

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

0
201

V tomto čísle

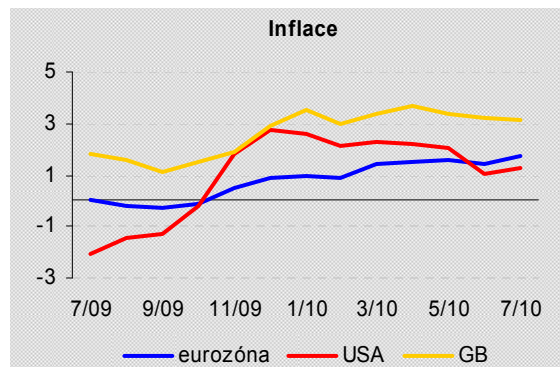
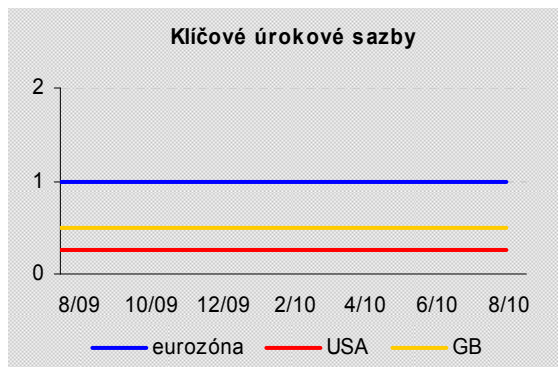
V uplynulých třech měsících jsme zaznamenali probíhající konsolidaci veřejných financí napříč Evropou a první výsledky kontrol řeckého hospodaření. Nad jednoznačným oživením světové ekonomiky stále visí otazník. Riksbank a novozélandská centrální banka zvýšily klíčové sazby, ostatní námi sledované centrální banky ponechaly své sazby nezměněny. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme „řecké krizi“, a to nejen z pohledu Řecka a dalších jižních států, ale i s ohledem na eurozónu jako celek. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení viceguvernerky Riksbank paní Barbry Wickman-Parak na téma zveřejňování trajektorie úrokových sazeb.

1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<i>inflační cíl</i>	< 2 % ¹	n.a.	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	8. července (0,00) 5. srpna (0,00) 2. září (0,00)	22. – 23. červenec (0,00) 10. srpna (0,00)	7. – 8. července (0,00) 4. – 5. srpna (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,00 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<i>poslední inflace</i>	1,6 % (srpen 2010) ²	1,2 % (červenec 2010)	3,1 % (červenec 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	7. října 4. listopadu 2. prosince	21. září 2. – 3. listopadu 14. prosince	8. – 9. září 6. – 7. října 3. – 4. listopadu
<i>další očekávané události</i>	2. prosince zveřejnění prognózy	20. října a 1. prosince zveřejnění Beige Book	10. listopadu zveřejnění Inflation Report
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→

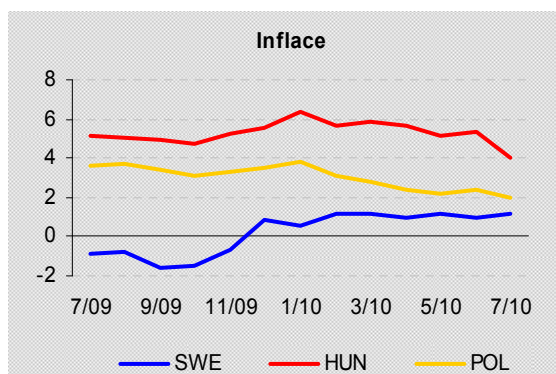
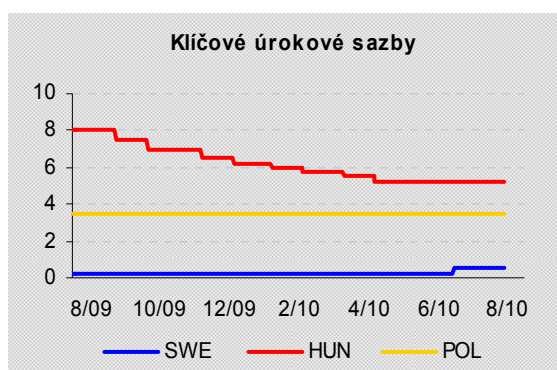
¹ definice cenové stability dle ECB ; ² odhad (tzv. flash estimate); ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ;



ECB ponechala úrokové sazby nezměněny. Na základě ekonomické analýzy se očekává jen pozvolné ožívání hospodářské aktivity. Mírný inflační vývoj v budoucnosti naznačují také analýzy měnové, jež poukazují na jen velmi pomalý růst peněz a úvěrů. ECB se rozhodla pokračovat ve svých opatřeních na podporu likvidity. Hlavní refinanční operace budou prováděny s fixní sazbou a plným uspokojením minimálně do 18. ledna 2011, v případě potřeby i déle. Do konce letošního roku pak bude pokračovat také v poskytování tříměsíčních refinančních operací. **Fed** ponechal klíčovou sazbu beze změny a s úmyslem udržet vysoký objem likvidity v ekonomice rozhodl o reinvestování prostředků získaných ze splátek jistin dluhu vládních agentur do nákupu státních dluhopisů. Rozhodnutí je reakcí na zpomalující oživení výstupu a zaměstnanosti. Spotřeba domácností pozvolna rostla, je však stále tlumena vysokou nezaměstnaností, jen mírným růstem příjmů a přísnými úvěrovými podmínkami. **BoE** ponechala klíčovou sazbu rovněž beze změny a stejný zůstává také objem nákupu dluhových cenných papírů – 200 mld. GBP.

