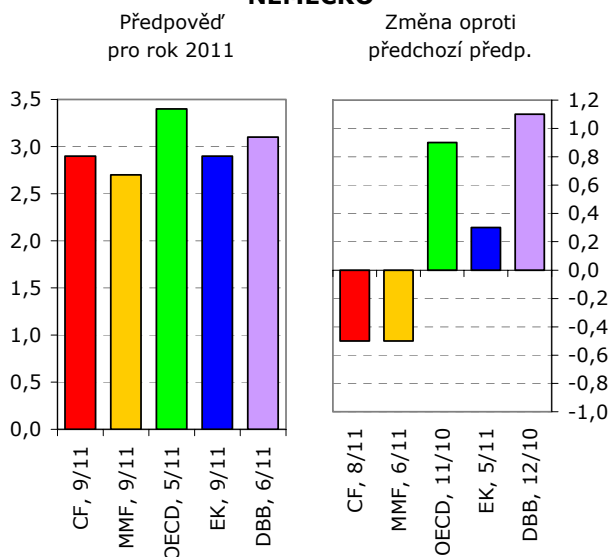
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
<b>Předpověď</b>	1,7	1,7	1,6	2,0	1,6	1,6
<b>Změna</b>		-0,2	-0,4	0,3	0,0	-0,3

#### USA



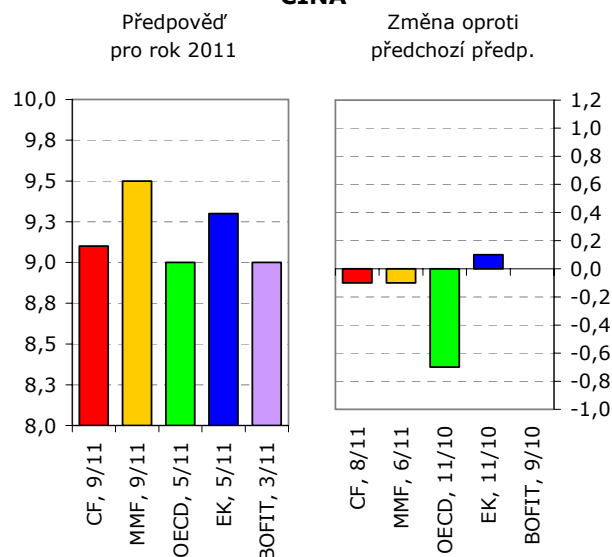
	2010	CF	MMF	OECD	EK	Fed
<b>Předpověď</b>	2,9	1,6	1,5	2,6	2,6	2,8
<b>Změna</b>		-0,2	-1,0	0,4	0,5	-0,4

#### NĚMECKO



	2010	CF	MMF	OECD	EK	DBB
<b>Předpověď</b>	3,6	2,9	2,7	3,4	2,9	3,1
<b>Změna</b>		-0,5	-0,5	0,9	0,3	1,1

#### ČÍNA



	2010	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
<b>Předpověď</b>	10,3	9,1	9,5	9,0	9,3	9,0
<b>Změna</b>		-0,1	-0,1	-0,7	0,1	0,0

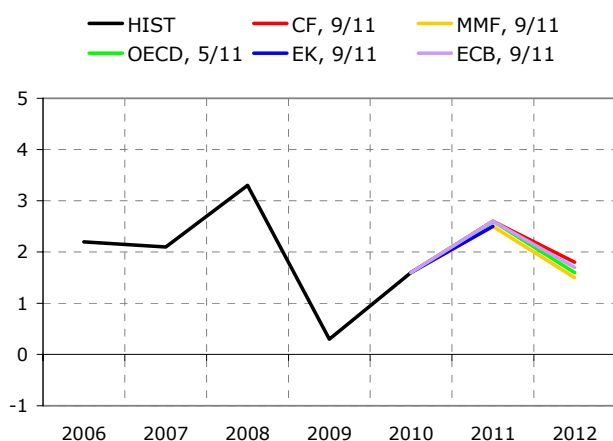
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 20. září 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

## II.3 Inflace

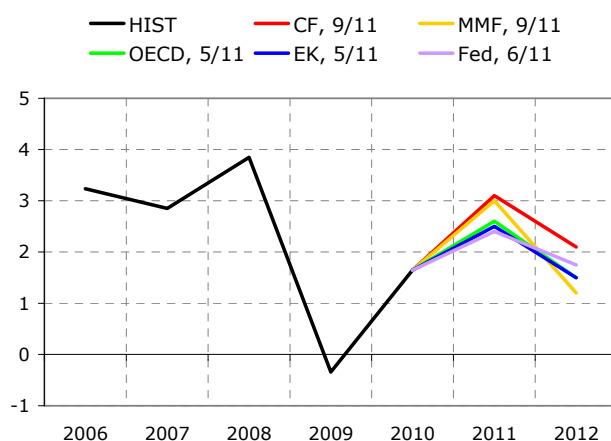
Inflační tlaky způsobené růstem cen komodit v 1. pololetí 2011 se postupně zmírňují. Růst cen v eurozóně a Německu dosáhne letos dle nejnovějších předpovědí (CF, ECB, EK a MMF) 2,2 – 2,6 %; růst cen v příštím roce by však neměl překročit 1,3 – 1,9 %. Spotřebitelské ceny ve Spojených státech porostou dle CF a MMF 3,0 – 3,1% tempem; příští rok se očekává výrazné zpomalení (na 1,2 – 2,1 %). Inflace v Číně se letos bude nacházet kolem 5,3 – 5,5% hladiny, příští rok se očekává její pokles na 3,3 – 3,9 % (CF, MMF).

## EUROZÓNA



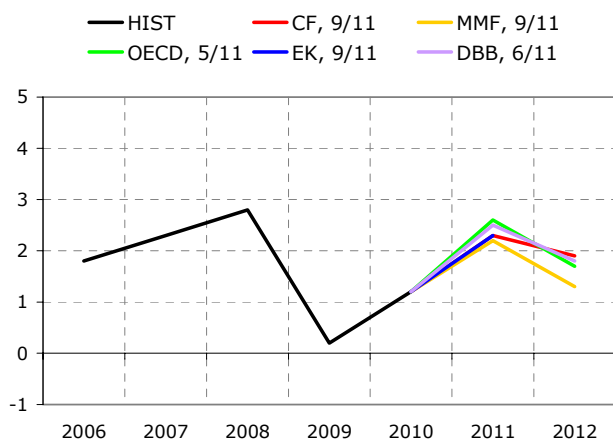
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,6	2,5	2,6	2,5	2,6
2012		1,8	1,5	1,6		1,7

## USA



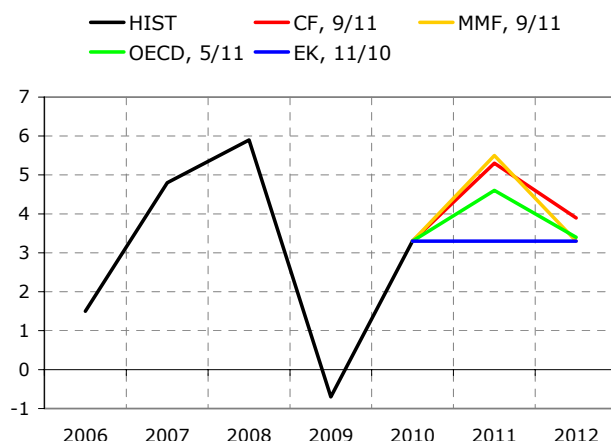
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		3,1	3,0	2,6	2,5	2,4
2012		2,1	1,2	1,5	1,5	1,8

## NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,3	2,2	2,6	2,3	2,5
2012		1,9	1,3	1,7		1,8

## ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD	EK
2010	3,3				
2011		5,3	5,5	4,6	3,3
2012		3,9	3,3	3,4	3,3

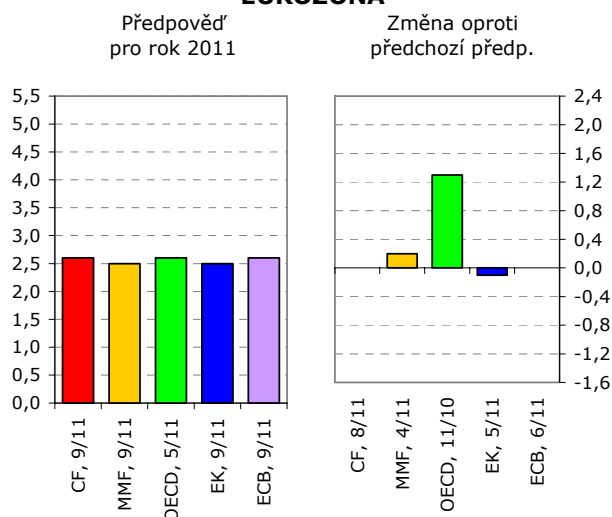
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 20. září 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

## II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi

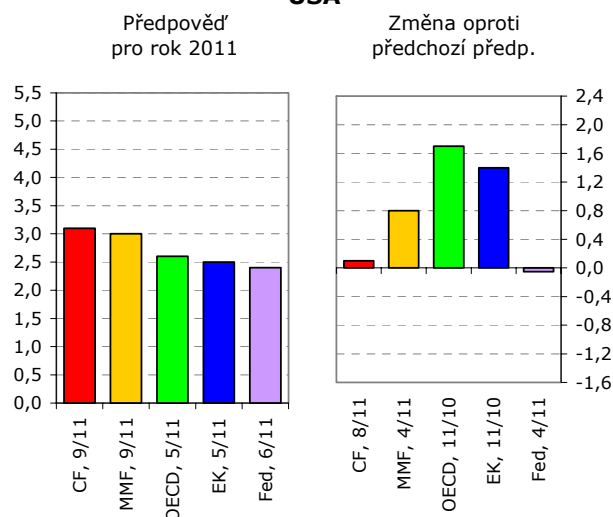
Změny ve výhledech inflace v eurozóně a Německu nenaznačují v letošním roce jasný trend: EK revidovala svůj výhled směrem k nižším hodnotám, vyšší inflaci v eurozóně naopak očekává MMF, a prognózy CF a ECB jsou ponechány beze změny. Růst cen ve Spojených státech byl CF a MMF revidován směrem vzhůru. Inflace v Číně zůstane dle CF na úrovni srpnového výhledu. MMF zvýšil svůj výhled pro letošní rok.

