

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2011

## V tomto čísle

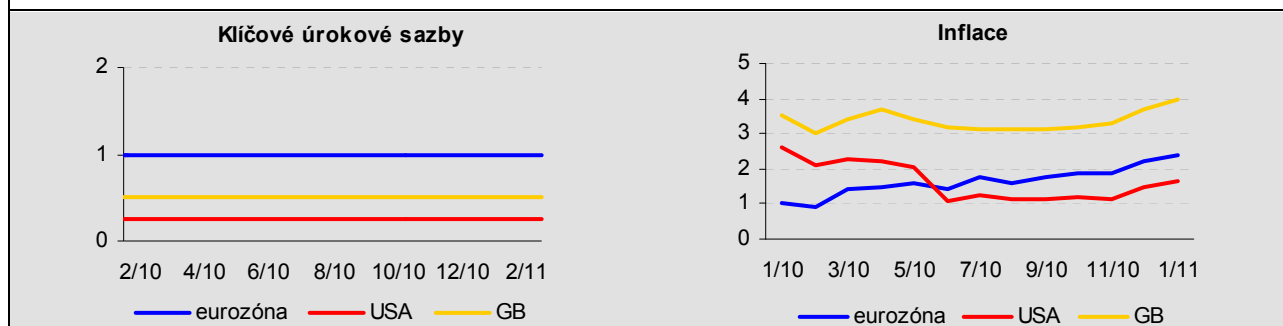
*Globální ekonomické oživení zpomalilo a jeho opětovné zrychlení je očekáváno ve druhé polovině roku 2011. Dluhová krize v Evropě a zejména nervozita investorů pokračují s proměnlivou intenzitou. Růst cen komodit a energií se stal společnou, nikoliv však jedinou, příčinou růstu inflace v námi sledovaných ekonomikách. „Reakcí“ na probíhající či plánované fiskální konsolidace a zpomalené oživení je z pohledu měnové politiky stabilita měnověpolitických sazeb většiny námi sledovaných centrálních bank. Výjimkami jsou zvýšení klíčových sazeb v podání Riksbank, Maďarské a Polské centrální banky. Nicméně s postupným oživením ekonomické aktivity a tlaky na vyšší inflaci ze strany cen komodit lze očekávat zahájení cyklu zpříšňování měnové politiky ECB, Fedu i Bank of England ve druhé polovině či koncem roku 2011. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme zavedení eura v Estonsku. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení viceguvernéřky Sveriges Riksbank.*

## 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>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	n.a.	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	13. ledna (0,00) 3. února (0,00) 3. března (0,00)	14. prosince (0,00) 25. – 26. ledna (0,00)	8. – 9. prosince (0,00) 12. – 13. ledna (0,00) 9. – 10. února (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,00 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,4 % (únor 2011) <sup>2</sup>	1,6 % (leden 2011)	4,0 % (leden 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	7. dubna 5. května 9. června	15. března 26. – 27. dubna	9. – 10. března 6. – 7. dubna 4. – 5. května 8. – 9. června
<b>další očekávané události</b>	9. června zveřejnění prognózy	13. dubna zveřejnění Beige Book	11. května zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>3</sup>	→	→	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB ; <sup>2</sup> tzv. Flash odhad; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



**ECB** ponechala úrokové sazby nezměněny, přičemž poukázala na rostoucí rizika ohledně cenového vývoje a dokonce signalizovala možné zvýšení úrokových sazeb již na příštím zasedání. Podle nové makroekonomické prognózy ECB je očekáván růst reálného HDP v rozpětí 1,3 – 2,1 % v roce 2011 a 0,8 – 2,8 % pro rok 2012. V případě prognózy inflace ECB očekává pro rok 2011 rozpětí 2,0 – 2,6 % a v následujícím roce 1,0 – 2,4 %. Tato prognóza vychází z kontraktů cen ropy z poloviny února 2011, tj. bez nedávného zvýšení cen ropy. Refinanční operace budou prováděny s fixní sazbou a plným uspokojením i v následujícím čtvrtletí.

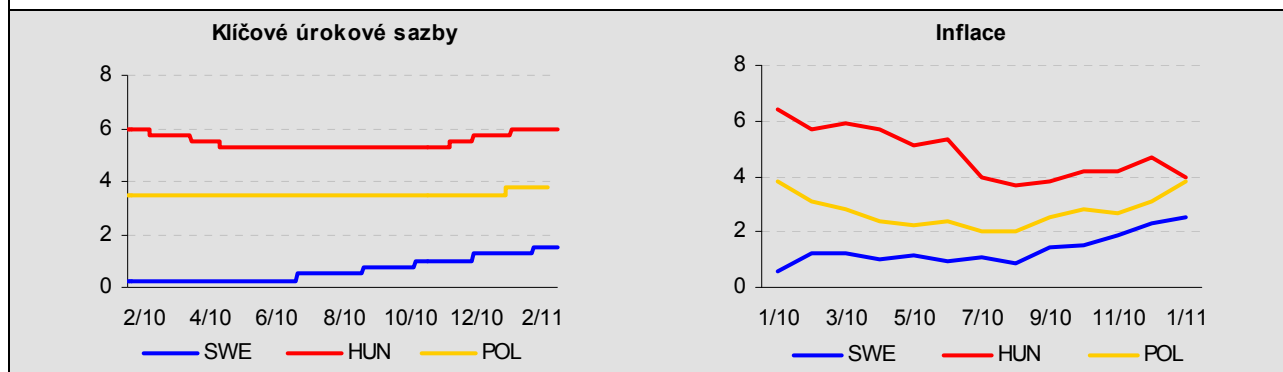
**Fed** ponechal klíčovou sazbu beze změny a pokračuje v kvantitativním uvolňování (QE2), tj. nákupu státních dluhopisů v objemu 600 mld. USD. Ekonomické zotavení pokračuje, avšak nepřináší dostatečné vylepšení situace na trhu práce. Spotřeba domácností v závěru roku rostla, nicméně zůstávala omezena vyšší nezaměstnaností, mírným růstem příjmů, nižší hodnotou nemovitostí domácností a přísnými úvěrovými podmínkami. Dlouhodobější inflační očekávání zůstávají stabilní.

**BoE** ponechala klíčovou sazbu beze změny a od 5. března 2009 ji drží na úrovni 0,50 %. Na únorovém zasedání bylo možno pozorovat široké spektrum názorů na další kroky měnové politiky. Růst inflace v posledním období je způsoben jednak růstem dovozních cen a komodit, jednak vlivem zvýšení DPH. Pro rok 2011 BoE počítá s inflací mezi 4 % - 5 % a pro rok 2012 očekává, po odeznění vlivu růstu DPH a dalších faktorů, pokles inflace blíže ke 2% inflačnímu cíli. Tři členové MPC z devíti hlasovali pro zvýšení klíčové úrokové sazby v rozpětí mezi 0,25 p.b. až 0,50 p.b. Jeden člen MPC hlasoval pro navýšení programu nákupu cenných papírů.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	14. prosince (+0,25) 14. února (+0,25)	20. prosince (+0,25) 24. ledna (+0,25) 21. února (0,00)	21. – 22. prosince (0,00) 18. – 19. ledna (+0,25) 1. – 2. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	6,00 %	3,75 %
<b>poslední inflace</b>	2,5 % (leden 2011)	4,0 % (leden 2011)	3,8 % (leden 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	19. dubna	28. března 18. dubna 16. května	4. – 5. dubna 10. – 11. května 7. – 8. června
<b>další očekávané události</b>	20. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	28. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	8. června zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	→	↑

<sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts.



**Riksbank** v uplynulém čtvrtletí zvýšila klíčovou úrokovou sazbu dvakrát o 0,25 p.b. na 1,5 %. Švédská ekonomika pokračuje v silném ekonomickém růstu podpořeném exporty, investicemi a spotřebou domácností. Přestože jsou současné inflační tlaky nízké, s dalším pozitivním vývojem v domácí ekonomice Riksbank očekává jejich nárůst. Rostoucí ceny komodit a energií přispívají k vyšší míře inflace. Z důvodu stabilizace inflace blízko cíle a vyvarování se přílišného využívání zdrojů se Riksbank rozhodla ke zvyšování repo sazby.

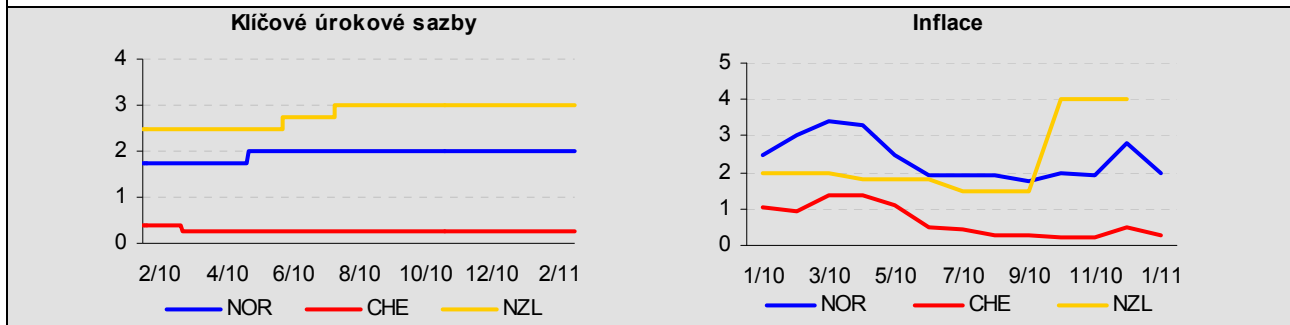
**MNB** ve světle inflačních rizik a významných nákladových šoků zvýšila úrokové sazby dvakrát o 0,25 p.b. na 6,0 %. Na posledním měnověpolitickém zasedání již ponechala klíčové sazby beze změny. MNB očekává v blízké době růst inflace vlivem výrazných domácích nákladových šoků (zejména suroviny k výrobě potravin a zavedení sektorových daní). Zvýšení sazeb MNB rovněž odůvodnila potenciálním růstem inflačních očekávání a možnými sekundárními efekty spojenými s nákladovými šoky. Zahraniční poptávka je hlavním tahouhem růstu maďarské ekonomiky. Domácí poptávka ožívuje spíše pozvolna. Spotřeba domácností by měla růst vlivem snižování zatížení přímými daněmi a zlepšení zaměstnanosti.

**NBP** na lednovém zasedání zvýšila klíčové úrokové sazby s ohledem na očekávaný pozvolný nárůst inflačních a mzdových tlaků, zapříčiněných poměrně dynamickým ekonomickým růstem. Následné březnové zasedání již změnu v nastavení úrokových sazeb nepřineslo. Hlavními důvody pro toto rozhodnutí byla pokračující nejistota ohledně spotřebitelské poptávky, jen velmi mírný růst mezd a rostoucí nezaměstnanost. Inflace v lednu vzrostla na 3,8 % z důvodu zrychleného růstu cen potravin, energií a vlivem změn DPH, v druhé polovině roku však NBP očekává snížení dopadu globálních cen surovin, i když si je vědoma rizika sekundárních dopadů v krátkém období.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>1</sup>
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	15. prosince (0,00) 26. ledna (0,00)	16. prosince (0,00)	9. prosince (0,00) 27. ledna (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	2,00 %	0 – 0,75 % <sup>2</sup>	3,00 %
<b>poslední inflace</b>	2 % (leden 2011)	0,3 % (leden 2011)	4 % (prosinec 2010)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	16. března	17. března	10. března 28. dubna 9. června
<b>další očekávané události</b>	16. března zveřejnění Monetary policy report	25. března Monetary policy report	10. března a 9. června Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></b>	→	→	→

<sup>1</sup> střed cílového pásma 1 – 3 %; <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ.



**Norges bank (NB)** v prosinci i lednu ponechala měnověpolitickou úrokovou sazbu na 2 %. Norská ekonomika těží z růstu ekonomické aktivity svých obchodních partnerů, zejména německé ekonomiky. Spotřebitelská inflace, tak jako v ostatních vyspělých ekonomikách v posledním období, vzrostla zejména vlivem růstu cen energií a komodit. Nízké úrokové sazby doposud nezpůsobily nárůst úvěrů domácnostem, nicméně vzrostly ceny nemovitostí a spotřeba domácností. Vývoj na trhu práce je stabilní a v následujících čtvrtletích je očekáván nárůst zaměstnanosti.

**SNB** ponechala cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) beze změny a udržuje sazby LIBOR v dolní části koridoru 0 – 0,75 %, tj. průměrně za čtvrtletí na úrovni 0,25 %. Švýcarská ekonomika zaznamenala po poměrně dynamickém ekonomickém růstu solidní růst i ve 3Q 2010, avšak pro další období SNB očekává jeho zpomalení, a to zejména vlivem slabších exportů. SNB přehodnotila aktuální (prosincovou) prognózu inflace na mírně nižší hodnoty oproti zářijové prognóze. SNB je v případě hrozby deflace rozhodnuta zajistit svými nástroji cenovou stabilitu (dané bylo zmíněno v souvislosti s posilujícím švýcarským frankem).

**RBNZ** ponechala klíčovou sazbu na 3 % s odůvodněním, že je vhodné držet klíčové sazby nízko, dokud zotavení ekonomiky nezačne být více robustní a inflační tlaky nevykážou více zřejmé náznaky růstu. Podle RBNZ novozélandská ekonomická aktivita v průběhu druhé poloviny roku 2010 zpomalila. Aktivita obchodních partnerů však pokračuje v expanzi a novozélandské exportní ceny komodit dále vzrostly. Podnikatelská důvěra napříč průmyslem se zotavuje a dovoz kapitálového vybavení roste. Rovněž se projeví náznaky stabilizace trhu nemovitostí. Po lednovém zasedání guvernér uvedl, že očekává mírný růst klíčových sazeb v příštích dvou letech. Následky nedávného zemětřesení však lze považovat za nový faktor při rozhodování o nastavení úrokových sazeb.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### Estonsko vstoupilo do eurozóny

Estonsko se 1. ledna stalo sedmáctým členem eurozóny. Estonská centrální banka splatila zbývající část svého podílu na základním kapitálu ECB, převedla příspěvek do společných devizových rezerv a stala se členem Eurosystemu. Proběhlo začlenění estonských měnových finančních institucí do bankovního systému eurozóny, a estonské protistrany se tak mohou účastnit operací ECB na volném trhu. Přijetí eura v Estonsku se podrobněji věnuje aktuální Téma pod lupou.

### ECB navyšuje svůj základní kapitál o 5 mld. EUR...

Vzhledem ke zvýšené volatilitě měnových kurzů, úrokových sazeb, cen zlata a úvěrovým rizikům se ECB rozhodla navyšit svůj upsaný základní kapitál z 5,76 mld. EUR na 10,76 mld. EUR, a to s účinností od 29. prosince 2010. Národní centrální banky eurozóny své podíly na navyšení kapitálu poskytnou ve třech ročních platbách, z nichž první proběhla na konci roku 2010. Rozhodnutí vyplynulo z hodnocení přiměřenosti výše základního kapitálu a umožní zároveň zvýšit rezervní fondy. Jedná se o první navyšení kapitálu ECB za posledních 12 let.

### ...a rozšiřuje požadavky na kolaterál používaný v operacích Eurosystemu...

Cenné papíry kryté aktivy (ABS) používané jako kolaterál v úvěrových operacích Eurosystemu budou muset být doplněny informacemi o jednotlivých úvěrech. ECB plánuje zavést tyto požadavky do poloviny roku 2012, jako první by měly být nové podmínky uplatňovány u cenných papírů krytých hypotékami. Nové požadavky mají přispět k větší transparentnosti na trzích s ABS.

### ...a dohodla s Bank of England swapovou facilitu

Dočasný nástroj na dodávání likvidity v librách, a to až ve výši 10 mld., dohodla ECB s Bank of England. Likvidita má být k dispozici centrální bance Irska pro případ potřeby v irském bankovním systému. Dohoda je platná do konce září 2011.

### Centrální banky prodloužily swapovou dohodu s Fedem

Centrální banky Švýcarska, Kanady, Spojeného království, Japonska a eurozóny prodloužily platnost swapových dohod s americkým Fedem do 1. srpna tohoto roku. Bude tak i nadále pokračovat poskytování likvidity v amerických dolarech, které má zabránit napětí na trzích s krátkodobým financováním a zlepšit likviditní podmínky na globálních peněžních trzích. Původní dohoda byly uzavřena v květnu 2010.

### Vznikla Evropská rada pro systémová rizika (ESRB)

V lednu se ve Frankfurtu nad Mohanem poprvé setkali zástupci instituce, která bude dohlížet a vyhodnocovat rizika pro finanční stabilitu v Evropské unii. V jejím čele budou stát prezident a viceprezident ECB, guvernéri národních centrálních bank členských států a zástupci dalších institucí. Současně byly v EU zřízeny tři orgány dohledu nad institucemi finančních trhů: [EBA](#) (regulace bank), [ESMA](#) (regulace kapitálového trhu) a [EIOPA](#) (regulace pojišťoven a penzijních fondů), které jsou spolu s ESRB součástí Evropského systému finančního dohledu (ESFS).

### Guvernér Bank of England zaslal otevřený dopis ministroví financí

Ve Velké Británii dosáhla v lednu míra inflace 4,0 %, tedy hodnoty o 2 p.b. vyšší než je cíl centrální banky. Její guvernér M. King proto v souladu s legislativou zaslal ministroví financí otevřený dopis, v němž jako hlavní důvody odchýlení inflace od cíle uvádí zvýšení daně

z přidané hodnoty, pokračující dopady oslabení kurzu libry v letech 2007 a 2008 a nedávný nárůst cen komodit, především energií.

### **V Řecku proběhla třetí hodnotící mise ECB, EK a MMF**

Zástupci Evropské komise, Evropské centrální banky a Mezinárodního měnového fondu navštívili na přelomu ledna a února řeckou metropoli, aby zhodnotili průběh vládního hospodářského programu, podpořeného půjčkami ze zemí eurozóny a z MMF. Hodnotící instituce uvedly, že i přes určitá zpoždění v některých oblastech probíhají reformy podle plánu a dochází k pokroku směrem k dosažení stanovených cílů. Řecku by tak měla být poskytnuta další část finanční pomoci ve výši 15 mld. EUR. Příští hodnocení situace v Řecku je plánováno na květen 2011.

### **Norges bank má nového guvernéra**

Novým guvernérem norské centrální banky se stal od 1. ledna Øystein Olsen. Ve funkci nahradil S. Gjedrema, který stál v čele Norges bank od roku 1999. Olsen, jmenovaný na šestileté funkční období, přišel do centrální banky z pozice ředitele norského statistického úřadu. Ve své úvodní řeči potvrdil, že činnost centrální banky bude pokračovat v dosavadním duchu, uvědomuje si však výzvy v podobě nerovnováh a problémů ve světové ekonomice.

### **K. Warsh oznámil svůj záměr rezignovat na funkci v Radě guvernérů Fedu**

Kevin Warsh oznámil svůj záměr rezignovat na konci března ze své funkce v Radě guvernérů centrální banky USA. Nejmladší člen rady, jmenovaný v roce 2006, předal svůj rezignační dopis prezidentu Obamovi, důvody svého rozhodnutí nevedl.

### **V Maďarsku byla změněna pravidla pro nominaci osob do vedení centrální banky**

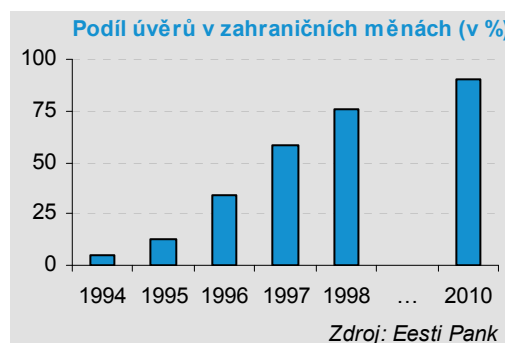
Maďarský parlament schválil změnu pravidel pro nominaci členů měnové rady Magyar Nemzeti Bank, která rozhoduje o nastavení měnověpolitických sazeb. Novelu zákona o Maďarské národní bance již podepsal prezident. Parlament tak nyní má právo nominovat čtyři ze sedmi členů rady. Dle předchozí právní úpravy jmenoval tyto čtyři členy prezident republiky – dva na návrh guvernéra MNB a dva na návrh premiéra. Právě čtyřem členům rady přitom končí funkční období již začátkem března. ECB ve svém [stanovisku](#) připomenula důležitost nezávislosti centrální banky a kritizovala časté změny maďarského zákona o centrální bance, který tak neposkytuje stabilní základnu pro její fungování. ECB také upozornila, že dříve provedené změny odměňování šéfů centrální banky, změny kompetencí guvernéra, stejně tak jako opakovaná kritika z úst maďarské vlády na adresu rozhodování MNB o úrokových sazbách by mohly být vnímány jako snaha vlády ovlivnit guvernéra ve výkonu jeho funkce.

### 3. TÉMA POD LUPOU: ZAVEDENÍ EURA V ESTONSKU

K 1. lednu 2011 se Estonsko stalo sedmnáctou zemí eurozóny a jeho centrální banka (Eesti Pank) členem Eurosystemu. Estonsko přijalo euro v době, kdy globální finanční a ekonomická krize způsobila eurozóně těžkosti a odhalila její slabé stránky. Estonsku však tíživé domácí dopady uvedené krize paradoxně „pomohly“ k plnění kritéria cenové stability, které pro něj do té doby představovalo hlavní překážku vstupu do měnové unie. Vzhledem k tomu, že mělo Estonsko svou měnu zafixováno na euro po celou dobu existence společné evropské měny a neprovádělo svou vlastní nezávislou měnovou politiku, představovalo pro něj zavedení eura přirozené vyvrcholení procesu integrace do evropských struktur. V oblasti měnové politiky se tak Estonsko nyní může spolupodílet na rozhodování, z přistoupení k eurozóně plynou také výhody v podobě definitivního odstranění kurzového rizika a transakčních nákladů. Zřejmě méně vítanou už je skutečnost, že se Estonsko bude muset spolupodílet na finanční pomoci problémovým zemím eurozóny. Samotný proces zavedení eura v Estonsku byl dobře připraven a proběhl hladce.

#### Cesta k euru

Estonsko vstoupilo do Evropské unie 1. května 2004, spolu s dalšími devíti novými členskými zeměmi. Rozhodnutí o vstupu do EU bylo v listopadu předchozího roku potvrzeno referendem, které současně reprezentovalo podporu obyvatelstva dalšímu postupu v integraci země do evropských struktur. Již v té době byla estonská koruna zafixována na evropskou měnu v rámci měnověpolitického a kurzového režimu zvaného měnový výbor (currency board), čemuž předcházelo zavěšení na německou marku zavedené v roce 1992. Režim fixního kurzu působil mimo jiné na mohutný nárůst úvěrů soukromého sektoru v zahraničních měnách, již v roce 1998 činil jejich podíl tři čtvrtiny celkového objemu. Plánovaný přechod na euro tak pro Estonsko představoval přirozený výstup z režimu fixního kurzu a završení integrace do evropských měnových struktur, což se jevílo obzvláště atraktivním v dobách krize.

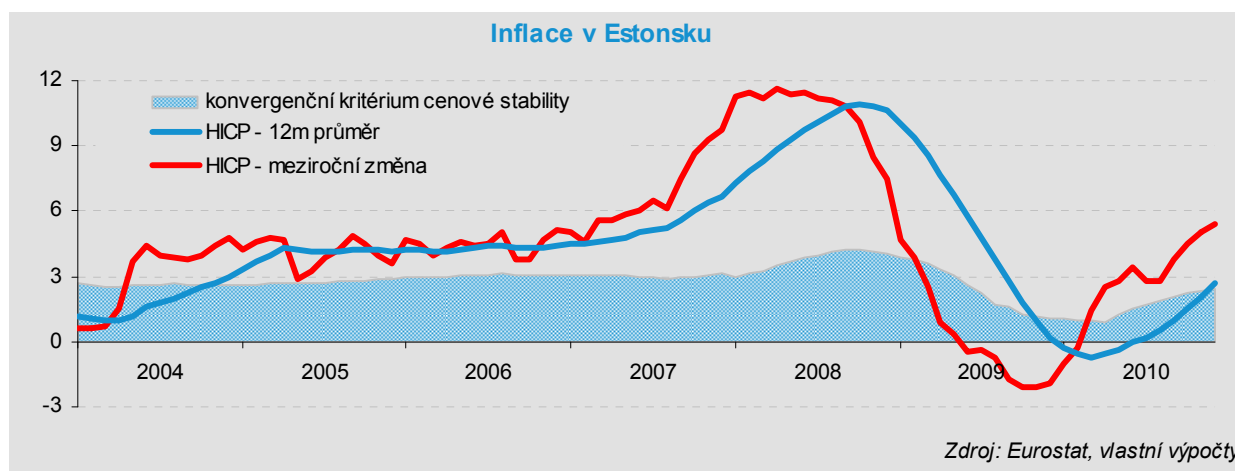


Praktické přípravy na přijetí eura přitom začaly již před vstupem do Evropské unie. V lednu 2004 estonská vláda stanovila cíl technické připravenosti na leden 2007, v červnu 2004 vstoupilo Estonsko do kurzového mechanismu ERM II. Estonská vláda a estonská centrální banka Eesti Pank se shodly na cíli přijmout euro v co nejbližším možném termínu. V prosinci 2004 vláda ustanovila *Výbor pro zavedení eura* a začátkem roku 2005 bylo zřízeno šest pracovních skupin pro mapování a řešení možných problémů spojených s přechodem na jednotnou evropskou měnu. Jednou z nich byla společná pracovní skupina Eesti Pank a úvěrových institucí, do jejíž oblasti zájmu spadaly platby kartami, bankomaty, oběživo. Mezi otázky, kterými se zabývaly další pracovní skupiny, patřilo podnikatelské prostředí, technická příprava státních institucí, ochrana spotřebitele, legislativa a komunikace. Později k nim přibyla sedmá pracovní skupina, která měla monitorovat plnění konvergenčních kritérií. V pracovních skupinách působili účastníci z veřejné i soukromé sféry. Na základě podkladů získaných od pracovních skupin byl sestaven *Národní plán zavedení eura*.

Hodnocení technické připravenosti Evropské komise z podzimu 2006 a jara 2008 bylo velmi příznivé, až do loňského roku však nebyla plněna všechna ekonomická kritéria. Tato tzv. Maastrichtská kritéria byla hodnocena v Konvergenčních zprávách Evropské komise a Evropské



centrální banky celkem čtyřikrát: v letech 2004, 2006, 2008 a 2010. Většina konvergenčních kritérií byla přitom dlouhodobě plněna. Veřejné finance byly v období 2001-2007 v přebytku, dokonce i v době globální krize dokázalo Estonsko hospodařit s jen velmi malým schodkem, který byl v souladu s rozpočtovým kritériem (tj. menší než 3 % HDP) a celkový vládní dluh Estonska je nejnižší z celé EU. Vzhledem k nízkému vládnímu dluhu Estonska není možné přímo posoudit kritérium konvergence úrokových sazeb, jelikož Estonsko nevydává desetileté vládní dluhopisy; z konvergenčních zpráv však vyplynulo, že Estonsko nemá s plněním tohoto kritéria problém. Estonsko bylo více než 5 let v kurzovém systému ERM II, estonská koruna byla zafixována vůči euru na úrovni 15,6466 EEK/EUR, kritérium kurzové stability tak bylo rovněž plněno.



Překážku přijetí jednotné evropské měny v Estonsku však až do loňska představovala vysoká míra inflace, která nebyla v souladu s konvergenčním kritériem cenové stability. Fixní kurz totiž v kontextu ekonomické konvergence vedl v předkrizovém období ke zrychlující inflaci, měnová politika de facto importovaná z ECB byla pro potřeby Estonska příliš uvolněná a reálné úrokové sazby nepřiměřeně nízké a často záporné. Inflace pak byla v letech 2007 a 2008 vedle rychlého růstu ekonomiky živena i vnějšími faktory, např. vysokými cenami surovin. Ke změně došlo až vlivem globální finanční a hospodářské krize, která Estonsku „dopomohla“ – ovšem za cenu výrazného ekonomického propadu a nárůstu nezaměstnanosti - k plnění posledního kritéria. (Posledním konvergenčním zprávám evropských autorit a hodnocení plnění maastrichtských kritérií v Estonsku se podrobněji věnovalo [Téma pod lupou v Monitoringu z června 2010.](#))

### Přípravy a průběh zavádění eura

Poté, co bylo v létě loňského roku příslušnými orgány EU posvěceno přistoupení Estonska k eurozóně k 1. lednu 2011, mohla se naplno rozběhnout finální fáze příprav na zavedení eura jako zákonného estonského platidla. Estonsko se rozhodlo, stejně jako jeho předchůdci Slovensko, Kypr, Malta a Slovinsko, pro zavedení eura bez přechodného období (tzv. Big bang).

Estonský národní motiv na rubu eurových mincí vzešel z veřejné soutěže, vítězným se stal návrh s obrysem Estonska a s nápisem „Eesti“. Estonské euro mince začaly být raženy hned v červenci ve Finské mincovně, rovněž bankovky si země z velké části vypůjčila z Helsinek. K zavedení eur v hotovosti bylo potřeba zhruba 194 milionů mincí a 45 milionů bankovek.



Komunikační strategie s logem vítajícím euro „Tere euro“ se zaměřila především na širokou veřejnost a podnikatele. Informace pro širokou veřejnost se týkaly zejména harmonogramu výměny oběživa, témat souvisejících s kurzem eura vůči dosavadní měně, údajů o vzhledu a ochranných prvcích bankovek, o spotřebitelských cenách apod. Pro podniky byly připraveny hlavně informace týkající se úpravy legislativy, účtovacích pravidel a aplikací informačních technologií, důležitou součástí komunikace byla rovněž pravidla zaokrouhlování, duálního oběhu bankovek a mincí a dvojího zobrazování cen. Mnoha informačními materiály a kanály byly osloveny důležité a potenciálně zranitelné skupiny obyvatelstva.



K zavedení eura do oběhu byly využity tři hlavní kanály: banky, bankomaty a obchodníci; na venkově představovaly důležitý distribuční kanál pošty. Obchodníci byli povinni zobrazovat ceny v korunách i v eurech od července 2010 a duální zobrazování cen bude pokračovat do června 2011. Předzásobením bank mincemi začalo v září. Tři měsíce před „dnem D“ začaly banky s předzásobením svých hlavních klientů, ne však široké veřejnosti. Novinkou oproti procesu zavádění v předchozích zemích byla možnost předzásobení malých podniků v posledních pěti dnech roku 2010. Vedle plynulého zásobení novou společnou měnou je stejně tak důležité stáhnutí estonských korun z oběhu. To začalo již v říjnu kampaní na sběr mincí, banky se rovněž snažily přesvědčit obyvatele, aby u nich uložili co nejvíce volné hotovosti.

Samotné zavedení eura proběhlo dne 1.1.2011 při kurzu 1 EUR = 15,6466 EEK. V prvních dvou lednových týdnech fungovala duální cirkulace, kdy zákonným platidlem byly současně euro i estonská koruna. Po tomto období se jediným zákonným platidlem stalo euro. V první polovině roku 2011 jsou banky povinny měnit koruny za eura za stanovený kurz a bez poplatků. Ve druhé polovině roku bude směna probíhat již jen v omezeném množství bankovních poboček, poté bude možné koruny vyměnit po neomezenou dobu a bez poplatku v Eesti Pank.

S cílem být soukromému sektoru dobrým příkladem byly korunové sazby daní, státní poplatky a příspěvky v eurech zaokrouhleny ve směru výhodném pro veřejnost. V souladu s evropským nařízením Rady nesmělo zavedení eura ovlivnit kontinuitu smluv ani jiných právních dokumentů.

### **Dopady zavedení eura v Estonsku**

Estonsko je malá a velmi otevřená ekonomika, obchodně vysoce provázaná s ekonomikou EU. Zavedení eura pro něj tedy bude mít přínosy především ve formě odstranění transakčních nákladů, lepší srovnatelnosti cen a definitivní eliminace kurzového rizika ve vztahu s eurozónou, což jsou faktory přínosné pro další rozvoj obchodu a finanční integrace. Členství v eurozóně může přispět k větší kredibilitě a důvěře v ekonomickou a finanční stabilitu země, a tedy ke snížení rizikových marží a dlouhodobých úrokových sazeb.

Vzhledem k tomu, že Estonsko udržovalo fixní kurzový režim a estonská ekonomika tak byla pod přímým vlivem měnové politiky ECB, nebude pro Estonsko zavedení eura – na rozdíl od jiných členských států – znamenat ztrátu vlastní měnové politiky, neboť tu Estonsko de facto nemělo. Eesti Pank se naopak stane součástí Eurosystemu a prostřednictvím svého zástupce v Radě guvernérů ECB se bude podílet na rozhodování o měnové politice eurozóny. Z členství v eurozóně však ale na druhou stranu pro Estonsko vyplyne zřejmě nepříliš vítaná povinnost podílet se v budoucnu na případné finanční pomoci ohroženým zemím eurozóny.

Estonská veřejnost se v souvislosti se zavedením eura obávala zvýšení cen. Dle zprávy Eesti Pank však přijetí eura nemělo na cenovou hladinu vliv. Meziroční nárůst cen v lednu 2011 činil 5,3 %, oproti předchozímu měsíci se cenová hladina nezměnila. Dle statistického úřadu Estonska se změny způsobené zaokrouhlováním při přechodu na euro pohybovaly většinou v rozmezí  $\pm 0,2$  %. S odkazem na monitoring estonské *Rady pro ochranu spotřebitele* a data statistického úřadu Eesti Pank uvádí, že přijetí eura nezpůsobilo deformace cen a že se cenové trendy v prvním měsíci roku příliš nezměnily. Z výsledků sledování cen Radou pro ochranu spotřebitele vyplývá, že lednové změny cen se nelišily od změn v předchozích měsících, v některých sektorech se však dá očekávat další posun k psychologicky příhodnějším cenám. U často nakupovaného zboží a služeb se od léta mírně zvýšil podíl cen, které končí nulou či devíti euro centy. Uvedené meziroční zvýšení spotřebitelských cen v lednu přitom bylo do značné míry ovlivněno s přijetím eura nesouvisejícím globálním nárůstem cen potravin a podle oficiálních stanovisek tudíž není zvýšená inflace důsledkem zavedení eura.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: ASPEKTY VYVÁŽENÉ MĚNOVÉ POLITIKY

*Barbro Wickman-Parak, viceguvernérka Sveriges Riksbank, přednesla 26. ledna 2011 na půdě komerční banky Swedbank [projev](#) věnovaný prosincovému hlasování bankovní rady švédské centrální banky o úrokových sazbách.*

Viceguvernérka švédské centrální banky Barbro Wickman-Parak v úvodu svého projevu vysvětluje důvody, které ji přiměly hlasovat pro zvýšení úrokových sazeb na prosincovém měnověpolitickém zasedání.<sup>1</sup> Zdůrazňuje, že její rozhodnutí bylo ovlivněno riziky na samotném konci horizontu měnové predikce, resp. až za ním. Při svém rozhodování zvažovala dvě protichůdné tendence v předpokládaném vývoji švédské ekonomiky. Na jedné straně je ze současného hospodářského vývoje zřejmé, že jak využití výrobních faktorů, tak inflace se budou ve střednědobém období i nadále držet na nízkých hodnotách. Naproti tomu v dlouhém období se objevuje riziko v podobě nadměrného využití výrobních kapacit, které by vedlo k výraznému nárůstu inflace. Podle jejího názoru má současné mírné zvýšení úrokových sazeb předcházet jejich skokovému navýšení v budoucnosti.

V dalších částech svého projevu se Barbro Wickman-Parak věnuje interpretaci hospodářských indikátorů a jejich vzájemným vazbám, jejichž pozadí lze v řadě případů jen obtížně rozklíčovat. Jedná se například o očekávání investorů u budoucího vývoje úrokových sazeb.

Jedním ze zmíněných témat je i vývoj kurzu švédské koruny. Ekonomická teorie předpokládá pozitivní vztah mezi úrokovým diferenciálem a měnovým kurzem. Data od roku 1995 tuto pozitivní vazbu potvrzují až na několik výjimek. V posledních letech úrokový diferenciál rostl, a odrážel tak patrně očekávání investorů, že hospodářský růst ve Švédsku bude vyšší než v eurozóně. Viceguvernérka se domnívá, že v posledních měsících byla výrazná apreciacie švédské koruny ovlivněna nejen rozdílem úrokových sazeb mezi švédskými a německými dluhopisy, ale s největší pravděpodobností také ochotou investorů nakupovat švédské koruny spíše než eura po zveřejnění příznivých hospodářských výsledků švédské ekonomiky.<sup>2</sup> V nemalé míře se na tomto vývoji podílel i fakt, že na začátku roku 2009 měnový kurz švédské koruny výrazně oslabil, a proto byl prostor pro apreciaci ještě větší.

Mezi další faktory, které se rovněž velice obtížně vyhodnocují, patří rostoucí zadluženost domácností. Stanovit kritickou hodnotu zadluženosti v ekonomice je velice komplikované. Rizika nadměrné zadluženosti domácností přitom spočívají v tom, že v případě budoucí recese spojené s nejistotou na pracovním trhu mohou domácnosti začít konsolidovat své dluhy a současně omezovat svoji spotřebu, což případný sestupný trend ekonomiky ještě prohloubí. Viceguvernérka zatím nepovažuje stávající hodnoty zadluženosti švédských domácností za alarmující, ale obává se, že při zachování současného trendu (cca 8% meziroční nárůst) bude míra zadluženosti domácností v dlouhém období bránit efektivnímu fungování měnové politiky. Tato obava měla zásadní vliv na její rozhodnutí hlasovat pro zvýšení úrokových sazeb.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 3. března 2011. 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](mailto:info@cnb.cz).

<sup>1</sup> Pro zvýšení repo sazby na hodnotu 1,25 % hlasovala většina členů rady.

<sup>2</sup> Švédský hrubý domácí produkt vzrostl v roce 2010 o 6 %. Vrátil se tak na svoji úroveň obvyklou před vypuknutím hospodářské krize o rok dříve, než předpokládala centrální banka na podzim 2009.