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>	1. července (+0,25) 1. září (+0,25)	21. června (0,00) 19. července (0,00) 23. srpna (0,00)	29. – 30. června (0,00) 27. – 28. července (0,00) 24. – 25. srpna (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,50 %	5,25 %	3,50 %
<i>poslední inflace</i>	1,2 % (červenec 2010)	4,0 % (červenec 2010)	2,0 % (červenec 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	25. října	27. září 25. říjen 29. listopad	28. – 29. září 26. – 27. říjen 23. – 24. listopad
<i>další očekávané události</i>	26. října zveřejnění Monetary Policy Report	23. listopadu zveřejnění Inflation Report	24. listopadu zveřejnění Inflation Report
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↑	→	→



Riksbank v uplynulém čtvrtletí podle očekávání zvýšila klíčovou úrokovou sazbu, a to hned na dvou zasedáních: o 0,25 p.b. v červenci a začátkem září pak o dalších 0,25 p.b. na 0,75 % a depozitní sazba byla zvýšena z -0,25 p.b. na nulu. Švédská centrální banka považuje inflační tlaky nadále za nízké, očekává však jejich zvýšení s postupujícím ekonomickým oživením. Švédská ekonomika vykazuje od začátku roku silný růst, oživení obchodu ve světě přispělo k nárůstu vývozu a investic. Náznaky zlepšení je možné pozorovat i na trhu práce. Vlivem rostoucího optimismu domácností se zvyšuje spotřeba. Tento pozitivní vývoj však bude zřejmě tlumen méně příznivou situací ve Spojených státech a jen mírnou hospodářskou aktivitou v eurozóně, ovlivněnou fiskální konsolidací. Dalším faktorem pro rozhodnutí o výši sazeb je také rychlý nárůst zadlužení domácností v posledních letech.

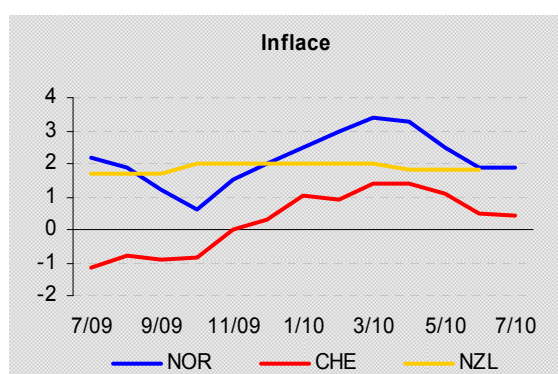
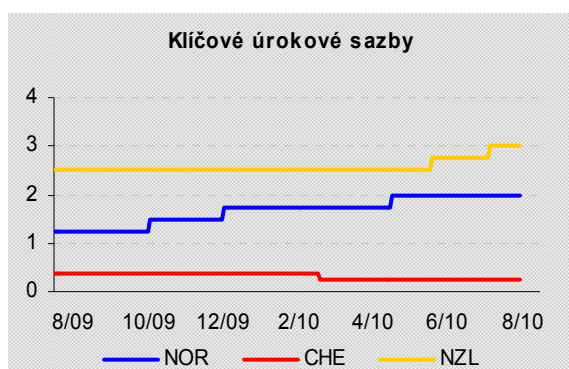
MNB ve světle na jedné straně inflačních rizik pramenících ze slabého kurzu a nákladových šoků a na druhé straně ekonomického výstupu pod potenciálem ponechala úrokové sazby nezměněny na úrovni 5,25 %. Spotřeba domácností je stále oslabována vysokou nezaměstnaností a vyššími splátkami cizoměnových úvěrů domácností z důvodu znehodnocení forintu. Vnímání rizikovosti maďarských finančních aktiv významněji nepokleslo, narozdíl od aktiv ostatních zemí středoevropského regionu. Domácí poptávka zůstává stále slabá, avšak ekonomika je tažena silnější než očekávanou zahraniční poptávkou. Nejistota ohledně budoucího vývoje inflace pramení dle MNB z hrozby prosakování nákladových šoků (růst cen komodit a cen potravin) do inflace.

NBP ponechala klíčové úrokové sazby beze změny. Polská ekonomika pokračuje v ekonomickém růstu. Vývoj ve stavebnictví potvrdil rostoucí trend a průmyslová produkce vykázala rychlý růst. Dochází ke zlepšení na trhu práce, neboť roste zaměstnanost a současně klesá nezaměstnanost. Inflace v červenci opět klesla a dosáhla 2 %. K poklesu inflace přispěl efekt základny daný silným růstem cen paliv a zvýšením spotřební daně z tabáku před rokem. V prvních měsících roku 2011 je očekáván mírný nárůst inflace vlivem změn DPH..

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 % ⁵
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	23. června (0,00)	17. června (0,00)	29. července (+0,25)
<i>Aktuální klíčová sazba</i>	2,00 %	0 – 0,75 % ⁴	3,00 %
<i>poslední inflace</i>	1,9 % (červenec 2010)	0,4 % (červenec 2010)	1,8 % (2Q 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	27. října	16. září	16. září 28. října
<i>další očekávané události</i>	27. října zveřejnění Monetary policy report	16. září zveřejnění Monetary policy report	16. září Monetary policy statement
<i>očekávaný vývoj sazeb²</i>	↑	→	↑

³⁴ V grafu znázorněn střed pásma; ⁵ střed cílového pásma 1 – 3 %



Norges bank (NB) v červnu ponechala klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbu na 2 %. Norská ekonomika se podle NB vyvíjí v souladu s předpoklady, ekonomická aktivita postupně roste, inflace zpomalila a nachází se mírně pod 2 %. Podle guvernéra S. Gjedmra vývoj inflace, výstupu a nezaměstnanosti vyžaduje, aby úrokové sazby zůstaly nízké. Nízké úrokové sazby prozatím nevedou k růstu dluhu domácností, dochází však k výraznému růstu cen nemovitostí. Pozornost vůči rizikům v podobě finanční nerovnováhy v budoucnu, která by mohla narušit vývoj ekonomické aktivity i inflace, nicméně vede k úvahám o postupném zvyšování úrokových sazeb blíže k „více normálním hodnotám“.

