



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Monitoring centrálních bank - březen 2010**

Česká národní banka  
2010

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-188889>

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

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

Datum stažení: 28.08.2024

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

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

0  
201

## V tomto čísle

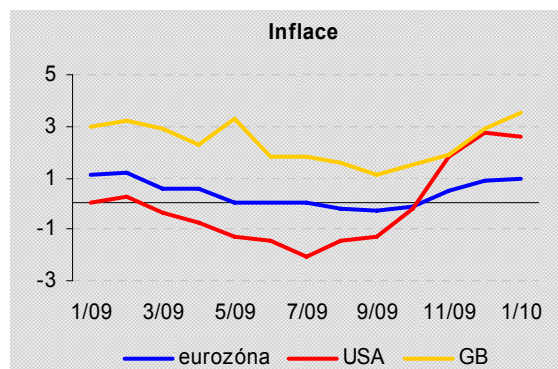
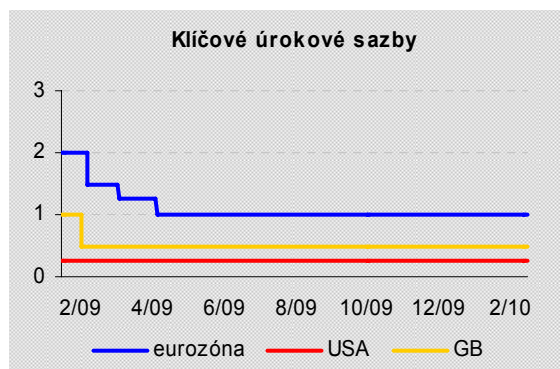
V průběhu 1. čtvrtletí 2010 jsme byli svědky naplno se rozbíhající exit strategie v případě Fedu a ECB. Nicméně většina námi sledovaných centrálních bank ponechává své klíčové sazby na nízké úrovni a nadále pokračuje v provádění nekonvenčních nástrojů měnové politiky a v některých případech stále dobíhají programy na podporu likvidity. Ekonomická aktivita ožívuje, avšak zotavení je velmi pozvolné a nárůst inflace je ve většině zemí poměrně mírný. V tomto období relativního klidu si proto v „Tématu pod lupou“ u příležitosti nedávného 20. výročí pádu železné opony připomínáme ekonomický a měnověpolitický vývoj zemí střední Evropy v posledních dvou dekáдах. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení T. Jordana o švýcarské měnové politice.

## 1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

|  | <u>eurozóna (ECB)</u>                                   | <u>USA (Fed)</u>                                    | <u>Velká Británie (BoE)</u>  |
|--|---|---|--|
| <i>inflační cíl</i>                      | < 2 % <sup>1</sup>                                      | n.a.  | 2 %  |
| <i>MP zasedání (změny sazeb)</i>         | 14. ledna (0,00)<br>4. února (0,00)<br>4. března (0,00) | 15. – 16. prosince (0,00)<br>26. – 27. ledna (0,00) | 6. – 7. ledna (0,00)<br>9. – 10. února (0,00)<br>3. – 4. března (0,00) |
| <i>aktuální klíčová sazba</i>            | 1,00 %  | 0 – 0,25 %  | 0,50 %   |
| <i>poslední inflace</i>                  | 0,9 % (únor 2010) <sup>2</sup>                          | 2,6 % (leden 2010)                                  | 3,5 % (leden 2010)   |
| <i>očekávaná MP zasedání</i>             | 8. dubna<br>6. května<br>10. června                     | 16. března<br>27. – 28. dubna                       | 7. – 8. dubna<br>5. – 6. května<br>9. – 10. června                     |
| <i>další očekávané události</i>          | 10. června zveřejnění prognózy                          | 14. dubna zveřejnění Beige Book                     | 12. května zveřejnění Inflation Report                                 |
| <i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i> | →   | →   | →  |

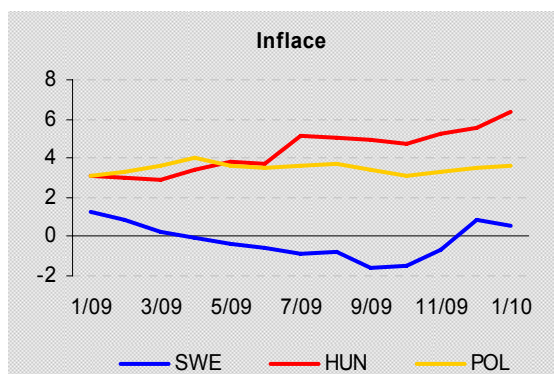
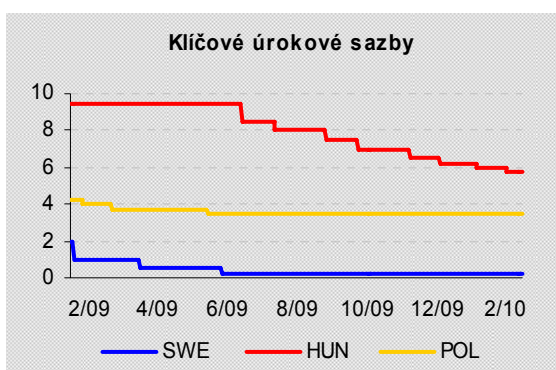
<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> předběžný odhad; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ;



Na jedné straně Fed, ECB i BoE stále podporují své ekonomiky nízkými úrokovými sazbami, ale na straně druhé dochází ke stahování nástrojů nekonvenční měnové politiky v podání Fedu a ECB. **ECB** ponechala úrokové sazby nezměněny. V prosinci 2009 ECB provedla poslední 12M operaci a omezuje počty 3M operací. Poslední 6M operace uskutečněná 31.3.2010 bude indexována průměrem úrokové sazby MRO a regulérní 3M operace budou od 28.4.2010 poskytovány za proměnlivou sazbu (viz aktuality). Oživení ekonomického růstu je potvrzeno, avšak je nerovnoměrné. Na horizontu měnové politiky je očekáván tlumený vývoj cen. **Fed** ukončil většinu programů na podporu likvidity i swapové linky s centrálními bankami. Na 1Q 2010 je plánováno ukončení nákupů dluhových instrumentů. Ekonomická aktivita v USA pokračuje v oživení. Spotřeba domácností mírně rostla, nicméně je brzděna slabým trhem práce, pomalým růstem příjmů a přísnými úvěrovými podmínkami. **BoE** ponechala klíčovou sazbu beze změny a nakupovala dluhové cenné papíry, přičemž již dosáhla plánovaného objemu ve výši 200 mld. GBP. Ačkoliv BoE objem nákupu již dále nenavýšila, dohodla se s ministerstvem financí na zavedení fondu na nákup cenných papírů (viz aktuality).

