

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

9
2009

V tomto čísle

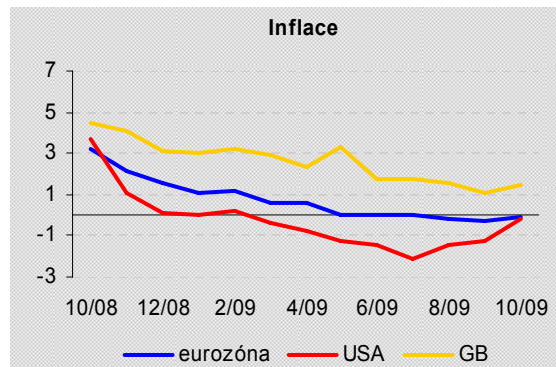
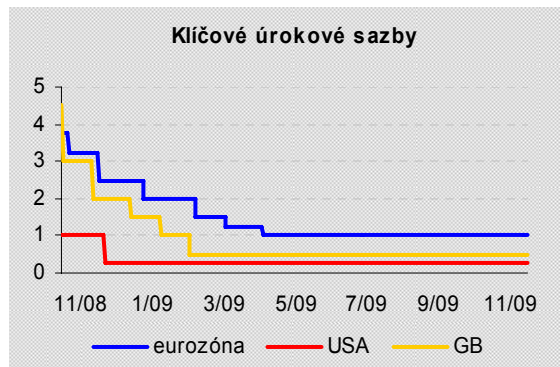
Většina námi sledovaných centrálních bank ponechává své klíčové sazby na nízké úrovni a současně pokračuje v provádění nekonvenční měnové politiky. Ekonomická aktivita zůstává slabá, nicméně objevují se již známky oživení a přepokládá se pozvolné zotavování koncem roku 2009 a v roce 2010. Rovněž dochází k zastavování dalšího poklesu inflace. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme zemi, kterou standardně nesledujeme, která však přináší zajímavé zkušenosti s devizovými intervencemi jakožto nástrojem nekonvenční měnové politiky – Izraeli. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Stefana Ingvese o významné roli důvěry v boji s krizí.

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. října (0,00) 5. listopadu (0,00) 3. prosince (0,00)	22. – 23. září (0,00) 3. – 4. listopadu (0,00)	9. – 10. září (0,00) 7. – 8. říjen (0,00) 4. – 5. listopad (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,00 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<i>poslední inflace</i>	0,6 % (listopad 2009) ²	- 0,2 % (říjen 2009)	1,5 % (říjen 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	14. ledna 4. února 4. března	15. – 16. prosince 26. – 27. ledna	9. – 10. prosince 6. – 7. ledna 9. – 10. února
<i>další očekávané události</i>	4. března zveřejnění prognózy	23. února zveřejnění zprávy pro Kongres	16. února zveřejnění IR ⁴
<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 ; ⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

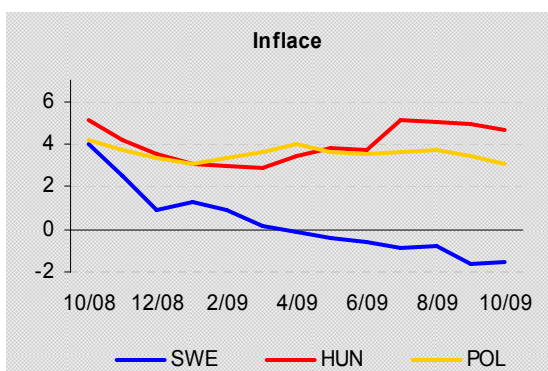
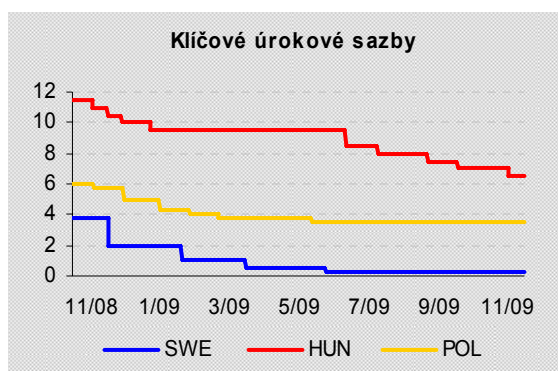