### EUROZÓNA



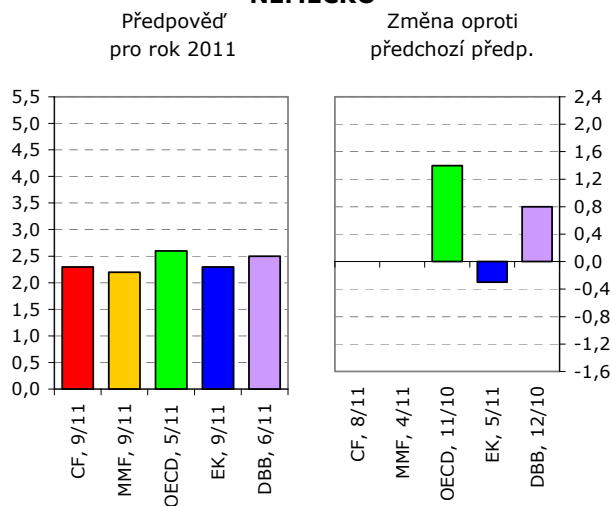
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,6	2,6	2,5	2,6	2,5	2,6
Změna		0,0	0,2	1,3	-0,1	0,0

### USA



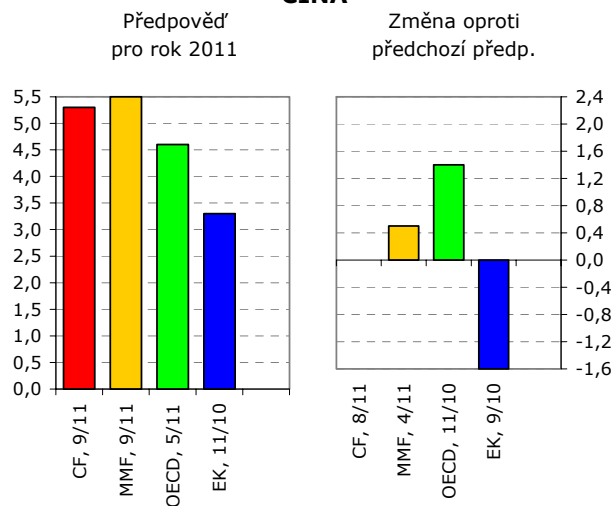
	2010	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,6	3,1	3,0	2,6	2,5	2,4
Změna		0,1	0,8	1,7	1,4	-0,1

### NĚMECKO



	2010	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	1,2	2,3	2,2	2,6	2,3	2,5
Změna		0,0	0,0	1,4	-0,3	0,8

### ČÍNA



	2010	CF	MMF	OECD	EK
Předpověď	3,3	5,3	5,5	4,6	3,3
Změna		0,0	0,5	1,4	-1,6

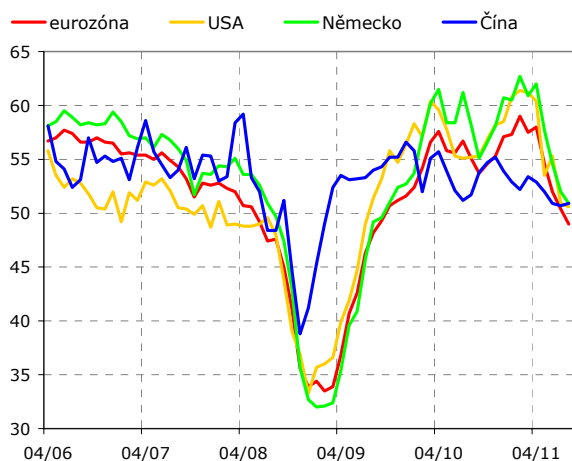
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 20. září 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.



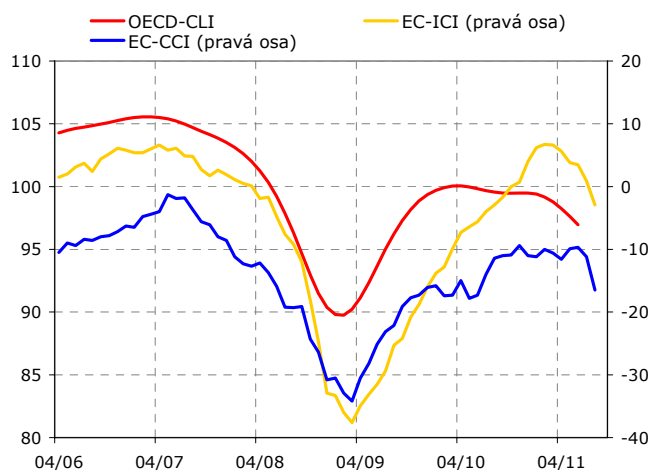
Odhady budoucího vývoje světové ekonomiky ve 2. pololetí letošního roku se v září dále zhoršily. Hodnoty indexů PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu klesly ve všech sledovaných zemích pod svou srpnovou úroveň, v eurozóně dokonce pod hraniční hodnotu 50 bodů (oddělující budoucí růst od poklesu) na 49 bodů. Výjimkou je Čína, kde se hodnota indexu mírně zvýšila a vrátila na svou červencovou hladinu 50,9 bodu. V USA, eurozóně i Německu se snížily i ostatní předstihové ukazatele, zvláště výrazný byl pokles ukazatelů spotřebitelské důvěry. To potvrzuje zářijová publikace CF, která signalizuje útlum spotřeby v těchto ekonomikách.

## PMI V PRŮMYSLU



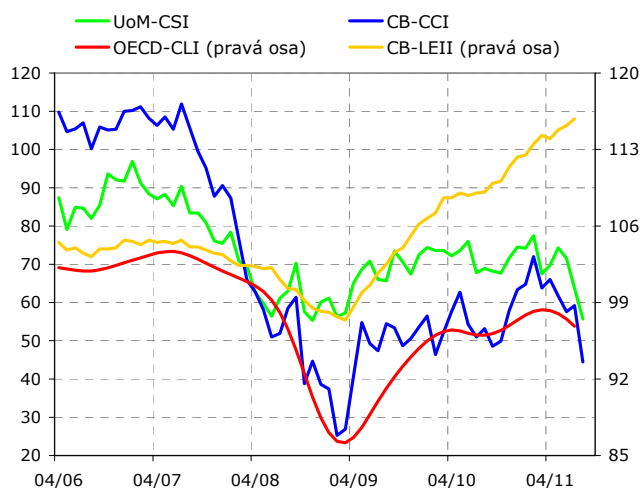
	EA	US	DE	CN
<b>6/11</b>	52,0	55,3	54,6	50,9
<b>7/11</b>	50,4	50,9	52,0	50,7
<b>8/11</b>	49,0	50,6	50,9	50,9

## EUROZÓNA



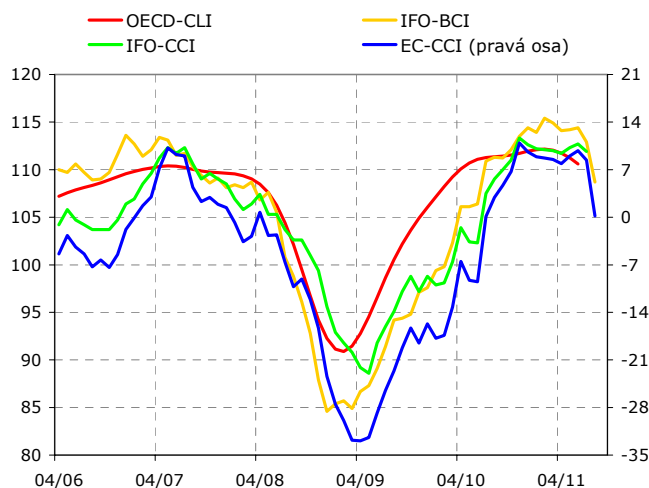
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
<b>6/11</b>	96,9	3,5	-9,7
<b>7/11</b>		0,9	-11,2
<b>8/11</b>		-2,9	-16,5

## USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
<b>6/11</b>	97,5	115,2	71,5	57,6
<b>7/11</b>	96,8	115,8	63,7	59,2
<b>8/11</b>			55,7	44,5

## NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
<b>6/11</b>	110,6	114,4	112,7	9,8
<b>7/11</b>		112,9	111,9	8,4
<b>8/11</b>		108,7	0,0	0,2

Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 16. září 2011]

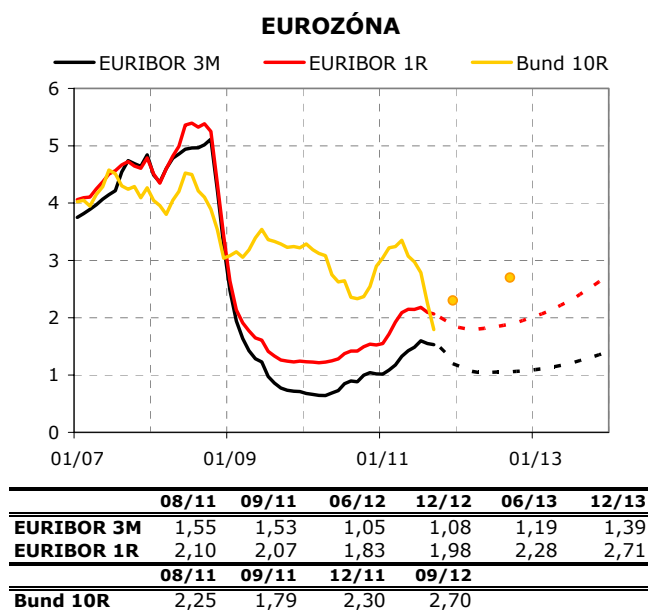
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

### IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Na svém zářijovém zasedání ponechala ECB hlavní refinanční sazbu na úrovni 1,5 %. V následné komunikaci pak změnila hodnocení inflačních i růstových rizik a tím potvrdila názor trhu, že sazby v nejbližší době zvyšovány nebudou. Tříměsíční i jednoletá úroková sazba Euribor tak v první polovině září více méně stagnovaly na hodnotách ze druhé poloviny srpna. Jejich výhled na základě tržních kontraktů se však opět posunul k nižším hodnotám po celém horizontu předpovědi, u jednoleté splatnosti přitom poměrně výrazně. Euribor 3M by tak měl klesat až do 2.Q příštího roku (a dostat se pod 1,1 %) a poté jen pozvolna růst. U jednoleté sazby se očekává pokles těsně nad 1,8 % a následný růst by měl být strmější. Na zhoršenou předpověď ECB a zvýšenou nejistotu na finančních trzích reagoval dalším rychlým poklesem výnos německého desetiletého vládního dluhopisu, který během první zářijové dekády poklesl až na 1,7 %. CF09 sice výrazně snížil jeho budoucí výhled, přesto však očekává v horizontu tří měsíců růst na 2,3 % a v ročním horizontu na 2,7 %.

Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 12. září 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

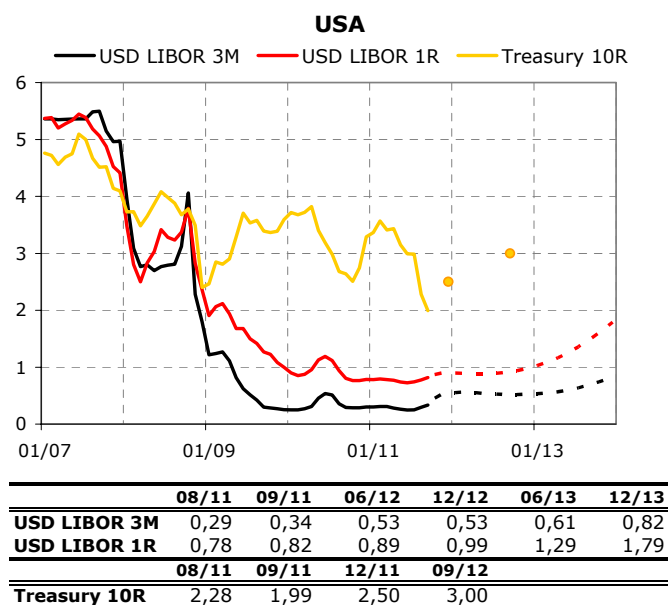


### IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

V USA byl vývoj sazeb obdobný jako v eurozóně. Zhoršené vyhlídky americké ekonomiky podporují očekávání trhu, že Fed bude pokračovat v politice nízkých sazeb velmi dlouho a není vyloučena ani třetí vlna kvantitativního uvolňování. Dolarová sazba Libor 3M se sice od počátku srpna do poloviny září po předchozí dlouhé stagnaci zvýšila o cca 10 b.b. a do konce roku je ještě očekáván další růst, poté by však sazba měla stagnovat po celý rok 2012, než bude pokračovat v dalším mírném růstu. Totéž platí i o jednoleté sazbě Libor, jejíž růst v roce 2013 by však měl být strmější. Výnos desetiletého vládního dluhopisu i přes snížení ratingu USA pokračoval v důsledku zvýšené nejistoty na finančních trzích v prudkém poklesu a dolů se posunula i jeho předpověď z CF09, která nicméně zůstává rostoucí.

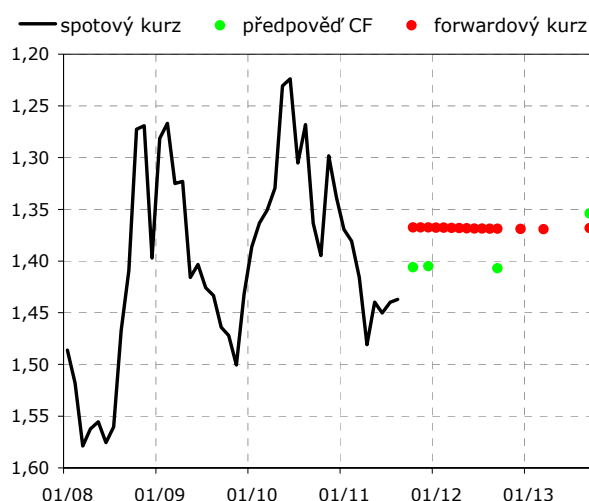
Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 12. září 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.



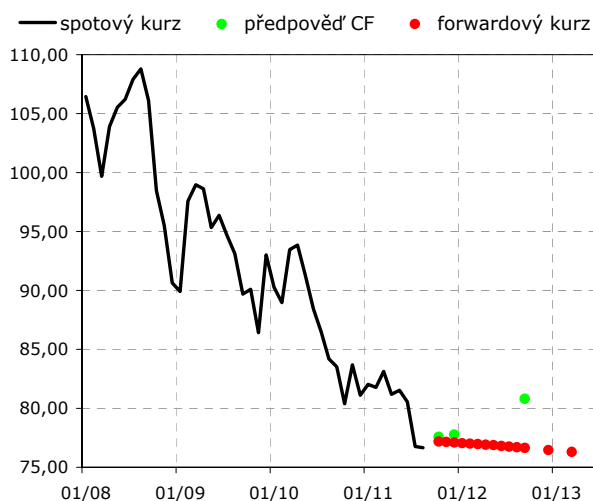
Posílení dolaru na začátku září v důsledku zvýšené nejistoty na finančních trzích a dluhové krize v eurozóně se projevilo i na předpovědi kurzu eura vůči dolaru. Zářijový CF očekává stabilitu kurzu na úrovni 1,4 USD/EUR do konce roku 2011. Dalšímu posílení dolaru brání slabý růst americké ekonomiky a chybějící důvěryhodný plán na snížení veřejného zadlužení. Z vývoje na finančních trzích profitoval švýcarský frank jako bezpečný měnový přístav (viz *Aktuální téma* – Kap. VIII). V reakci na jeho posílení švýcarská centrální banka zafixovala strop kurzu na úrovni 1,2 CHF/EUR, přičemž dle nového CF kurz na této úrovni zůstane nejméně další tři měsíce. Také investice do japonského jenu jsou tradičně investory vnímány jako bezpečné. I přesto že japonská centrální banka k zásadním kurzovým opatřením nepřistoupila, je v nejbližších měsících očekáváno oslabení jenu vůči dolaru. Zhoršené ekonomické vyhlídky pro britskou ekonomiku přinesly oslabení libry vůči americkému dolaru a nová předpověď CF je také méně optimistická.

USD/EUR



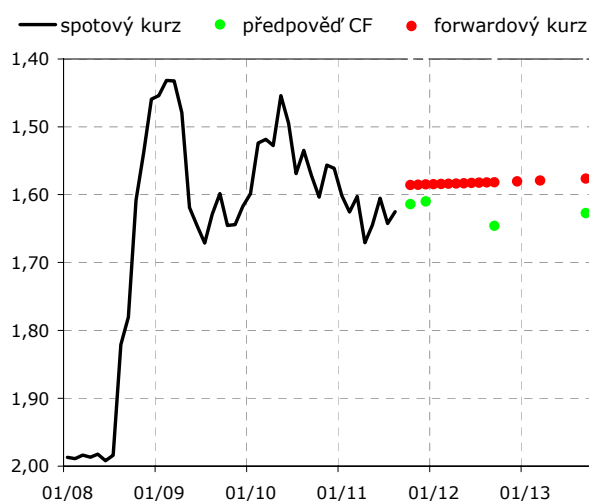
	12/9/11	10/11	12/11	09/12	09/13
spotový kurz	1,368				
předpověď CF		1,406	1,405	1,407	1,354
forwardový kurz		1,368	1,368	1,369	1,368

JPY/USD



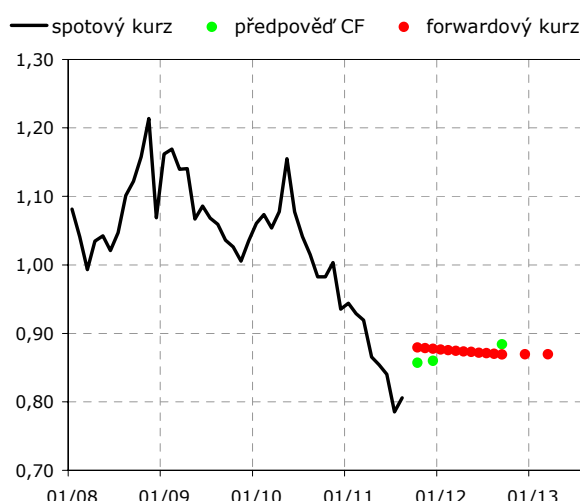
	12/9/11	10/11	12/11	09/12	09/13
spotový kurz	77,21				
předpověď CF		77,57	77,77	80,80	85,67
forwardový kurz		77,18	77,10	76,64	75,85

USD/GBP



	12/9/11	10/11	12/11	09/12	09/13
spotový kurz	1,586				
předpověď CF		1,614	1,610	1,646	1,627
forwardový kurz		1,586	1,585	1,582	1,576

CHF/USD



	12/9/11	10/11	12/11	09/12	09/13
spotový kurz	0,880				
předpověď CF		0,857	0,860	0,884	0,967
forwardový kurz		0,879	0,877	0,869	0,862

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnosti zajištění budoucího kurzu. [Uzávěrka dat: 15. září 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

### VI.1 Ropa a zemní plyn

Po prudkém propadu na počátku srpna se trh s ropou zklidnil a cena ropy Brent postupně posílila ze 103,5 až na 116 USD/b. V polovině září se pak (zřejmě jen dočasně) ustálila na hodnotě 112 USD/b. Oproti minulé předpovědi je tedy začátek té aktuální cca o 8,5 USD/b výše, ale křivka budoucích cen se změnila z horizontální na klesající, takže na konci roku 2013 je očekávaná cena stejně jako u předchozí předpovědi cca 102 USD/b. Klesající křivka cen termínovaných kontraktů je z dlouhodobého pohledu normálním stavem na trhu s ropou. Při větším sklonu by mohla signalizovat dočasný nedostatek nabídky. Tomu by odpovídal i aktuální pokles zásob vytěžené ropy a ropných produktů ve světě. S očekávaným postupným návratem libyjské ropy na trh by však tento nedostatek měl odeznívat.