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

|  | <u>Švédsko (Riksbank)</u>                   | <u>Maďarsko (MNB)</u>  | <u>Polsko (NBP)</u>   |
|--|---|--|---|
| <i>inflační cíl</i>                      | 2 %   | 3,0 %  | 2,5 %   |
| <i>MP zasedání (změny sazeb)</i>         | 15. prosince (0,00)<br>10. února (0,00)     | 21. prosince (-0,25)<br>25. ledna (-0,25)<br>22. února (-0,25) | 22. – 23. prosince (0,00)<br>25. – 26. ledna (0,00)<br>23. – 24. února (0,00) |
| <i>aktuální klíčová sazba</i>            | 0,25 %                                      | 5,75 %   | 3,50 %  |
| <i>poslední inflace</i>                  | 0,6 % (leden 2010)                          | 6,4 % (leden 2010)   | 3,6 % (leden 2010)  |
| <i>očekávaná MP zasedání</i>             | 19. dubna                                   | 29. března<br>26. dubna<br>31. května                          | 30. – 31. března<br>27. – 28. dubna<br>25. – 26. května                       |
| <i>další očekávané události</i>          | 20. dubna zveřejnění Monetary Policy Report | 31. května zveřejnění Inflation Report                         | 26. května zveřejnění Inflation Report  |
| <i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i> | →   | ↓  | ↑   |



**Riksbank** v uplynulém čtvrtletí ponechala klíčové úrokové sazby na úrovni 0,25 %, ale očekává zvýšení sazeb o něco dříve, než byl původně očekávaný podzim 2010. Depozitní sazba i nadále zůstává na úrovni -0,25 %. Ekonomická aktivita zaznamenává zřetelné známky oživení a inflace je již kladná. Nízké úrokové sazby a expanzivní opatření ve fiskální oblasti podpořily spotřebu domácností, avšak oživení v oblasti průmyslu se zdá být stále slabé a opožděné. Riksbank navíc očekává díky slabému trhu práce potlačené inflační tlaky plynoucí z mzdového růstu.

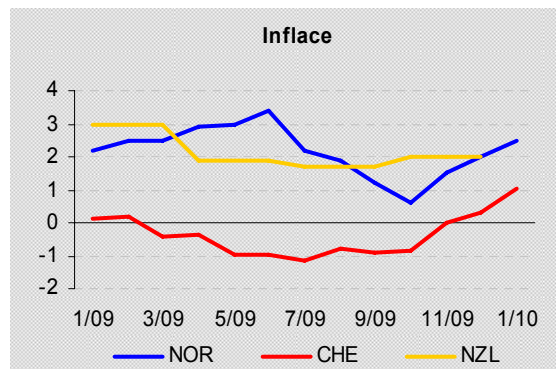
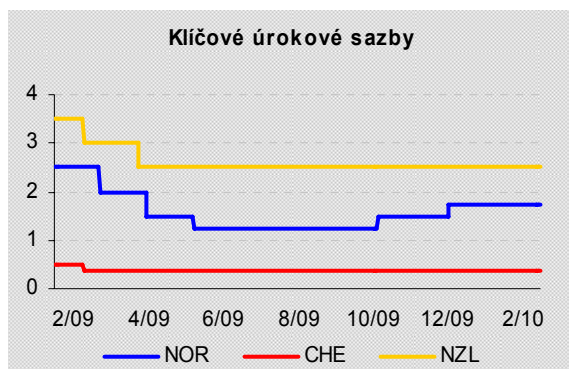
**MNB** pokračovala v uvolňování měnové politiky a snížila úrokové sazby třikrát za sebou vždy o 0,25 p.b. na 5,75 %. Až do 2Q 2010 prognóza MNB očekává míru inflace nad inflačním cílem zejména kvůli zvýšení nepřímých daní. Významný pokles spotřeby povede dle výhledu MNB ke snížení míry inflace pod inflační cíl v průběhu 1 až 2 let. Vzhledem k pokračujícímu poklesu domácí poptávky a spíše mírnému oživení zahraniční poptávky očekává MNB opožděné zotavení maďarské ekonomiky oproti dalším zemím regionu. Pokles domácí a růst zahraniční poptávky přispěly k dosažení přebytku běžného účtu platební bilance Maďarska.

**NBP** ponechala klíčové úrokové sazby beze změny. Růst HDP se i ve 4Q 2009 nadále zotavoval a tento směr podporují i měsíční indikátory ekonomické aktivity. Inflace v lednu vzrostla a dosáhla úrovně 3,6 %, což je mírně nad horním okrajem tolerančního pásma kolem inflačního cíle. K růstu inflace přispěly vyšší ceny paliv a rovněž i do jisté míry „technický“ efekt základny. Podle únorové prognózy NBP je, za předpokladu konstantních úrokových sazeb, očekávána míra inflace s 50% pravděpodobností v intervalu 1,3 % - 2,2 % pro rok 2010. Se stejnou pravděpodobností dosáhne růst HDP v tomto roce hodnot v intervalu 2,1 % - 4,1 %.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

|  | <u>Norsko (NB)</u>                              | <u>Švýcarsko (SNB)</u>                          | <u>Nový Zéland (RBNZ)</u>               |
|--|---|---|---|
| <i>inflační cíl</i>                      | 2,5 %   | < 2 %   | 2 % <sup>6</sup>                        |
| <i>MP zasedání (změny sazeb)</i>         | 16. prosince (+0,25)<br>3. února (0,00)         | 10. prosince (0,00)                             | 28. ledna (0,00)                        |
| <i>Aktuální klíčová sazba</i>            | 1,75 %  | 0 – 0,75 % <sup>5</sup>                         | 2,50 %                                  |
| <i>poslední inflace</i>                  | 2,5 % (leden 2010)                              | 1,00 % (leden 2010)                             | 2 % (4Q 2009)                           |
| <i>očekávaná MP zasedání</i>             | 24. března                                      | 11. března                                      | 11. března<br>29. dubna                 |
| <i>další očekávané události</i>          | 24. března zveřejnění<br>Monetary policy report | 22. března zveřejnění<br>Monetary policy report | 11. března Monetary policy<br>statement |
| <i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i> | ↑   | →   | →                                       |

