

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a strategie

Větší část námi sledovaných centrálních bank v uplynulých třech měsících pokračovala ve zpřísnování měnové politiky. BoE a RBNZ zvýšily své sazby o 0,25 p.b., Riksbank a NBP o 0,50 p.b. Beze změn zůstaly sazby v eurozóně, Slovensku a ve Spojených státech. Jako jediná banka přistoupila ke snížení sazeb MNB, a to o 0,25 p.b. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme příčinám a důsledkům krize na trhu rizikových hypoték. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Lorenza Bina Smaghiho o připravenosti zemí eurozóny čelit současným výzvám globalizace.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (červen 2007) a očekávané budoucí informace

	inflační cíl ¹	poslední inflace	aktuální základní sazba	datum MP zasedání/změna sazeb/očekávání ²	příští MP zasedání/očekávání ³	další očekávané události
eurozóna (European Central Bank, ECB)	< 2,0 %	1,8 % (srpen 2007) ⁴	4,00 %	5. července/0,00 6. září/0,00 ↗	4. října 8. listopadu 6. prosince ↗	6. prosince zveřejnění prognózy
Švédsko (Sveriges Riksbank, SR)	2,0 %	1,9 % (červenec 2007)	3,75 %	19. června/+0,25 6. září/+0,25 ↗	29. října ↗	30. října publikován Monetary Policy Report
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0 %	1,9 % (červenec 2007)	5,75 %	4.-5. července/+0,25 1.-2. srpna/0,00 5.-6. září/0,00 →	3.-4. října 7.-8. listopadu 5.-6. prosince →	14. listopadu zveřejnění IR ⁵
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,0 %	8,4 % (červenec 2007)	7,75 %	25. června/-0,25 23. července/0,00 27. srpna/0,00 ↘	24. září 29. října 26. listopadu ↘	27. listopadu zveřejnění IR ⁵
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	2,3 % (červenec 2007)	4,75 %	26.-27. června/+0,25 24.-25. července/0,00 28.-29. srpna/+0,25 →	25.-26. září 30.-31. října 27.-28. listopadu ↗	1. listopadu zveřejnění IR ⁵
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,0 %	1,2 % (červenec 2007)	4,25 %	26. června/0,00 31. července/0,00 28. srpna/0,00 →	25. září ⁶ 30. října 27. listopadu →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	2,4 % (červenec 2007)	5,25 %	27.-28. června/0,00 7. srpna/0,00 →	18. září 30.-31. října →	17. října a 28. listopadu zveřejnění Beige Book
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	2,0 % (2Q 2007)	8,25 %	26. července/+0,25 →	13. září 25. října 6. prosince →	13. září a 6. prosince zveřejnění Monetary Policy Statement

¹ inflační cíl platný pro aktuální období, v případě Slovenska cíl pro konec roku

² směr očekávání změny sazeb v uplynulých třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ

³ předběžné termíny zasedání, směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ

⁴ předběžný odhad

⁵ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

⁶ NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy

2. Zajímavé události

[Eurozóna se rozšíří o Kypr a Maltu](#)

V souladu s pozitivním vyzněním květnových konvergenčních zpráv hodnotících připravenost Kypru a Malty k přijetí společné evropské měny Ecofin v polovině července formálně rozhodl o rozšíření eurozóny o tyto dvě země počínaje 1. lednem 2008. Měny obou zemí budou vůči euru zafixovány na úrovni stávajících centrálních parit.

[ECB zhodnotila mezinárodní roli eura...](#)

Ve svém v pořadí již šestém hodnocení mezinárodního používání eura se ECB zaměřila na vývoj mezi červencem 2005 a prosincem 2006. V tomto období pokleslo využití eura při emisi zahraničních dluhopisů, zahraničních půjčkách a vkladech a při obchodování se zahraničními měnami. Mírně vzrostlo použití eura jako záložní měny, postupně roste též používání eurových bankovek v zahraničí.

[... a spolu s Fedem zklidňovala trhy](#)

ECB v důsledku vývoje na americkém trhu hypoték v srpnu mimořádně zásobila peněžní trh téměř 100 miliardami eur, které půjčila bankám na jeden den, čímž stlačila jednodenní úrokovou sazbu k úrovním blízko klíčové sazby ECB ve výši 4 %. Mimořádnou likviditu na trh poskytl i [Fed](#), čímž snížil jednodenní mezibankovní pod svoji klíčovou sazbu ve výši 5,25 %. Fed dále snížil svou diskontní sazbu o 50 bazických bodů a vyzval banky, aby ji využívaly. Nedávný vývoj na finančních trzích a reakce ECB a Fedu jsou podrobněji popsány v Tématu pod lupou.

[Sveriges Riksbank popisuje svůj nový model...](#)

Součástí červnového vydání publikace Economic Review je článek autorů Malina Adolfsona, Stefana Laséena, Jespera Lindé a Mattiasa Villani popisující makroekonomický model s názvem RAMSES (Riksbank's Aggregated Macro model for Studies of the Economy in Sweden), který Riksbank používá již déle než jeden rok. Jedná se o model všeobecné rovnováhy, který zachycuje chování domácností, firem a centrální banky.

[...a způsob výběru členů výkonné rady](#)

Johan Gernandt, předseda General Council, popsal v časopisu pro zaměstnance švédské centrální banky způsob, jakým jsou vybíráni členové výkonné rady. Uchazeč musí mimo jiné mít dlouholetou zkušenost přinejmenším v jedné z oblastí, kterými se zabývá Riksbank, musí být uznávaným odborníkem v této oblasti, musí být dobrým řečníkem a musí být schopen kolektivní spolupráce.

[Slovensko se připravuje na přijetí eura](#)

V rámci příprav na přijetí eura na Slovensku zorganizoval pracovní výbor pro zavedení eura na Slovensku a zplnomocněnec vlády pro zavedení eura v průběhu léta sérii přednášek, na kterých je přizvanými hosty podrobněji popsán proces zavedení eura v oblastech jako je obchod, cestovní ruch, samospráva, ochrana spotřebitele, legislativa, účetnictví, informační technologie a komunikace. NBS dále podepsala [Memorandum o dohodě mezi Slovenskou republikou, členskými státy eurozóny a Evropskou komisí o zahájení výroby eurových mincí a o přípravných pracích před zahájením výroby](#). Toto memorandum umožňuje NBS začít přípravu na ražbu eurových mincí ještě před zrušením výjimky podle článku 122 Smlouvy o založení Evropského společenství.

RBNZ intervenovala proti posilující domácí měně...

V červnu, poprvé od zavedení plovoucí měny v roce 1985, RBNZ vstoupila na trh deviz a prodávala novozélandské dolary. Guvernér banky Alan Bollard prohlásil, že tento krok je reakcí na výjimečně silnou úroveň kurzu, která neodpovídá ekonomickému vývoji země. Zároveň uvedl, že intervence jsou v souladu s Dohodou o cílech měnové politiky (Policy Target Agreement), která RBNZ zavazuje přijmout taková opatření, která by zabránila zbytečné nestabilitě kurzu. V souvislosti s tím RBNZ změnila způsob správy svých devizových rezerv, když v budoucnu bude moci část zahraničních rezerv držet v otevřené, tj. nezajištěné, pozici.

...a bude živě přenášet své tiskové konference

Počínaje zářím budou tiskové konference RBNZ po projednání Monetary Policy Statementu přenášeny živě na webových stránkách RBNZ. Dosud bylo vystoupení guvernéra, které trvá zhruba 30 minut, přenášeno pouze televizní stanicí Sky TV.

3. Téma pod lupou: Krize na finančních trzích

ECB v důsledku vývoje na americkém trhu hypoték v srpnu mimořádně zásobila peněžní trh téměř 100 miliardami eur, které půjčila bankám na jeden den, čímž stlačila jednodenní úrokovou sazbu k úrovním blízko klíčové sazby ECB ve výši 4 %. Mimořádnou likviditu na trh poskytl i Fed, čímž snížil jednodenní mezibankovní pod svoji klíčovou sazbu ve výši 5,25 %. Fed dále snížil svou diskontní sazbu o 50 bazických bodů a vyzval banky, aby ji využívaly.

Červenec a srpen bývají na finančních trzích většinou obdobím klidu, kdy jsou obchodované objemy nízké. Avšak léto 2007 se zřejmě do historie finančních trhů zapíše jako tzv. „subprime krize“, tj. jako krize na trhu rizikových hypoték.

Příčiny této krize je nutno hledat již v roce 2001, kdy Fed razantně snižoval úrokové sazby ve snaze zmírnit dopady splasknutí bubliny na akciových trzích (mimo jiné umocněné teroristickým útokem z 11.9.2001). Během roku 2001 poklesla klíčová sazba z federálních fondů z 6,50 % na 1,75 %, v polovině roku 2003 dosáhla 1 % a na této úrovni zůstala až do poloviny roku 2004. Krátkodobé sazby byly v reálném vyjádření ve Spojených státech záporné až do poloviny roku 2005. Tak nízké úroky po tak dlouhou dobu způsobily, že začala vznikat bublina na trhu s nemovitostmi. Ceny nemovitostí vzrostly nejvíce v roce 2005, a to o 15 %, zatímco průměr za posledních 20 let je 6 %.

Růst cen nemovitostí s sebou přinesl dva zásadní efekty. Zaprvé, prudce vzrostl celkový objem poskytnutých hypoték a peníze, které si domácnosti půjčily proti rostoucí hodnotě nemovitostí, byly ve zvýšené míře používány k běžné spotřebě. Zadruhé, s rostoucí hodnotou zástav se uvolňovaly kreditní standardy bank, které hypotéky poskytovaly. Tento trend byl ještě posílen tím, že bankám hypotéky nezůstávaly v bilancích, ale byly obratem prodávány investorům formou tzv. „mortgage-backed securities“, tj. cenných papírů zajištěných nemovitostmi (dále jen MBS). Zatímco v letech 2001-2003 byl podíl rizikových hypoték pouze 10 %, v roce 2006 již činil 33 %.

Na začátku letošního roku začínalo být zřejmé, že se kreditní cyklus dostává do nové fáze. Základní úroková sazba amerického Fedu je již od poloviny roku 2006 na hodnotě 5,25 % a vyšší úroky si postupně vybírají daň ve formě poklesu cen nemovitostí (od začátku letošního roku o více jak 2 %) a stále vyššího podílu nesplácených hypoték. Kromě samotného faktu, že podíl rizikových hypoték byl neobvykle zvýšený, k tomu přispěly i marketingové strategie bank poskytujících hypotéky. Stále častěji totiž poskytovaly dlouhodobé (10-30 let) hypotéky, jejichž úroky byly na počátku splátkového kalendáře (6-24 měsíců) hluboko pod tržními sazbami (v extrémních případech dokonce nulové) a v pozdějším období splácení prudce vzrostly. V okamžiku skokového růstu měsíčních splátek hypotéky ji pak mnoho dlužníků nebylo schopno dále splácet. Odhaduje se, že až 75 % subprime hypoték poskytnutých v roce 2006 mělo takto proměnné měsíční splátky - jednalo se o tzv. „adjustable rate mortgage“.

Tím se dostáváme k jádru problému. Trhu je známo, že podíl nesplácených hypoték je již nyní na nejvyšší úrovni za posledních téměř 20 let. Rovněž je známo, že velký objem hypoték teprve čeká skokové zvýšení měsíčních splátek, které nevyhnutelně povede ke zhoršení splátkové disciplíny dlužníků. A konečně účastníci trhu vědí i to, že cena nemovitostí, které tyto hypotéky zajišťují, klesá. Není tedy žádným překvapením, že klesá cena MBS a z nich odvozených cenných papírů, jako jsou zejména tzv. „collateralized debt obligations“ (dále jen CDO).

Trh však neví, kdo vlastní tyto cenné papíry, v jakém objemu a v jakém složení. V červnu byl trh šokován oznámením, že dva velké hedgeové fondy vlastněné investiční bankou Bear Stearns utrpěly těžké ztráty na investicích do rizikových MBS a nejsou schopny svým investorům vrátit vložené peníze. V červenci se podobné zprávy staly zcela běžné. Zpravodajské agentury pravidelně informovaly investory o vlastnicích rizikových MBS a CDO. Na konci července tato nejistota

vyvrcholila panikou, která zasáhla hlavně trh podnikových dluhopisů. Na trhu se začaly překotně nakupovat vládní dluhopisy, které skýtaly tolik poptávanou jistotu, že emitent nebankrotuje.

Po krátkodobém uklidnění na počátku srpna situace opět eskalovala 9. srpna, kdy francouzská banka BNP Paribas oznámila, že pozastavuje výběr hotovosti pro klienty několika svých fondů peněžního trhu. Tento typ fondů se všeobecně považuje za nejbezpečnější a nejlikvidnější formu kolektivního investování. Proto zpráva, že i tato skupina fondů může mít skrze řetězec investičních instrumentů nějakou expozici v segmentu nelikvidních a rizikových MBS a CDO, velmi výrazně dále zvýšila nejistotu na trzích. To vyvolalo prudký růst mezibankovních úrokových sazeb v nejkratších splatnostech. Jednodenní dolarový Libor vzrostl ze dne na den z 5,35% na 5,86%.

To, co začalo jako problém neschopnosti amerických „subprime“ dlužníků splácet své hypotéky, tak skrze sekuritizaci těchto hypoték a jejich prodej formou (často nelikvidních a pro některé účastníky trhu neprůhledných) MBS a CDO institucionálním investorům nejružnějšího typu po celém světě zmutovalo v průběhu léta v problém, který ohrožoval samotné jádro globálního finančního systému – mezibankovní peněžní trh.

Na vzniklou situaci reagovala nejvýrazněji evropská a americká centrální banka. ECB okamžitě (9.8.) zásobila trh téměř 100 miliardami eur, které půjčila bankám na jeden den, čímž stlačila jednodenní úrokovou sazbu k úrovním blízko klíčové sazby ECB ve výši 4 %. Tyto operace pak několikrát opakovala. Dne 21. srpna pak půjčila bankovnímu sektoru mimořádných 40 miliard eur na 3 měsíce ve snaze snížit i sazby peněžního trhu s delší splatností. Mimořádné refinanční operace ECB, při nichž půjčuje bankovnímu sektoru peníze proti zástavě (široké spektrum cenných papírů), okamžitě snížily jednodenní sazby, neboť banky jsou na konci dne nuceny přebytečné peníze někam ukládat. Na druhou stranu byly neúčinné ve snaze snížit delší, tříměsíční mezibankovní sazby, neboť na trhu přetrvávala nejistota ohledně kreditních expozic jednotlivých bank.

Ke stejnému kroku jako ECB přistoupil i Fed, který opakovaně poskytl trhu mimořádnou likviditu, čímž snížil jednodenní mezibankovní pod svoji klíčovou sazbu ve výši 5,25 %. 17.srpna pak Fed snížil svou diskontní sazbu z 6,25 % na 5,75 % a vyzval banky, aby se neostýchaly ji využívat. V minulosti totiž někdy půjčování likvidity od Fedu za diskontní sazbu neslo s sebou pro danou banku hrozbu stigma, neboť trh tento krok chápal jako známku toho, že banka je ohrožena insolvenčí. Stejně tak jako v Evropě však zůstal tříměsíční dolarový Libor kolem 5,50 %, ačkoli trh všeobecně čekal, že Fed sníží svoji základní sazbu na 4,50% ještě do konce tohoto roku.

Přestože se oběma centrálním bankám nezdařilo vše, co si od mimořádných operací slibovaly, jejich aktivita byla vnímána trhem pozitivně. Centrální banky především daly trhu signál, že si jsou vědomy závažnosti situace a pozorně sledují její každodenní vývoj. Neméně důležité pak je, že bankovnímu sektoru umožnily financovat problematické zástavy alespoň na nejkratších splatnostech.

4. Vybraný projev: Lorenzo Bini Smaghi o připravenosti zemí eurozóny čelit současným výzvám globalizace

V této části ve zkratce přibližujeme projev Lorenza Bina Smaghiho, člena výkonné rady ECB na téma „[Dělá euro země připravenější pro globalizaci?](#)“, který přednesl na European University Institute ve Fiesole, 22. června 2007.

Lorenzo Bini Smaghi věnoval svůj projev otázce, zda-li měnová unie pomáhá, nebo naopak brání členským zemím přizpůsobit se současným výzvám globalizace. Na to existují dva rozdílné pohledy. První zdůrazňuje, že je pro země výhodnější být maximálně flexibilní, a to jak ve smyslu fungování jednotlivých trhů, tak i politik, a tedy zůstat mimo měnovou unii. Druhý naopak tvrdí, že s výzvami globalizace se země právě lépe vyrovná, pokud je součástí velké měnové unie typu eurozóny.

Následně se Bini Smaghi zaměřil na připomenutí faktu, že ne všechny země profitují z procesu globalizace. Svoji argumentaci opřel zejména o nové teorie obchodu, které ukazují, že liberalizace obchodu a toku přímých zahraničních investic vyvolává nejenom tvorbu dalších obchodních vazeb, ale – což je však důležitější – i obecné přerozdělení zdrojů napříč firmami, zeměmi a regiony. Současná literatura přitom rozlišuje čtyři typy přerozdělení, tj. (i) samovýběrový efekt popisující přerozdělení zdrojů z nejméně do nejvíce produktivních firem, a to nejen napříč průmyslovými odvětvími, ale hlavně v rámci jednoho odvětví, (ii) efekt velikosti trhu poukazující na přesuny zdrojů od malých do větších zemí, jenž vede k přitahování firem vyšším potenciálem trhu, (iii) efekt zvětšujících se zdrojů z nízkonákladových zemí a (iv) efekt přerozdělení odvozený z preferování obchodních kontraktů se zeměmi daného integračního seskupení oproti ostatním zemím.

Na pozadí uvedeného teoretického zázemí pak Bini Smaghi formuloval čtyři obecné charakteristiky, které země umožní profitovat z procesu globalizace. Jde o: (i) snadný přístup na domácí trh dané země, (ii) dostatečně velký domácí trh, (iii) technologicky vyspělé produkty a (iv) pevný institucionální a politický rámec země.

Poté se Bini Smaghi orientoval na zodpovězení úvodní otázky, zda euro pomáhá zemím, které jej přijaly jako svoji měnu, vyrovnat se s výzvami globalizace. Dle Bina Smaghiho euro je nápomocno pěti různými způsoby: (i) zvyšuje přístupnost a „středovost“ účastnických zemí, což je zejména významné pro malé ekonomiky na geografickém okraji eurozóny, (ii) vytváří z malých národních ekonomik větší trh, (iii) je z určitého pohledu katalyzátorem společného výzkumu, inovačních programů a zlepšuje podmínky pro budoucí technologické výhody v zemích eurozóny, (iv) pomáhá zvýšit stimuly pro strukturální reformy mezi participujícími zeměmi, (v) napomáhá svým institucionálním rámcem měnové unie vyšší makroekonomické stabilitě, která je nutnou podmínkou pro úspěšné zvládnutí efektů plynoucích z globalizace. Bini Smaghi rovněž upozornil na několik protiargumentů. První upozorňuje, že jednotná měnová politiky neumožňuje autonomní měnovou politikou stabilizovat jednotlivé národní ekonomiky v případě vnějších šoků, a proto musí být národní ekonomiky dostatečně flexibilní. Druhý připomíná riziko, že pokud je několik aspektů hospodářské politiky svěřeno pod evropskou kontrolu, pak to může vést ke ztrátě flexibility v schopnosti reformovat národní ekonomiky členských zemí. Třetí upozorňuje na předběžnou evidenci, že dopad měnové unie na evropský vnitřní trh a na harmonizaci hospodářského cyklu mezi zeměmi je omezený.

Dále Bini Smaghi diskutoval otázku, zda autonomní měnový kurz šoky spíše absorbuje nebo vytváří. Dostupná empirická evidence nedává jasnou odpověď na tuto otázku, a proto není zřejmé, zda vzdání se nezávislé měnové politiky a možnosti fluktuace nominálního měnového kurzu nutně vede k vyšší flexibilitě a makroekonomické stabilitě.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. září 2007. 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