národní
úložiště
šedé
literatury

Monitoring centrálních bank - červen 2008

Česká národní banka
2008

Dostupný z http://www.nusl.cz/ntk/nusl-253812

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

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

Datum stažení: 03.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

2008

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

V tomto čísle

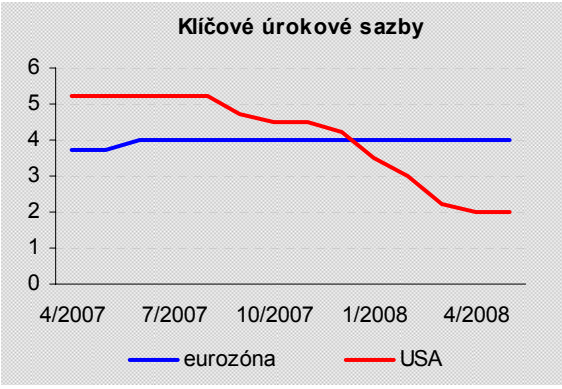
Uplynulé tři měsíce byly ve znamenaní jen pomalu odeznívající finanční krize a pokračující společné akce některých centrálních bank při stále rostoucích cenách ropy a cenových výkyvech zemědělských komodit. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme letošním pravidelným Konvergenčním zprávám Evropské komise a ECB, konkrétně jejich hodnocení připravenosti Slovenska na přijetí eura. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Irmy Rosenbergové (Riksbank) na téma měnověpolitických dopadů rostoucích cen komodit.

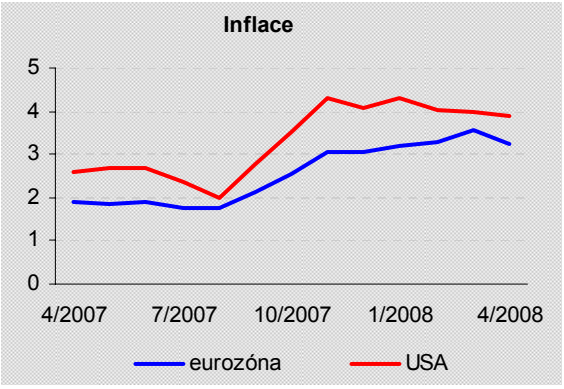
1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

ECB a Fed

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)
inflační cíl	< 2 %[1]	n.a.
MP zasedání (změny sazeb)	10. dubna (0,00) 8. května (0,00) 5. června (0,00)	10. března (mimořádné) 18. března (-0,75) 29.-30. dubna (-0,25)
aktuální klíčová sazba	4,00 %	2,00 %
poslední inflace	3,6 % (květen 2008)[2]	3,9 % (duben 2008)
očekávaná MP zasedání	3. července 7. srpna 4. září	24.-25. června 5. srpna
další očekávané události	4. září zveřejnění prognózy	11. června, 23. července zveřejnění Beige Book
očekávaný vývoj sazeb[3]	→	→

- ECB ponechala i nadále sazbu na úrovni 4 %.
- Fed pokračoval ve snižování úrokové sazby až na úroveň 2 %. Za motivy snižování jsou považovány slabá ekonomická aktivita, pokles na trhu nemovitostí a nadále přetrvávající napětí na finančních trzích.