<sup>5</sup> V grafu znázorněn střed pásma; <sup>6</sup> střed cílového pásma 1 – 3 %



**Norges bank (NB)** v prosinci 2009 již podruhé za sebou zvýšila měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,75 %. Rozhodnutí bylo učiněno v kontextu svižně rostoucích cen nemovitostí a rostoucí soukromé spotřeby. Prosincové zvýšení úrokové sazby bylo rovněž komunikováno ve smyslu, že předchozí (tj. říjnové) zvýšení úrokových sazeb mělo pouze omezený dopad do zápůjčních sazeb bank. Na únorovém zasedání zůstaly úrokové sazby nezměněny, přičemž stále platí výhled Výkonné rady Norges bank pro klíčovou sazbu v rozpětí 1,25 – 2,25 % za předpokladu, že norská ekonomika nebude vystavena novým významným šokům. Nový výhled bude k dispozici 24. března 2010 v Monetary Policy Report.

I přes příznivé zprávy ohledně vývoje švýcarské ekonomiky se její oživení jeví jako stále křehké. **SNB** nezměnila cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) a i nadále zásobila finanční systém likviditou, avšak ukončila nákupy soukromých dluhopisů denominovaných v CHF. Podle oficiálního vyjádření je SNB nadále připravena být aktivní na devizovém trhu. Podle nové prognózy SNB počítá SNB s inflací na úrovni 0,5 % v 2010 a 0,9 % v 2011.

**RBNZ** ponechala i nadále klíčovou úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 2,50 %. Aktuální výhled ekonomiky je v souladu s prosincovou prognózou, tj. ekonomická aktivita ožívuje, a to i ve výhledu, a prognóza inflace se ve střednědobém horizontu bude pohybovat uvnitř pásma kolem inflačního cíle. Guvernér A. Bollard očekává klíčovou sazbu na současné úrovni do druhé poloviny roku 2010.

---

## 2. Zajímavé události

### Fed končí s většinou programů na podporu likvidity ...

Fed ukončil většinu svých programů na dodávání likvidity, úvěrování finančních subjektů i swapové linky k 1. únoru 2010. Po tomto datu zůstaly v platnosti Term Auction Facility (TAF) a Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), které budou dle povahy kolaterálu ukončeny 31. března 2010 a 30. června 2010.

### ... a upravuje podmínky pro půjčování v rámci diskontního okénka

Dne 18. února FOMC rozhodl o následujících změnách v nastavení podmínek v rámci diskontního okénka. Jedná se o zvýšení úrokové sazby z úvěrů pro primární dealery (tj. diskontní sazbu) z 0,25 p.b. na 0,75 % a zkrácení maturity úvěru v rámci diskontního okénka z devadesáti dní na jeden den. Fed těmito kroky zamýšlí „motivovat“ deponitní instituce k tomu, aby již nevyužívaly zdrojů z diskontního okénka a využívaly finančních zdrojů z peněžního trhu.

### ECB oznámila detaily ohledně refinančních operací...

Dne 4. března ECB upřesnila informace ohledně svých refinančních operací. ECB bude i nadále provádět hlavní refinanční operace za fixní úrokovou sazbu s plným uspokojením požadavků alespoň do 12. října 2010. Regulární 3M refinanční operace (LTRO) budou počínaje 28. dubnem 2010 prováděny za variabilní úrokovou sazbu a jejich objemy budou oznámeny. Úroková sazba z MRO bude použita jako minimální nabídková sazba pro 3M refinanční operace. 1. července 2010 ECB provede mimořádnou šestidenní operaci jemného ladění, která by měla napomoci zajistit hladký průběh stahování mimořádné 12M refinanční operace provedené v červnu 2009.

### ...a ukončila své swapové linky

Evropská centrální banka ukončila platnost swapové linky [v amerických dolarech](#) s Fedem a rovněž ukončila platnost swapové linky ve [švýcarských francích](#) se švýcarskou centrální bankou.

### Guvernér Bank of England M. King zaslal otevřený dopis ministru financí A. Darlingovi

Vzhledem ke skutečnosti, že míra inflace v lednu 2010 dosáhla 3,5 %, což je více než o 1 p.b. nad inflačním cílem, zaslal guvernér BoE ministru financí dopis tak, jak jej zavazuje legislativa. V dopise guvernér uvádí tři krátkodobé faktory, kvůli kterým byl překročen inflační cíl. Prvním faktorem je zvýšení DPH z 15 % na 17,5 %, druhým 70% nárůst cen ropy a třetím vliv prudkého oslabení kurzu šterlinku v letech 2007 a 2008, které se následně projevilo v nárůstu spotřebitelských cen.

### ... a BoE bude pokračovat v nákupu cenných papírů za změněných podmínek financování

Bank of England bude pokračovat v nákupu kvalitních cenných papírů, nicméně to nyní bude jménem Treasury a nákup bude financovaný vydáváním vládních pokladničních poukázek. Za tímto účelem byl zřízen [nový fond](#), prostřednictvím kterého BoE koupí cenné papíry v objemu 50 mld. GBP. Nákupem cenných papírů je zamýšleno zlepšit likviditu na úvěrových trzích a stimulovat vydávání dluhových cenných papírů soukromými subjekty.

### Maďarská centrální banka zavedla nástroj na podporu rozvoje domácího hypotečního trhu

8. února MNB oznámila zavedení nového nástroje, jehož cílem je odstraňovat bariéry v rozvoji trhu hypotečních dluhopisů a tím podporovat finanční stabilitu i efektivnost transmisního mechanismu. MNB v rámci programu nakoupí hypoteční dluhopisy denominované v domácí měně a ujme se iniciativy v oblasti regulace hypotečního financování. MNB bude nakupovat hypoteční dluhopisy vydané v Maďarsku, denominované ve forintech nejdříve na sekundárním trhu a posléze na primárním trhu až do výše 100 mld. HUF. Programu na nákup těchto dluhopisů se mohou účastnit ty finanční instituce, které podléhají požadavkům na minimální rezervy. Program by měl trvat do konce roku 2010 a MNB jím zamýšlí snížit likviditní prémii na trhu s hypotečními dluhopisy a dále pak zejména napomoci rozvoji hypotečních úvěrů denominovaných ve forintech.

### Riksbank upouští od poskytování 12 měsíční zápůjční operace

Riksbank se v únoru rozhodla opustit provádění 12 měsíční zápůjční operace, poslední operaci provedla 22. února 2010. Avšak v platnosti až do října 2010 ponechala Riksbank 3 měsíční a 6

měsíční zápůjční operace s pohyblivou úrokovou sazbou. Úročení bude mírně navýšeno oproti původně platné příirážce, tj. bude účtována průměrná repo sazba plus původní navýšení plus nové navýšení. V případě 3 měsíční operace se jedná o novou příirážku o 5 b.b. k původním 25 b.b. a v případě 6 měsíční operace se jedná o 10 b.b. k původním 25 b.b.

#### Švýcarská centrální banka oznámila ukončení swapové linky

Centrální banky Švýcarska, Polska, Maďarska a eurozóny se dohodly o ukončení swapové linky na měnovém páru CHF/EUR, a to vzhledem k poklesu poptávky související s touto operací. Poslední operace se uskutečnila 25. ledna 2010.

### 3. Téma pod lupou: Dvacet let měnové politiky ve střední Evropě

*V tomto čísle se netradičně podíváme hlouběji do minulosti, když si u příležitosti nedávného 20. výročí pádu železné opony připomeneme vývoj měnové politiky zemí střední Evropy v posledních dvou dekádách. V Polsku, Maďarsku i bývalém Československu, jakožto centrálně plánovaných ekonomikách, existoval na konci 80. let tzv. jednostupňový bankovní systém. Monobanky (spadající obvykle pod ministerstvo financí) kombinovaly funkce centrální banky a bank obchodních a jejich úkolem bylo naplňovat plán úvěrů a hotovosti. Ceny byly deformované, kurzy nerealisticky stanovené. Následující odstavce shrnují, jakou cestu od té doby urazily centrální banky těchto zemí v oblasti měnové politiky. Ukazuje se přitom, že přes podobnou výchozí situaci na počátku 90. let byl vývoj v regionu zejména v posledních letech poměrně různorodý.*

#### Obnovení role centrálních bank a jejich první úkoly na poli měnové politiky

Prvním krokem k obnovení měnové politiky bylo oddělení centrální banky a komerčních bank, které však zatím zůstaly státní. K tomu došlo v Maďarsku již v roce 1987, v následujících dvou letech však mohly mít banky pouze podnikové klienty. V Polsku bylo zakládání komerčních bank liberalizováno již v roce 1982, ovšem až v únoru 1989 byly komerční funkce odebrány centrální bance. Státní banka československá (centrální banka tehdejšího Československa) byla rozdělena na několik institucí v lednu 1990. Nově vzniklý bankovní systém ale ani v jedné z těchto zemí nebyl bez problémů. Obchodní banky byly podkapitalizovány, potýkaly se s velkým množstvím klasifikovaných úvěrů, nově zřízený dohled nebyl postačující a v době transformace pak bylo poskytnuto mnoho dalších problematických úvěrů.

Důležitým cílem měnové politiky byl boj proti vysoké inflaci, která se s liberalizací cen projevila jako přirozený důsledek nedostatečné nabídky, peněžního převisu a uměle potlačené spotřeby a hladiny cen v době socialismu. Během transformace pak působily další proinflační aspekty – mimo jiné několikanásobné devalvace měnového kurzu, hluboké rozpočtové schodky, uvolněné podmínky poskytování bankovních úvěrů, další cenové deregulace. S vysokým nárůstem cen se potýkalo obzvláště Polsko, koncem roku 1989 a v roce 1990 dokonce s hyperinflací. V Maďarsku byly ceny uvolňovány postupně již v dřívějších letech, přesto se inflace na počátku devadesátých let udržovala nad dvaceti procenty. V Československu nabyla inflace nejvyšších hodnot v roce 1991 po skokové liberalizaci cen, do poloviny 90. let se pak pohybovala kolem 10 %, s výjimkou roku 1993, kdy bylo jednorázovým inflačním impulsem zavedení daně z přidané hodnoty.

| Roční míra inflace (v %) |       |      |      |      |      |      |
|--------------------------|-------|------|------|------|------|------|
|                          | 1990  | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
| HU                       | 29,0  | 34,2 | 23,0 | 22,5 | 18,9 | 28,3 |
| PL                       | 585,8 | 70,3 | 43,0 | 35,3 | 32,2 | 27,9 |
| ČZ                       | 9,9   | 56,7 | 11,1 | 20,8 | 10,0 | 9,2  |
| SK                       | 10,6  | 61,2 | 10,0 | 23,2 | 13,5 | 9,9  |

Cíle centrálních bank v této nelehké době však nebyly zcela jednoznačné. V prvních letech transformace bylo potřeba vytvořit finanční instituce a trhy, po kolapsu trhů RVHP se hluboko propadl obrat zahraničního obchodu a výstup ekonomiky, firmy se potýkaly s odbytovými problémy, těžko splácely úvěry, následkem toho vzrostla nezaměstnanost, což dále představovalo břemeno pro státní rozpočet. Vedle snah o stabilizaci tedy bylo důležité i zachování cenové konkurenceschopnosti. Úsilí o dezinflaci tak bylo třeba balancovat s potřebou zvrátit ekonomický propad a nastartovat růst hospodářství a životní úroveň.