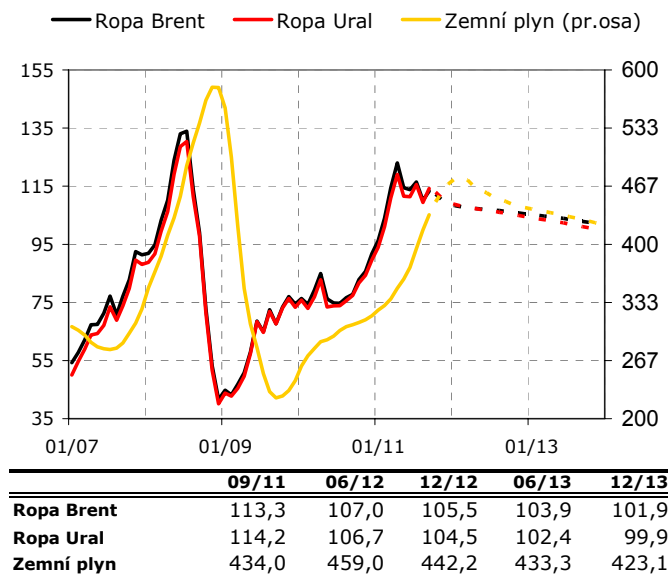
Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotací londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled.

[Uzávěrka dat: 12. září 2011]. Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

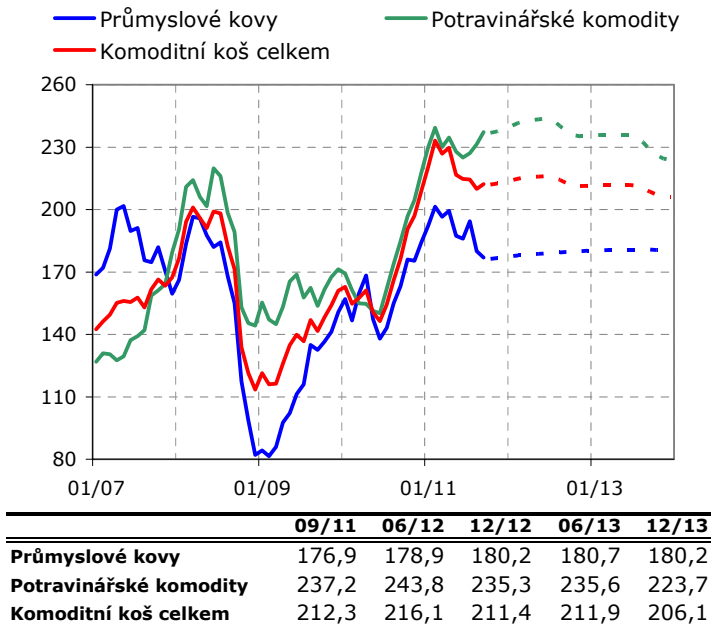
### VI.2 Ostatní komodity

Zatímco ceny kovů a zemědělských surovin (bavlna, kaučuk) po prudkém propadu z počátku srpna již jen mírně kolísaly bez patrného trendu a jejich výhled se oproti minulému měsíci prakticky nezměnil, u potravinářských komodit jsme zaznamenali dramatictější vývoj. Cena pšenice ve zbytku srpna rostla, ale v první polovině září klesla zpět na hodnotu ze začátku srpna. Výhled však zůstává silně rostoucí. U kukuřice byl zářijový pokles mnohem menší než srpnový růst, a její cena se tak nadále nachází nedaleko historického maxima. Do poloviny roku 2012 se navíc očekává další růst a teprve s novou sklizní se očekává obrat k výraznému poklesu. Podobný cenový vývoj pozorujeme i u sóji. Cena rýže od začátku srpna roste a rostoucí je i předpověď. Cena cukru se stále udržuje vysoko, ale dle předpovědi by měla výrazně poklesnout. Rovněž cena kávy se udržuje poblíž historického maxima, ale větší pokles se neočekává. U ceny vepřového masa došlo v polovině srpna k prudkému propadu, který u této komodity není ničím neobvyklým. Naopak cena hovězího je téměř na historickém maximu a její výhled je rostoucí.

#### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



#### VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled. [Uzávěrka dat: 12. září 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

## MĚNOVÁ POLITIKA CENTRÁLNÍ BANKY RUSKÉ FEDERACE<sup>1</sup>

*V uplynulých 20 letech prošlo Rusko obdobím transformace, obdobím vzniku a rozvoje tržní ekonomiky a příslušných institucí, ale zažilo i krize (v letech 1998 a 2008), které bezprostředně ovlivnily měnovou politiku. S postupem času se zvyšovala přesnost definovaných cílů měnové politiky a byly aplikovány nové nástroje. Měnová politika ovlivňovala měnící se ekonomické a finanční prostředí, ale zároveň se mu přizpůsobovala. V současné době směřuje ruská centrální banka k postupnému uvolňování kurzu národní měny, k posílení role úrokových sazeb a jejím záměrem je přechod k plnohodnotnému cílování inflace. Tento článek přináší přehled vývoje cílů měnové (část 1) a kurzovní (část 2) politiky za posledních 20 let, včetně stručného shrnutí výsledků této politiky a jejího směřování do budoucnosti.<sup>2</sup>*

### Úvod

Banka Rossii na sebe převzala funkce centrální banky Ruské federace po rozpadu Sovětského svazu a zániku Státní banky SSSR koncem prosince 1991.<sup>3</sup> Ačkoliv dle čl. 1 federálního zákona o centrální bance Ruské federace (dále zákon o CB) a Ústavy Ruské federace plní centrální banka své funkce nezávisle na státu, zákon o CB rovněž nařizuje rozpracovat a uskutečňovat měnovou politiku v součinnosti s vládou (čl. 4). Cíle a úlohy měnové politiky Banka Rossii publikuje každoročně v dokumentu s názvem „Strategie jednotné státní měnové politiky“. Počínaje rokem 2009 jsou záměry měnové politiky stanovovány na tříleté období. „Strategie jednotné státní měnové politiky“ na další rok je předkládána nejpozději 1. prosince ke schválení Státní dumě Federálního shromáždění Ruské federace.

Duma jmenuje guvernéra Banky Rossii a členy bankovní rady na návrh prezidenta Ruské federace, respektive guvernéra Banky Rossii. Duma je rovněž oprávněna mít své reprezentanty v Národní bankovní radě („Sověť“) v rámci stanovené kvóty. Tato rada je kolegiálním orgánem Banky Rossii a má 12 členů, konkrétně guvernéra a dalších 11 členů, z nichž 2 jmenuje Rada federace, 3 Státní дума, 3 prezident a 3 vláda. Rada mj. projednává návrh a finální verzi „Strategie jednotné státní měnové politiky“ na další rok a diskutuje realizaci cílů stanovených v tomto dokumentu. Těsná propojenost s vládou omezuje prostor pro nezávislou měnovou politiku a její účinnost. Navíc měnová politika byla výrazně ovlivněna (a částečně omezena) ekonomickou nestabilitou, především v 90. letech minulého století.

### 1. Cíle a priority měnové politiky

Primárním cílem Banky Rossii je dle zákona o CB (čl. 3) podpora stability národní měny. Dosažení stanoveného cíle implikuje podporu stability domácích cen. Snížení inflace bylo

---

<sup>1</sup> Autorkou je Oxana Babecká Kucharčuková ([Oxana.Babecka-Kucharukova@cnb.cz](mailto:Oxana.Babecka-Kucharukova@cnb.cz)). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> V listopadovém čísle GEVU je plánována empirická analýza účinnosti měnové politiky Banky Rossii.

<sup>3</sup> Historie centrální banky v Rusku sahá až do roku 1860, kdy dle nařízení Alexandra II byla Státní komerční banka transformována v Státní banku Ruského impéria. S příchodem komunistického režimu v říjnu 1917 a nacionalizací komerčních bank prodělala centrální banka řadu podstatných změn. Během prvního desetiletí sovětské vlády se její role a funkce v ekonomice měnily od jednoduché pokladny, která realizovala zúčtovací a další pokladní operace v období Vojenského komunismu (1918 – 1921) až po centrální banku používající tržní nástroje v letech Nové ekonomické politiky (1921 – cca 1927), ale nakonec byly přizpůsobené potřebám plánované ekonomiky. Od ledna 1923 do června 1991 byla jedinou centrální bankou Sovětského svazu Státní banka SSSR. Krátce po podepsání Deklarace o státní suverenitě RSFSR (Ruské sovětské federativní socialistické republiky) začíná souběžně se státní bankou SSSR působit Státní banka RSFSR, která byla později přejmenována v Banku Rossii. Banka Rossii byla založena 13. července 1990 na základě Ruské republikové banky Státní banky SSSR a podléhala Nejvyššímu sovětu RSFSR.

proto již od začátku jednou z priorit měnové politiky Banky Rossii a vlády Ruské federace. Její realizace v letech 1992 – 1995 však byla do značné míry komplikována ekonomickými turbulencemi doprovázenými hyperinflací a pozůstatkem plánovaného hospodářství (přímé úvěrování vlády motivované financováním deficitu federálního rozpočtu a existence centralizovaných úvěrů zvláštního určení do vybraných ekonomických odvětví).

„Strategie jednotné měnové politiky“ z 90. let minulého století nedefinovala hlavní cíl přesně. Hierarchie cílů a priorit Banky Rossii v tu dobu nebyla průhledná a samotné cíle a priority byly těžce oddělitelné od úloh měnové politiky. Pod vlivem měnicího se ekonomického prostředí byly upravovány priority měnové politiky. Mezi prioritami roku 1997 lze nalézt např. finanční stabilizaci, snížení úrokových sazeb, neinflační hospodářský růst; mezi prioritami roku 1999 pak sledování vývoje HDP, platební bilance a úrovně nezaměstnanosti. Snížení inflace se objevovalo mezi prioritami pravidelně. Obecně byly priority měnové politiky 90. let zaměřené na stabilizaci ekonomické situace a podporu ekonomického růstu. Zpomalení inflace (spolu se zastavením ekonomického poklesu a návratem na růstovou trajektorii) definuje Banka Rossii jako „konečný cíl“ měnové politiky v letech 1999 a 2000. Od roku 2001 je snížení inflace hlavním cílem měnové politiky Ruské federace.<sup>4</sup>

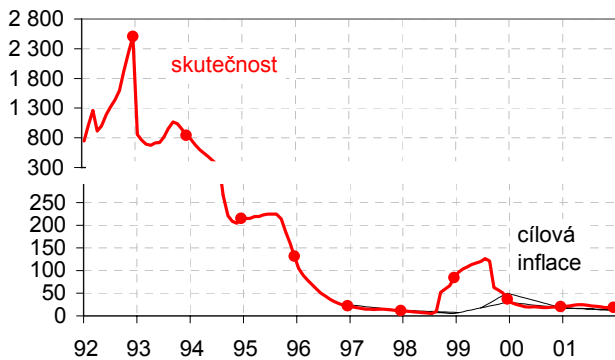
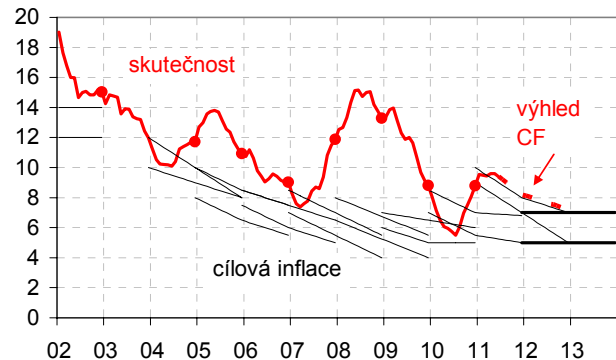
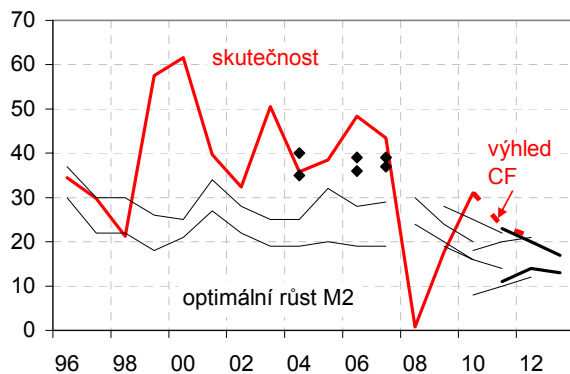
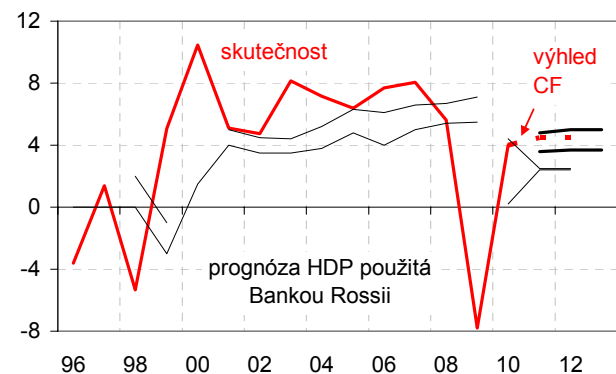
Ačkoliv plnohodnotné cílování inflace v Rusku není aplikováno, Banka Rossii společně s vládou každoročně stanoví cílové pásmo inflace; od prosince 2003 se inflační cíl definuje na tři roky a od roku 2009 je na tříleté období stanovena celá měnová politika. Banka Rossii se každoročně zaměřovala na postupné snížení inflace. V roce 2011 je tříletý inflační cíl poprvé stanoven v horizontálním pásmu (5 – 7 %).<sup>5</sup> Cílovou hodnotu inflace definuje Banka Rossii na základě alternativních scénářů vývoje domácí a světové ekonomiky a v souladu s prognózou sociálněekonomického vývoje vypracovanou vládou.<sup>6</sup> Od roku 2003 začala Banka Rossii společně s celkovou cílovou inflací zveřejňovat cílovou jádrovou inflaci.

Vedle doplnění inflačního cíle Banka Rossii rovněž prognózuje kvantitativní indikátory měnové politiky. V 90. letech „Strategie jednotné měnové politiky“ uveřejňovala prognózu měnové báze a M2. S postupem času počet kvantitativních indikátorů narůstal a nakonec se vyvinul v tzv. měnový program, zahrnující výhled vnitřních aktiv, objem celkových úvěrů bankám a mezinárodní rezervy (všechny veličiny jsou netto ukazatele). Měnová báze a měnový agregát M2 zůstávají přitom centrálními kvantitativními indikátory. Kvantitativní indikátory nejsou cílem měnové politiky (výjimkou je M2 v letech 1995 – 2002, viz pozn. 4). Uveřejněním měnových indikátorů Banka Rossii fakticky informuje o hodnotách měnových veličin, které by umožnily dosažení stanoveného inflačního cíle za předpokladu uskutečnění jednoho z ekonomických scénářů, rozpracovaných Bankou Rossii nebo vládou. Kvantitativní indikátory jsou proto informativní a Banka Rossii si ponechává možnost jejich revize v průběhu roku, jestliže se skutečný ekonomický vývoj výrazně odkloní od prognózy.

<sup>4</sup> Spolu s hlavním cílem stanovila Banka Rossii i vedlejší cíle (priority). Takovým vedlejším cílem (prioritou) byl v letech 1995 – 2002 peněžní agregát M2 nebo maximální hranice devalvace rublu. V krizových obdobích se priority měnové politiky upravovaly. Například podpora bankovního sektoru a jeho zabezpečení dostatečnou likviditou byly prioritami v době finanční krize eskalující po pádu investiční banky Lehman Brothers.

<sup>5</sup> Inflační cíl se vypočítá procentní změnou „prosinec k prosinci“.

<sup>6</sup> V roce 1997 Banka Rossii používala prognózu inflace ministerstva ekonomiky. Postupně Banka Rossii začíná dělat vlastní prognózu a rovněž bere v úvahu prognózu vlády. Informace o modelu, který Banka Rossii používá za účelem tvorby prognózy, je velice omezena. Popis modelu se nepodařilo najít ani na oficiálních webových stránkách Banky Rossii, ani v publikacích banky dostupných přes internet. Jedinou referencí, která dle naší znalosti existuje, je Borodin a kol. (2008). Autoři stručně popisují první (předběžnou) verzi QPM modelu. Na tomto modelu začala Banka Rossii pracovat od roku 2007. Informace o dalším vývoji modelování, zejména aplikací a stupňů rozpracovanosti DSGE modelu, nejsou k dispozici.

**Obrázek VII-1: Základní indikátory měnové politiky a vývoj HDP****a) Inflace 1992 - 2001****b) Inflace 2002 - 2013****c) Růst M2****d) Růst HDP**

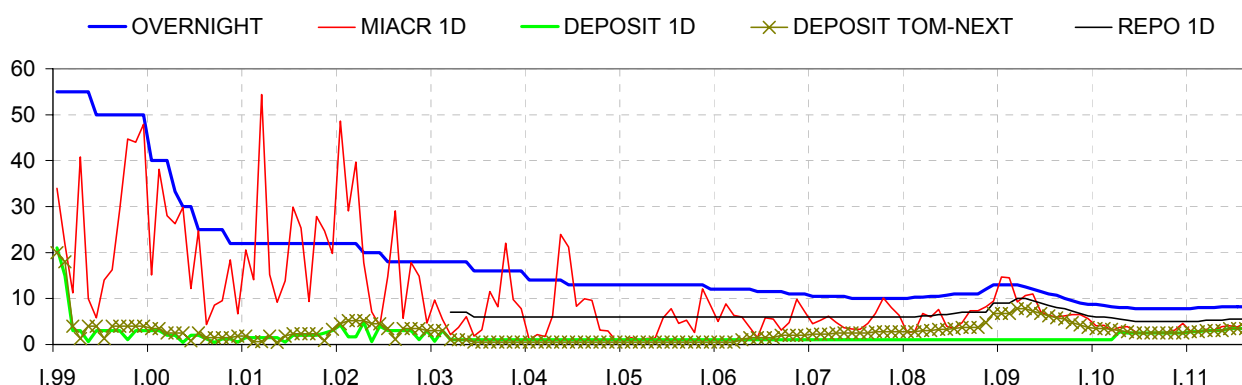
Poznámka: Data o cílové inflaci (prosinec-k-prosinci), optimálním tempu růstu agregátu M2 a výhledu růstu HDP začínají rokem 1996. Body na horním obrázku – inflace v prosinci. Data za předchozí období nejsou k dispozici. V letech 2004, 2006 a 2007 bylo optimální tempo růstu M2 revidováno směrem k vyšším hodnotám, viz body na levém dolním obrázku.

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím Datastream IFS, Consensus Forecasts, Rosstat a Banka Rossii: Strategie jednotné státní měnové politiky", *Věstník Banky Rossii*, publikace z let 1996 až 2010.

Obrázek VII-1 znázorňuje vývoj skutečnosti oproti cíli inflace a měnového agregátu M2, a také vývoj HDP a jeho prognózy, kterou Banka Rossii používala pro stanovení inflačního cíle. Od konce roku 1996 až do první poloviny roku 1998 se skutečná inflace pohybovala v hranicích stanoveného cílového pásma nebo byla dokonce nižší, než Banka Rossii očekávala. Finanční krize v srpnu 1998 tento trend obrátila. V posledním desetiletí byla skutečná inflace převážně vyšší než stanovený cíl. V přestřelování inflačního cíle hrály podstatnou roli těžce prognózovatelné regulované ceny, vývoj na světových trzích komodit a krize. Například inflace se urychlila před pádem Lehman Brothers. Mírnější zvýšení tempa růstu cen v tomto období zažily i jiné ekonomiky, rozvojové i rozvinuté.

V posledních letech se Banka Rossii pravidelně zmiňuje o zavedení plnohodnotného inflačního cílování. Dokončení příprav je zatím stanoveno na konec roku 2013. Do té doby bude banka směřovat ke zvýšení flexibility měnového kurzu a zesílení regulační funkce úrokových sazeb, která prozatím zůstává velice omezená<sup>7</sup>, mj. v důsledku poměrně širokého koridoru úrokových sazeb (obrázek VII-2). Přestože se rozdíl mezi úvěrovou (lombardní) a depozitní (diskontní) sazbou centrální banky v posledních letech významně zmenšil a k srpnu 2011 dosahoval 4,75 %, zůstává výrazně větší ve srovnání s vyspělými ekonomikami.

<sup>7</sup> Dalšími standardními nástroji měnové politiky Banky Rossii jsou povinné minimální rezervy, operace na volném trhu, devizové operace.