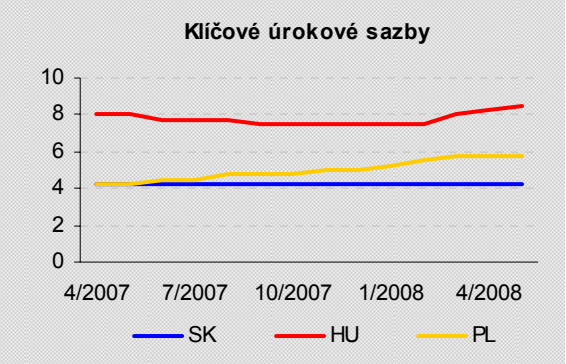


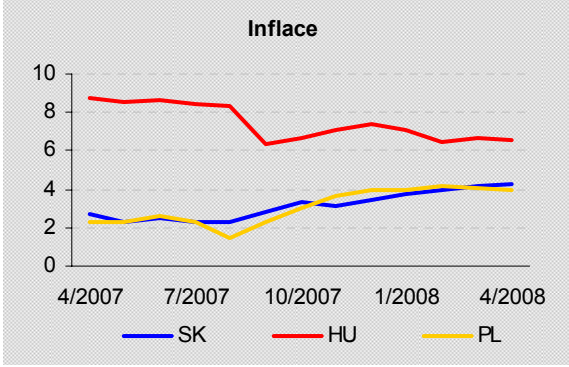


[1] definice cenové stability dle ECB ; [2] předběžný odhad; [3] směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts

Středoevropské ekonomiky

	Slovensko (NBS)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	<2 %	3,0 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. března (0,00)[4] 29. dubna (0,00) 27. května (0,00)	31. března (+0,50) 28. dubna (+0,25) 26. května (+0,25)	25.-26. března (+0,25) 29.-30. dubna (0,00) 27.-28. května (0,00)
aktuální klíčová sazba	4,25 %	8,50 %	5,75 %
poslední inflace	4,3 % (duben 2008)	6,6 % (duben 2008)	4,0 % (duben 2008)
očekávaná MP zasedání	24. června 29. července 26. srpna	23. června 21. července 25. srpna	24.-25. června 29.-30. července 26.-27. srpna
další očekávané události	29. července Zpráva o měnovém vývoji	25. srpna zveřejnění IR[5]	2. polovina července zveřejnění IR[5]
očekávaný vývoj sazeb[3]	↓	→	→



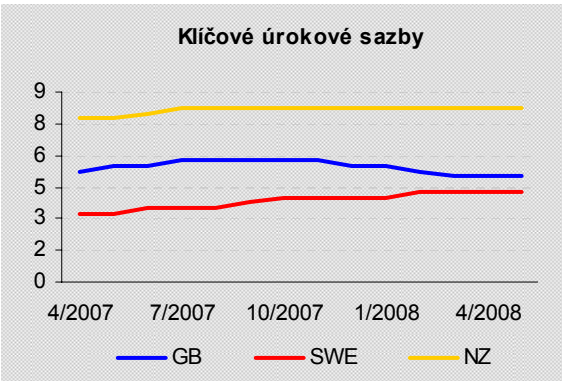


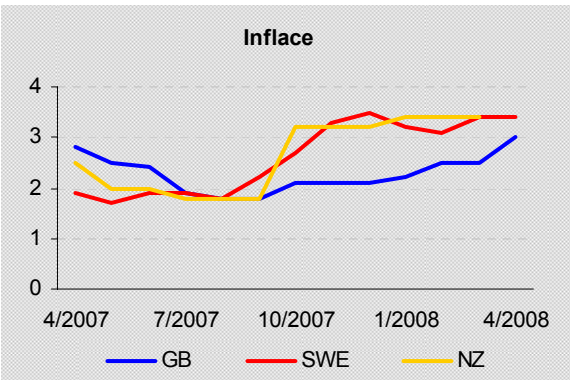
[4] NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy
[5] Inflation Report (Zpráva o inflaci)

MNB třikrát po sobě zvyšovala sazby, celkově vzrostly o 1 p.b. na 8,50 %. Činila tak zejména v reakci na obavy z možných sekundárních dopadů přetrvávající vysoké inflace a ve snaze předejít nárůstu inflačních očekávání. Na březnovém zasedání MNB zazněla obava z narůstající rizikové prémie aktiv denominovaných ve forintech a tento fakt přispěl k následnému zvýšení sazeb o 0,50 p.b. NBS ponechala sazby na stávající úrovni 4,25 %. NBP zvýšila klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 5,75 % v reakci na rostoucí míru inflace z titulu mzdověnákladových tlaků a v obavách z přetrvání vysokých inflačních očekávání.

Další vybrané země s režimem inflačního cílování

	Velká Británie (BoE)	Švédsko (Riksbank)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	9.-10. dubna (-0,25) 7.-8. května (0,00) 4.-5. června (0,00)	22. dubna (0,00)	24. dubna (0,00) 5. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	5,00 %	4,25 %	8,25 %
poslední inflace	3 % (duben 2008)	3,4 % (duben 2008)	3,4 % (1Q 2008)
očekávaná MP zasedání	9.-10. července 6.-7. srpna 3.-4. září	2. července 3. září	24. července 11. září
další očekávané události	13. srpna zveřejnění IR[5]	3. července zveřejnění IR[5]	11. září zveřejnění Monetary Policy Statement
očekávaný vývoj sazeb[3]	↓	→	→





BoE v reakci na finanční krizi a na její možné projevy v reálné ekonomice uvolnila klíčovou sazbu o 0,25 p.b. RNBZ a Riksbank ponechaly sazby na nezměněných úrovních (8,25 %, resp. 4,25 %).

2. Zajímavé události

Centrální banky pokračovaly v usnadňování přístupu finančních institucí k likviditě

V březnovém vydání monitoringu jsme se v tématu pod lupou věnovali kooperativnímu zásahu některých centrální bank proti nedostatečné likviditě v bankovním systému. Dne 11. března, tedy den po zveřejnění březnového čísla, Fed oznámil pokračování společných aktivit zainteresovaných bank (Bank of Canada, Bank of England, ECB, Fed, Swiss National Bank) zaměřených k obnovení hladkého fungování finančních trhů. Z tohoto důvodu přinášíme shrnutí posledních kroků (od 11. března do 5. června) provedených sledovanými centrálními bankami.

Swapové linky byly dvakrát po sobě (11. března a 2. května) prodlouženy a jejich objemy navýšeny na současných 50 mld. USD v případě ECB a 12 mld. USD v případě Swiss National Bank. **Bank of England** rovněž oznámila pokračování ve svých aktivitách, jež znamenají dodávání likvidity, a to v podobě dalších dvou tříměsíčních repo operací. **Bank of Canada** souběžně s akcemi uvedených centrálních bank vyhlásila další dvě 28-denní aukce tzv. Term Purchase and Resale Agreement (PRA).

Fed rozšířil možnosti financování o tzv. Term Securities Lending Facility (TSFL) do výše 200 mld. USD, které poskytují financování primárním dealerům na 28 dní (dříve O/N) s rozšířením spektra zastavitelných cenných papírů. Rovněž rostly objemy tzv. Term Auction Facility (TAF) ve dvou krocích až na současných 75 mld. USD. Následně představitelé Fedu vystoupili s dalšími opatřeními, mezi něž patřily prodloužení splatnosti operací na poskytování likvidity za diskontní sazbu ze 30 na 90 dnů, rozšíření rozsahu akceptovatelného kolaterálu, a konečně zřízení Primary Dealer Credit Facility (PDCF) za podmínek, kdy primární dealeři mají možnost získat neomezené množství jednodenní kolateralizované likvidity za diskontní sazbu.

Reserve Bank of New Zealand rovněž činila podobná opatření jako centrální banky G10

Ačkoliv se RBNZ nepodílela na společné akci centrálních bank G10, přesto na začátku května oznámila přijetí opatření k vylepšení likvidity v bankovním systému. Opatření mají shodné rysy s těmi, co byly přijaty centrálními bankami G10, tedy např. rozšíření akceptovatelné zástavy a prodloužení splatnosti jednodenních reverzních repo operací na 30 dní.