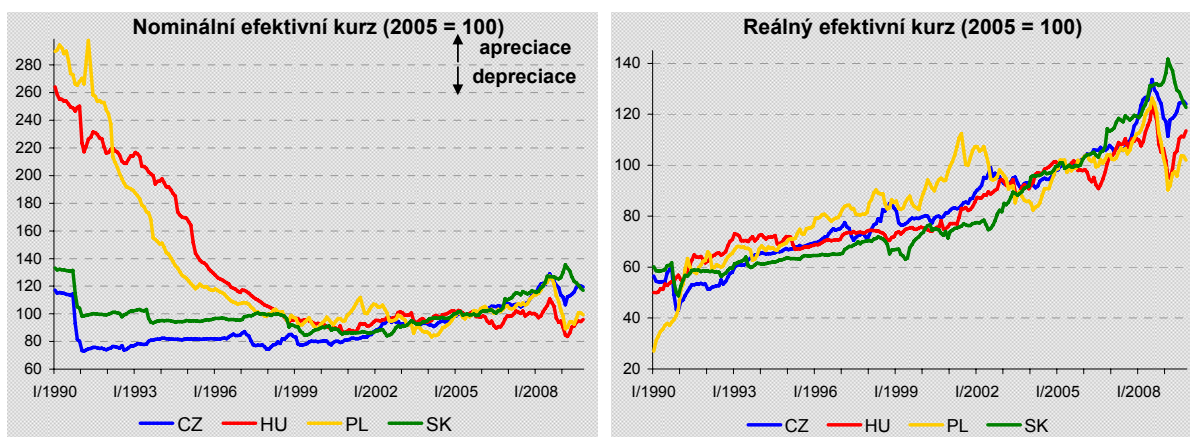
#### Měnový a kurzový režim a měnověpolitické nástroje v 90. letech

Strategie měnové politiky se zpočátku opírala o dva hlavní prvky. Jako nominální kotva měl sloužit fixní kurz, současně byly stanoveny cíle ve formě růstu peněz. V Polsku, v Maďarsku i v Československu však byly cíle růstu peněžních agregátů stanoveny spíše jako indikátory doplňkové a byly opakovaně přestřelovány. V Polsku komplikovala boj s inflací velmi slabá fiskální pozice, státní dluh byl navíc monetizován centrální bankou, účinnost měnové politiky rovněž snižovala vysoká dolarizace ekonomiky. V Maďarsku se měnová politika do značné míry řídila úvahami o vnější



stabilitě. Zahraniční zadluženost byla vysoká, vedle schodků obchodní bilance se Maďaři rovněž potýkali s vysokými rozpočtovými schodky. Ve snaze zachovat cenovou konkurenceschopnost došlo k několika devalvacím forintu, ty však vytvářely inflační tlaky.

Jak již bylo zmíněno, pro všechny státy byl klíčovým prvkem měnové politiky v prvních letech transformace režim fixního kurzu či jeho modifikace, které měly fungovat jako nominální kotva. Současně s tím byl kurz devalvován, aby usnadnil přeorientování vývozu na západní trhy. V Polsku byl kurz stanoven fixně nejdříve k dolaru, později ke koši pěti měn, který obsahoval vedle dolaru evropské měny. Po devalvaci byl v roce 1991 zaveden režim tzv. posuvného zavěšení, při kterém se kurz domácí měny pravidelně znehodnocoval o předem určené procento. V Maďarsku byl v roce 1990 stanoven fixní kurz s úzkým flukтуаčním pásmem vůči koši devíti měn, v následujícím roce však bylo složení koše redukováno na dvě měny. Docházelo k častým drobným devalvacím a pásmo bylo mírně rozšiřováno. Tento systém fungoval až do roku 1995, kdy i Maďarsko přešlo k posuvnému zavěšení kurzu s postupnou devalvací forintu. Také československá koruna byla zafixována a během roku 1990 čtyřikrát devalvována (oproti koši měn celkem o 113 %). Od roku 1992 bylo povoleno velmi úzké flukтуаční pásmo  $\pm 0,5\%$ . Po rozdělení Československa v roce 1993 zůstaly obě nově vzniklé měny zafixovány (měny v koši byly zredukovány z pěti na dvě), slovenská koruna byla v prvním roce své existence devalvována o 10 %. Vlivem inflace však kurzy dlouhodobě reálně apreciovaly.



Vzhledem k nevyzrálosti finančního trhu byly centrální banky nuceny zpočátku používat především přímé (administrativní) nástroje měnové politiky – stropy úrokových sazeb (případně úroková rozpětí), úvěrové limity či kvóty. Komerčním bankám byly rovněž poskytovány refinanční úvěry. Tyto nástroje však nebyly pro banky motivující, snižovaly konkurenci na trhu a navíc podporovaly vznik systému finančního zprostředkování mimo banky. V letech 1992-93 začaly být používány nástroje nepřímé, zpočátku především povinné minimálních rezervy, po vzniku kapitálových trhů a odpovídajících cenných papírů také operace na volném trhu. Nástroje, které se začaly používat v této době, se s jistými odlišnostmi používají dodnes.

Postupně byla v těchto zemích zaváděna vnitřní a vnější směnitelnost měn. V rámci uvolňování přeshraničních finančních toků došlo také k liberalizaci běžného a kapitálového účtu, mimo jiné ve snaze vstoupit do mezinárodních uskupení (OECD). Liberalizace kapitálového účtu však v situaci fixního či zavěšeného kurzu a vysoce kladného úrokového diferenciálu motivovala značný příliv krátkodobého kapitálu. Odčerpáváním přebytečné nabídky deviz centrální banky emitovaly dodatečnou likviditu do bank, čímž však byl ohrožen cíl pro růst peněžní zásoby. Stahování nadbytečné likvidity vedlo k růstu úrokových sazeb, který ještě více stimuloval příliv kapitálu. Tato sterilizační past byla nejmarkantnější v České republice, která měla fixní kurz s velmi úzkým flukтуаčním pásmem  $\pm 0,5\%$ , následně rozšířeným na  $\pm 7,5\%$ . Tlaky se přelývaly do běžného účtu a vnější nerovnováha společně s nejistotou ohledně politické situace v květnu 1997 byly zřejmě bezprostředním důvodem masivního odlivu krátkodobého kapitálu a spekulativního útoku proti koruně. ČNB na obranu měny výrazně zvýšila úrokové sazby a masivně intervenovala, nakonec však muselo být od fixního kurzu upuštěno a byl nahrazen kurzem plovoucím. Spekulačním útokům na svou měnu o rok později neodolala ani NBS a i na Slovensku byl zaveden plovoucí kurz.

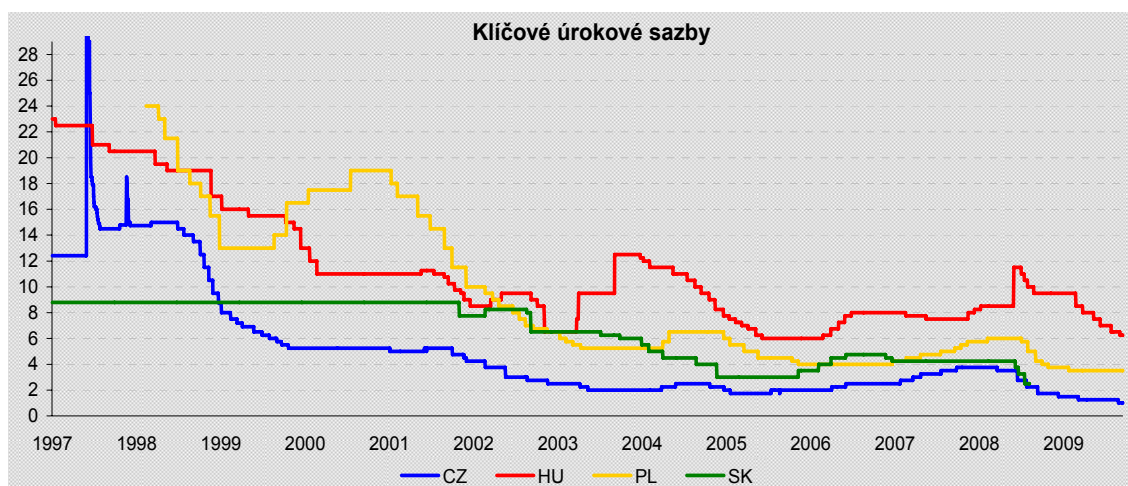
### Nový kabát měnové politiky – cílování inflace

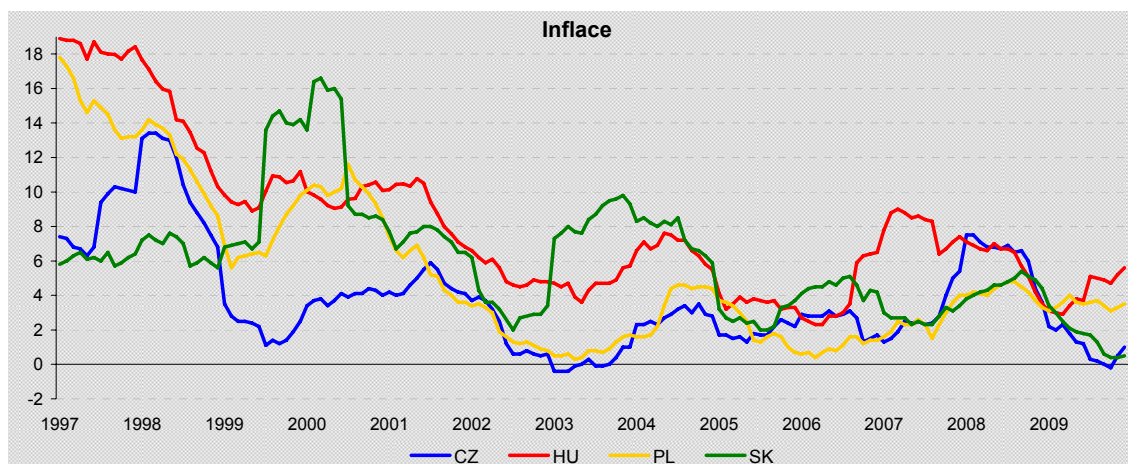
Česká národní banka po uvolnění kurzu stále cílovala peněžní zásobu. Inflační očekávání však nebyla dostatečně ukotvena a přispívala ke zvyšování inflace. V prosinci 1997 byl zvolen nový režim měnové politiky – cílování inflace. Z důvodu nejistoty ohledně tempa a rozsahu cenových administrativních opatření (deregulací a zvyšování nepřímých daní) a vzhledem k jejich očekávanému významnému vlivu na inflaci byly inflační cíle zpočátku stanoveny v tzv. čisté inflaci, tedy v inflaci očištěné o vliv regulovaných cen a primárních dopadů změn nepřímých daní. Od roku 1999 byla zavedena koncepce tzv. výjimek z plnění inflačních cílů. Od dubna 2001 pak byly cíle určovány v celkové spotřebitelské inflaci ve snaze zvýšit jejich transparentnost a srozumitelnost.

Od roku 1999 se pro cílování inflace rozhodlo i Polsko, od zavěšeného kurzu pak NBP upustila v dubnu 2000, kdy byl zaveden řízený floating. Na rozdíl od ČNB polská centrální banka nestanovila výjimky z plnění cílů a cílovala od počátku celkovou inflaci. V roce 2001 následoval přechod k cílování inflace i v Maďarsku, i zde byl cíl stanoven v celkové inflaci. Byl zachován režim fixního kurzu vůči euru s flukuačním pásmem, které bylo rozšířeno na  $\pm 15\%$ . MNB přešla k novému režimu postupně. Nekonzistence inflačního cíle a flukuačního pásma kurzu vedlo v roce 2003 ke spekulativnímu útoku na forint. K opuštění flukuačního pásma forintu došlo až v roce 2008.

Režim cílování inflace, který je v České republice, Maďarsku a Polsku používán dodnes, se postupně vyvíjel. Dynamickým rozvojem prošel prognostický a rozhodovací proces, v průběhu let byla dán větší důraz na systematickosti a transparentnost, výrazně se zvyšovala otevřenost měnověpolitické komunikace.

Odlíšnou cestou se na konci devadesátých let vydala země, jejíž ekonomika je obzvláště malá a otevřená. Na Slovensku bylo oficiálně do roku 2000 stále používáno cílování peněžní zásoby, současně však byly oznamovány inflační cíle. V dalších letech byla měnová politika zaměřena na cíle v inflaci, explicitně však cílování inflace vyhlášeno nebylo až do roku 2005 (viz níže). NBS navíc stále sledovala vývoj kurzu a na základě jeho vývoje několikrát intervenovala.