**Obrázek VII-2: Úrokové sazby 1999 – 2011**

Poznámka: Horní hranice fluktuace tržních sazeb je stanovena jednodenní úvěrovou sazbou (OVERNIGHT); dolní hranici definuje depozitní sazba, převážně jednodenní sazba TOM-NEXT (DEPOSIT TOM-NEXT), pro niž je objem transakcí největší. DEPOSIT 1D a REPO 1D jsou respektive jednodenní depozitní a jednodenní repo sazby centrální banky. MIACR 1D je jednodenní sazbou mezibankovního trhu. Měsíční data. Údaje za srpen 2011 zahrnuje pouze první týden měsíce.

Zdroj: Banka Rossii a Datastream.

**2. Politika měnového kurzu**

Důležitou součástí politiky Banky Rossii je politika měnového kurzu, která je v souladu se zákonem o CB a ústavou Ruské federace zaměřena na podporu stability ruského rublu. Banka Rossii se snaží jednak udržovat kurz rublu od významného posílení a oslabení, jednak omezit silnou volatilitu rublu vůči hlavním světovým měnám, tj. USD a od roku 2005 EUR. Očekávané tempo zhodnocení rublu zveřejňuje Banka Rossii v dokumentu „Strategie jednotné státní měnové politiky“ téměř každoročně (rok 2011 je výjimkou).

Vyčlenění měny Ruské federace od měny republik bývalého Sovětského svazu bylo ukončeno v roce 1993.<sup>8</sup> Kurz ruského rublu se stal plovoucím a byl stanoven na základě nabídky a poptávky na Moskevské mezibankovní devizové burze (MMDB). Od druhé poloviny devadesátých let je kurz denně vyhledáván Bankou Rossii (s výjimkou pokrizového období od druhé poloviny roku 1998 do první poloviny roku 1999, kdy stanovovala kurz burza). V roce 1995 Banka Rossii zavedla pásmo fluktuace ruského rublu vůči USD (obrázek VII-3 vlevo). Do konce roku 1997 zůstávalo pásmo poměrně úzkým, ale následně Banka Rossii pásmo rozšířila. V polovině srpna 1998 již pokračující zhoršení ekonomické a finanční situace vyvrcholilo vyhlášením defaultu Ruska na GKO (krátkodobé státní dluhopisy). Poptávka po rublech klesla a ceny prudce rostly. Během 10 dní poklesla hodnota rublu v dolarovém vyjádření přibližně na polovinu původní hodnoty, a ke konci roku byla jeho hodnota 3krát slabší oproti době těsně před defaultem. Banka Rossii byla nucena pásmo fluktuace rublu úplně zrušit a rubl se stal znovu plovoucím.

K podstatným změnám v kurzové politice došlo v únoru 2005 spolu se zavedením řízeného floatingu vůči koši dvou měn – US dolaru a eura. Podíl dolaru v koši postupně klesal z 90 % (začátkem roku 2005) na 55 % (od února 2007); 55% podíl dolaru v koši

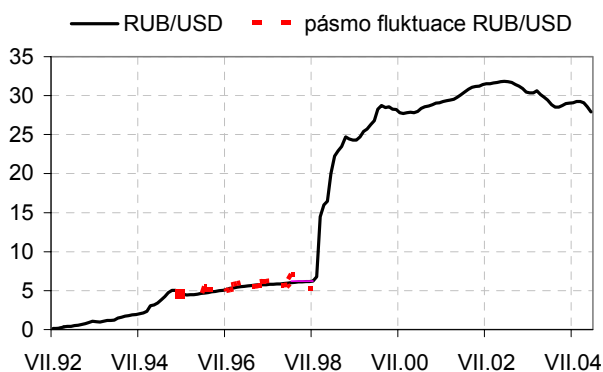
<sup>8</sup> Vnitřní směnitelnost rublu byla zavedena nařízením prezidenta RSFSR ze dne 15.11.1991 „O liberalizaci vnější ekonomické aktivity na území RSFSR“. Po přijetí závazků Ruskou federací definovaných článkem VIII statutu MMF se stal ruský rubl částečně z vnější směnitelným. Zavedení plně vnější směnitelnosti překážela omezení na pohyb kapitálu, která přetrvala dalších deset let a byla zrušena Bankou Rossii až v červenci 2006. O pár dní později vláda Ruské federace upravila zákon „O devizovém regulování a devizové kontrole“ v části liberalizace devizového trhu a prohlásila rubl směnitelným. Směnitelnost rublu byla však často polemizovaná v ruských médiích a mezi analytiky neexistuje shoda v tom, jestli je *de facto* rubl směnitelný od roku 2006 nebo se stal takovým později.



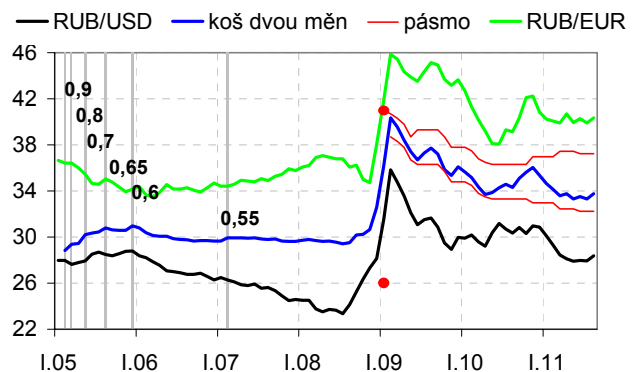
zůstává dodnes (obrázek VII-3 vpravo). Zhoršení ekonomické a finanční situace v období srpen 2008 – únor 2009 vyžadovalo úpravu pásma fluktuaace rublu vůči koši USD-EUR. Korekce pásma byla dokončena na konci ledna 2009 stanovením horizontálního fixního pásma fluktuaace rublu vůči výše zmíněnému koši dvou měn. Horizontální fixní pásmo v rozmezí od 26 do 41 rublů existovalo necelých 10 měsíců, ale jeho regulační funkce fakticky zanikla již v únoru roku 2009 po zavedení plovoucího pásma. Hranice plovoucího pásma se automaticky měnily o 0,05 rublu, kdy se objem akumulovaných intervencí Banky Rossii rovnal 0,7 mld. USD. Pravidelné intervence jsou hlavním nástrojem kurzové politiky. Od května 2008 je část intervencí cílová,<sup>9</sup> tj. objem intervencí je vypočítán Bankou Rossii na základě údajů o obchodní bilanci Ruska, státního rozpočtu a cen komodit na světových trzích. Intervence přesahující cílové (nebo plánové) intervence jsou zaměřené na zmírnění fluktuaace rublu nesouvisející s dynamikou fundamentálů.<sup>10</sup> Intervence v eurech jsou výrazně nižší oproti intervencím v dolarech.

### Obrázek VII-3: Kurzová politika

a) Vývoj měnového kurzu 1992 - 2004



b) Vývoj měnového kurzu 2005 - 2011



Poznámka: Měsíční data. Vertikální sloupce na pravém obrázku označují postupné snižování podílu dolarů (hodnoty vedle sloupců) v koši dvou měn. Body na pravém grafu označují fixní pásmo vůči koši dvou měn.

Zdroj: Výpočet ČNB, Datastream, Banka Rosii: „Strategie jednotné státní měnové politiky“, *Věstník Banky Rossii*.

Příznivá situace na trzích komodit umožnila rychlou akumulaci devizových rezerv, tj. rozšířila možnosti centrální banky zasahovat v krizových situacích. V 90. letech minulého století nízké ceny ropy a ekonomické turbulence v Rusku udržovaly zásobu rezerv na úrovni blízké se kritické i nižší hranici. Krytí dovozu devizovými rezervami nižší než 3měsíční minimum bylo naposledy zaznamenáno v roce 2001. Od té doby až do 2. poloviny roku 2008 se rezervy rychle akumulovaly (obrázek VII-4). Od roku 2007 je Rusko třetím největším držitelem rezerv na světě.<sup>11</sup> Podíl eura v devizových rezervách Ruska se postupně zvyšoval a ke konci roku 2010 dosáhl 42,5 %, což je pouze o 3,4 % méně ve srovnání s dolarovým podílem. Objem devizových rezerv Ruska dosáhl svého maxima v srpnu 2008 (596,6 mld. USD). Během finanční krize 2008 rezervy prudce klesaly a akumulace nových mezinárodních rezerv výrazně zpomalila s poklesem cen ropy. Růst rezerv se obnovil od června 2009.

Po dosažení stabilizace rublu a v souvislosti se záměrem mít režim inflačního cílování v budoucnosti začala kurzová politika směřovat k vyšší flexibilitě kurzu vůči koši dvou

<sup>9</sup> Od března 2010 „cílové“ intervence byly zaměněné na „plánové“.

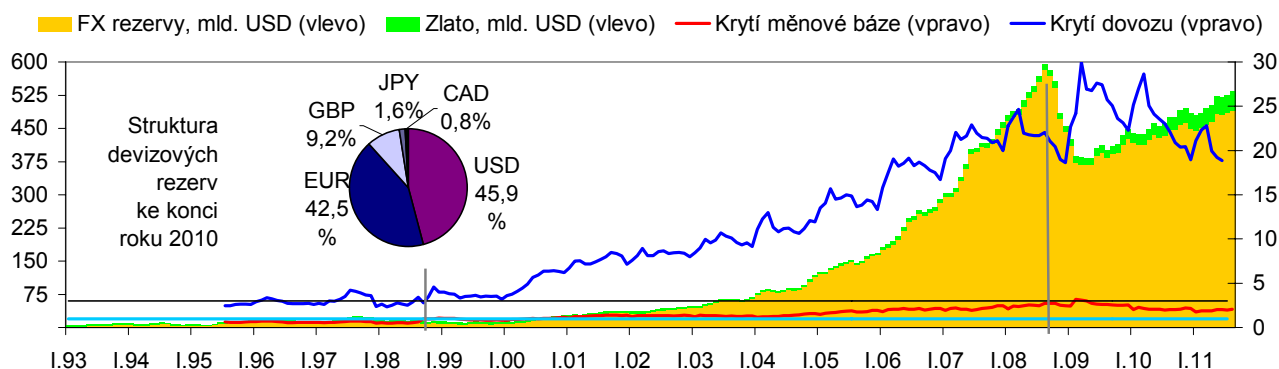
<sup>10</sup> Údaje o denních intervencích nejsou k dispozici. Objemy intervencí (netto) za měsíc publikuje Banka Rossii od května 2008.