Bank of England vyhlásila program na podporu likvidity bank tzv. „Special Liquidity Scheme“

BoE 21. dubna 2008 zahájila program, jenž umožňuje komerčním bankám dočasně vyměnit kvalitní cenné papíry (ohodnocené ratingem AAA, kryté zejména hypotékami) za státní cenné papíry (UK Treasury Bills). Toto opatření má usnadnit bankám jejich vlastní financování a získávání likvidity. Schéma napomáhá bankám dočasně vyměnit aktiva (na 1 až 3 roky), která se vlivem událostí zejména na hypotečním trhu stala nelikvidními (banky je nemohou prodat ani zastavit, jelikož téměř neexistuje ochota tato aktiva koupit). Kreditní riziko, jež nesou takto vyměnitelná aktiva, zůstává v bilancích komerčních bank, a nepřechází tak na BoE. Doba využívání navrhnutého programu se bude odvíjet od podmínek na trzích. Možnost výměny aktiv je zpoplatněná rozdílem úrokových sazeb (mezi 3M LIBORem a 3M zápůjční sazbou, jež je uplatňována na půjčky zastavené státními dluhopisy, minimálně ovšem 20 b.b.).

Konvergenční zprávy Evropská centrální banka a Evropské komise 2008

Na začátku května zveřejnily Evropská komise a Evropská centrální banka své pravidelné Konvergenční zprávy za rok 2008, ve kterých hodnotí hospodářskou a právní konvergenci deseti členských států EU (Bulharska, České republiky, Estonska, Litvy, Lotyšska, Maďarska, Polska, Rumunska, Slovenska a Švédska). Slovensko je jako žhavý kandidát na přijetí eura od roku 2009 v těchto zprávách hodnoceno obzvláště podrobně, a ze stejného důvodu se jeho hodnocení v Konvergenčních zprávách věnujeme i v tématu pod lupou.

Eurosystém, ECB a ESCB slaví deset let své existence

Eurosystém, Evropská centrální banka a Evropský systém centrálních bank byly založeny 1. června 1998, následně po šesti měsících byla zavedena v 11 zemích tehdejší eurozóny společná měna euro (nejprve v bezhotovostní podobě). ECB vydala k tomuto výročí specializované číslo svého pravidelného měsíčního bulletinu, ve kterém se zaměřuje na ekonomický vývoj právě v posledních 10 letech.

Revalvace centrální parity slovenské koruny

Dne 28. května byla po dohodě ministrů financí zemí eurozóny, prezidenta ECB a ministrů financí a guvernérů centrálních bank Dánska, Estonska, Litvy, Lotyšska a Slovenska revalvována centrální parita slovenské koruny v ERM II o 17,6472 %, s účinností od 29. května 2008. Centrální parita koruny byla nastavena na 30,1260 Sk za 1 euro s tím, že bude i nadále využíváno standardní fluktuační pásmo ±15% kolem centrální parity. Hodnoty horního a dolního pásma k revalvované centrální paritě činí 34,6449 Sk a 25,6071 Sk. Revalvace parity je podle oficiální zprávy ECB oprávněná vzhledem k pokračujícímu zlepšování fundamentálních veličin.

Severské centrální banky uzavřely swapové dohody

Centrální banky Švédska, Norska, Dánska a Islandu uzavřely swapovou dohodu, jež umožňuje Islandu získat v případě nutnosti euro výměnou za islandskou korunu. Od každé z centrálních bank může centrální banka Islandu čerpat až 500 mil. EUR. Cílem dohody je podle guvernéra Riksbank Stefana Ingvese zabezpečení makroekonomické a finanční stability Islandu. Swapové linky nejsou v současnosti čerpány, ale jsou připraveny pro náhlé potřeby islandské ekonomiky k okamžitému použití. Jedná se tedy o preventivně zřízené swapové linky.

Větší otevřenost komunikace Riksbank

Výkonný výbor švédské centrální banky přijal ucelený dokument, který popisuje politiku komunikace pro vnitřní i vnější účely. Dokument shrnuje hlavní změny v komunikaci, které proběhly v posledních letech. Představitelé Riksbank budou štědřejší v poskytování informací, můžeme tak například očekávat komentáře k posledním ekonomickým datům ve vztahu k aktuální prognóze. Nicméně pro členy Výboru stále platí zákaz podávat informace ohledně zamýšleného rozhodování o úrokových sazbách.

Mishkin se vrací učit na Columbia University

Frederic S. Mishkin podal 28. května rezignaci na pozici člena Rady guvernérů Federálního rezervního systému s účinností od 31. srpna 2008. Nejbližší měnověpolitické zasedání Fedu 5. srpna bude tak jeho posledním. Mishkin je vnímán jako jeden z protagonistů nedávného agresivního snižování měnověpolitických úrokových sazeb v USA.

3. Téma pod lupou: Konvergenční zprávy hodnotí připravenost Slovenska na euro

Na začátku května zveřejnily Evropská komise (dále jen Komise) a Evropská centrální banka (ECB) své pravidelné Konvergenční zprávy za rok 2008, ve kterých hodnotí hospodářskou a právní konvergenci deseti členských států EU (Bulharska, České republiky, Estonska, Litvy, Lotyšska, Maďarska, Polska, Rumunska, Slovenska a Švédska). Slovensko je jako žhavý kandidát na přijetí eura od roku 2009 v těchto zprávách hodnoceno obzvláště podrobně, a ze stejného důvodu se jeho hodnocení v Konvergenčních zprávách věnujeme i v tomto tématu pod lupou. Zatímco Komise vyhodnotila plnění maastrichtských kritérií na Slovensku jako relativně bezproblémové, ECB je vůči Slovensku kritičtější. Definitivně o přijetí eura na Slovensku a o hodnotě přepočítacího koeficientu mezi slovenskou korunou a eurem rozhodne Rada EU ve složení ministrů financí a hospodářství (Ecofin) na svém červencovém zasedání. Je přitom pravděpodobné, že Ecofin přijetí eura na Slovensku od roku 2009 posvětí.

Kritérium cenové stability Slovensko plní, ale Konvergenční zpráva ECB vyjadřuje značné obavy týkající se udržitelnosti plnění kritéria cenové stability

Míra inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP) byla k březnu 2008 (2,2 %) o 1,0 p.b. nižší než referenční hodnota 3,2 %. Komise očekává její setrvání pod referenční hodnotou i v následujících měsících, ale pro nejbližší budoucnost předpokládá snižování tohoto rozdílu. K tlumení inflace přispívá trendové posilování měnového kurzu koruny, které bylo silné zejména během roku 2007 a počátkem roku 2008. Posilování koruny v kombinaci s pouze pozvolným zvyšováním regulovaných cen energií a růstem cen pohonných hmot přispěly ke snížení meziroční HICP inflace na 1,2 % v létě 2007. Ovšem následně inflace opět vzrostla na 3,4 % v prvním čtvrtletí 2008. Nárůst inflace byl ovlivněn vedle celosvětového vývoje cen energií a potravin i akcelerací cen neregulovaných služeb. Tyto faktory by měly působit i nadále v průběhu roku 2008. ECB pro rok 2008 očekává průměrnou inflaci přibližně 3,8 % a její následný pokles na 3,3 % v roce 2009. Výhled vývoje inflace na Slovensku je ovšem dle Konvergenční zprávy ECB opředen mnoha riziky a tato instituce vyjadřuje značné obavy o udržitelnost plnění kritéria cenové stability. Rizika souvisí dle ECB se zpřísňujícími se podmínkami na trhu práce, s odezněním tlumícího vlivu posilování koruny na inflaci a s růstem světových cen energií, jenž se doposud plně nepromítl do spotřebitelských cen. Z dlouhodobého hlediska bude na růst inflace na Slovensku dle ECB tlačit i proces dohánění hospodářské úrovně a cenové hladiny na úroveň vyspělých zemí.

Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb splněno s přehledem

Průměrná hodnota dlouhodobých úrokových sazeb byla k březnu 2008 (4,5 %) o 2 p.b. pod referenční hodnotou (6,5 %). Faktory, které stojí za poklesem úrokových sazeb na Slovensku, jsou snižující se riziková prémie země a příznivý vývoj inflace. Diferenciál vůči dlouhodobým úrokovým sazbám v eurozóně se od roku 2002 výrazně snižoval, až prakticky na nulové hodnoty v dubnu 2007. Od poloviny loňského roku diferenciál přetrvává na mírně kladných hodnotách v důsledku významného poklesu dlouhodobých úrokových měr v eurozóně.

Pobyt koruny v kurzovém mechanismu ERM II charakterizován trendovou apreciací

Slovenská koruna v době zpracování Konvergenčních zpráv 2008 pobývala v ERM II déle, než jsou nezbytně nutné dva roky. Apreciační trend pozorovaný v období před vstupem do systému ERM II pokračoval i v době fungování slovenské koruny v tomto mechanismu a vedl k revalvaci centrální parity (o 8,5 % s účinností od 19. března 2007). Posilování slovenské koruny pak dále pokračovalo i na jaře 2008, kdy se kurz koruny pohyboval 8-9 % nad centrální paritou. Celkově se kurz slovenské koruny během sledovaného dvouletého období pohyboval v silnější části fluktuačního pásma s průměrnou odchylkou 5,4 % od centrální parity. Komise nicméně konstatuje, že pozorované posilování bylo v souladu s fundamentálními faktory, koruna nebyla vystavena závažným tlakům, a kritérium kurzové stability je tak splněno. Zpráva ECB konstatuje, že pozorované trendové posilování slovenské koruny komplikuje analýzu, jak by mohla slovenská ekonomiky fungovat v podmínkách neodvolatelně zafixovaného nominálního kurzu (po přijetí eura).

Kritérium v oblasti veřejných financí bude splněno po očekávaném odvolání procedury nadměrného schodku Ecofinem

V roce 2004 byla na Slovensko uvalena procedura při nadměrném schodku (Excessive Deficit Procedure neboli EDP) jako opatření ke snížení deficitu veřejných financí pod úroveň 3 % HDP do roku 2008. V průběhu sledovaného období se podařilo deficit výrazně snížit (v roce 2007 na 2,2 % HDP) zejména díky omezení výdajů vládního rozpočtu. Letošní jarní prognóza Komise předpokládá v budoucnu nejprve pokles a poté mírný nárůst deficitu veřejných financí (2,0 % HDP v roce 2008 a 2,3 % HDP v roce 2009), avšak ten by se měl stále držet pod 3 % HDP. Vládní dluh se od počátku dekády výrazně snižoval a v roce 2007 dosáhl 29,4 % HDP, přičemž výhled Komise předpokládá zhruba jeho stabilitu. Komise tak hodnotí vývoj veřejných financí na Slovensku jako příznivý. Na Slovensko se sice v době zpracování letošních konvergenčních zpráv stále ještě vztahovala procedura při nadměrném schodku, je ale velmi pravděpodobné, že Ecofin v červnu rozhodne o jejím zrušení.

Celkové hodnocení a další kroky Slovenska na cestě k euru

Podle Konvergenční zprávy Evropské komise byla všechna ekonomická i legislativní kritéria pro přijetí eura na Slovensku splněna. Přes obavy vyjádřené ECB je pravděpodobné, že Slovensko na začátku roku 2009 zavede euro jako své zákonné platidlo, čímž se stane šestnáctým členem eurozóny a Národná banka Slovenska součástí Eurosystému. Definitivně bude o přijetí společné měny na Slovensku a o přepočítacím koeficientu mezi slovenskou korunou a eurem rozhodovat Ecofin na svém červencovém zasedání po konzultaci s Evropským parlamentem a Evropskou radu.

4. Vybraný projev: Irma Rosenbergová o měnověpolitických dopadech růstu cen komodit

V této části ve zkratce přibližujeme projev Irmy Rosenbergové, první viceguvernérky Sveriges Riksbank, který přednesla na téma: „Rostoucí ceny komodit" na půdě Skandinaviska Enskilda Banken ve Stockholmu 9. května 2008.

Projev I. Rosenbergové byl primárně zaměřen na diskusi měnověpolitických dopadů růstu cen komodit na světových trzích. Úvodem viceguvernérka nejprve formulovala aktuální výzvu pro měnovou politiku, tj. *„jak se budou ceny komodit dále vyvíjet a jak významně mohou nakazit ostatní ceny"*. Následně věnovala pozornost rozboru faktorů, které současný růst cen komodit zapříčiňují. Mezi ně zařadila: (i) zvýšenou poptávku po komoditách z rozvíjejících se zemí, (ii) nabídkové efekty (slabá úroda, nákladnější těžba, politická nestabilita v některých exportujících zemích a alternativní využívání některých komodit oproti původním účelům), (iii) slábnoucí USD, (iv) globální prostředí nízkých úrokových sazeb, (v) zvýšený investorský zájem o komodity sloužící jako bezpečný přístav pro investice a diverzifikaci rizika.

V další části projevu I. Rosenbergová nejprve obecně diskutovala důležitý efekt vyplývající z rostoucích cen energií a komodit v posledních letech, kterým je změna jejich relativních cen oproti cenám průmyslového zboží. Z měnověpolitického pohledu je však základním poznatkem fakt, že změny relativních cen nevedou samy k inflaci. Inflace je odrazem vývoje všeobecné cenové hladiny, která je měřena širším měřítkem, jako je např. index spotřebitelských cen. I. Rosenbergová zdůraznila, že měnová politika by neměla a nemůže působit proti změnám relativních cen. Co však měnová politika může dlouhodobě určovat je způsob, jak se inflace bude vyvíjet. Shodné změny relativních cen mohou nastat jak v případě nízkoinflačního, tak i vysokoinflačního prostředí. Pokud rostou ceny komodit, pak to implicitně znamená růst nákladů pro výrobce a následně tlaky na růst inflace. Za tohoto scénáře by mělo být cílem centrální banky operující v režimu inflačního cílování využít měnové politiky k omezení sekundárních efektů pramenících z růstu mezd a dalších cen a současně působit proti nárůstu inflačních očekávání. Pokud rostou ceny rychleji v zahraničí, pak by kredibilní měnová politika měla rovněž vést k apreciaci domácí měny, která přispěje k omezení přenosu dopadů do domácích cen. Zvládnutí cenového růstu v dlouhodobé perspektivě je ve skutečnosti otázkou vyváženého rozhodování o úrokových sazbách na každém měnověpolitickém zasedání.

Následně I. Rosenbergová uvedla, že samotné principy provádění měnové politiky v období růstu cen komodit jsou jednoduché. V podmínkách a atributech měnověpolitického režimu inflačního cílení aplikovaného Sveriges Riksbank jde o nalezení takové trajektorie úrokových sazeb, která zabezpečí vývoj inflace blízko inflačního cíle, a kdy je reálná ekonomika v rovnováze. Nicméně praktická aplikace uvedených principů je od naznačené jednoduchosti dosti vzdálená. Prvním důvodem je neschopnost zahrnutí všech efektů, které vedou a mohly by vést k růstu cen komodit v budoucnosti, do modelového rámce. Druhým důvodem je nemožnost centrální banky okamžitě ovlivnit vzniklý cenový impuls vlivem zpoždění v měnověpolitické transmisi. Další komplikací je fakt, že růst cen komodit se projevuje v inflaci a v reálné ekonomice protichůdně. Inflace roste, ale produkce nebo zaměstnanost klesá. Najít optimální váhy reakce na tyto efekty není jednoduché, ale je to něco, čeho musí měnová politika dosáhnout.

Závěrem I. Rosenbergová mimo jiné uvedla, že není vyloučeno, že ceny komodit porostou méně, než je v současnosti očekáváno. Důvodem by mohl být rychlejší než očekávaný pokles ekonomické aktivity ve světě a pokles zájmu o portfolio investice do komodit vlivem snížení očekávání o jejich budoucím výnosu. Oba tyto scénáře by pak postupně vedly k snižování spotřebitelské inflace.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5. června 2008. 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