Fed, ECB a BoE i nadále podporují své ekonomiky prostřednictvím nekonvenčních nástrojů měnové politiky a nízkých úrokových sazeb. Zdá se, že centrální banky pouze nastiňují možné exit strategie bez konkrétních obrysů z hlediska času a fázování jednotlivých kroků. **ECB** prognózuje pozitivní mezičtvrtletní růst HDP na 2H 2009 z titulu částečné obnovy vývozu, cyklu zásob a makroekonomických (fiskálních a měnových) stimulů. Inflační očekávání ve středně- i dlouhodobém horizontu jsou ukotvena blízko či mírně pod 2 %. Tlaky na růst cen i nákladů zůstanou omezeny z titulu slabé domácí poptávky a zahraničního vývoje. **Fed** pokračuje v provádění své nekonvenční měnové politiky, přičemž nákupy dluhových instrumentů budou pravděpodobně ukončeny v 1Q 2010. Ekonomická aktivita zůstává slabá. Spotřeba domácností vykázala příznivější vývoj, nicméně je brzděna slabým trhem práce, stagnujícími příjmy a přísnými úvěrovými podmínkami. Firemní sektor i nadále redukuje investice a počty zaměstnanců. Z tohoto pohledu zřejmě vývoj inflace aktuálně neohrožují výrazné nákladové tlaky. **BoE** ponechala klíčovou sazbu beze změny a pokračovala v nákupu cenných papírů, přičemž opětovně navýšila plánovaný [objem nákupu dluhových cenných papírů](#) o 25 mld. GBP na 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>	21. října (0,00)	28. září (-0,50) 19. října (-0,50) 23. listopadu (-0,50)	29. – 30. září (0,00) 27. – 28. října (0,00) 24. – 25. listopadu (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,25 %	6,50 %	3,50 %
<i>poslední inflace</i>	- 1,5 % (říjen 2009)	4,7 % (říjen 2009)	3,1 % (říjen 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	15. prosince 10. února	21. prosince 25. ledna 22. února	22. – 23. prosince 25. – 26. ledna 23.–24. února
<i>další očekávané události</i>	10. února zveřejnění Monetary Policy Report	24. února zveřejnění IR ⁴	24. února. zveřejnění IR ⁴
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→

⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci)



Riksbank v uplynulém čtvrtletí ponechala klíčové úrokové sazby na úrovni 0,25 % a zopakovala, že takto nízkou klíčovou sazbu hodlá ponechat až do podzimu roku 2010. Depozitní sazba zůstává na úrovni -0,25 %. Ekonomická aktivita zaznamenává známky oživení a finanční trhy se pozvolna stabilizují, přičemž úroková rozpětí na krizi postižených trzích klesají. Hlavní nejistotou prognózy Riksbank se jeví rychlost oživení v zahraničních ekonomikách, které může být oproti hlavnímu scénáři prognózy jak razantnější z titulu dřívější obnovy důvěry na trzích, tak pomalejší z titulu stahování fiskálních stimulů z ekonomiky.

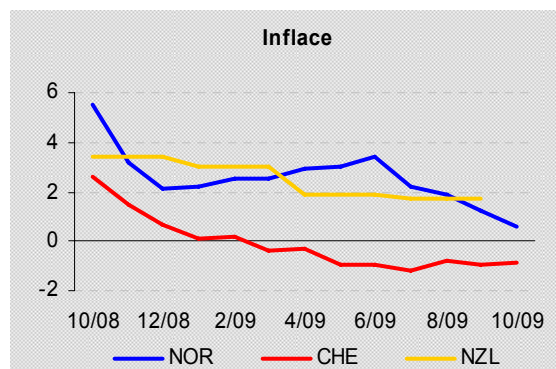
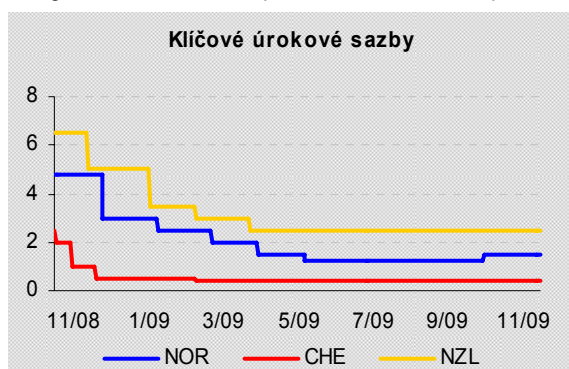
MNB pokračovala v uvolňování měnové politiky a snížila úrokové sazby v každém měsíci uplynulého kvartálu vždy o 0,50 p.b. na 6,50 % z titulu zlepšeného výhledu inflace a pokračující recese. Zvýšení nepřímých daní zapříčiní to, že se **inflace** bude podle prognózy MNB pohybovat koncem roku 2009 a v roce 2010 přechodně nad inflačním cílem a poklesne pod inflační cíl v roce 2011. K silné kontrakci maďarské ekonomiky (odhad HDP -6,4 % v roce 2009) vedl pokles domácí poptávky, zapříčiněný významným poklesem fixních investic i firemních zásob. Dále je maďarskou centrální bankou očekáváno jen pozvolné zotavování maďarské ekonomiky, neboť zahraniční oživení zapříčiní pouze zmírnění propadu HDP, tzn. v roce 2010 je stále očekáván negativní růst HDP na úrovni -0,6 %. Následně, v roce 2011 MNB očekává růst HDP na úrovni 3,4 %.

NBP ponechala klíčové úrokové sazby beze změny. Ekonomická aktivita, průmyslová výroba i indikátory ekonomického sentimentu vykazují i ve 3Q 2009 pozvolné zlepšování a pozitivní signály. Inflace poklesla ze zářijových 3,4 % na úroveň 3,1 % v říjnu. K poklesu inflace přispěly klesající ceny potravin a energií. Nicméně inflace se stále pohybuje nad inflačním cílem, a to zejména z důvodu změn nepřímých daní a depreciace zlotého.

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 % ⁶
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	23. září (0,00) 28. října (+0,25)	17. září (0,00)	10. září (0,00) 29. října (0,00)
<i>Aktuální klíčová sazba</i>	1,50 %	0 – 0,75 % ⁵	2,50 %
<i>poslední inflace</i>	0,6 % (říjen 2009)	- 0,8 % (říjen 2009)	1,7 % (říjen 2009)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	16. prosince 3. února	10. prosince	28. ledna 11. března
<i>další očekávané události</i>	24. března zveřejnění Monetary policy report	23. prosince zveřejnění Monetary policy report	11. března Monetary policy statement
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↑	→	→

⁵ V grafu znázorněn střed pásma; ⁶ střed cílového pásma 1 – 3 %



Norges bank (NB) jako první z okruhu námi sledovaných centrálních bank zvýšila měnověpolitickou úrokovou sazbu. Stalo se tak na říjnovém zasedání, kdy byla sazba zvýšena o 0,25 p.b. na 1,50 p.b. Rozhodnutí bylo učiněno v kontextu rychlejšího než očekávaného vývoje ekonomické aktivity, svižně rostoucích cen nemovitostí, nízké nezaměstnanosti a prognózovaného nárůstu inflace mírně nad inflační cíl. Již předtím na srpnovém zasedání bylo guvernérem Svein Gjedrem naznačeno možné zvýšení klíčové sazby, které se tedy následně naplnilo. Výkonná rada Norges bank oznámila [výhled \(snímek č. 23\)](#) pro klíčovou sazbu v rozpětí 1,25 – 2,25 p.b. platný do zveřejnění dalšího *Monetary Policy Reportu* (24. března 2010) za předpokladu, že norská ekonomika nebude vystavena novým významným šokům.

I přes příznivé zprávy ohledně vývoje švýcarské ekonomiky **SNB** nezměnila rozpětí své klíčové úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF). SNB i nadále pokračovala v expanzivní měnové politice prostřednictvím nekonvenčních nástrojů, tj. dodávala likviditu a v případě potřeby je i nadále připravena nakupovat soukromé dluhopisy denominované v CHF. Pravděpodobně byla i nadále aktivní též na devizovém trhu. Podle zářijové prognózy zůstává výhled inflace na rok 2009 téměř nezměněn a očekává negativní inflaci na úrovni -0,5 %, avšak počítá s rychlejším růstem inflace v letech 2010 i 2011 oproti červnové prognóze, tj. na úrovni 0,6 % v 2010 a 0,9 % v 2011.

RBNZ ponechala klíčové úrokové sazby nezměněny na úrovni 2,50 %. Výhled ekonomické aktivity zaznamenává známky oživení a výhled inflace ve střednědobém horizontu bude uvnitř pásma kolem inflačního cíle. Guvernér A. Bollard očekává klíčovou sazbu na současné úrovni do druhé poloviny roku 2010.

2. Zajímavé události

Fed upravuje podmínky některých programů

Vzhledem k tomu, že dochází k postupnému zlepšování podmínek na americkém finančním trhu, upravil Fed podmínky některých svých programů. Dne 17. listopadu 2009 bylo rozhodnuto o zkrácení splatnosti tzv. Primary credit loans z 90 dní na 28 dní. Původně byly primární úvěry pro depozitní instituce (program na způsob diskontního okénka) poskytovány pouze s jednodenní splatností, avšak v průběhu finanční krize byly postupně navyšovány až na 90 dní. V současnosti se tedy jedná o zkrácení splatnosti, nikoliv ovšem k jejímu navrácení na „předkrizovou“ úroveň.

Rovněž došlo ke zpřísnění podmínek přijímaných cenných papírů krytých aktivy v rámci programu TALF (program určený k podpoře trhu s cennými papíry krytými aktivy – ABS, zejména k financování účastníků těchto trhů a k podpoře emisí na těchto trzích). Podle nových podmínek bude docházet k přísnějšímu ohodnocení ABS z pohledu jejich kvality a úvěrového rizika, transparentnosti a struktury produktu. Hodnocení bude provádět Fed na své pobočce v New Yorku, která je tradičně zodpovědná za operace s finančními produkty.

ECB doplnila ratingové požadavky pro cenné papíry kryté aktivy v rámci svých úvěrových operací

Eurosystem požaduje nejméně dvě ratingová hodnocení pro cenné papíry kryté aktivy (ABS) vydané počínaje 1. březnem 2010, které jsou mu vybranými institucemi nabízeny jako kolaterál v úvěrových programech. Pro určení vhodnosti daného aktiva jako kolaterálu bude Eurosystem uplatňovat pravidlo „second-best“, tj. horší ratingové hodnocení ze dvou musí splňovat požadavek Eurosystemu ohledně kvality cenného papíru. Počínaje 1. březnem 2010 se toto pravidlo vztahuje na všechny ABS bez ohledu na datum vydání. Důvodem tohoto opatření je zabezpečení vysokých úvěrových standardů pro přijímaný kolaterál.

... a oznámila podrobnosti ohledně refinančních operací na nadcházející období

ECB bude i nadále pokračovat v provádění hlavní refinanční operace s fixní sazbou a v neomezeném množství nejméně do dubna 2010. Bylo rovněž rozhodnuto, že sazba za kterou bude 12 měsíční refinanční operace uskutečněna, bude odvozena od průměrné nejnižší nabídky (average minimum bid rate) vyplývající z refinančních operací které proběhnou následující rok, tzn. že bude uskutečněna jedna platba úroků v den splatnosti roční refinanční operace (23.12.2009).

BoE opětovně zvýšila velikost programu Asset Purchase Facility

Bank of England se v listopadu rozhodla zvýšit velikost programu Asset Purchase Facility (APF) o 25 mld. GBP na 200 mld. GBP. Předchozí zvýšení objemu finančních prostředků zahrnutých v tomto programu nastalo v srpnu o 50 mld. GBP.

... a otevřela diskusi ohledně snížení míry úročení rezerv komerčních bank držených u centrální banky (viz minutes, bod č. 24). Diskuse na jejím měnověpolitickém zasedání dne 4. – 5. listopadu 2009 vedla k závěru, že tento nástroj nebude pro současné potřeby ekonomiky použit, nicméně si jej BoE ponechává v rezervě pro případné použití v budoucnosti.

Norges Bank stahuje mimořádné nástroje k podpoře likvidity ve finančním systému

Norges Bank vedle zvýšení své měnověpolitické sazby v říjnu rozhodla dále nepoužívat nástroje na dodávání likvidity. Přestala nabízet norské koruny prostřednictvím FX swapu a rovněž přestala nabízet peněžní likviditu na delších splatnostech. Důvody vedoucí k tomuto kroku tkví ve zlepšených podmínkách na peněžních trzích a stabilizující se situaci bankovního sektoru v oblasti likvidity. Rovněž dojde k návratu požadavků na kolaterál k původním (předkrizovým) standardům a k omezení počtu protistran v operacích s Norges Bank.

Riksbank zrušila aukce půjček v USD

Výkonná rada Riksbank rozhodla o zrušení aukcí půjček denominovaných v amerických dolarech z důvodu nízkého zájmu. S tím, jak se postupně stabilizuje situace na finančních trzích, mizí i potřeba využívat tento mimořádný nástroj. Představitelé Riksbank nicméně prohlásili, že jsou

připraveni kdykoliv opětovně umožnit přístup k těmto dolarovým aukcím.

...a připojila do svého instrumentária nový úvěr s fixní sazbou se splatností zhruba 11 měsíců

Riksbank 22. října 2009 rozšířila své instrumentarium o tendry určené pro banky na finanční prostředky až v objemu 100 mld. SEK za podmínek fixní sazby (repo sazba + 0,15 p.b.), se splatností 336 dní (zhruba 11 měsíců). Podle Riksbank tento dodatečný nástroj podpoří účinnost měnové politiky tím, že napomůže dále snížit úrokovou sazbu na úvěry firmám a domácnostem.

...a i nadále poskytuje úvěry s proměnlivou úrokovou sazbou

Riksbank bude i nadále poskytovat úvěry bankám se splatností 3, 6, 12 měsíců, nicméně s tím, jak se zlepšuje situace na finančních trzích, dochází k navýšení úroků placených bankami z těchto úvěrů. V tomto případě Riksbank zamýšlí snížit závislost komerčních bank na tendrech Riksbank tím, že bude povolna zvyšovat úrokovou sazbu z těchto úvěrů vyšší přírážkou k průměrné repo sazbě. Bude tak docházet k relativně přirozenému upouštění od těchto mimořádných úvěrů. Přírážka k průměrné repo sazbě bude činit 0,25 p.b. pro úvěry se splatností 3 a 6 měsíců, pro úvěry na 12 měsíců se jedná o přírážku 0,30 p.b.

RBNZ oznámila opouštění mimořádných likviditních programů

Dne 14. října RBNZ oznámila opouštění mimořádných programů na podporu likvidity zavedených v době finanční krize, neboť jejich využívání v posledních šesti měsících bylo velmi slabé. Jedná se např. o tyto nástroje:

- Term Auction Facility (TAF) prostřednictvím které si banky půjčovaly finanční prostředky na 3, 6 a 12 měsíců oproti adekvátnímu kolaterálu.
- Zkrácení splatnosti Term Reverse Repo Facility z jednoho měsíce na jeden den.
- Ukončení pravidelného týdenního tendru Reserve Bank bill (poukázky vydávané RBNZ).
Nově budou nabízeny tyto poukázky podle potřeby v denních OMO.

RBNZ je nicméně připravena kdykoliv facility opětovně zavést, pokud to bude nutné.

MNB navrácí koridor kolem klíčové úrokové sazby zpět na obvyklých +/- 100 b.b.

Od 24. listopadu maďarská centrální banka navrácí koridor kolem své klíčové úrokové sazby na dřívějších +/- 100 b.b. Koridor byl zúžen na +/- 50 b.b. koncem roku 2008 v reakci na probíhající finanční krizi a likviditní problémy komerčních bank. V současné době s postupným odezněním napjatých podmínek na mezibankovním trhu došlo ke snížení krátkodobých úrokových sazeb, což umožnilo navrácení koridoru na původní rozpětí a tím i větší prostor pro komerční banky řídit svou likviditu.

...a MNB navrhuje regulovat úvěrování v cizích měnách

Regulace si klade za cíl nastavit limity pro vypůjčování si v cizích měnách, aby v případě výrazného oslabení forintu nebyly maďarské domácnosti i firmy vystaveny příliš silnému tlaku souvisejícímu s obsluhou dluhu. Motivací k tomuto kroku je výrazné zadlužení maďarských domácností i firem v cizích měnách. To je nebezpečné pro finanční stabilitu v případě, kdy by výrazně znehodnotil maďarský forint. Tuto bolestivou zkušenost si Maďarsko odnáší z finanční krize, kdy maďarský forint znatelně oslabil.

NBP představila nové instrumenty na podporu úvěrování

10. září 2009 představila polská centrální banka nástroje na podporu úvěrování. Jedná se o (i) rozšíření splatnosti repo operací na 12 měsíců; (ii) nákupy dluhopisů emitovaných komerčními bankami na volném trhu centrální bankou (iii) diskontní úvěr poskytovaný NBP komerčním bankám na základě diskontu (eskontu) dlužního úpisu (vlastní směnky) vydaného firmou. Diskontní úvěr bude poskytnut na refinancování nových půjček.

Indie nakoupila zlato v hodnotě 7 mld. USD od MMF

Indická centrální banka nakoupila 200 tun zlata v hodnotě zhruba 7 mld. USD. Prodávajícím v transakci byl Mezinárodní měnový fond, který tento prodej uskutečnil v rámci programu *IMF's limited gold sales programme*. Tento prodej je součástí plánovaného prodeje 403 tun zlata z důvodu zvýšení úvěrových zdrojů MMF.

3. Téma pod lupou: Zkušenosti Bank of Izrael s použitím devizových intervencí jakožto nástroje nekonvenční měnové politiky

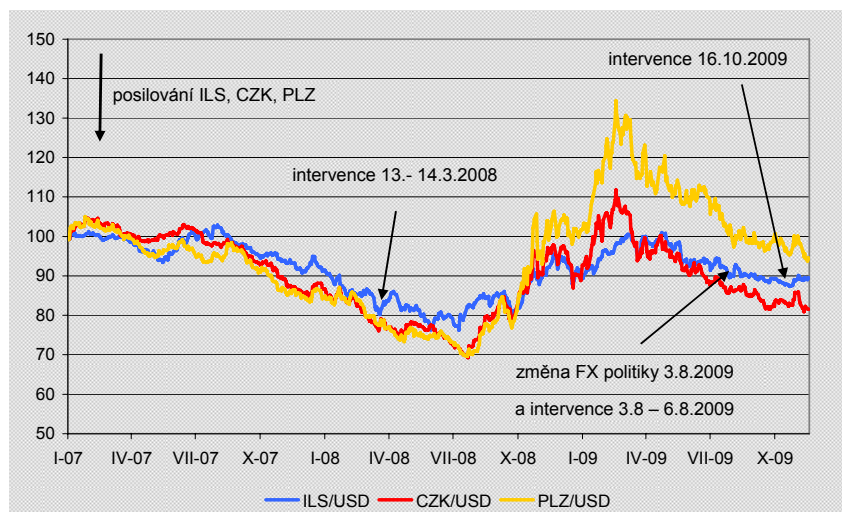
V minulých číslech [Monitoringu centrálních bank](#) jsme se věnovali nekonvenčním nástrojům měnové politiky a následně i možností upuštění od používání těchto nástrojů. Doposud jsme se přitom zaměřovali převážně na země, resp. centrální banky, námi standardně sledované. V tomto čísle se trochu netradičně věnujeme situaci v zemi, která nepatří mezi standardně sledované – Izraeli. Má to hned několik důvodů. Prvním z nich je skutečnost, že charakteristiky izraelské ekonomiky nejsou zcela nepodobné těm, kterými disponuje Česká republika. Izrael je také malá otevřená ekonomika s režimem cílování inflace a s apreciačními tendencemi ve vývoji kurzu své národní měny. Vedle toho je zajímavým faktem, že Bank of Izrael (BoI) použila nástroje nekonvenční měnové politiky, a mezi nimi mimo jiné i devizové intervence, nikoliv až v situaci téměř nulových měnověpolitických úrokových sazeb, ale sáhla po nich ještě dříve, než se ocitla se sazbami téměř na jejich dně. V neposlední řadě je BoI poměrně transparentní v poskytování informací ohledně devizových intervencí.

V úvodu jsme již nastínili základní charakteristiky izraelské ekonomiky. Režim měnové politiky Izraele je cílování inflace se stanoveným inflačním cílem v rozpětí 1 % - 3 % a s volně plovoucím měnovým kurzem šekelu. Z hlediska struktury HDP hraje významnou roli zahraniční obchod. Z tohoto důvodu byla izraelská ekonomika v době propadu zahraniční poptávky a následné recese významných světových ekonomik zasažena velmi silně. Apreciace kurzu místní měny (šekelu) z období před pádem Lehman Brothers pak dále prohloubila propad exportu, což vedlo k tomu, že HDP Izraele se snížil dvě čtvrtletí po sobě na přelomu roku 2008 a 2009 a ekonomika vstoupila do recese. V návaznosti na již zmíněný propad zahraničního obchodu významně poklesla i spotřeba domácností a investice firem. Firmy reagovaly na nepříznivý vývoj domácí i zahraniční ekonomiky snížením mezd, což spolu s rostoucí nezaměstnaností ještě více oslabilo domácí poptávku. Izraelská ekonomika tak byla postížena globální finanční a ekonomickou krizí zejména kanálem slabé zahraniční poptávky, i když ani přenos kanálem finančních trhů nebyl zcela zanedbatelný.

Bank of Isreal čelila nepříznivým dopadům krize na reálnou ekonomiku a finanční trhy nejen snižováním měnověpolitických úrokových sazeb, ale použila i nekonvenční nástroje měnové politiky a mezi nimi i devizové intervence. Následující odstavce chronologicky mapují kroky BoI v oblasti měnové politiky a politiky devizových intervencí za uplynulé necelé dva roky.

Bank of Israel (BoI) předtím naposledy intervenovala na devizových trzích v roce 1997. Nyní opětovně zahájila používání tohoto nástroje 13. a 14. března 2008, když **provedla devizovou intervenci** prostřednictvím nákupu amerických dolarů v objemu 375 mil. USD (viz graf 1). Tato intervence následovala po předchozí apreciaci kurzu šekelu (ILS) k USD zhruba o 28 % v období od července 2007. Intervence byla nicméně provedena spíše v souvislosti s turbulencemi na devizovém trhu po pádu Bear Stearns a byla komunikována jako reakce na „nefunkčnost trhu“.

Graf 1: Vývoj měnových kurzů ILS/USD, CZK/USD a PLZ/USD

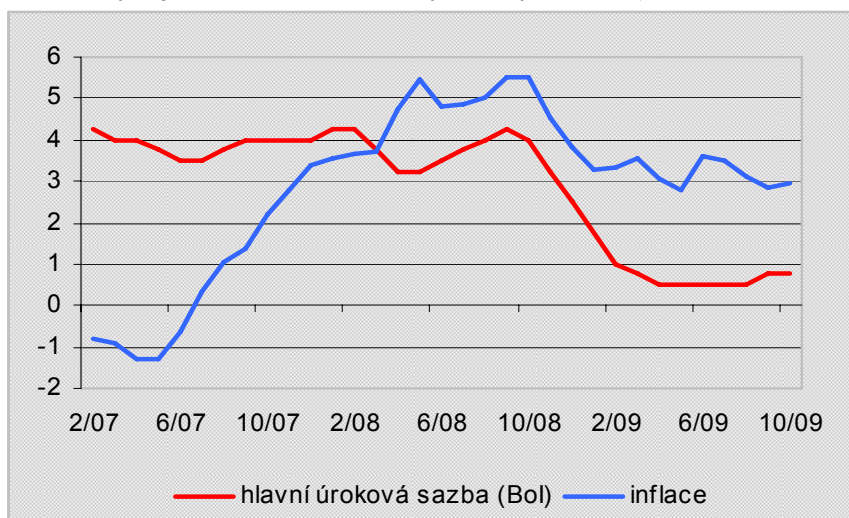


Zdroj: Thomson Datastream, oficiální stránky Bank of Israel, Reuters, Bloomberg, vlastní výpočty
 Pozn.: 1.1.2007 = 100 (bazický index), nominální měnové kurzy

Následně počínaje 24. březnem 2008 začala BoI nakupovat přibližně 25 mil. USD denně. Tyto denní nákupy byly podle oficiálních prohlášení BoI zaměřeny na nárůst objemu devizových rezerv v jejím držení, neboť dosavadní výše devizových rezerv nebyla dle BoI dostačující pro potřeby izraelské ekonomiky (vyhlášená cílová úroveň devizových rezerv 35-40 mld. USD). Později 10. července 2008 byl objem denních nákupů navýšen v průměru na 100 mil. USD. To se dělo nejen kvůli již zmíněnému požadovanému nárůstu devizových rezerv, ale zejména v reakci na globální finanční krizi; dle vyjádření BoI z titulu v té době převládajících podmínek na trhu a rovněž kvůli kumulativnímu a rychlému zhodnocení šekelu. Uskutečněné devizové intervence byly přitom svou povahou sterilizované, tj. nákupy zahraniční měny nezvyšovaly v konečném důsledku měnovou bázi, jelikož byly zhruba souběžně prováděny takové operace, která vedly ke snížení měnové báze např. prostřednictvím prodeje domácích finančních aktiv. Celkový efekt na měnovou bázi byl tedy neutrální. Zajímavý moment nastal v polovině roku 2008, kdy inflace vyskočila nad 5 %, došlo ke dvěma zvýšením měnověpolitických sazeb a zároveň neustále probíhaly nákupy zahraniční měny.

Od října 2008 BoI začala s postupným snižováním měnověpolitických úrokových sazeb z 4,25 % až na 0,50 % v březnu 2009 (viz graf 2). V průběhu cyklu snižování měnověpolitických sazeb došlo ke dvěma významným změnám způsobu provádění měnové politiky. Za prvé BoI od 25. března do 5. srpna 2009 **nakupovala vládní dluhopisy na sekundárním trhu** na podporu své expanzivní měnové politiky. Objemový cíl činil 15 – 20 mld. ILS. V oficiálních prohlášeních BoI zaznělo, že nakoupené dluhopisy nemá v nejbližší době v úmyslu prodávat a rovněž veškeré nákupy dluhopisů jsou sterilizovány, což napovídá o úmyslu BoI intervenovat na dlouhém konci výnosové křivky. Za druhé, dne 3. srpna 2009, BoI **změnila politiku devizových intervencí**. Upustila od jednostranného směru intervencí (nákup zahraniční měny) a zavedla možnost oboustranné intervence, tzn. možnost nakupovat i prodávat šekel kdykoliv, pokud dojde k významným výkyvům jeho kurzu. Podle nové, časově neomezené, politiky může BoI intervenovat na devizovém trhu nejen pokud devizový trh selhává, ale také v případě, kdy vývoj šekelu je nekonzistentní s ekonomickými podmínkami. Tímto krokem BoI opustila dosavadní pravidelné denní nákupy zahraniční měny, neboť podle ní již byla dosažena žádoucí úroveň devizových rezerv a nyní banka pokračuje v tzv. ad hoc nákupech. Opuštěním jasných pravidel se politika devizových intervencí BoI stává více diskreční a banka vnáší více nejistoty na devizový trh ohledně svých záměrů intervenovat. Tím současně omezuje prostor pro spekulativní obchody plynoucí z jednostranných intervencí. Téměř okamžitě po oznámení změn BoI opětovně silně intervenovala, když nakupovala čtyři dny po sobě americké dolary (podle dostupných informací sterilizovaně). Tato změna politiky devizových intervencí by se ovšem rovněž dala chápat jako exit strategie z dřívějších pravidelných intervencí. To nevyloučilo další, nyní již svou povahou diskreční intervence, které skutečně následovaly a byly vysvětlovány situací na trhu.

Graf 2: Vývoj hlavní úrokové sazby a míry inflace (inflační cíl 1 – 3 %)



Zdroj: Thomson Datastream

Po změně politiky prováděných devizových intervencí v srpnu 2009 následoval pro mnohé analytiky překvapivý krok v podobě zvýšení měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 % na 0,75 % dne 25. srpna 2009. To bylo bezprostředně po měnověpolitickém zasedání BoI vnímáno jako počátek cyklu zpříšňování měnové politiky. Avšak následné měnověpolitické zasedání BoI již nepřineslo další zvýšení úrokových sazeb a navíc 16. října 2009 BoI opět intervenovala na devizovém trhu nákupy deviz přibližně v objemu 250 mil. USD a 26. října 2009 v nízkém objemu 30 – 40 mil. USD. Záměr celého cyklu devizových intervencí není zcela jasný, jelikož požadovaný limit na objem devizových rezerv byl významně překročen (v září objem devizových rezerv dosáhl 58,4 mld. USD) a BoI pokračuje s intervencemi i nadále. Potvrzení nástupu fáze zpříšňování měnové politiky lze zřejmě najít ve zvýšení klíčové úrokové sazby dne 21. listopadu 2009 o 0,25 p.b. na 1 %.

Pokud bychom chtěli hodnotit úspěšnost devizových intervencí, pak bychom měli sledovat vývoj bilaterálního nominálního kurzu šekelu k USD, neboť právě na tomto páru byly nejčastěji prováděny devizové intervence (viz graf 1). Byl-li úmysl otočit apreciační tendence šekelu k tendencím depreciačním, pak případné úspěchy byly spíše velmi krátkodobé. Pokud byl úmysl nakupovat zahraniční měnu zejména z důvodu nárůstu devizových rezerv Izraele, pak lze shledat tento úmysl více než naplněným, neboť plánovaný objem byl dosažen (v říjnu [objem devizových rezerv](#) dosáhl 59,65 mld. USD).

4. Vybraný projev: O významné roli důvěry v boji s krizí

Stefan Ingves, guvernér švédské centrální banky (Sveriges Riksbank), pronesl projev s názvem „Lék na krize – především důvěra“ na EuroFi Forum v Göteborgu 29. září 2009.

Stefan Ingves má mnohaleté zkušenosti s řešením finančních krizí v různých zemích světa, ta současná je však mimořádná svou závažností a globálním rozsahem. Jeho lék na krize se skládá ze dvou ingrediencí: (1) znovunabytí důvěry jako prostředek, jak se „dostat“ z krize; a (2) zabezpečení trvání důvěry, které zamezí opakování krize. Vzhledem k celosvětové dimenzi současné krize by měl lék tentokrát zahrnovat ještě třetí přísadu, kterou je (3) budování důvěry mezi politickými institucemi států, jež by zlepšila mezinárodní krizový management.

Ingves připomenul teorii asymetrické informace George Akerlofa, která se původně týkala trhu ojetých vozidel. Podle Akerlofa prodávající ví, jaká je kvalita prodáváného automobilu, potenciální kupující však nikoliv. Riziko koupě nekvalitního vozu snižuje cenu, kterou jsou zákazníci ochotni zaplatit, za tuto cenu však nebudou prodávat majitelé kvalitních aut. Podobná situace nastala na trhu aktiv. Když vyšlo najevo, že některá aktiva jsou nekvalitní, byla narušena důvěra nejen v jednotlivé banky, ale vzhledem k nejistotě ohledně rozsahu problému a obavám z mezibankovní „nákazy“ i v celý bankovní sektor. Situaci zhoršovala neprůhlednost některých finančních produktů a zvýšená propojenost finančního systému. Nedostatek důvěry mezi bankami vedl ke kolapsu mezibankovních trhů, přičemž získání likvidity prodejem aktiv se stalo pro banky velmi drahé nebo dokonce nemožné.

V takové situaci ordinuje Ingves **první ingredienci** léku: obnovení důvěry veřejnosti a trhů vůči bankám, které by mělo být učiněno přiznáním výše ztrát a vypořádáním se se špatnými aktivy. Pro obnovu fungování trhů je klíčové, aby si byli investoři jisti, že trhy již dosedly až na samé dno. To může být dosaženo pouze realistickým a transparentním oceněním aktiv, jejich nadhodnocení by pouze oddálilo oživení. Jako další důležitý aspekt budování důvěry uvádí Ingves transparentnost a mezinárodní harmonizaci účetních pravidel, za efektivní nástroj považuje také zátěžové testy bank.

Aby se již krize neopakovala, je třeba aplikovat **druhou ingredienci** - uchovat a dlouhodobě budovat důvěru, a to prostřednictvím reformy regulace likvidity a kapitálu. Klíčovou lekcí z této krize je, že likvidní trh se může velmi rychle stát trhem nelikvidním, likvidita proto musí být regulována přísněji. Příliš přísná regulace by ale potlačovala konkurenci, zdražila by finanční služby a v dlouhodobém horizontu by brzdila ekonomický růst. Rozsah finanční regulace je tak – alespoň částečně – otázkou společenské averze k riziku.

Hlavním cílem reformy regulace by mělo být především zajištění, že důvěra v banky se opět nerozplyne. Pro tento účel je potřeba zpřísnit požadavky na kapitál bank – a to jak z hlediska kvality, tak i jeho množství. Tím se zvýší odolnost bank i celého systému. Důležitou součástí kapitálu by měl být rezervní fond ke krytí případných ztrát. Regulátoři by měli rovněž zvážit možnosti dluhových nástrojů, které by se v případě vysokých ztrát automaticky staly akciemi.

Třetí ingredienci Ingvesova léku na krizi je důvěra mezi státy, která by posílila mezinárodní krizový management. Ten je náročný především kvůli nadnárodnímu charakteru finančního systému. Mezinárodní banky obvykle centralizují řízení svých zahraničních poboček a dceřiných společností, dohled z domovské země (země původu) tak o nich má celkový obrázek, na rozdíl od orgánů hostitelské země, které jsou zodpovědné za finanční stabilitu své ekonomiky.

Ingves upozornil na evropskou Dohodu o přeshraniční spolupráci v oblasti finanční stability, jež má za cíl zlepšit kooperaci států. Jak však dodává, v časech krize není snadné jí dosáhnout. Společné zhodnocení situace vedoucí k efektivnímu rozhodnutí vyžaduje otevřené diskuze a vzájemné poskytování informací. Ingves apeluje na budování důvěry mezi státy, pro inspiraci uvádí příklad guvernérů severských centrálních bank, kteří organizují pravidelná setkání.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 3. prosinec 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