SNB ponechala cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) beze změny a udržuje sazby LIBOR na úrovni 0,25 %, tj. v dolní části koridoru 0 – 0,75 %. Švýcarská ekonomika těží z oživení v globální ekonomice a příznivý je i vývoj domácí poptávky. SNB očekává v roce 2010 růst reálného HDP okolo 2 % (o 0,5 p.b. více, než bylo očekáváno v minulé prognóze). Deflační riziko pominulo, nicméně tlaky na finančních trzích související s veřejnými financemi zvýšily riziko poklesu inflace. Případné naplňování těchto rizik může skrze posilování švýcarského franku zesílit deflační hrozbu. SNB ve své prognóze počítá s vývojem inflace v roce 2010 na úrovni 0,9 %, v roce 2011 pak 1 % a v roce 2012 ve výši 2,2 %.

RBNZ zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 na 3,00 %. Přestože se výhled ekonomického růstu zmírnil, guvernér Bollard uvedl na tiskové konferenci, že je stále vhodné pokračovat v odbourávání mimořádných stimulů zavedených v době recese v letech 2008/2009. S růstem ekonomiky je očekáván i nárůst inflačních tlaků, které jsou zatím mírné, když se míra inflace pohybuje blízko 2 %.

2. Zajímavé události

Fed reinvestuje splátky jistin a nakoupí další státní dluhopisy

Dne 10. srpna 2010 Fed rozhodl o zachování výše Fedem držných cenných papírů na současné úrovni reinvestováním jistin splacených Fedu z dluhu Agentur a agenturních cenných papírů krytých hypotékami do dalších nákupů státních dluhopisů. Toto rozhodnutí si klade za cíl podpořit ekonomické oživení při současném zachování cenové stability.

EK, ECB a MMF na misi v Řecku

Tým odborníků složený ze zástupců Evropské komise, ECB a Mezinárodního měnového fondu navštívil ve dnech 26. července až 8. srpna Řecko, aby posoudil ekonomický program vlády podporovaný půjčkou ve výši 80 mld. EUR od zemí eurozóny a půjčkou 30 mld. EUR od MMF. Hodnocení týmu potvrdilo dobré nastartování programu. Ke konci června byla splněna všechna kvantitativní kritéria. Nejvýraznější pokrok byl zaznamenán v oblasti implementace fiskálního programu, přičemž i ostatní reformy se realizují v časovém předstihu. Avšak stále zůstávají otevřené některé závažné otázky a rizika.

V oblasti strukturálních reforem bylo dosaženo výrazného pokroku. Řecký parlament schválil důchodovou reformu. Úspěšně probíhá i reforma trhu práce. Nedávno provedená daňová a rozpočtová reforma má zásadní význam z hlediska rozpočtové konsolidace. Klíčovým předpokladem úspěšnosti programu zůstává obnovení konkurenceschopnosti a podpora potenciálního růstu. V tomto směru bude muset vláda překonat odpor zájmových skupin bránících se otevření trhů pro některé profese, deregulaci, zavedení směrnice o službách a eliminaci bariér rozvoje turismu a maloobchodu.

Ve finančním sektoru došlo k mírnému zhoršení kapitálové přiměřenosti, nicméně až na jednu banku prošly všechny zúčastněné řecké banky úspěšně zátěžovými testy (bylo testováno 90 % bank). To přispělo k uklidnění napětí na finančních trzích. Řecko s výjimkou umístování krátkodobých vládních dluhopisů nadále nemá možnost přístupu na finanční trhy.

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

Vzhledem ke skutečnosti, že míra inflace v červenci 2010 dosáhla 3,1 %, 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 hlavní krátkodobé faktory, kvůli kterým byl překročen inflační cíl. Prvním faktorem je nárůst cen ropy, druhým zvýšení DPH z 15 % na 17,5 % a třetím pokračující vliv prudkého oslabení kurzu libry v letech 2007 a 2008, které se následně projevilo v nárůstu spotřebitelských cen.

Novým prezidentem polské centrální banky se stal profesor Marek Belka

Nástupcem Sławomira Skrzyпка, který tragicky zahynul v dubnu 2010, byl v čele polské centrální banky 10. června 2010 polským Sejmem schválen ekonom profesor Marek Belka. Předchozí kariéra nového prezidenta NBP zahrnuje funkce ministra financí a premiéra polské vlády a ředitele Evropského oddělení Mezinárodního měnového fondu. Nový prezident NBP prohlásil, že bude posilovat nezávislost NBP a spolupracovat s vládou a dalšími autoritami s cílem podporovat polskou ekonomiku za předpokladu, že nebude ohrožen primární cíl NBP, což je stabilita cen.

NBP požádala o novou dohodu v rámci Flexible Credit Line poskytovanou IMF

Po uplynutí platnosti flexibilní úvěrové linky (Flexible Credit Line, FCL) poskytované IMF Polsku požádala dne 15. června polská centrální banka společně s ministerstvem financí Mezinárodní měnový fond o novou dohodu v rámci FCL ve výši 13,69 mld. SDR (zvláštní práva čerpání), tj. 1000 % členské kvóty Polska v IMF, po dobu 12 měsíců.

Reputace norské centrální banky je silná, prostor pro zlepšení však stále existuje

V rámci šetření prováděného pro Norges Bank firmou TNS Gallup byla dotazována jak široká veřejnost, tak vybrané soukromé subjekty z řad průmyslu. Výsledky ukázaly, že Norges Bank uspokojivě plní svůj mandát. V oblasti externí komunikace je za poslední období patrné zlepšení, nicméně respondenti šetření by uvítali banku ještě více otevřenou a přístupnou.

MNB provedla další nákup hypotečních dluhopisů

Dne 18. srpna nakoupila maďarská centrální banka na sekundárním trhu hypoteční dluhopisy vydané v Maďarsku a denominované ve forintech v objemu 3,4 mld. HUF, přičemž nabídky od protistran dosáhly objemu 36,1 mld. HUF. Další operace bude provedena 15. září 2010. Historii dosavadních nákupů lze nalézt [zde](#) a [zde](#). Připomeňme, že program nákupů hypotečních dluhopisů byl schválen 8. února 2010 Radou MNB.