### Měnová politika v procesu evropské integrace

Měnová politika byla od druhé poloviny 90. let do značné míry ovlivněna také plánovaným vstupem zemí do Evropské unie a eurozóny. Podmínkou vstupu do EU bylo dosažení čtyř základních svobod, kterými jsou volný pohyb zboží, služeb, kapitálu a osob. Konkrétní soubor požadavků pak byl definován jako tzv. Kodaňská kritéria. Mezi požadavky týkající se centrálních bank patřily v první řadě zabezpečení jejich nezávislosti, zákaz měnového financování a stanovení prvořadého cíle měnové politiky, kterým se stala cenová stabilita. Harmonizovány byly také měnověpolitické nástroje – bylo eliminováno používání administrativních nástrojů, zdůrazněna role stanovování úrokových sazeb, postupně byla snižována míra povinných minimálních rezerv a změnily se jejich základní parametry.

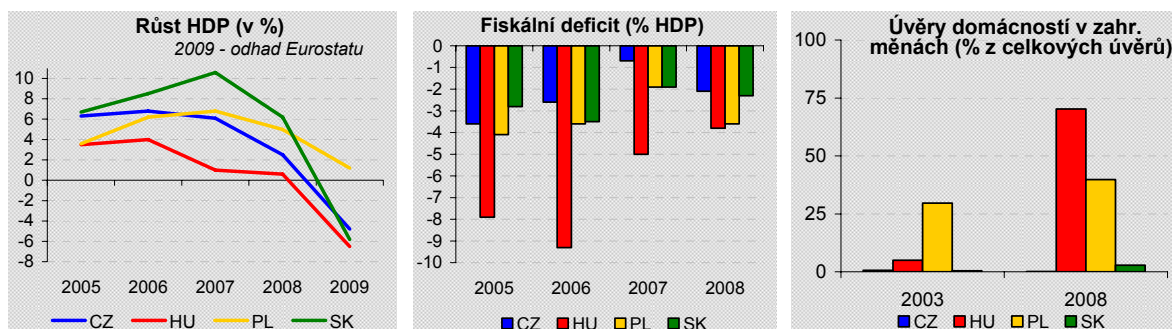
Do Evropské unie vstoupily všechny čtyři země v květnu 2004 a jejich centrální banky se tak staly součástí Evropského systému centrálních bank. Podpisem přístupové smlouvy současně všechny čtyři státy přijaly závazek stát se v budoucnosti členem měnové unie poté, co splní Maastrichtská kritéria konvergence. Vedle ekonomických kritérií (týkajících se veřejných financí, inflace, stability úrokových sazeb a kurzu) tyto podmínky obsahují také požadavek na slučitelnost právních předpisů se statutem ESCB a ECB.

Na Slovensku padlo v roce 2002 rozhodnutí vstoupit do eurozóny, v následujícím roce byla schválena strategie přijetí eura. V listopadu 2005 pak Slovensko vstoupilo do režimu inflačního cílování v podmínkách ERM II, ve kterém byl kurz udržován ve fluktuacním pásmu  $\pm 15\%$  a v němž bylo třeba setrvat minimálně dva roky. Od zavedení režimu byla parita kurzu dvakrát revalvována – v březnu 2008 o 8,5 % a v květnu 2008 dokonce o 17,6 %. V červenci 2008 pak byl stanoven neodvolatelný konverzní poměr (přepočítací koeficient) mezi slovenskou korunou a eurem. Slovensku se podařilo naplnit všechny podmínky vstupu do eurozóny, přičemž k dosažení nízké míry inflace došlo i v podmínkách rychlého hospodářského růstu.

Ostatní tři země v současnosti kritéria pro přijetí eura nespĺňují, ani zatím nevstoupily do režimu ERM II. V nejbližších letech tak rozšíření eurozóny o tyto státy nelze očekávat.

### Finanční a ekonomická krize

Globální krize dopadla s různou intenzitou na všechny čtyři ekonomiky a poukázala na jejich problematická místa. Z pohledu vývoje HDP dopadlo nejlépe Polsko, jehož růst v roce 2009 zůstal kladný. K tomu Polsku dopomohla především nižší míra otevřenosti ekonomiky a velký domácí trh. Ostatní ekonomiky jsou více závislé na vývozu, ten je navíc v České republice a na Slovensku značně koncentrován v automobilovém průmyslu. Obchodní banky v těchto zemích nevlastnily toxická aktiva (resp. jen malé množství), po propuknutí krize se však zvýšila jejich obezřetnost, a to jak vůči ostatním bankám, tak při poskytování úvěrů klientům. Ekonomiky České republiky, Polska a Slovenska tak byly postiženy především sekundárními dopady krize, tj. propadem exportu a následným poklesem domácí poptávky, nárůstem nezaměstnanosti a tlakem na veřejné rozpočty.



Nejhůře probíhala krize v Maďarsku, které do ní vcházelo s velkým zadlužením v cizích měnách a s vysokým vládním dluhem. Události podzimu 2008 vedly ke kritickému problému s financováním. Zamrzl trh s vládními dluhopisy, po prudkém oslabování forintu i devizový trh. Pokračující oslabování forintu navíc zvýšilo splátky na půjčky v cizích měnách, což vyvolalo obavy o zdraví bankovního systému. Ve snaze zastavit pád forintu zvyšovala MNB sazby v době, kdy ostatní centrální banky měnovou politiku uvolňovaly. Do systému bylo potřeba dodat chybějící likviditu (včetně likvidity v zahraničních měnách) a především bylo nutné obnovit důvěru investorů. Maďarsko dostalo mimořádně vysokou půjčku od mezinárodních institucí v celkové hodnotě 25 miliard dolarů. Mezinárodní měnový fond mu také poskytuje odbornou pomoc, prvořadým cílem je fiskální konsolidace. Byla otevřena měnová swapová linka v eurech a švýcarských francích (vedle Maďarska i v Polsku, ve kterém je podíl úvěrů denominovaných v zahraničních měnách také relativně vysoký).

Po vypuknutí problémů v Maďarsku oslabily také ostatní měny v regionu. Vlivem oslabení měn získala část výrobců během krize výhodu zlepšené cenové konkurenceschopnosti, dlužníkům s úvěry v cizí měně však značně narostly splátky. K oslabení kurzu nedošlo pouze na Slovensku, které se od 1. ledna 2009 stalo šestnáctým členem eurozóny a přijalo společnou měnu euro.

Rok 2009 byl pro všechny sledované země rokem dosednutí hospodářské aktivity na dno a jejího následného jen velmi pozvolného zotavování, které se na trhu práce bude projevovat se zpožděním. Centrální banky na situaci reagují uvolněnými měnovými podmínkami se sazbami na historicky nízkých hodnotách. Vývoj dlouhodobých sazeb je ale ovlivňován i problémy s dlouhodobou udržitelností veřejných financí.

## Závěrem

Sledované země urazily za posledních dvacet let dlouhou cestu od centrálně plánovaného hospodářství k fungující tržní ekonomice. Podobně se proměnily i jejich centrální banky, když se v oblasti měnové politiky musely v uplynulých dvou dekáдах vypořádávat se spoustou obtížných a unikátních situací a výzev. Zejména poslední roky pak ukázaly, že přes podobnou výchozí situaci ve všech sledovaných zemích na počátku 90. let byl následný vývoj v regionu poměrně různorodý. Je vidět, že směřování sledovaných zemí a jejich schopnost obstát v náročných podmínkách globalizované světové ekonomiky jsou velkým dílem dány jejich počiny na poli hospodářské a potažmo měnové politiky.

#### 4. Vybraný projev: O švýcarské měnové politice

*Thomas Jordan, člen řídicího výboru švýcarské centrální banky (SNB), pronesl projev s názvem „Švýcarská měnová politika a rezervy“ na konferenci v Zürichu, 10. prosince 2010.*

Jordan se ve svém projevu věnuje třem tématům. Nejdříve shrnuje nástroje měnové politiky používané v souvislosti s finanční krizí, dále se zmiňuje o struktuře rozvahy SNB a následně poukazuje na důležitost zajištěné části frankového peněžního trhu pro implementaci měnové politiky.

V období od října 2008 do března 2009 SNB intenzivně snižovala cílové pásmo úrokových sazeb LIBOR denominovaných ve švýcarských francích. V tomto období byly nejdůležitějšími nástroji pro zvyšování likvidity repo operace a měnové swapy. Počínaje prosincem 2008, kdy byla snížena repo sazba na 0,05 %. SNB de facto prováděla politiku nulových úrokových sazeb. Začátkem října 2008 silná zahraniční poptávka po švýcarských francích ovlivňovala úroveň LIBORu, což SNB vedlo k uzavření měnových dohod (CHF/EUR) s některými centrálními bankami. V březnu 2009 byly vzhledem k další potřebě uvolňování měnové politiky a téměř nulovým úrokovým sazbám zavedeny nekonvenční nástroje, tj. intervence na devizovém trhu a nákupy švýcarských dluhopisů. Vedle těchto opatření byla rovněž prodloužena splatnost repo operací na 12 měsíců. Podle Jordana byly prostřednictvím těchto opatření naplněny předsevzaté cíle, tj. 3 měsíční LIBOR se pohyboval blízko cílového rozpětí od poloviny září a nákupy eur zabránily posilování CHF oproti EUR, přičemž přispěly i k nižší volatilitě tohoto měnové páru. Pozitivní výsledky rovněž přinesly nákupy dluhopisů, neboť pomohly snížit rizikovou prémii na kapitálovém trhu. Nekonvenční opatření byla spojena se zvýšením objemu rozvahy SNB. Z původních CHF 110 mld. před krizí se její objem vyšplhal až na CHF 245 mld. v dubnu 2009, v závěru roku pak poklesl na CHF 210 mld. Na straně aktiv za tímto vývojem stojí zejména swapové transakce. Na straně pasiv se jednalo o nárůsty depozit bank držených u SNB a pokladničních poukázek vydávaných SNB. Jordan upozornil na fakt, že nekonvenční opatření změnila povahu části vytvořené likvidity, neboť likvidita tvořená z repo transakcí a měnových swapů je přechodná – tzn. vrací se zpět do SNB, pokud operace nejsou obnovovány, zatímco likvidita vytvořená nákupy zahraniční měny a švýcarských dluhopisů je trvalá a podle Jordana SNB bude držet tato aktiva v rozvaze po nějakou dobu. Následně pro stahování likvidity ze systému budou použity pokladniční poukázky vydávané SNB.

V návaznosti na strukturu rozvahy Jordan připomněl, jak důležité je mít v dobách finanční krize náležitý polštář vlastního kapitálu, neboť bez něj by SNB nebyla schopna nést rizika svých měnových rezerv ani zaujímat pozice vedoucí ke stabilizaci finančního systému. SNB se proto rozhodla posilovat tento kapitálový polštář do budoucna z budoucích výsledků hospodaření, které by jinak rozdělovala mezi vlastníky SNB (zejména Konfederace a Kantony).

V roce 2008 byl použit tzv. Stabilizační fond (SNB StabFund) na převzetí nelikvidních aktiv UBS. Fond je vytvořen, financován a spravován SNB. Celková riziková expozice pro SNB vyplývající z portfolia aktiv fondu se v průběhu roku 2009 snižovala vlivem prodeje části aktiv, inkasováním příjmů z aktiv a splátek z půjček.

Nezajištěný peněžní trh zkolaboval v srpnu 2007 a doposud není zcela zotaven. Naproti tomu se dle Jordana zajištěný peněžní trh, tj. repo trh, na kterém jsou peníze v rámci repo operací půjčovány oproti zástavě, ukázal jako vůči krizi odolný. Vzhledem k faktu, že likvidní frankový peněžní trh je důležitý pro implementaci měnové politiky, se SNB rozhodla otevřít tento trh i účastníkům finančních trhů, kteří nemají statut banky. Dochází tedy k rozšíření okruhu účastníků obchodujících na repo trhu. SNB si od toho slibuje podpoření likvidity obchodování a tím i zvýšení stability a odolnosti finančního systému.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. března 2010. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz)