

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

9
2009

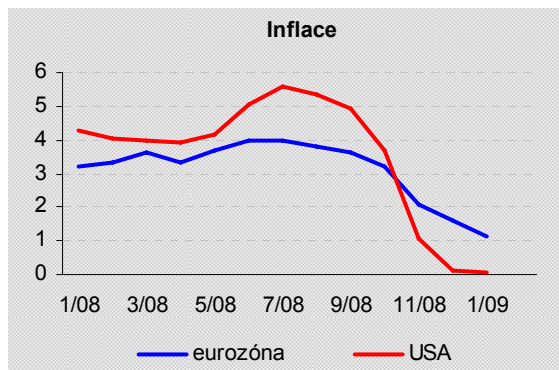
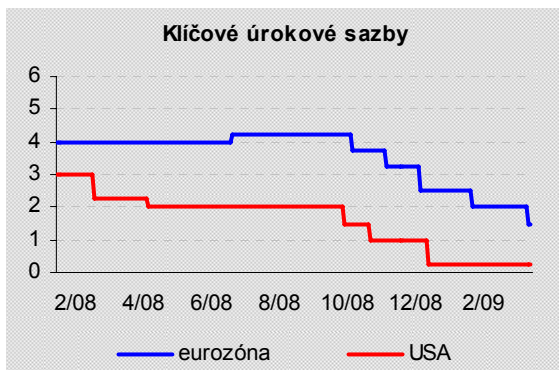
V tomto čísle

Uplynulé tři měsíce se nesly v duchu pokračujícího snižování úrokových sazeb sledovaných centrálních bank, které tím reagovaly na obavy z prudkého oslabení ekonomického růstu a souvisejícího poklesu inflace. Slovensko k 1. lednu 2009 přijalo euro, čímž se stalo šestnáctým členem eurozóny. Z toho důvodu již nebudeme Národní banku Slovenska (NBS) nadále monitorovat a nahrazujeme ji jinou centrální bankou z evropského kontinentu cílující inflaci - norskou centrální bankou (Norges Bank). V „Tématu pod lupou“ se pak věnujeme právě přijetí eura na Slovensku. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Larse E. O. Svenssona o měnové politice s nulovými úrokovými sazbami.

1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

ECB a Fed

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	Odezvy finanční krize jsou již patrné v reálné ekonomice a přinášejí výrazné zpomalení poptávky v eurozóně i ve světové ekonomice. ECB na negativní zprávy o slabé ekonomické aktivitě i slábnoucích domácích a zahraničních inflačních tlacích reagovala v lednu a v březnu snížením sazeb pokaždé o 0,50 p.b. na 1,50 %.
<i>inflační cíl</i>	< 2 % ¹	n.a.	
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	15. ledna (-0,50) 5. února (0,00) 5. března (-0,50)	15. - 16. prosince (-0,75) 16. ledna M (0,00) 27. - 28. ledna (0,00)	
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,50 %	0 – 0,25 %	
<i>poslední inflace</i>	1,2 % (únor 2008) ²	0,0 % (leden 2008)	
<i>očekávaná MP zasedání</i>	2. dubna 7. května 4. června	17. - 18. března 28. - 29. dubna	
<i>další očekávané události</i>	4. června zveřejnění prognózy	15. dubna zveřejnění Beige Book	
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	

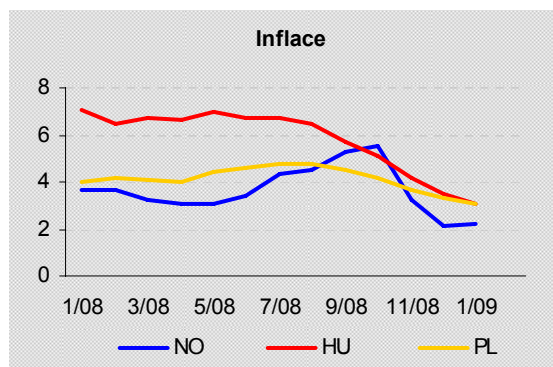
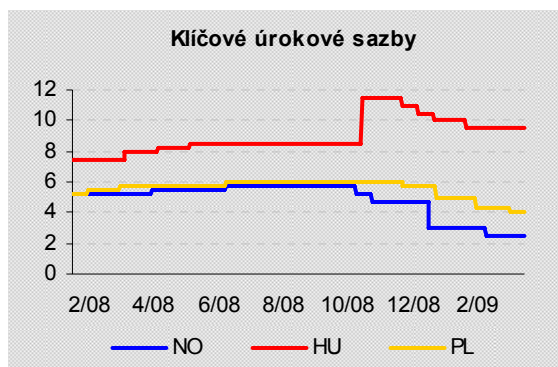


¹ definice cenové stability dle ECB ; ² předběžný odhad; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ; M značí mimořádné zasedání

Fed snížil v lednu svou klíčovou úrokovou sazbu až k samému dnu, na netradiční rozpětí 0 - 0,25 %. K uvolnění měnové politiky došlo v reakci na dále se výrazně zhoršující vyhlídky ekonomické aktivity, klesající průmyslovou produkci i zaměstnanost. Přes snahu centrálních autorit dodávat likviditu a posilovat pozici finančních institucí zůstávají podmínky na úvěrovém trhu i nadále přísné. Ačkoliv Fedu nezůstal již žádný manévrovací prostor pro snižování sazeb, snaží se napomáhat ekonomice kvantitativním uvolňováním měnové politiky. Fed zřejmě i nadále hodlá pokračovat ve vykupování velkých objemů dluhů vládních agentur a odkupu cenných papírů krytých hypotékami, což se odráží již nějakou dobu v nárůstu jeho bilance. Navíc je rozhodnut nakupovat vládní dluhopisy, pokud uvidí, že tím docílí zlepšení podmínek na úvěrovém trhu.

Norsko a středoevropské ekonomiky

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<i>inflační cíl</i>	2,5 %	3,0 %	2,5 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	17. prosince (- 1,75) 4. února (- 0,50)	8. prosince (-0,50)M 22. prosince (-0,50) 19. ledna (-0,50) 23. února (0,00)	22. - 23. prosince (-0,75) 27. ledna (-0,75) 24. - 25. února (-0,25)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	2,5 %	9,50 %	4,00 %
<i>poslední inflace</i>	2,2 % (leden 2009)	3,1 % (leden 2009)	3,1 % (leden 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	25. března 6. května	23. března 20. dubna	24. – 25. března 28. – 29. dubna 26. – 27. května
<i>další očekávané události</i>	25. března zveřejnění IR ⁴	2. polovina května zveřejnění IR ⁴	26. května zveřejnění IR ⁴
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↓	→	→



⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci); M značí mimořádné měnověpolitické zasedání

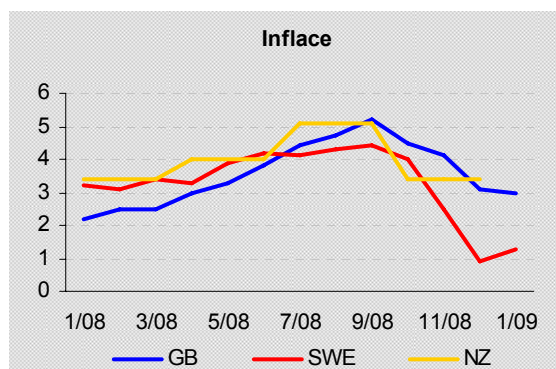
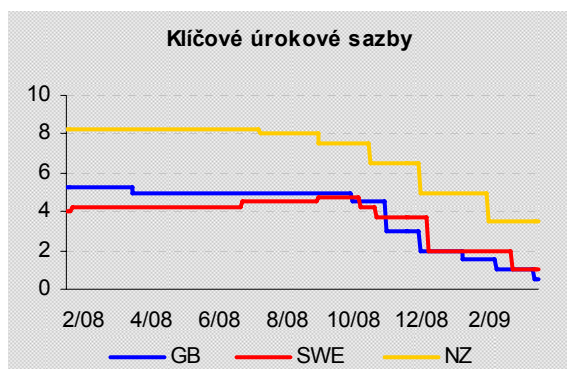
Norges bank (NB) snížila ve sledovaném období dvakrát za sebou svou klíčovou sazbu, nejprve o 1,75 p.b. a později ještě jednou o 0,50 p.b. na 2,50 %. Stalo se tak v reakci na neočekávaně rychlé zpomalování domácí ekonomiky, větší než očekávaný pokles inflace a souběh světových událostí (pokles cen ropy a prudké snižování klíčových sazeb významných zahraničních centrálních bank). Pro prosincové rozhodování byla [slabší úroveň norské koruny](#) důležitým proinflační faktorem zmírňujícím protiinflační domácí i zahraniční tlaky. Výrazné snížení sazeb odráželo dle vyjádření NB rizika výrazného propadu norské ekonomiky při zmírněných rizicích nepříznivého inflačního vývoje.

MNB pokračovala v nastoupeném trendu z listopadového měnověpolitického zasedání a třikrát snížila své sazby po 0,50 p.b., v souhrnu tedy o 1,5 p.b. Ke snižování klíčové sazby vedly zejména zhoršující se výhled maďarské ekonomiky a rizika poklesu inflace pod 3% inflační cíl. I přes zlepšené podmínky mezinárodního financování čelí maďarská ekonomika skepsi ze strany zahraničních investorů.

NBP snížila klíčovou úrokovou sazbu v souhrnu o 1,75 p.b. Výrazně zhoršený výhled hlavních obchodních partnerů spolu s rychlejším než očekávaným poklesem inflace přiměl NBP ke snižování úrokových sazeb. Inflace bude nadále klesat vlivem ochabující domácí ekonomické aktivity a s tím souvisejícího poklesu poptávky po práci a snižujícího se tlaku na růst mezd. Maďarská i polská ekonomika rovněž bojují s oslabováním svých měn (viz *Zajímavé události*). V Polsku navíc nemusí oslabující měna nutně znamenat pozitivní vliv na finanční výsledky exportérů vlivem jejich zajištění na silnějších úrovních zlatého, které dosahuje značného rozsahu.

Další vybrané země s režimem inflačního cílování

	<u>Velká Británie (BoE)</u>	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2 %	2 %	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	7.-8. ledna (-0,50) 4.-5. února (-0,50) 4.-5. března (-0,50)	11. února (-1,00)	29. ledna (-1,50)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,50 %	1,00 %	3,50 %
<i>poslední inflace</i>	3,0 % (leden 2009)	1,3 % (leden 2009)	3,4 % (4.Q 2008)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	8. – 9. dubna 6. – 7. května 3. – 4. června	20. dubna	12. března 30. dubna
<i>další očekávané události</i>	13. května zveřejnění IR ⁵	2. července zveřejnění Monetary Policy Report	12. března Monetary policy statement
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→



BoE pokračovala v uplynulých měsících v uvolňování měnové politiky a třikrát za sebou snížila svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na úroveň 0,50 %. Snížením sazeb reagovala na výrazně klesající prognózu inflace v důsledku velmi nepříznivého výhledu ekonomického růstu doma i v zahraničí. BoE připustila, že očekává ve druhé polovině tohoto roku pokles inflace pod 2% inflační cíl. V ekonomice přetrvávají přísné úvěrové podmínky pro firmy i domácnosti. Finanční systém zůstává i nadále citlivý na negativní zprávy, a to i přes přijatá opatření centrálních autorit na podporu stability finančního systému Velké Británie. Na březnovém zasedání bylo oznámeno rozhodnutí o provádění odkupu aktiv komerčního sektoru k podpoře nabídky peněz a úvěrů (viz *Zajímavé události*).

Výrazné únorové snížení klíčové úrokové sazby o 1,00 p.b. na úroveň 1,00 % bylo výsledkem jednomyslného rozhodnutí výkonné rady **Riksbank**. Tímto snížením reagovala Riksbank na silnější než v prosinci očekávané zhoršení ekonomické aktivity z titulu poklesu intenzity zahraničního obchodu. Globální oslabení ekonomické výkonnosti přitom dále snižovalo ceny ropy, což rovněž přispívalo k poklesu inflace.

RBNZ navázala na předchozí rozhodnutí a opětovně uvolnila klíčovou úrokovou sazbu o 1,50 p.b. na úroveň 3,50 %. Stalo se tak z důvodu výrazně zhoršených vyhlídek domácího i zahraničního ekonomického růstu. Měnová politika byla od července 2008 postupně uvolňována, v souhrnu byly sazby sníženy o 4,75 p.b.

2. Zajímavé události

ECB zveřejnila výsledky svých měnových operací v roce 2008

Příjmy ECB z měnových operací oproti předchozímu roku vzrostly a dosáhly necelých 29 mld. EUR. Zároveň však došlo k nesplacení závazků plynoucích z refinančních operací, a to ze strany Lehman Brothers Bankhaus AG, tří poboček islandských bank a Indover NL, v celkové výši 5,7 mld. EUR. Případná ztráta z těchto operací bude stejně jako zisk rozdělena mezi národní centrální banky eurosystému podle jejich podílu na základním jmění ECB.

Fed de facto „oznámil inflační cíl“ na úrovni 1,7 – 2,0 %

Dne 18. února 2009 Fed poprvé zveřejnil dlouhodobé ekonomické projekce ekonomického růstu, nezaměstnanosti a inflace členů výboru FOMC. Doposud byly čtvrtletně zveřejňovány ekonomické projekce pouze v tříletém horizontu. Nyní byla zveřejněna i dlouhodobější projekce, čímž v případě míry inflace Fed de facto představil inflační cíl (1,7 – 2,0 %). V takto vzdálené budoucnosti lze totiž předpokládat dosažení duálního cíle Fedu (maximální zaměstnanost a cenová stabilita).

Dočasné měnové dohody – tzv. swapové linky nadále fungují

Fed i nadále poskytuje swapové linky (o jejichž fungování jsme informovali v předchozích číslech Monitoringu centrálních bank), když se prodloužení doby použitelnosti do 30 října 2009 týká měnových dohod uzavřených s těmito centrálními bankami: ECB, Bank of England, Reserve Bank of Australia, Banco Central do Brasil, Bank of Canada, Danmarks Nationalbank, Bank of Japan, European Central Bank, Bank of Korea, Banco de Mexico, Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Monetary Authority of Singapore, Sveriges Riksbank a Swiss National Bank.

Fed rozšířil některá jednodenní zasedání FOMC na dvoudenní

Zasedání výboru FOMC budou v březnu, srpnu, září a v prosinci 2009 trvat dva dny. Původně byla zasedání koncipována jako jednodenní, nicméně dvoudenní zasedání podle představitelů Fedu znamenají více času pro detailnější diskusi.

Fed vykročil dále ve své transparentnosti

Fed vytvořil na svých oficiálních stránkách sekci, v níž detailně informuje o úvěrových a likviditních programech, které vytvořil v souvislosti s finanční krizí a v současné době je využívá. Vývoj jednotlivých programů je doplněn informacemi o položkách rozvahy Fedu.

Fed pokračuje ve svých programech a je připraven provádět tzv. kvantitativní uvolňování

Fed nadále pokračuje ve svých programech odkupu problémových aktiv ([viz přehled](#)) a v rámci tzv. kvantitativního uvolňování měnové politiky (používaného zejména v případě, kdy už není prostor snižovat úrokové sazby) je připraven nakupovat vládní cenné papíry, zejména vládní dluhopisy.

Slovensko se stalo šestnáctou zemí eurozóny

K 1. lednu 2009 přijalo Slovensko jednotnou evropskou měnu euro, a stalo se tak šestnáctým členem eurozóny. Události se věnujeme podrobně v Tématu pod lupou. V souvislosti s ukončením samostatné měnové politiky NBS ji přestáváme počínaje tímto číslem Monitoringu sledovat a nahrazujeme ji Norges Bank (NB), která patří mezi vyspělé centrální banky cílující inflaci.

Tisková prohlášení autorit z regionu střední a východní Evropy

Řada centrálních bank v regionu střední a východní Evropy verbálně intervenovala proti oslabování kurzů svých měn, přičemž největší ohlas měla společně načasovaná prohlášení, která dne 23. února vzešla z centrální banky Polska, Maďarska, České republiky a Rumunska. Tato prohlášení označila dosavadní oslabování jednotlivých měn ([PLN](#), [HUF](#), [CZK](#) a [RON](#)) za fundamenty neopodstatněné a zejména polský a [rumunský guvernér](#) připustili možnost použití dalších nástrojů na podporu svých měn. Dne 4. března pak vydaly společné tiskové prohlášení členové CEBS zastupující orgány dohledu členských států EU ze střední a východní Evropy (České republiky, Slovenska, Polska, Bulharska, Rumunska a Maďarska) k varováním týkajícím se hodnocení regionu střední a východní

Evropy a jeho finančních systémů.

Polská centrální banka pokračuje ve využívání měnové dohody

Centrální banky Polska, eurozóny a Švýcarska se dohodly na pokračování měnové dohody platné od 15. října 2008 o realizaci měnového swapu EUR/CHF. Swap bude prováděn každý týden do konce dubna 2009, aby podpořil likviditu polského mezibankovního trhu se švýcarským frankem. Konkrétně pro NBP to znamená, že bude se SNB vyměňovat eura za švýcarské franky a ty pak bude dále poskytovat proti polskému zlatému svým domácím protistranám. K uvedené měnové dohodě se 28. ledna 2009 připojila i [maďarská centrální banka](#).

MNB aktivně přistupuje k nabízení úvěrů a financování ekonomiky

V uplynulých měsících maďarská centrální banka i nadále aktivně přistupovala k vytváření nových nástrojů a využívání měnových swapů na podporu financování ekonomiky. Konkrétně se jedná zejména o pravidelné provádění [tříměsíčního a šestiměsíčního měnového swapu](#) (EUR/HUF) určeného domácím finančním institucím. Dále jde o aukce vládních cenných papírů, o rozšíření vhodných protistran (finančních institucí), které vstupují do tendrů, a o sérii aukcí ve kterých MNB rozšířila škálu přijímané zástavy o vládní dluhopisy denominované v eurech či švýcarských francích.

Riksbank pokračuje v poskytování kolateralizovaných úvěrů vybraným segmentům trhu

Riksbank navázala na říjnovou aukci a opět nabídla [dne 21. ledna](#) úvěr na tři měsíce oproti zástavě komerčních papírů (*commercial papers*). Minimální sazba úvěru se odvíjí od repo sazby plus 0,40 p.b., poskytnutí úvěru je limitováno do výše 40 mld. SEK. Riksbank tím chce zlepšit nabídku úvěrů podnikovému sektoru. Riksbank dále nabídla v únoru i počátkem března další úvěry se splatností 3 a 6 měsíců, za minimální sazbu vyjádřenou jako součet repo sazby a 0,20 p.b. vždy v objemech do 25 mld. SEK pro každou splatnost. Riksbank také představila úvěrový [program](#), ve kterém bude poskytovat úvěry ve švédských korunách a splatnostech 3M a 6M oproti tradičnímu kolaterálu a úvěry ve splatnostech na 3M, 6M a 12M oproti zástavě komerčních papírů za proměnlivou sazbu.

Bank of England je připravena použít kvantitativního uvolňování měnové politiky

5. března se BoE rozhodla podpořit nabídku peněz a úvěrů pomocí odkupu aktiv převážně soukromého sektoru v hodnotě až 75 mld. GBP. [BoE již začala odkupovat](#) komerční papíry a podnikové dluhopisy v rámci [Asset Purchase Facility](#) programu, který je financován prodejem pokladničních poukázek až v objemu do výše 50 mld. GBP. [Program](#) si klade za cíl obnovu fungování podnikového úvěrového trhu (*corporate credit market*). Odkupování aktiv až do výše 75 mld. GBP bude prováděno částečně prostřednictvím Asset Purchase Facility a současně k naplnění čerpání objemu 75 mld. GBP budou nakupovány středně a dlouhodobé vládní dluhopisy na sekundárním dluhopisovém trhu. Odkup aktiv bude probíhat po dobu přibližně tří měsíců.

Bank of England zveřejnila harmonogram repo operací v USD v prvním čtvrtletí 2009

Dne 19. prosince Bank of England oznámila načasování šesti aukcí repo operací v USD v prvním čtvrtletí roku 2009. Akce jsou vypsány v týdenních intervalech za fixní úrokovou sazbu.

RBNZ rozšířila škálu cenných papírů vhodných jako zástava pro repo operace

V lednu RBNZ rozšířila škálu cenných papírů použitelných jako zástava pro operace na volném trhu. V současné době lze zastavit podnikové dluhopisy a určité typy cenných papírů krytých aktivy.

3. Téma pod lupou: Přijetí eura na Slovensku

Počínaje 1. lednem 2009 se euro stalo oficiální měnou na Slovensku, čímž došlo k rozšíření počtu zemí eurozóny na šestnáct. V Tématu pod lupou přibližujeme proces přistupování Slovenska do evropských měnových struktur a zejména pak jeho zkušenosti se zaváděním eura do oběhu. Navazujeme tím na minulá čísla Monitoringu centrálních bank (prosinec 2005 a červen 2008), která se věnovala vstupu Slovenska do ERM II a vyhodnocení připravenosti Slovenska na přijetí eura v loňských Konvergenčních zprávách Evropské komise a Evropské centrální banky.

Období předcházející rozhodnutí o přijetí eura: proces přistupování Slovenska do evropských měnových struktur

Zavedení eura jako zákonného platidla bylo vyvrcholením několik let trvajících snah Slovenska o dosažení plné integrace do evropských struktur. Vstup Slovenska do eurozóny lze současně považovat za jeden z dalších mezníků v procesu přistupování ekonomik našeho regionu do oblasti společné měnové politiky. Připomeňme si, že Slovensko vstoupilo 1. května 2004 do Evropské unie (EU), přičemž se společně s dalšími devíti novými členskými zeměmi zároveň stalo účastníkem Hospodářské a měnové unie (EMU). Slovensko i všechny další nové členské země přitom současně získaly dočasnou výjimku na zavedení společné evropské měny eura a v přístupové smlouvě k EU se zavázaly usilovat o její zavedení.

V červenci 2005 Slovensko přijalo Národní plán zavedení eura, jenž vytyčoval strategii příprav na přijetí jednotné evropské měny a stanovil datum zavedení eura na 1. leden 2009. Slovensko si naplánovalo zavedení eura bez přechodného období (tzv. *big bang*), které je charakterizováno souběžným zavedením eura do hotovostního i bezhotovostního platebního styku a současně velmi krátkou periodou trvání duálního oběhu (viz níže). V březnu 2007 byla představena aktualizovaná verze Národního plánu, která obsahovala zpřesněný harmonogram legislativních úkolů a definovala pozici, odpovědnost a úkoly vládního zmocněnce pro euro. Další aktualizace Národního plánu byla uveřejněna v dubnu 2008 a kromě mnohých zpřesnění obsahovala i informace o startovacích balíčcích (rovněž viz níže).

Závažným krokem Slovenska vstříc přijetí společné evropské měny bylo zapojení do mechanismu směnných kurzů Evropského měnového systému (tzv. ERM II)¹, kam slovenská koruna vstoupila dne 25. listopadu 2005 s centrální paritou na úrovni 38,4550 SKK za 1 EUR. Následoval více než tříletý pobyt v ERM II, přičemž před rozhodnutím o přijetí eura a stanovením přepočítacího koeficientu koruny k euru (tzv. konverzního poměru) byla centrální parita dvakrát revalvována na výslednou hodnotu 30,1260 SKK za 1 EUR. I vzhledem k tomu se podařilo slovenskou korunu během pobytu v ERM II udržet v rámci přípustného fluktuálního pásma kolem centrální parity v rozmezí +/- 15 %, což bylo následně vyhodnoceno jako úspěšné splnění jednoho z konvergenčních kritérií nutných pro vstup do eurozóny.

Před samotným rozhodnutím o přijetí eura muselo Slovensko prokázat, že plní i všechna další tzv. maastrichtská konvergenční kritéria – nejen tedy kritérium stability měnového kurzu. Plnění všech kritérií je posuzováno na základě Konvergenčních zpráv Evropské komise a Evropské centrální banky (ECB). Vzhledem k pozitivnímu vyznění těchto zpráv v létě 2008 Rada EU ve složení ministrů financí a hospodářství (Ecofin) po konzultaci s Evropským parlamentem a Evropskou radou rozhodla o přistoupení Slovenska ke společné měně a stanovila konverzní poměr mezi slovenskou korunou a eurem na výše uvedené úrovni 30,1260 SKK za 1 EUR.

Příprava a průběh zavádění eura do hotovostního a bezhotovostního oběhu

Povinné duální zobrazení cen zboží a služeb ve slovenských korunách a v eurech započalo 24. srpna 2008 a bude trvat až do konce roku 2009. Jeho hlavním posláním je stejně jako v ostatních zemích přijímajících euro usnadnit veřejnosti seznámení se s novými nominálními hodnotami (cenami,

¹ Komentář ke vstupu Slovenska do ERM II lze nalézt v [Monitoringu centrálních bank z prosince 2005](#).

mzdami apod.) vyjádřenými v nové měně a také chránit všechny ekonomické subjekty před případným zneužíváním nové měny pro skryté zvyšování cen. Na zajištění korektního zobrazování dvojích cen dohlížejí inspektoři Slovenské obchodní inspekce. Inspektoři sledují zejména správnost přepočtu cen, jejich zaokrouhlení a to, zda-li je vůbec dvojitě zobrazení cen dodrženo. Další důležitou aktivitou, která napomohla k přechodu na jednotnou evropskou měnu, bylo přijetí etického kodexu, jenž reaguje na obavy občanů ze zdražování cen zboží a služeb. Důvodem zavedení kodexu bylo zajistit transparentnost celého procesu přechodu na euro a zabránit možnému poškození subjektů při přeceňování zboží a služeb. Slovenská vláda pro zajištění transparentnosti přechodu na společnou evropskou měnu přijala tzv. Generální zákon. Za jeho porušení může být uložena peněžní pokuta. V krajním případě lze na základě trestního zákona přistoupit i k trestu odnětí svobody

Dalším klíčovým prvkem úspěšného přechodu na jednotnou evropskou měnu bylo včasné předzásobení (*frontloading*) euromincemi a eurobankovkami. Předzásobení euromincemi započalo 6. září 2008 a eurobankovkami o měsíc později. Samotné předzásobení bylo zaměřeno na bankovní sektor, konkrétně na 16 komerčních bank. Následně počátkem listopadu bylo spuštěno druhotné předzásobení (*subfrontloading*), které se týkalo přibližně 14 000 firem. Do konce roku 2008 byly subjekty předzásobeny bankovkami resp. mincemi v počtu 51,1 mil. resp. 338,9 mil. kusů. V průběhu prosince 2008 byly nabízeny startovací balíčky, které obsahovaly 45 mincí v hodnotě 16,60 EUR a celkový počet distribuovaných balíčků dosáhl 1 320 000 kusů. Tyto balíčky byly součástí druhotného předzásobení obyvatelstva a měly zabránit silnějšímu tlaku na zásobu mincí, který by mohl nastat tehdy, pokud by občané platili bankovkami, na něž by bylo nutné vrátit drobnou hotovost. Navíc některé komerční banky v posledních týdnech před zavedením eura nabízely v předstihu možnost výměny slovenských korun na eura podle oficiálního přepočítacího koeficientu bez dalších poplatků.

Výměna slovenských korun za jednotnou evropskou měnou se uskutečňovala v souladu s národním plánem Ministerstva financí a Národní banky Slovenska (NBS). Pro zabezpečení potřebného objemu hotovostních peněžních prostředků si NBS vypůjčila ze zásob Euro systému 188 miliónu eurových bankovek v celkové nominální hodnotě 7,1 mld. EUR. Mince byly raženy na Slovensku v Mincovně Kremnica, která jich vyrazila 499 miliónu v celkové nominální hodnotě 165,2 miliónu EUR. Podrobné informace ohledně přechodu bankovního sektoru na společnou evropskou měnu lze nalézt v informaci s názvem [Přechod na euro v bankovním sektoru: prebieha úspešne](#) a doplňující informace ohledně předzásobení lze nalézt v dokumentu [Predzásobenie, druhotné predzásobenie eurovou hotovosťou a vývoj peňazí v SR](#).

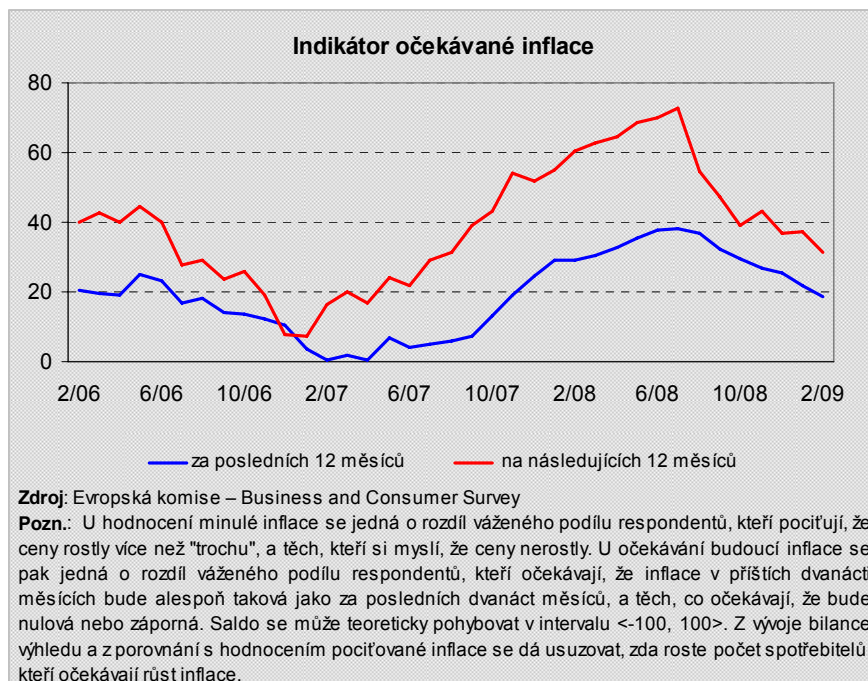
Období duálního hotovostního oběhu obou platidel trvalo od 1. 1. do 19. 1. 2009. Pro zajištění hladkého průběhu přechodu na euro nebyl v komerčních bankách provoz přerušen ani o víkendy 3.- 4. ledna a byly posíleny stavy zaměstnanců kvůli zabezpečení hladkého průběhu výměny hotovostních prostředků. Od 5. ledna byly veškeré bankovní produkty k dispozici již v nové měně. Podle dostupných informací nebyl v komerčních bankách zaznamenán významný problém související s přechodem na euro. Slovenská koruna přestala platit jako oficiální platidlo [19. ledna 2009](#), kdy skončil souběžný oběh slovenských korun a eur. Od tohoto data je stále možná bezplatná výměna slovenských korun za euro v komerčních bankách, ovšem pouze v omezeném množství (100 mincí do 30. června 2009 resp. 100 bankovek do 31. prosince 2009). Nad rámec tohoto množství omezení banky mohou vybírat za poskytnutou službu poplatky. NBS pak bude korunové bankovky vyměňovat bez časového omezení, v případě mincí však pouze do konce roku 2013. Stahování slovenských korun z oběhu probíhá vcelku rychle a hladce, v průběhu prvního měsíce bylo [staženo 92 % hotovosti z oběhu](#).

Stěží kvantifikovatelný dopad zavedení eura na cenovou hladinu

[Studie OECD](#) odhadovala dopad zavedení eura na Slovensku na tamní cenovou hladinu na 0,3 p.b., přičemž guvernér [Šramko v projevu proneseném v litevské Rize](#) uvádí identickou hodnotu. Dopad přechodu na jednotnou evropskou měnu na cenovou hladinu byl přitom dle předešlé zkušenosti dalších zemí odhadnut také přibližně na 0,3 p.b. Široká veřejnost může mít někdy pocit (a historicky

² Euro changeover effects. Eurostat, Euro-Indicators, news release, Annex, 18 June 2003.

se tak v mnoha případech dělo), že nárůst cen zboží a služeb je vyšší, než uvádí statistický úřad. Zde hrají roli rozličné psychologické faktory, jež ovlivňují vnímání cenového nárůstu širokou veřejností. Jedná se zejména o vliv zvýšeného vnímání nárůstu cen vlivem zaokrouhlení u drobných plateb za služby či výrobky, které se často provádějí mincemi (např. automaty na parkovné, lístky na veřejnou dopravu, noviny atd.) a/nebo jsou nakupovány velmi často (denně či týdně)². Zajímavé je v této souvislosti pozorovat indikátory vnímané a očekávané inflace ze strany domácností, které sestavuje Evropská komise. Následující graf tyto indikátory zobrazuje pro Slovensko.



Indikátor ukazuje nárůst vnímané inflace zhruba do poloviny roku 2008 a její následný pokles v posledních měsících (modrá čára). Také indikátor očekávané inflace dosáhl svého maxima v polovině roku 2008 a posléze znatelně poklesl (červená čára). To v obou případech zhruba odpovídá průběhu inflace, jejího vnímání a jejich očekávání v ostatních zemích EU ve vazbě na dopady globálních inflačních faktorů v závěru 2007 a v první polovině 2008. Specifický vliv zavedení

eura na Slovensku tedy zřejmě nehrál ve vývoji uvedených indikátorů, stejně jako ve vývoji samotné inflace, významnější roli.

Ztráta samostatné měnové politiky a změna postavení Národní banky Slovenska

Přechodem na společnou evropskou měnu se postavení i role NBS zásadně změnilo. Nyní je NBS součástí Eurosystemu (tvořeného ECB a centrálními bankami členských zemí eurozóny), spoluzodpovídá za jednotnou měnu a za provádění společné měnové politiky v eurozóně. To zároveň znamená, že Slovensko ztratilo nezávislou měnovou politiku, nebude nastavovat vlastní úrokové sazby, a tedy že NBS již není zodpovědná za provádění měnové politiky na Slovensku. Slovensku tak zůstávají pouze některé jiné nástroje hospodářské politiky k ovlivňování ekonomického vývoje, jakými jsou např. fiskální a strukturální politika. Slovensko si jako malá exportně orientovaná ekonomika od zavedení společné měny navíc v současné turbulentní době slibuje menší vnější zranitelnost a větší stabilitu ekonomického vývoje.

4. Vybraný projev: Lars E. O. Svensson o měnové politice s nulovými úrokovými sazbami

V této části ve zkratce přibližujeme projev Larse E. O. Svenssona, viceguvernéra Sveriges Riksbank, který přednesl na téma: „Měnová politika s nulovými úrokovými sazbami“ ve Stockholmu, 17. února 2009.

Projev L. Svenssona byl zaměřen na možnosti provádění měnové politiky v prostředí velmi nízkých úrokových sazeb a prevenci vzniku této situace. Úvodem připomněl, že snížení úrokových sazeb pod nulovou úroveň není z praktického pohledu možné, neboť ekonomické subjekty by preferovaly držbu oběživa (nesoucího nulový výnos) před dluhopisy; v ekonomice by nastala tzv. past likvidity. Pokud jsou úrokové sazby blízké nule, reálná ekonomická výkonnost je slabá a pokud současně nabývají na síle deflační očekávání, pak je nutné hledat jiná než úroková řešení. V této situaci mohou být tržní reálné sazby, tj. tržní nominální sazby (vyjádřené jako součet měnověpolitické sazby centrální banky a úrokového rozpětí podél výnosové křivky) očištěné o očekávanou inflaci, příliš vysoké vzhledem k výši, která by zajistila jak stabilizaci inflace kolem inflačního cíle, tak stabilizaci reálné ekonomiky.

Snížení reálných sazeb – v situaci kdy úrokové sazby centrální banky narážejí na nulové dno – lze tedy dosáhnout jak snížením úrokového rozpětí (např. opatřeními na zlepšené fungování finančních trhů), tak zejména ovlivněním inflačních očekávání. Právě v jejich ovlivnění vidí řešení a nabízí k tomu několik možností. První je stanovení kredibilního inflačního cíle a provádění transparentní měnové politiky, které by měly zajistit, že inflační očekávání neklesnou příliš nízko a nevyvolají deflační obavy. Druhou je zavedení cílování cenové hladiny v podobě konceptu tzv. průměrného inflačního cílování, kdy má cíl podobu např. 2% průměrné míry inflace pro následující pětileté období. Toto opatření by mělo vést ke stabilizaci dlouhodobých inflačních očekávání, a to i v situaci, kdy je krátkodobě očekávána nízká nebo i záporná inflace. Poslední možností je dle Svenssona využití měnového kurzu jako měnověpolitického nástroje, přičemž tato možnost je součástí jeho návrhu malým otevřeným ekonomikám na „spolehlivou cestu“ z pasti likvidity. Ta by měla zahrnovat posloupnost tří opatření: (i) zavedení výše představeného cílování cenové hladiny, (ii) zavedení cíle pro měnový kurz, který bude konzistentní s cílem pro cenovou hladinu, (iii) navrácení se k režimu volného měnového kurzu po dosažení cíle cenové hladiny, ať již s návratem k původnímu inflačnímu cíli nebo novému cíli cenové hladiny. V této souvislosti Svensson vysvětluje, že zavedení dočasného cíle pro měnový kurz není možné považovat za kompetitivní devaluaci. Pokud by neexistovala nulová hranice pro úrokové sazby, pak by centrální banka vždy mohla snížit výši reálných sazeb v ekonomice snížením měnověpolitických sazeb, což by následně působilo na deprecii domácí měny. Proto použití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky, u kterého žádná mezní hranice neexistuje, by nemělo být vnímáno jako více kontroverzní oproti jiným způsobům ovlivnění očekávání o budoucí cenové hladině.

Následně se Svensson zaměřil na oblast kvantitativního uvolňování. Zde zdůraznil, že tato politika je neefektivní, pokud není očekáváno její permanentní trvání. Neexistuje totiž dle jeho názoru kredibilní způsob, jak se má centrální banka zavázat k vyšší peněžní zásobě v budoucnosti. Svensson v projevu rovněž uvádí, že k řešení deflačních očekávání v prostředí úrokových sazeb blízkých nule hraje významnou roli i expanzivní fiskální politika. Její účinnost však bude záviset na stupni tzv. rikardiánské ekvivalence (míře substituce mezi veřejnými a soukromými úsporami), počáteční velikosti vládního dluhu, strukturu vládních výdajů a navrhovaných daňových úlevách.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5.března 2009. 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