3. Téma pod lupou: Euro a eurozóna v době „řecké krize“

Nedávné desáté výročí vzniku eura s sebou přineslo mnoho pozitivně laděných komentářů. Letošní rok se ale pro společnou evropskou měnu stal rokem těžké zkoušky, když se naplno ukazuje velikost problémů eurozóny a některých jejích členských zemí, o kterých se sice vědělo, ale jejichž ostré vyústění se nepředpokládalo. V následujících odstavcích jsou nastíněny výchozí podmínky tří zřejmě nejzranitelnějších zemí eurozóny – Řecka, Španělska a Portugalska. Text se pak dále věnuje vývoji v uvedených zemích a v eurozóně jako celku po eskalaci situace v období doznívající světové finanční a hospodářské krize.

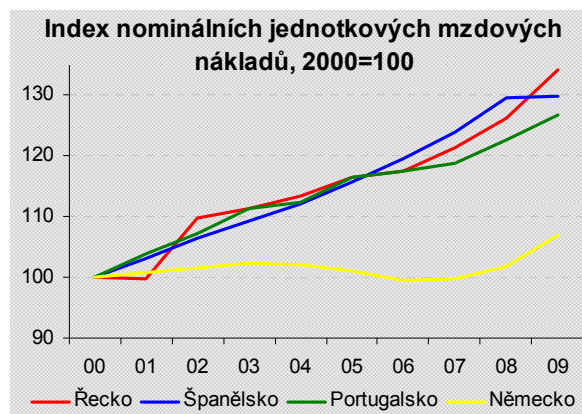
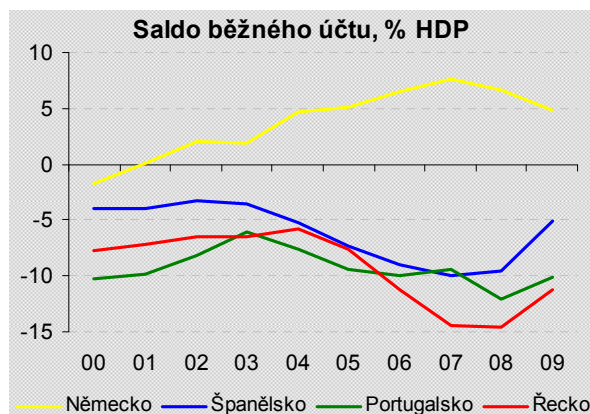
Není to tak dávno, co se slavily desáté narozeniny eura, které se nesly v převážně pozitivním duchu. Nová měna i nově vzniklá Evropská centrální banka si vybudovaly důvěryhodnost, inflace v měnové unii byla nízká a stabilní, inflační diferenciály měly před krizí tendenci se snižovat. Nízká inflace a nízké úrokové sazby měly – nebo se alespoň zdály mít – příznivý vliv na ekonomický vývoj. Vedle toho se věřilo, že euro zaručilo makroekonomickou stabilitu a že v rámci eurozóny se vlivem odstranění kurzového rizika zvýšil obchod i přímé zahraniční investice. Jako pozitivní byla označována zvyšující se integrace finančních trhů.

I přes uvědomování si některých slabých míst v eurozóně však v té době mohl zřejmě málokdo tušit, v jak závažné komplikace tyto problémy vyústí. Sotva se Evropa začala vzpamatovávat z finanční a ekonomické krize, čekala měnovou unii další těžká zkouška v podobě krize fiskální. Po propuknutí problémů v Řecku, následných obav z nákazy a po přijetí závazku ostatních členských zemí eurozóny pomoci Řecku byla německými euroskeptiky podána ústavní stížnost, médií proběhly úvahy o možném vystoupení či vyloučení některých zemí z měnové unie či o zavedení „super-eura“ pro silnější státy eurozóny.

Znovu se tak stává aktuální otázkou, zda je eurozóna opravdu dostatečně „optimální měnovou zónou“ či nikoliv. Pro země je výhodné přijmout společnou měnu v případě, že jejich ekonomiky jsou hospodářsky propojené a zároveň dostatečně „podobné“ (např. strukturou hospodářství, vývojem měnového kurzu a úrokových sazeb či sladěným hospodářským cyklem), a u nichž je tedy nižší pravděpodobnost výskytu asymetrických šoků. Takové šoky sice nelze zcela eliminovat, ale v případě jejich výskytu by jednotlivé ekonomiky měly být schopny reagovat jinak než měnovou politikou či pohybem měnového kurzu, tj. měly by být dostatečně pružné v oblasti cen a mezd i na trhu práce obecně, měly by být schopny využít stabilizační funkci veřejných rozpočtů. Ekonomické šoky může významně tlumit také zdravý a stabilní finanční systém. Tolik teorie. Jaká však byla praxe jižního křídla eurozóny?

Nerovnováhy v eurozóně

Země jižního křídla – Řecko, Španělsko a Portugalsko – vykazovaly v posledních letech rychlý růst, který byl tažen především silnou domácí poptávkou stimulovanou jak příliš uvolněným působením společné měnové politiky, tak expanzivními domácími fiskálními politikami. V důsledku nadměrně

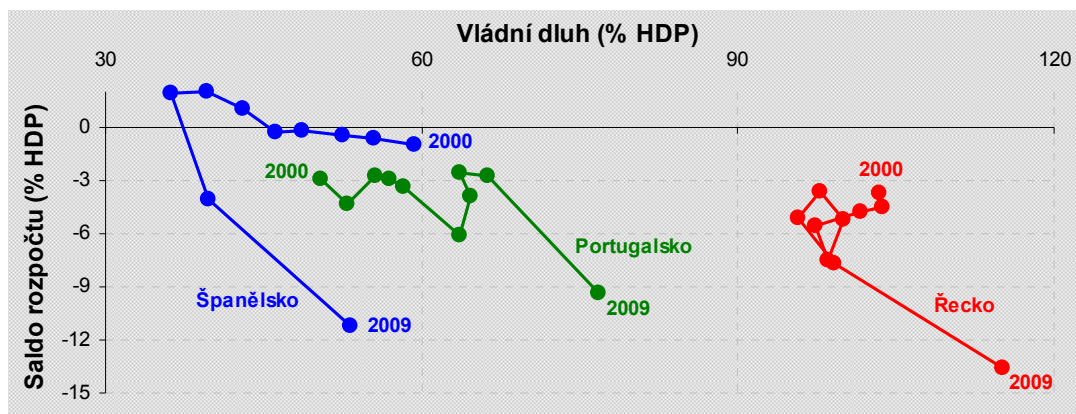


rostoucích nominálních jednotkových mzdových nákladů, kdy růst mezd byl vyšší než růst produktivity, se snížila konkurenceschopnost těchto zemí na evropském i světovém trhu. Nízká zahraniční poptávka se pak promítla do hlubokých schodků běžného účtu platební bilance. Chyběla možnost oslabení měny (např. v podobě tzv. kompetitivní devalvace), která těmto zemím v minulosti opakovaně posloužila jako nástroj přizpůsobení (ač za cenu vyšší inflace).

Ve vládním i soukromém sektoru narůstal objem úvěrů, protože tyto se staly dostupnějšími a levnějšími – po vstupu do měnové unie došlo v těchto státech ke snížení nominálních úrokových sazeb, odstranění kurzového rizika v rámci eurozóny a poklesu rizikové prémie země. Vyšší inflace na jihu (daná jak cyklickým přehříváním ekonomik tak i jejich dlouhodobou konvergencí) vedla k ještě většímu poklesu reálných úrokových sazeb, které byly v posledních letech nulové či dokonce záporné.

Zahraniční kapitál, který do těchto zemí přicházel, nebyl alokovan efektivně. Prostředky byly do značné míry použity k financování vládních schodků, přispěly především k povzbuzení soukromé spotřeby a ve Španělsku také k nerovnováznému vývoji cen nemovitostí. Zahraniční zadluženost (státní i soukromé sféry) tak nebyla podložena produktivními investicemi, které by do budoucna zajistily příjem a splácení dluhu.

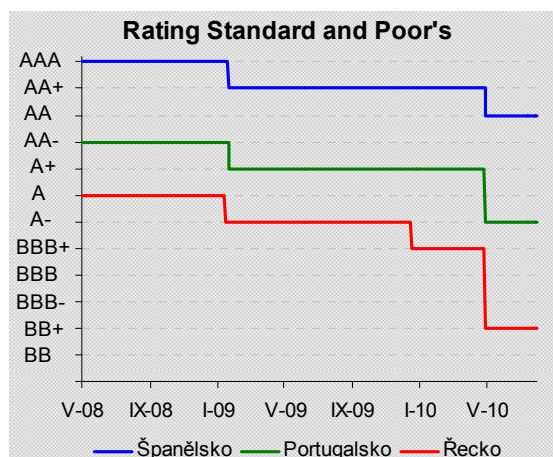
Obzvláště vysoké bylo zadlužení vládní, které se ze tří sledovaných zemí dařilo před vypuknutím globální finanční a ekonomické krize znatelně snižovat pouze Španělsku.



S problémem zadlužení vlády se nepotýkají pouze státy jižního křídla eurozóny, ale i většina ostatních. Řecko společně s Itálií ovšem vykazují smutný rekord, když hodnoty jejich veřejného dluhu přesahují jejich roční hrubý domácí produkt. V kontextu současné nepříznivé ekonomické situace, kdy jsou daňové příjmy ochromené a naopak tlaky na veřejné výdaje narůstají, představují snahy o snížení dluhu obzvláště náročný úkol. Další komplikací do budoucna představuje nepříznivý demografický vývoj ve většině evropských zemí.

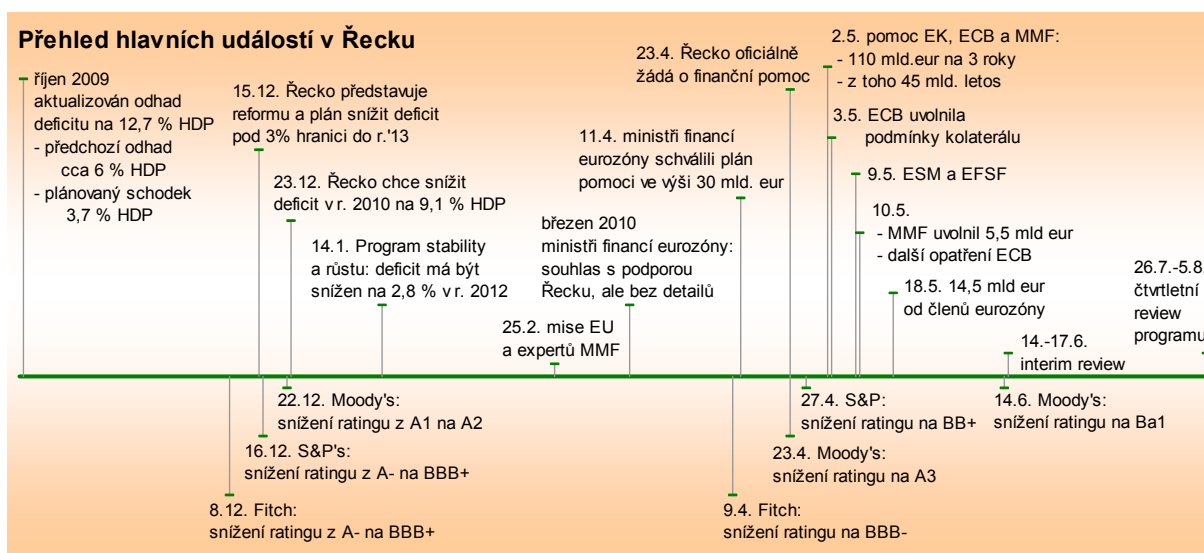
Řecká krize a reakce na ni

Problémy s narůstajícím vládním dluhem letos v Řecku eskalovaly. Přestože hluboké deficity veřejných rozpočtů jsou v této zemi téměř tradicí, nedávný vývoj byl onou pověstnou „poslední kapkou“, kterou přetekl pomyslný pohár trpělivosti investorů. V říjnu 2009 nastoupila nová vláda Jorgose Papandrea a v témže měsíci přehodnotila výši odhadovaného či zamýšleného vládního deficitu za rok 2009 z původně plánovaného schodku 3,7 % HDP a z pozdějšího odhadu cca 6 % HDP na hodnotu 12,7 % HDP. K dalšímu „zpřesnění“ o 0,2 p.b. směrem nahoru došlo v únoru, v dubnu pak až na 13,6 % HDP. Nebylo to



navíc poprvé, co byly odhaleny závažné problémy v řeckých statistikách¹ a v systému jejich rozpočtového hospodaření. K optimismu ohledně vývoje v Řecku pak nepřispělo ani zhoršující se hodnocení ratingových agentur. Reakce trhů byla rychlá a nekompromisní. Vedle nárůstu výnosů řeckých dluhopisů reagovaly negativně indexy athénské akciové burzy i společná měna eurozóny.

V průběhu března už naplno probíhala jednání se zástupci Evropské unie a Mezinárodního měnového fondu o případné pomoci Řecku, kterému hrozilo, že nebude schopno na trhu získat zájemce o nákup dluhopisů, resp. že je bude nuceno vydat za nepřijatelně vysoké úrokové sazby. Když pak v dubnu Řecko oficiálně požádalo o finanční pomoc, vyšplhaly se spready CDS na řecké vládní dluhopisy až na hodnoty vyšší, než byly po bankrotu Lehman Brothers.



Začátkem května byly zveřejněny podmínky společného programu pomoci Mezinárodního měnového fondu, Evropské komise a Evropské centrální banky. Celkem má být Řecku v následujících třech letech poskytnuto 110 mld. eur, z toho 30 mld. od MMF a 80 mld. od Evropské komise, která sloučí příspěvky od jednotlivých států eurozóny, jejichž relativní výše má odpovídat podílu těchto zemí na kapitálu ECB. Cílem programu je urychleně obnovit důvěru v řeckou ekonomiku a její finanční stabilitu. V delším časovém horizontu je potřeba zlepšit konkurenceschopnost ekonomiky, změnit strukturu ekonomické aktivity směrem k většímu růstovému příspěvku investic a exportu. Nutná je fiskální konsolidace a narovnání platební bilance. Program je založen především na krácení výdajů, nevyhnutelné je snížení mezd a penzí, na straně příjmů pak figuruje zvýšení daně z přidané hodnoty a spotřební daně. Naprosto nezbytná je reforma penzijního systému, následovat mají také reforma veřejné správy, strukturální reformy na trhu práce a další. V neposlední řadě je jedním z požadavků kladených institucemi kvalita výkaznictví a statistik.

Ve stejné době ECB dočasně zmírnila podmínky pro přijímání řeckých dluhopisů do zástavy při poskytování likvidity bankám ze zemí eurozóny, když pozastavila kritérium minimálního ratingového hodnocení akceptovatelných instrumentů. Další opatření následovala 10. května, kdy za účelem uvolnění tlaku na finančních trzích začala ECB nakupovat na sekundárních trzích vládní i soukromé dluhové cenné papíry (přičemž oznámila záměr sterilizovat dopad těchto nákupů na likviditu bankovního sektoru), obnovila provádění dlouhodobějších refinančních operací na podporu likvidity a obnovila swapové linky s Fedem.

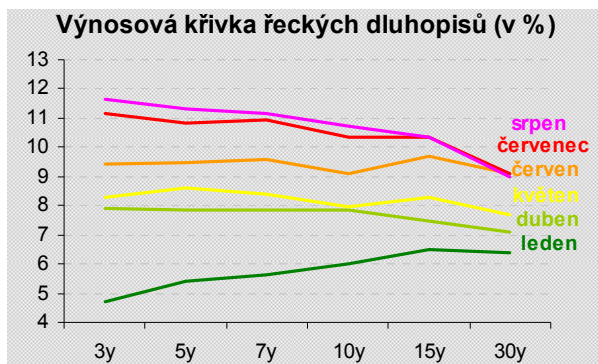
Evropská unie rovněž rozhodla o zavedení dvou dočasných nástrojů: Evropského stabilizačního mechanismu (ESM), který by v případě potřeby mohla použít země EU z rozpočtu Unie, a to

¹ Již záhy po přijetí Řecka do eurozóny v roce 2001 byla zpochybněna věrohodnost Řeckem udávaných čísel o výši vládního deficitu v předchozích obdobích. Nedostatky vykazovaly statistiky i v následujících letech, viz např. zpráva Evropské komise o řecké statistice vládního deficitu a dluhu:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/COM_2010_REPORT_GREEK/EN/COM_2010_REPORT_GREEK-EN.PDF

v maximální hodnotě 60 mld. eur; a Evropského fondu finanční stability (EFSF) s kapacitou 440 mld. eur, určeného pouze pro země eurozóny a naplněného poskytnutými garancemi zemí měnové unie dle jejich podílu na kapitálu ECB. Jakkoliv poskytnutá zahraniční pomoc vyřešila urgentní potřeby řecké ekonomiky a zabránila přelití řecké krize do dalších zemí, konečný úspěch bude záviset na samotném Řecku. To vedle významných opatření k fiskální konsolidaci již schválilo reformu důchodového systému a pracuje se na reformě trhu práce. Byla liberalizována nákladní přeprava a trhy energií. Podle závěrů nedávné inspekce MMF a EU zahájilo Řecko program s velkým odhodláním a v současnosti plní jeho podmínky, v září by tak mělo být uvolněno dalších 9 mld. eur.