<sup>11</sup> V roce 2011 cca 30 % mezinárodních rezerv drží Čína. Kolem 11 % rezerv patří Japonsku, 4,6% podíl má Rusko a je těsně následováno Saudskou Arábií (4,5 %). Eurozóna má 3,3 % (výpočet ČNB s použitím databáze IMF-IFS).

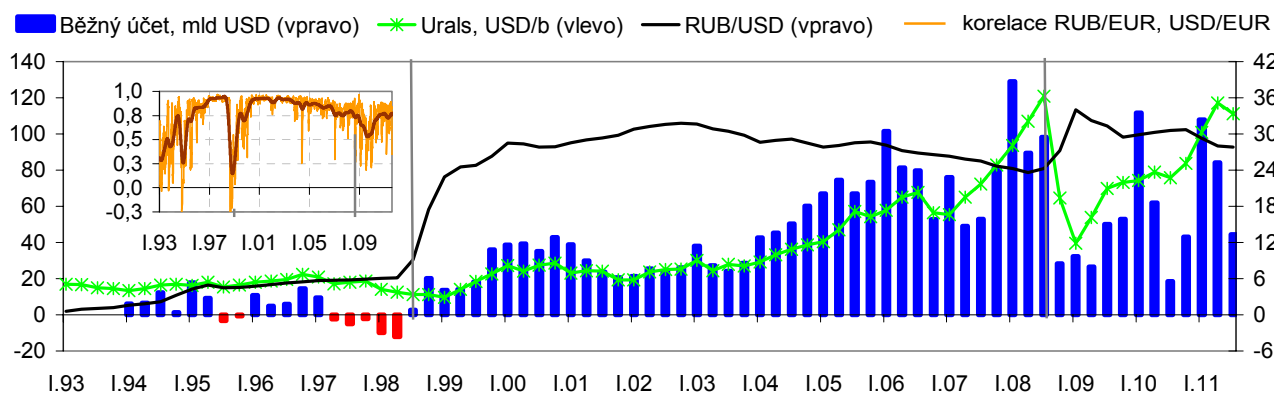
měn (EUR-USD). Hranice plovoucího pásma se rozšířily ze 2 rublů (v únoru 2009) na 5 rublů (od března 2011) a objem akumulovaných intervencí posouvající plovoucí pásmo fluktuační rublu byl snížen na 0,6 mld. USD (také od března 2011).

### Obrázek VII-4: Vnější prostředí a rezervy

#### a) Mezinárodní rezervy a jejich struktura



#### b) Platební bilance a kurz



Poznámka: uzávěrka dat: 1. srpna 2011. Krytí měnové báze je vypočteno poměrem rezerv k měsíční bázi v daném měsíci. Pokud je tento poměr nižší než 1 (horizontální modrá čára), má země nedostatek rezerv. Krytí dovozu (v měsících) se vypočítává podílem rezerv k průměru dovozu za poslední tři měsíce. Horizontální černá čára znázorňuje optimální hladinu rezerv, rovnající se 3měsíčnímu dovozu. CAD je kanadský dolar. Další zkratky měn viz s. 22. Korelace je vypočítána pomocí bi-variátý GARCH modelu na denních datech. Vertikální čáry označují default 17. srpna 1998 a pád Lehman Brothers 15. září 2008. Hnědá čára na grafu korelace je vyhlazena pomocí HP filtru.

Zdroj: výpočet ČNB s použitím statistických materiálů Banky Ruska a databáze IFS.

### Výsledky a perspektivy měnové politiky v Ruské federaci

Ruská ekonomika již několikrát ukázala schopnost rychlého návratu na trajektorii ekonomického růstu po rozsáhlé krizi, přestože její hospodářská výkonnost je slabší oproti jiným rozvíjejícím se ekonomikám.<sup>12</sup> Ruská prosperita je především závislá na vývoji cen komodit. Díky příznivému vývoji situace na světových komoditních trzích má Rusko jeden z nejvyšších objemů devizových rezerv na světě a rubl v posledních letech trendově posiluje. Inflation klesla z čtyřmístných hodnot (v první polovině 90. let) na jednomístné. Účinnost politiky Banky Ruska je přitom limitována její provázaností s vládou a monopolisticko-oligarchickou strukturou Ruska. Nehledě na složité ekonomiko-politické podmínky v posledních 20 letech dosáhla Banka Ruska výrazného pokroku ve zlepšené formulaci a komunikaci stanovených cílů; navíc Banka Ruska již

<sup>12</sup> např. země skupiny BRICK (Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Korea)

disponuje modelovým aparátem pro tvorbu prognózy. I přes rostoucí transparentnost však v měnové politice ruské centrální banky zůstávají nejasnosti.

Stručný přehled legislativy a stylizovaných faktů o měnové a kurzové politice centrální banky Ruské federace vyvolává poněkud překvapivý dotaz, jaký je hlavní cíl politiky Ruské centrální banky? Dle zákona o centrální bance je cílem Banky Rossii stabilita ruského rublu, ale „Strategie jednotné měnové politiky“ uvádí za hlavní cíl měnové politiky udržování inflace v pásmu stanoveném centrální bankou a vládou. Součástí „Strategie jednotné měnové politiky“ je politika kurzová, která je zaměřena na udržení „akceptovatelné“ volatility ruského rublu a rovněž na udržení rublu od „zbytečného“ zhodnocení. Přitom nelze z textu dokumentu vyčíst, zda je stabilita ruského rublu považována za druhý nebo vedlejší cíl měnové politiky (pokud za hlavní cíl považujeme udržování cenové stability). Guvernér Banky Rossii Sergey Ignatiev označuje za první cíl snížení inflace a druhý cíl neumožnění rychlého zhodnocení rublu.<sup>13</sup> Evidentně tak může dojít ke konfliktu inflačního a kurzového cíle. Proto, dle tvrzení Ignatieva (2003), se Banka Rossii v měnové politice snaží najít rovnováhu v dosažení těchto dvou cílů.

Skutečnost však ukazuje, že inflace většinou přesahovala cílové hodnoty. Naproti tomu kurz rublu vůči koši USD-EUR udržovala Banka Rossii v hranicích stanoveného pásma. Hlavní cíl politiky měnového kurzu (stability rublu) Banka Rossii dosahuje převážně pomocí pravidelných intervencí. Jelikož intervence jsou sterilizované jen částečně, kurzová politika fakticky podporuje růst peněžní zásoby, respektive inflace. Dalším proinflačním faktorem (a zároveň rizikem volatility kurzu) jsou specifika ruského národohospodářství. Rusko je nejvýznamnějším světovým vývozcem surovin, tj. je závislé na konjunkturu na světových trzích komodit a na vývoji kurzu dolaru, v němž je kótována většina cen komodit. Rusko dováží především průmyslové zboží a stroje. Vysoké ceny ropy a asymetrická struktura zahraničního obchodu tvoří kladný šok do směnných relací. Beck a Barnard (2009) ukazují, že reálná apreciacie ruského rublu se v této situaci uskutečňuje přes (v průměru) kladný inflační diferenciál vůči obchodním partnerům místo nominální apreciacie rublu, tj. způsobuje Bance Rossii obtížnější udržování inflace na nízkých hodnotách. K inflaci rovněž přispívá politika zmírňování apreciacie rublu pomocí akumulace dolarových rezerv a navýšení nabídky peněz.

Zavedení plnohodnotného inflačního cílování vyžaduje implementaci režimu plovoucího měnového kurzu při používání úrokových sazeb jakožto hlavního nástroje měnové politiky. Kurz Banka Rossii zatím mírně uvolnila rozšířením flukтуаčního pásma rublu vůči koši dolar-euro a nadále plánuje snížení objemu intervencí. Zároveň Banka Rossii směřuje k posílení role úrokových sazeb v řízení ekonomiky, zejména k zužování koridoru úrokových sazeb. Efektivní řízení vyžaduje, aby spread mezi depozitními a úvěrovými sazbami byl minimální (úzký spread je rovněž indikátorem finanční stability).<sup>14</sup>

Termín dokončení přípravy k zavedení plnohodnotného cílování inflace zatím není stanoven.<sup>15</sup> Úspěšnost zavedení plnohodnotného cílování inflace závisí v mnohém na

---

<sup>13</sup> Ignatiev (2003)

<sup>14</sup> V literatuře je politika úrokových sazeb kritizována pro svou nízkou efektivitu. Dle Andrušina a Kuzněcové (2010) politika úrokových sazeb splňuje pouze funkce regulace likvidity za účelem krátkodobého refinancování komerčních bank a sterilizace nadbytečné likvidity. Moiseev (2009) rovněž ukazuje na nutnost rozvinutí segmentů měnového trhu s delší splatností a doporučuje úpravu systému úrokových sazeb směrem k zjednodušení a zvýšení transparentnosti.

<sup>15</sup> Viz „Strategie jednotné státní měnové politiky na rok 2011 a období 2012 – 2013“. Dokument z předchozího roku však plánoval dokončení příprav již na konci roku 2012.

tom, jak bude Banka Rossii schopna vyřešit dilema „kurz vs. inflace“ a zda se neocitne v situaci „nedosažitelné trojice“.<sup>16</sup>

### Literatura

Beck R. and G. Barnard (2009): Towards a flexible exchange rate policy in Russia. OECD Economic Department working papers No.744.

Materiály z oficiální webové stránky centrální banky Ruské federace: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Андрюшин С.А. и В.В. Кузнецова (2010): Денежно-кредитная политика Банка России: Прогнозы и реалии. *Банковское дело*, **12**, с.10-15.

Бородин А.Д., Горбова Е.А., Плотников С.В., Плущевская Ю.Л. (2008): Оценка потенциального выпуска и других ненаблюдаемых переменных в рамках модели трансмиссионного механизма монетарной политики (на примере России). II Международная научно-практическая конференция «Проблемы выбора эффективной денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики». Сборник докладов.

Игнатьев С. (2003): Денежно-кредитная политика ЦБ РФ, *Экономика России: XXI век*, **12**.

Катаранова М. (2010): Связь между обменным курсом и инфляцией в России, *Вопросы экономики*, **1**, с.44-62.

Моисеев С.Р. (2009): Инструментарий денежно-кредитной политики центрального банка для таргетирования инфляции. Диссертация на соискание ученой степени д.э.н.

Указ Президента РСФСР от 15 ноября 1991 г. № 213 «О либерализации внешне-экономической деятельности на территории РСФСР»

Федеральный Закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России) (в ред. от 27.10.2008 г.).

Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле" (принят ГД ФС РФ 21.11.2003).

Центральный банк Российской Федерации (2011): Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами, 3(19).

Центральный банк Российской Федерации. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики. *Вестник Банка России*. Издания с 1996 по 2010 г.

---

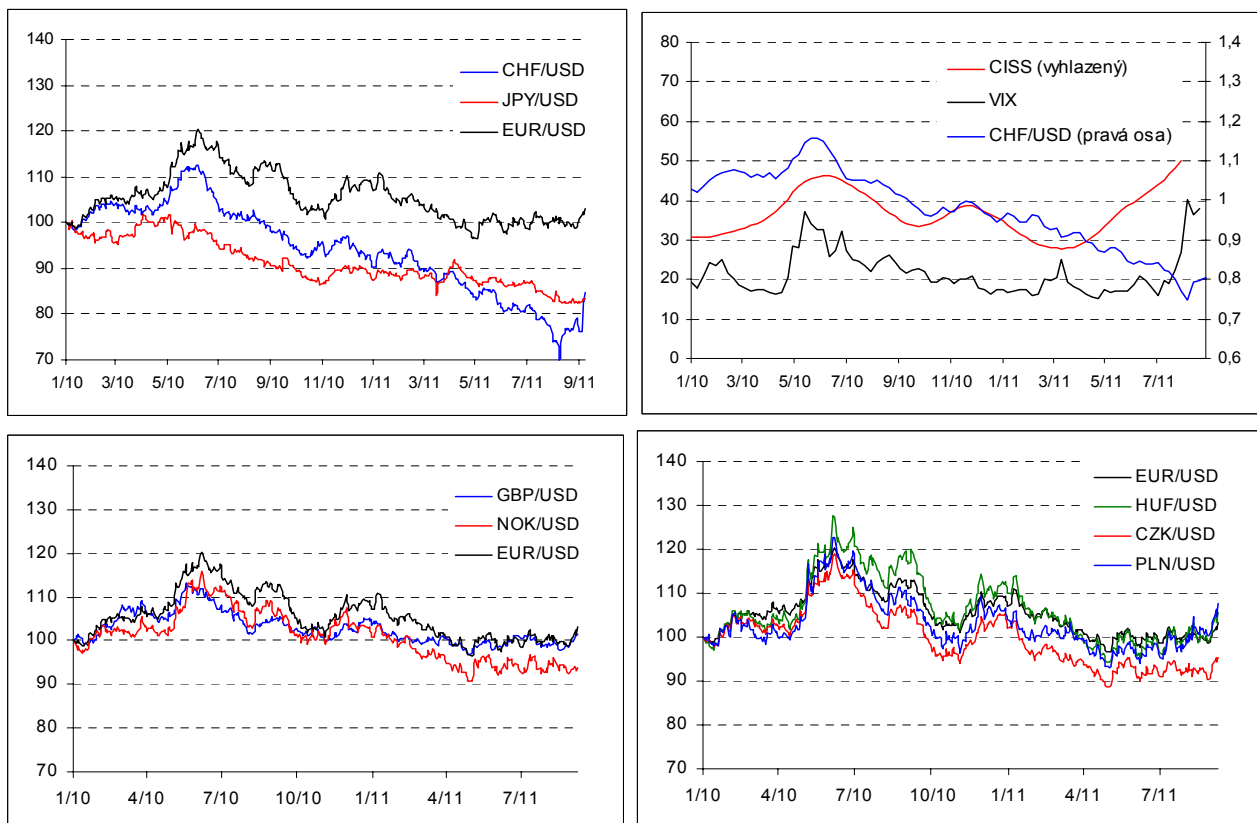
<sup>16</sup> Teorie nedosažitelné trojice (impossible trinity) byla předložena R. Mundellem a spočívá v tom, že v regulaci ekonomiky lze dosáhnout pouze dvou ze tří cílů: volného pohybu kapitálu, fixního kurzu a nezávislé měnové politiky. Kombinace volných toků kapitálů a udržení fluktuace rublu v úzkém pásmu neumožňuje efektivní využití úrokových sazeb a účinnou kontrolu inflace.

## KDE HLEDAT BEZPEČNÝ MĚNOVÝ PŘÍSTAV?<sup>1</sup>

Narůstající napětí na finančních trzích v posledním měsíci vedlo k prudkému posílení švýcarského franku, který je chápán jako bezpečný přístav pro investory (tzv. *safe haven currency*). Mezi začátkem května 2010 a začátkem září 2011 frank vůči dolaru posílil o 28 % a vůči euru o 33 %. V reakci na tento vývoj přistoupila centrální banka Švýcarska k zafixování stropu kurzu vůči euru na úrovni 1,2 CHF/EUR. Švýcarská proexportně orientovaná ekonomika vykazovala v posledním roce nevýrazný hospodářský růst při téměř nulových sazbách a další posilování měny již nebylo pro centrální banku akceptovatelné. Podobně se vyvíjel od poloviny roku 2010 také japonský jen, který má stejný status mezi investory (obrázek VIII-1 vlevo). Vystala tedy otázka, zda existují alternativy ke stávajícím bezpečným měnovým přístavům. Bezpečné měny mají tendenci posílit v době zvýšení nejistoty, což lze pozorovat v případě švýcarského franku výrazně v několika posledních měsících.

Jako možná alternativa bezpečného měnového přístavu se nabízí britská libra, norská koruna a australský dolar; ze středoevropských měn také maďarský forint, česká koruna a polský zlotý. Nicméně z vývoje těchto měn za poslední měsíce není patrné posilování při zvýšené finanční nejistotě (obrázek VIII-1 dole). Maďarský forint a polský zlotý naopak oslabili vůči dolaru i euru.

**Obrázek VIII-1: Kurz dolaru vůči vybraným světovým měnám a finanční stres<sup>2</sup>**



Poznámka: Pro kurzy index denních dat (údaj ze 4.1.2010=100); pro indikátory finančního stresu týdenní data, kde CISS je kompozitní indikátor systémového rizika a VIX měří implikovanou volatilitu S&P indexových opcí

Zdroj: Výpočet ČNB s pomocí dat z Datastream

<sup>1</sup> Autorkou je Soňa Benecká ([Sona.Benecka@cnb.cz](mailto:Sona.Benecka@cnb.cz)). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> Tématu měření finančního stresu jsme se věnovali v minulém čísle Globálního ekonomického výhledu [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/gev/gev\\_2011\\_08.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2011_08.pdf)

V posledních letech vzniklo několik prací věnující se tématu, jak určit *safe haven currency*. Například Ranaldo a Soderlind (2009) zjistili, že kromě švýcarského franku i japonský jen, euro či britská libra mohou být bezpečnými přístavy v případě turbulencí na finančních trzích. Jejich závěry částečně zpochybnila studie Kohler (2010), která ukázala, že tyto měny se nemusejí v krizi chovat standardně. Habib a Stracca (2011) analyzovali makroekonomické aspekty zemí, jejichž měny jsou bezpečné přístavy. Faktory rozdělili do skupin: kurzová politika, riziko země, velikost ekonomiky a jejich finančních trhů a finanční otevřenost. Pro rozvinuté země našli několik významných faktorů, i když je nutná jistá opatrnost při interpretaci výsledků.

Optikou této práce se můžeme podívat na makroekonomické a finanční charakteristiky zemí, které jsou chápány jako bezpečné přístavy, a porovnat je s alternativami (tabulka VIII-1). Společným rysem bezpečných přístavů je vysoký rating země (důvěryhodnost) a malý deficit/přebytek běžného účtu, dostatečně rozvinutý kapitálový a devizový trh a nízké náklady na obchodování. Likvidita hraje klíčovou roli v rozhodování mezinárodních investorů. Ideální měna je vysoce kredibilní a zároveň izolovaná od finančních turbulencí, přičemž obvykle poskytuje malý výnos. V tomto ohledu jsou střeoevropské měny v relativně horším postavení, proto nelze očekávat výraznou změnu jejich postavení na globálním finančním trhu.

**Tabulka VIII-1: Vybrané charakteristiky zemí (údaje za rok 2010)**

	Riziko země a vnější zranitelnost				Velikost a likvidita finančních trhů		
	Čistá zahraniční aktiva (2009)	Veřejný dluh na HDP	Běžný účet (bilance) na HDP	Rating	Tržní kapitalizace na HDP	Bid-ask spread	Velikost devizového trhu
USA	0,6	92,7	-3	AAA	118	0,027	84,9
Japonsko	10,0	225,0	3	AA	75	0,036	19
Švýcarsko	29,6	39,5	8	AAA	235	0,063	6,4
Velká Británie	-2,9	76,7	-2	AAA	138	0,027	12,9
Norsko	79,0	48,9	13	AAA	61	0,115	1,3
Austrálie	-25,6	21,9	-5	AA+	136	0,040	7,6
Maďarsko	3,8	78,4	-1	BBB-	21	0,352	0,4
ČR	27,0	40,1	-1	A+	22	0,272	0,2
Polsko	5,7	55,2	-2	A-	41	0,233	0,8

Poznámka: Údaje jsou v procentech s výjimkou ratingu a bid-ask spreadu. Šedě zvýrazněné proměnné jsou statisticky významné determinanty modelu Habib a Stracca (2011). Čistá zahraniční aktiva za rok 2009 a velikost devizového trhu jsou vypočítány jako podíl na celkovém obratu podle měn ze studie BIS; rating je ratingem dlouhodobých závazků Fitch.

Zdroje: Výpočet ČNB z údajů IMF, Datastream a Worldbank, BIS, Fitch

## Literatura

Habib, M.M. a Stracca, L. (2011): Getting beyond Carry Trades: What Makes A Safe Haven Currency?, ECB Working Paper Series 1288, January

Kohler, M. (2010): Exchange rates during Financial Crisis, BIS Quarterly Review, March

Ranaldo, A. a Soderlind, P. (2009): Safe Haven Currencies, Review of Finance 14, p. 385-407

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

	č. GEVu
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVu (Filip Novotný)	2011-7
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9