I přes veškerá opatření se však zatím nepodařilo přesvědčit trhy o tom, že Řecko je na dobré cestě k zvládnutí situace, a výnosová křivka řeckých dluhopisů i nadále stoupá. Spready CDS sice klesly z rekordních hodnot, jejich úroveň je však nadále velmi vysoká.



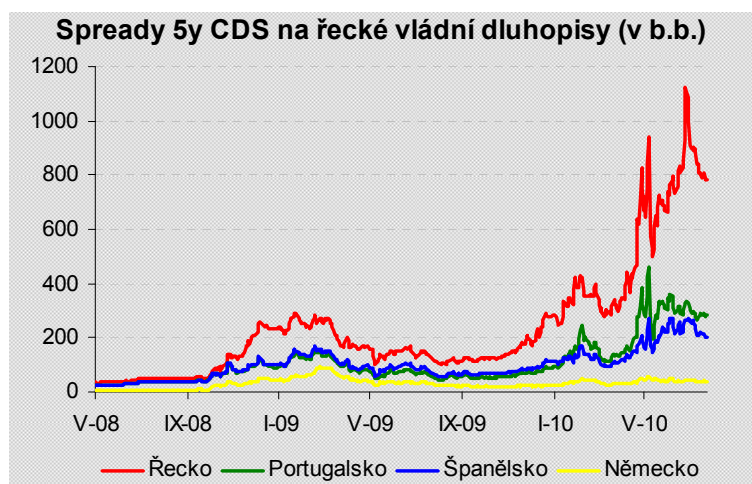
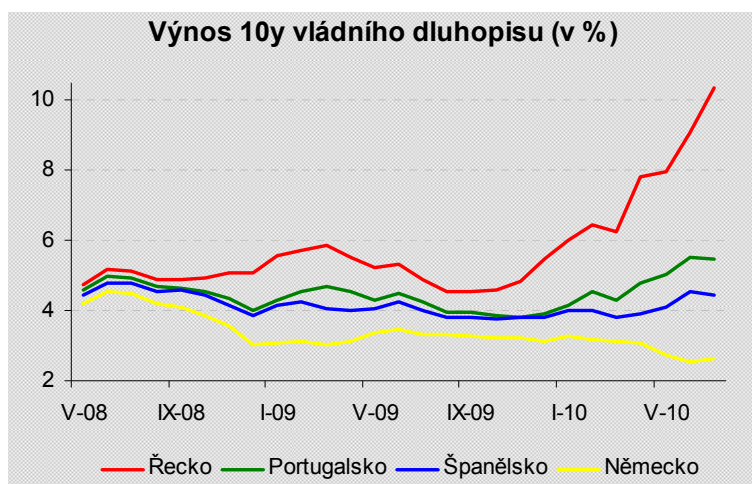
Španělsko a Portugalsko

Také Španělsko a Portugalsko si velmi dobře uvědomují závažnost situace. Přestože je nestíhají skandály s „kreativitou“ při sestavování vládních finančních statistik a přestože jejich zadlužení není tak vysoké jako v případě Řecka, nervozita navedla trhy k úvahám o udržitelnosti fiskální situace i v těchto dvou zemích Pyrenejského poloostrova. I zde se spready CDS na vládní dluhopisy navýšily, hodnocení ratingových agentur zhoršila a za své výpůjčky si vlády nyní musí připlatit.

Ve Španělsku se navíc nadále propadají ceny nemovitostí a přetrvává vysoké zadlužení soukromého sektoru. Tato země se kromě toho dlouhodobě potýká s vysokou nezaměstnaností, která v prvním čtvrtletí letošního roku přesáhla dvacet procent, a vytváří tak extrémní tlak na rozpočet.

Obě země již představily úsporná opatření. Španělsko od června snížilo mzdy státním zaměstnancům o 5 %, přičemž příští rok zůstanou mzdy na letos dosažené úrovni. Mzdy nejvyšších představitelů vlády se sníží o 15 % a penze se nebudou automaticky zvyšovat o inflaci. Připravuje se reforma pracovního trhu. Úspory by měly snížit deficit v letech 2010 a 2011 o celkem 15 mld. eur, na 9,3 % HDP v letošním a na 6 % HDP v příštím roce.

V Portugalsku má dojít k omezení sociálních dávek a výdajů na zaměstnance ve veřejném sektoru a k prodeji státního majetku. Úsporný balíček dále zahrnuje zvýšení daně z přidané hodnoty i daně z příjmu. Plán má za cíl snížit deficit země do roku 2013 na 2,8 % HDP.



Dopady na eurozónu

Ačkoliv je Řecko relativně malá ekonomika – jeho HDP tvoří necelá tři procenta celkové produkce eurozóny – ukazuje se, že jeho problémy mohou mít dalekosáhlé dopady na celou měnovou unii. Problémy Řecka i dalších jižních států totiž obnažily strukturální slabiny eurozóny - nesourodost jejich ekonomik, vysokou míru zadlužení a nepříznivý demografický vývoj.

Od začátku prosince do začátku června oslabilo euro vůči dolaru o zhruba dvacet procent. K nejprudšímu znehodnocení (o 7,6 %) došlo během května, kdy také začaly narůstat rizikové prémie vlivem poklesu likvidity na dluhopisových trzích.² Krátkodobě se zhoršil ekonomický sentiment podniků i domácností v eurozóně.

Nervozita spojená s dluhovou krizí se dotýká také držitelů řeckého vládního dluhu, mezi nimiž je mnoho evropských finančních institucí. V absolutním měřítku je držen největší objem těchto dluhopisů ve Francii (cca 40 mld. eur), v Německu a v Itálii; v podílu na HDP má největší expozici Lucembursko.

Bude zajímavé sledovat, co přinese vývoj událostí v dalších měsících a letech. Stále existují pochybnosti o tom, jak Řecko obstojí v současné situaci, jestli se mu podaří zvládnout náročné reformy a namířit hospodářský vývoj požadovaným směrem, zda bude za tři roky skutečně schopné vrátit se na finanční trh a zda se problémy Řecka nepřenesou i do dalších zemí. Vývoj současně vedl k zintenzivnění debat nad potřebnými inovacemi institucionální úpravy koordinace hospodářských politik v EU.

² V následujícím období však došlo k obratu ve vývoji kurzu, když byly obavy z vývoje „jižního křídla“ eurozóny zatlačeny do pozadí zhoršujícím se výhledem ekonomiky Spojených států.

4. Vybraný projev: Trajektorie repo sazby – zkušenosti po třech letech

Dne 17. června 2010 hovořila Barbro Wickman-Parak, viceguvernérka Riksbank, na půdě Danske Bank ve Stockholmu o [tříleté zkušenosti s publikováním trajektorie repo sazby](#).

Paní Wickman-Parak se ve svém projevu ohlížela za tříletým obdobím zveřejňování prognózy klíčové měnověpolitické sazby, tj. trajektorie repo sazby. Na úvod hovořila o důvodech, které vedly Riksbank k přechodu na prognózu vlastní repo sazby. Prognóza růstu i inflace vyžaduje předpoklad ohledně úrokových sazeb; nejdříve, tj. počínaje rokem 1995, kdy bylo zavedeno cílování inflace, Riksbank ve svých prognózách uvažovala úrokovou sazbu neměnnou na horizontu prognózy. To byl přes některé své výhody nerealistický předpoklad, a proto se Riksbank posunula dále, k více realistickému předpokladu, a od roku 2005 používala tržní očekávání ohledně úrokových sazeb v podobě implikovaných forwardových sazeb. Avšak vzrostla pravděpodobnost situace, že forwardová trajektorie nebude souhlasit s představou Riksbank o „nejlepší“ předpovědi repo sazby. Odtud byl jen malý krok k tomu začít vytvářet a publikovat vlastní prognózu úrokových sazeb. Přínosy, které měla vlastní prognóza repo sazby přinést, spočívají ve větší konzistenci samotné prognózy jako celku a současně větší otevřenosti vůči veřejnosti, ačkoliv – jak Riksbank soustavně zdůrazňuje – trajektorie úrokové sazby je prognóza a nikoliv slib.

Vliv měnové politiky na ekonomiku se z velké části děje prostřednictvím ovlivňování očekávání subjektů v ekonomice. Podle paní Wickman-Parak zvýšila publikováním vlastní prognózy úrokových sazeb Riksbank šanci ovlivňovat úrokové sazby s delší splatností tím, že ovlivní očekávání široké veřejnosti ohledně budoucí repo sazby. To se podle viceguvernérky ukázalo jako velice užitečné v průběhu finanční krize. Publikování vlastní trajektorie úrokových sazeb rovněž umožňuje popisovat alternativní scénáře budoucího vývoje ekonomiky společně s potenciálními důsledky pro měnovou politiku. Alternativní scénáře nejsou zveřejňovány pouze pro ekonomický vývoj, ale rovněž pro trajektorii repo sazby samotné, což ukazuje různé alternativy nastavení sazeb měnové politiky.

Zavedení vlastní prognózy trajektorie repo sazby provázela polemika. Existovaly obavy ze ztráty důvěry v Riksbank v případě, kdyby se následný vývoj repo sazba odchyloval od její dřívější předpovědi. Rovněž panovaly obavy, že by Riksbank v některých případech mohla váhat se změnou své prognózy repo sazby z důvodu ohrožení své prestiže, a to i za okolností naznačujících nutnost změny této sazby. Nicméně tyto obavy se nenaplnily.

Jakou roli hrají rozdíly mezi tržními očekáváním a prognózou Riksbank ohledně vývoje sazeb? Tyto odchylky se zvýšily zejména po propuknutí finanční krize vlivem zvýšené nejistoty. Od roku 2007 nedocházelo k žádným systematickým odchylkám v očekáváním, a ty jsou proto v průměru zhruba nulové za celé tři roky. Nicméně se lze ptát, proč se tržní očekávání odchylojí od prognózy Riksbank. Wickman-Parak nejdříve upozorňuje, že očekáváním nejsou přímo pozorovatelná, a jsou tedy pouze odhadovaná, takže mohou vznikat odchylky vlivem různých tržních premií. Dále mohou odchylky vznikat při rozdílnosti názoru trhů a Riksbank v náhledu na ekonomický vývoj jako celek, tj. nejen na budoucí inflaci a růst, ale rovněž i na budoucí úrokové sazby, což vychází z růstných náhledů na transmisní mechanismus a vliv repo sazby na ekonomiku.

Trajektorie repo sazby v době finanční krize podle Wickman-Parak usnadnila komunikaci, neboť v době nejistoty vyjadřovala záměry měnové politiky Riksbank. Když byla v červenci 2009 snížena repo sazba na 0,25 p.b., její trajektorie zároveň signalizovala nízkou repo sazbu na dlouhé období dopředu. Wickman-Parak věří, že právě publikování trajektorie v té době dávalo Riksbank výhodu oproti jiným centrálním bankám, které pouze verbálně signalizovaly politiku zachování nízkých sazeb po dlouhou dobu. Existence zveřejňované trajektorie repo sazby společně se snížením repo sazby na 0,25 p.b. poskytly kredibilní důkaz o tom, že nízké sazby po dlouhou dobu byly potřebné k dosažení inflace blízko inflačního cíle a k ukotvení inflačních očekáváním blízko cíle, tolik důležitých pro režim cílování inflace. Podle Wickman-Parak tak byly karty Riksbank vyloženy na stůl.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 2. září 2010. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz