

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2014

V tomto čísle

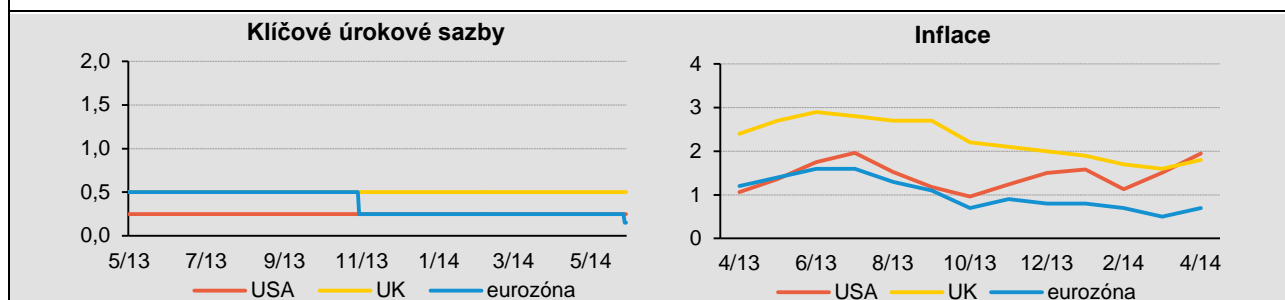
Americký Fed v březnu i v dubnu rozhodl o snížení objemu nakupovaných aktiv, podle květnového odhadu však v USA v prvním čtvrtletí došlo k jednocentnímu poklesu HDP (v mezikvartálním anualizovaném vyjádření). Evropská centrální banka začátkem června dále snížila své měnověpolitické sazby, depozitní sazbu dokonce na zápornou hodnotu, a zavedla řadu dalších opatření k uvolnění měnových podmínek a na podporu poskytování úvěrů. Bank of England ponechala výši své sazby i objem programu nákupů aktiv nezměněny, zveřejnila však strategický plán na příští tři roky a připravuje velké organizační změny s důrazem na propojení rozhodování v oblastech měnové a finanční stability. Maďarská centrální banka pokračuje v sérii snižování své měnověpolitické úrokové sazby, ačkoliv mírnějším tempem než doposud. Maďarská sazba je aktuálně již mírně nižší než sazba polské centrální banky, přičemž inflace se v obou zmíněných zemích nachází výrazně pod cílem. Naopak zpříšňovat svou měnovou politiku začala centrální banka Nového Zélandu, jehož ekonomika roste a kde pozvolna sílí inflační tlaky. Aktuální téma pod lupou se věnuje baltským ekonomikám a jejich vztahu k euru a zejména pak Litvě, která plánuje vstup do eurozóny na počátku příštího roku. Ve vybraném projevu se viceguvernér BoE Charlie Bean věnuje úvahám o ukončení nekonvenčních nástrojů měnové politiky.

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>
inflační cíl	< 2 % ¹	2 % ²	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	3. dubna (0,00) 8. května (0,00) 5. června (-0,10)	18.–19. března (0,00) 29.–30. dubna (0,00)	9.–10. dubna (0,00) 7.–8. května (0,00) 4.–5. června (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,15 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	0,5 % (květen 2014) ³	2,0 % (duben 2014)	1,8 % (duben 2014)
očekávaná MP zasedání	3. července 7. srpna 4. září	17.–18. června 29.–30. července	9.–10. července 6.–7. srpna 3.–4. září
další očekávané události	4. září zveřejnění prognózy	16. července Beige Book	13. srpna zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ⁴	→	→	→

¹ definice cenové stability dle ECB ; ² definice cíle pro inflaci z ledna 2012; ³ tzv. Flash odhad; ⁴ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB se rozhodla dodat další impuls k uvolnění měnových podmínek a podpořit úvěrování reálné ekonomiky formou balíčku opatření. ECB snížila své měnověpolitické sazby, depozitní sazbu dokonce na zápornou úroveň -0,10 %. Zavedla nové dlouhodobé refinanční operace, prodloužila půjčování za pevnou úrokovou sazbu při plném uspokojení nabídek a intenzivně se připravuje na přímý odkup cenných papírů krytých aktivy (více podrobností v Zajímavých událostech). Prognóza inflace se dále snížila, ECB předpokládá její výši 0,7 % v roce 2014, 1,1 % v roce 2015 a 1,4 % v roce 2016. HDP by měl podle ECB v letošním roce růst o 1 %.

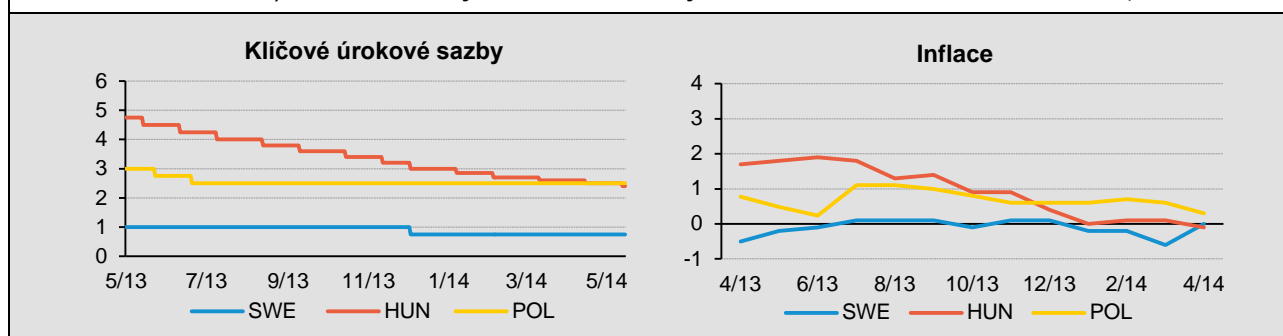
Fed upravil formulaci o svém budoucím nastavení měnové politiky, když nezaměstnanost nadále klesá a dokonce se již snížila pod 6,5 %. Míra nezaměstnanosti nad touto úrovní přitom byla dříve avizována jako jedna z podmínek pro zachování nízkých sazeb. V dubnu Fed oznámil, že předpokládá ponechání velmi nízkých úrokových sazeb ještě značnou dobu po ukončení programu nákupů aktiv, obzvláště pokud inflace bude i nadále pod 2% cílem, a za podmínky, že inflační očekávání zůstanou dobře ukotvena. Nákupy Fedu se dále snižovaly – od dubna se měsíční objem snížil z 65 mld. na 55 mld. a od května na 45 mld. USD. Fed předpokládá další postupné snižování objemu nákupů, současně však upozornil, že toto snižování neprobíhá předem stanoveným tempem, ale je o něm rozhodováno na základě aktuálních podkladů. HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013 sice vzrostl o 2,6 % (čtvrtletní anualizovaná změna), v letošním prvním čtvrtletí však poklesl o 1 %, zejména vlivem negativního příspěvku investic do zásob.

BoE ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani výši programu nákupu aktiv. Dubnová inflace ve výši 1,8 % se nacházela poblíž cíle BoE. Oživení ekonomické aktivity ve Velké Británii pokračuje, růst HDP dosáhl v prvním čtvrtletí 3,1 % v meziročním a 0,8 % v mezikvartálním vyjádření. Nezaměstnanost se ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím loňského roku snížila o 0,4 p.b. na 6,8 %.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	9. dubna (0,0)	25. března (-0,10) 29. dubna (-0,10) 27. května (-0,10)	8. – 9. dubna (0,0) 6. – 7. května (0,0) 2. – 3. června (0,0)
aktuální klíčová sazba	0,75 %	2,4 %	2,50 %
poslední inflace	0,0 % (duben 2014)	-0,1 % (duben 2014)	0,3 % (duben 2014)
očekávaná MP zasedání	2. července	24. června 22. července 26. srpna	1.–2. července 19. srpna 2.–3. září
další očekávané události	3. července zveřejnění Monetary Policy Report	24. června zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1/2 července zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb¹	→	↓	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts;



Riksbank ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 0,75 %. Repo sazba na této nízké úrovni setrvává podle vyjádření Riksbank přibližně rok. Riksbank před zahájením zvyšování repo sazby považuje za vhodné vyčkat na nárůst inflace. Přestože se domácí ekonomická aktivita zřetelně zlepšuje, inflace zůstane nízká až do konce letošního roku. Prognóza inflace se ve srovnání s únorem posunula směrem dolů, a to především pro nejbližší měsíce. Růst cen je ve srovnání s vývojem nákladů firem nízký, s oživením ekonomické aktivity se však očekává, že firmy budou ve větší míře zvyšovat ceny.

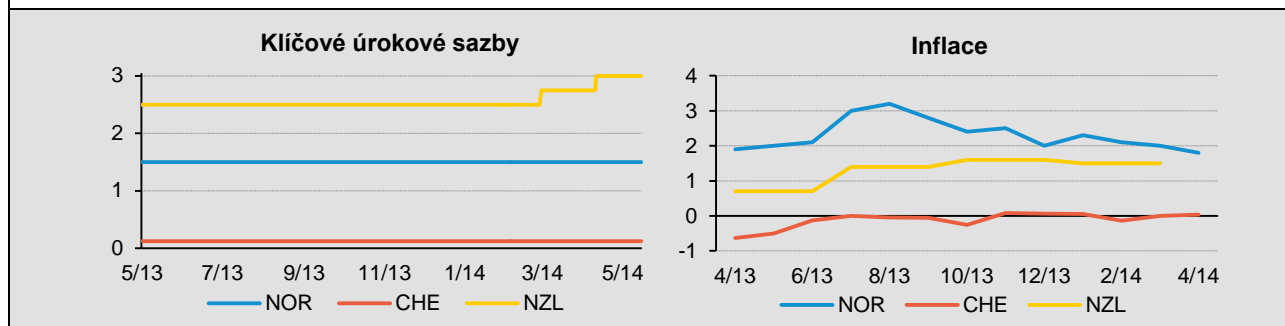
MNB snížila v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu třikrát za sebou pokaždé o 0,10 p.b., kumulativně tedy o 0,30 p.b. na současnou úroveň 2,4 %. Inflace v dubnu byla poprvé záporná, když dosáhla -0,1 % meziročně. Nezaměstnanost v Maďarsku sice klesá, překračuje však stále úroveň implikovanou strukturálními faktory. Maďarská centrální banka očekává na horizontu měnové politiky pozvolné uzavírání záporné mezery výstupu, avšak dosažení a udržení cenové stability ve střednědobém horizontu ukazuje na potřebu pokračovat v uvolněné měnové politice. MNB proto i nadále očekává pozvolné snižování klíčové úrokové sazby.

NBP ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu na úrovni 2,50 %. Inflace se v dubnu propadla na 0,3 % a odklonila se tak ještě výrazněji od 2,5% inflačního cíle. Guvernér NBP Marek Belka upozornil, že inflace je nízká zejména kvůli dovozním cenám a že je možné, že se v letních měsících dostane do záporných hodnot. NBP předpokládá zachování současné výše sazeb do konce třetího čtvrtletí letošního roku, Belka však nevyklučuje ani jejich další snížení. Na druhou stranu polská ekonomika se vyvíjí příznivě. Růst HDP v prvním čtvrtletí zrychlil na 3,4 % vlivem rychlejšího růstu investic a v menší míře i spotřeby. Došlo také k poklesu míry nezaměstnanosti, která však zůstává i nadále poměrně vysoká a omezuje růst mezd.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	0–2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	27. března (0,00) 8. května (0,00)	20. března (0,00)	13. března (+0,25) 24. dubna (+0,25)
aktuální klíčová sazba	1,50 %	0–0,25 % ¹	3,00 %
poslední inflace	1,8 % (duben 2014)	0,0 % (duben 2014)	1,5 % (Q1 2014)
očekávaná MP zasedání	19. června 18. září	19. června	12. června 24. července
další očekávané události	19. června zveřejnění Monetary policy report	25. června zveřejnění Monetary policy report	12. června zveřejnění Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb²	→	→	↑

¹ v grafu znázorněn střed pásma; ² směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



NB ponechala svou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny, a to na úrovni 1,50 %. Norská ekonomika rostla v prvním čtvrtletí téměř 2% meziročním tempem a ekonomický růst by měl podle prognózy NB dále zrychlovat ke 3 %. V posledních třech měsících došlo k poklesu inflace a ta se v dubnu nacházela pod cílem NB. Úrokové sazby z vkladů i úvěrů se mírně snížily a šetření úvěrových podmínek indikovalo nárůst poptávky po úvěrech ze strany domácností. V minulých měsících mírně vzrostly ceny nemovitostí.

SNB ponechala sazby v dolní části koridoru 0–0,25 % a nadále udržuje závazek minimální výše kurzu 1,20 CHF/EUR. Ve svém [prohlášení](#) potvrdila svoje odhodlání danou úroveň kurzu v případě potřeby bránit nejen nákupem zahraničních měn, ale případně i dalšími opatřeními. Cenový výhled byl opět přehodnocen směrem dolů, podle nové prognózy SNB bude inflace v roce 2014 nulová, v roce 2015 cenová hladina vzroste o 0,4 % a až v roce 2016 předpokládá SNB inflaci na úrovni 1 %. V případě HDP očekává SNB tempo jeho růstu za celý rok 2014 ve výši 2 %. SNB i nadále sleduje rizika nerovnováh na trhu hypoték a nemovitostí, od konce června se zvýší proticyklický kapitálový polštář požadovaný od bank.

RBNZ v březnu i v dubnu zvýšila svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p. b., kumulativně tedy o 0,50 p.b., na současnou úroveň 3 %. Hlavním důvodem zvýšení úrokových sazeb jsou očekávané silící inflační tlaky, zejména ve stavebnictví a dalších sektorech produkujících neobchodovatelné statky, vysoké jsou také ceny vyvážených komodit. HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně vzrostl o 3,1 %, přičemž k růstu přispěly zejména vývozy; za první čtvrtletí je pak odhadováno tempo hospodářského růstu ve výši 3,5 %. V posledních měsících došlo ke zmírnění růstu cen nemovitostí, k čemuž přispěly i restriktce RBNZ na poměr hodnoty poskytovaného úvěru k ceně nemovitosti (LTV); tlaky na trhu nemovitostí by mělo dále zmírnit také postupné zvyšování úrokových sazeb.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Nové nástroje ECB k dalšímu uvolnění měnové politiky

Evropská centrální banka začátkem června rozhodla zavést několik nástrojů, které mají dále uvolnit měnové podmínky v eurozóně a rovněž podpořit poskytování úvěrů.

ECB snížila svou hlavní měnověpolitickou sazbu o 0,10 p.b. na 0,15 %, záporní sazbu o 0,35 p.b. na 0,40 % a depozitní sazbu o 0,10 p.b. na -0,10 %. [Záporná depozitní sazba](#) se vedle depozitní facility použije také na průměrnou výši prostředků držených nad rámec povinných minimálních rezerv a na další vklady u Eurosystemu.

S cílem [zlepšit fungování transmisního mechanismu měnové politiky](#) hodlá ECB podpořit poskytování úvěrů v ekonomice a zrychlí rovněž přípravu podmínek pro přímé odkupy cenných papírů krytých aktivy (ABS). Na podporu úvěrů domácnostem a firmám bude ECB provádět cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO). První operace proběhnou v září a v prosinci 2014 a protistrany budou mít nárok na financování v hodnotě 7 % objemu úvěrů poskytnutých soukromému sektoru (s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí). Další operace budou probíhat čtvrtletně od března 2015 do června 2016 a budou odvislé od čistého objemu nově poskytnutých úvěrů soukromému sektoru od jednotlivých bank. Všechny operace budou splatné v září 2018 a úroková sazba bude fixní po celou dobu operace na úrovni hlavní měnověpolitické sazby, navýšené o 10 b.b.

Pokud jde o [podmínky poskytování hlavních refinančních operací](#), ECB prodloužila půjčování za pevnou úrokovou sazbu při plném uspokojení nabídek až do prosince 2016, stejným způsobem budou probíhat i dlouhodobé (tříměsíční) operace. Operace se splatností jednoho udržovacího období přestanou být poskytovány a týdenní operace jemného doladění sterilizující likviditu vytvořenou v rámci programu nákupů cenných papírů (SMP) budou pozastaveny.

Strategické změny ve fungování Bank of England

Bank of England zveřejnila strategický plán na příští tři roky, podle kterého postupně dojde k výrazné přeměně fungování této instituce, s důrazem na její dvě klíčové funkce – měnovou a finanční stabilitu – a jejich propojenost v jediný cíl (misi), kterým je blahobyt země. Plán přeměny na „jednotnou banku“ (*One Bank*) či na „banku pro 21. století“ se skládá z patnácti klíčových iniciativ a klade důraz na větší spolupráci mezi stěžejními činnostmi, dále mj. předpokládá větší otevřenost a transparentci centrální banky, sdílení otázek v oblasti výzkumu a ústředních hospodářsko-politických témat s externími přispěvateli (např. s univerzitami), zpřístupnění dat veřejnosti, budování veřejného porozumění.

Patnáct klíčových iniciativ BoE			
<i>Jedna banka, jedna mise</i>			
(1) Otevřená, transparentní a pružná kultura			
(2) Společné rozhodování (propojení výborů MPC, FPC a Regulační agentury PRA)			
<i>Rozmanitost, talent</i>	<i>Analytická excelence</i>	<i>Vynikající výkony</i>	<i>Otevřenost a zodpovědnost</i>
(3) Podpora interní mobility	(6) Společný výzkumný program	(9) Jednotný důvěryhodný hlas v mezinárodní politice	(13) Větší transparentnost centrální banky
(4) Excelence a týmová práce	(7) Nový přístup k datům a analýze	(10) Jednotný dohled	(14) Zodpovědnost
(5) Strategii k talentům	(8) Jednotná správa dat	(11) Působení na klíčových trzích	(15) Angažovanost a přístupnost
		(12) Kvalitní řízení rizik	

Od 1. června proto též dojde k velké změně organizační struktury. Vznikne nová funkce vice-governéra pro trhy a bankovníctví (v současné organizační struktuře figurují tři vice-governéři: pro Regulační agenturu PRA, měnovou politiku a finanční stabilitu). Dosavadní šéf měnové politiky a hlavní ekonom Spencer Dale bude řídit nový útvar pro řízení strategie a rizika v oblasti finanční stability. Andy Haldane, doposud zodpovědný za finanční stabilitu, převezme roli hlavního ekonom a bude se též věnovat výzkumné a analytické agendě. Dosavadní ředitel

pro trhy Paul Fisher pak převezme řídicí funkci v PRA. Mimo jiné také vzniknou nové řídicí útvary k propojení spolupráce lidí z různých oborů.

MNB slaví 90 let od svého založení a publikuje dokument deklarující její statut

Při příležitosti výročí 90 let od svého založení zveřejnila Maďarská národní banka dokument ([Statut MNB](#)), ve kterém představuje svoji misi, vizi a hlavní hodnoty a strategie v jednotlivých oblastech svého působení. Jako své hlavní pilíře deklaruje nezávislost a zodpovědnost.

...MNB také usiluje o snížení zadlužení v cizích měnách

Maďarská národní banka by uvítala, kdyby se v ekonomice snížil objem zadlužení v zahraničních měnách, čímž by pokleslo riziko negativních dopadů výkyvů kurzu, což by se současně mohlo příznivě promítnout do rizikové premie země. MNB se tentokrát zaměřuje zejména na dluh veřejný a je přitom připravena při nahrazení cizoměnových úvěrů forintovým financováním poskytnout potřebný objem zahraničních měn ze svých devizových rezerv. Významnou roli v tomto procesu mají sehrát banky, v jejichž rozvahách vidí MNB prostor pro větší držbu vládních dluhopisů (banky v současnosti pokrývají necelou pětinu dluhu vlády). Maďarské dluhopisy by se podle představ MNB měly v portfoliích bank zvýšit na úkor dvoutýdenních pokladničních poukázek MNB. Změnu k využívání domácích zdrojů financování chce MNB podpořit úpravou svých měnověpolitických nástrojů:

- (1) nově poskytované **úrokové swapy** bankám umožní zmírnit riziko z držby dlouhodobých forintových aktiv;
- (2) vznikne **dlouhodobá úvěrová facilita** s pohyblivou sazbou na dodávání forintové likvidity;
- (3) **swapy cenných papírů** umožní protistranám MNB získat cizoměnové cenné papíry výměnou za dlouhodobá forintová aktiva, což zlepší přístup k cizoměnové likviditě;
- (4) od srpna se hlavním měnověpolitickým nástrojem stane místo dvoutýdenních repo-operací (využívajících jako kolaterál pokladniční poukázky MNB) **dvoutýdenní depozitní facilita**.

EK a ECB publikují další Konvergenční zprávy

Bylo publikováno pravidelné hodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií, týkající se těch zemí Evropské unie, které dosud nemají euro, a současně se na ně nevztahuje trvalá výjimka umožňující zachovat si vlastní měnu (těmi jsou Velká Británie a Dánsko). Konvergenční zprávy Evropské komise a Evropské centrální banky tak letos hodnotí osm zemí, přičemž poprvé je věnován prostor Chorvatsku, které přistoupilo do EU v loňském roce. Zprávy, které vycházejí pravidelně jednou za dva roky, mají standardní podobu. Z výpočtu kritéria cenové stability byly tentokrát vyloučeny z důvodu mimořádného vývoje tři země: Řecko (míra inflace HICP v referenčním období činila -1,2 %), Bulharsko (-0,8 %) a Kypr (-0,4 %). Zvláště důležité jsou letošní Konvergenční zprávy pro Litvu, která má dosud jako poslední z baltských ekonomik svou vlastní měnu a plánuje zavést euro od ledna příštího roku. Baltským zemím a jejich cestě do eurozóny je věnováno aktuální *Téma pod lupou*.

	Bulharsko	Česká rep.	Chorvatsko	Litva	Maďarsko	Polsko	Rumunsko	Švédsko
kritérium cenové stability: 1,7 %	-0,8 %	0,9 %	1,1 %	0,6 %	1,0 %	0,6 %	2,1 %	0,3 %
kritérium veřejného dluhu: 60 % HDP	18,9 %	46,0 %	67,1 %	39,4 %	79,2 %	57,0 %	38,4 %	40,6 %
kritérium salda rozpočtu: -3 % HDP	-1,5 %	-1,5 %	-4,9 %	-2,1 %	-2,2 %	-4,3 %	-2,3 %	-1,1 %
kritérium úrokových sazeb: 6,2 %	3,5 %	2,2 %	4,8 %	3,6 %	5,8 %	4,2 %	5,3 %	2,2 %
kurzové kritérium: ERM II	ne	ne	ne	ano	ne	ne	ne	ne

Švédsko má k dispozici nová data o zadlužení domácností

Významným tématem pro Riksbank je i nadále velké zadlužení švédských domácností, které již delší dobu představuje klíčový faktor v rozhodování centrální banky nepřistoupit k uvolnění měnové politiky, a to i přesto, že se inflace již rok a půl pohybuje kolem nuly. Přestože si rizika související s dlouhodobým odkloněním od inflačního cíle švédští centrální bankéři uvědomují, jejich rozhodování naznačuje, že deflačního vývoje se neobávají (jak též potvrzuje květnový [projev](#) vice-guvernéra M. Flodéna, který ovšem v dubnu hlasoval pro snížení repo sazby). Velkým odpůrcem tohoto přístupu je Lars Svensson, který v polovině loňského roku centrální banku opustil, ve své kritice však i nadále pokračuje, čímž ve Švédsku podněcuje další [diskuze na toto téma](#).

Nová data, sesbíraná od osmi největších švédských bank, pokrývají zhruba 80 % úvěrů domácností od finančních institucí a 94 % všech hypoték. Nové informace poskytují detailní obrázek o úvěrech domácností, a to s ohledem na jejich příjem, region, věkovou skupinu a vývoj jejich dluhu v čase; nejsou však k dispozici údaje o hodnotě vlastněných nemovitostí. Jako primární riziko vnímá Riksbank možnou reakci domácností v případě krize – drastické omezení spotřeby a jeho vliv na ziskovost firem a na celou ekonomiku. Dodatečným problémem pak je i to, že hypotéky tvoří velkou část aktiv švédských bank, což činí finanční systém citlivý na rizika spojená se zadlužením domácností.

- 52 % dospělé populace je zadluženo (téměř čtyři miliony lidí)
- 95 % objemu úvěrů domácností jsou hypotéky
- průměrný dlužník má 50 let, tři úvěry a poměr dluhu k ročnímu disponibilnímu příjmu ve výši 296 %
- čtyři z deseti dlužníků výši svého dluhu nesnižují a ti, kteří ji snižují, tak činí velmi pomalu
- pokud by dlužníci, kteří snižují své dluhy, pokračovali dnešním tempem, v průměru by se jich zbavili za 100 let

Výsledky šetření považuje Riksbank za znepokojivé, v červnu proto vydala doporučení zavést [nová opatření k omezení rizik ve finančním systému](#), mj. proticyklický kapitálový polštář ve výši 2,5 %.

SNB letos kvůli ztrátě nevyplácí dividendy

Švýcarská národní banka letos nevyplatí dividendy, obvyklou část zisku nedostanou ani kantony. Důvodem je hluboká [ztráta](#) v účetním roce 2013 (9,1 mld. CHF), jejíž příčinou je pokles hodnoty zlatých rezerv (o 15,2 mld. CHF), který nebyl vyrovnán příjmy (zisk z devizových rezerv činil 3,1 mld. a zisk z prodeje stabilizačního fondu 3,4 mld. CHF).

Stanley Fischer novým členem rady Fedu a výboru FOMC

Bývalý guvernér centrální banky Izraele Stanley Fischer se stal v květnu členem rady amerického Fedu (a zároveň se tak stal členem výboru FOMC) poté, co jeho nominaci prezidentem B. Obamou schválil Senát. S. Fischer je současně nominován na pozici místopředsedy rady.

3. TÉMA POD LUPOU: BALTSKÉ ZEMĚ A EURO V KONTEXTU HOSPODÁŘSKÉ KRIZE

Baltské státy po rozpadu Sovětského svazu získaly zpět svou nezávislost a záhy začaly usilovat o vstup do západních společenství. Po přebujelém růstu na počátku tohoto milénia je hluboce zasáhla světová hospodářská krize, přičemž nejvíce postiženo bylo Lotyšsko. Pobaltské země se rozhodly i v těchto podmínkách zachovat své režimy fixního kurzu a přistoupily raději k razantním úsporám. Po počátečním dvouciferném propadu ekonomické aktivity přitom dosáhly jejího překvapivě rychlého oživení a zároveň odbouraly své masivní schodky běžného účtu platební bilance. Přesto se však i nadále baltské státy potýkají s mnoha strukturálními problémy, zejména s přetrvávající vysokou nezaměstnaností. V době, kdy eurozónou zmítala největší krize a vhodnost společné měny byla často v řadě jiných zemí zpochybňována, Estonsko, Lotyšsko a Litva se usilovně snažily o přijetí eura. V roce 2011 se tak eurozóna rozšířila o Estonsko a v letošním roce o Lotyšsko. Litva, jejíž první žádanka před osmi lety byla zamítnuta, je letos spolu s dalšími zeměmi EU stojícími mimo eurozónu opět hodnocena v rámci pravidelných Konvergenčních zpráv Evropské komise a Evropské centrální banky a zavedení eura se u ní očekává v příštím lednu.

Na začátku 90. let získaly Estonsko, Lotyšsko a Litva znovu svou nezávislost a z geopolitických důvodů začaly usilovat o rychlé přijetí do euroatlantických uskupení. Na počátku transformačního procesu byl v těchto zemích rubl nahrazen vlastními národními měnami, které měly působit jako nominální kotva a měly tedy od počátku fixní kurz: estonská koruna byla navázána na německou marku, litevský litas na dolar a lotyšský lats na koš měn určený jednotkou Mezinárodního měnového fondu (SDR). Úsilí o začlenění do západních uskupení bylo korunováno v roce 2004, kdy se všechny tři ekonomiky staly členskými zeměmi NATO i EU. Všechny tři měny byly postupně navázány na euro.

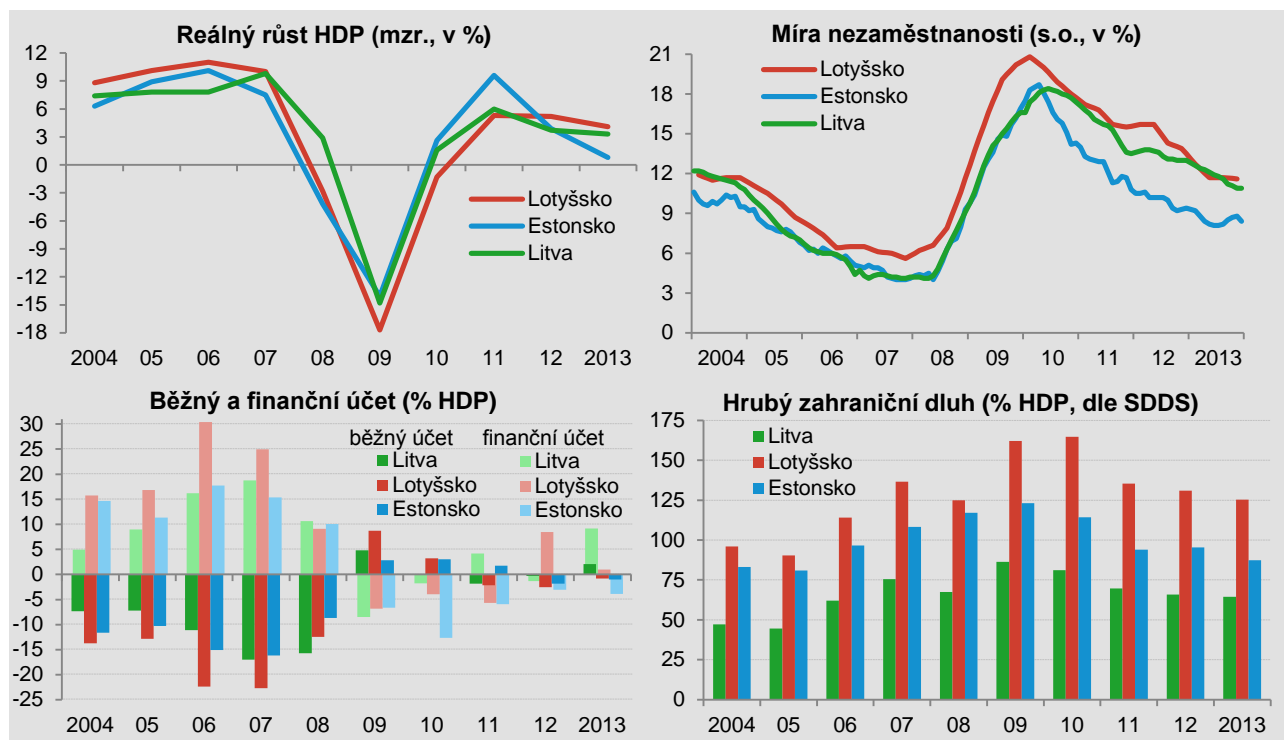
Tři malé baltské země, jejichž obyvatelstvo dohromady čítá pouze 6,3 milionu, představují počtem občanů pouhé jedno procento Evropské unie. Potýkají se navíc s trvalým významným úbytkem obyvatelstva, k němuž kromě nízké porodnosti významně přispívá zejména emigrace. Od roku 2004 se v Lotyšsku snížil počet obyvatel o 11 %, v sousední Litvě dokonce bezmála o 13 %. U nejmenšího Estonska (1,3 mil. ob.) není pokles počtu obyvatel tolik výrazný. Jedná se přitom o velmi otevřené ekonomiky, jejich hospodářský vývoj je ovlivněn zejména zahraničními podmínkami, vliv jejich vlastní hospodářské politiky na ekonomiku je relativně menší.

Již na začátku milénia započal v Pobaltí výrazný ekonomický boom, který dále zesílil po vstupu těchto zemí do Evropské unie. Vydátný příliv kapitálu napomohl extrémně rychlému růstu úvěrů, nabobtnala domácí poptávka, otevřel se hluboký deficit běžného účtu (v Lotyšsku až téměř na 23 % HDP). Významně tím současně vzrostla zahraniční zadluženost. Inflation vyskočila a ceny nemovitostí se během několika málo let zdvojnásobily. Výrazné reálné posílení měn všech tří zemí snížilo při poměrně nízkém růstu produktivity konkurenceschopnost Pobaltí na mezinárodních trzích.

Při nahromaděných výrazných nerovnováhách byly baltské ekonomiky drasticky zasaženy světovou finanční a hospodářskou krizí. Příliv kapitálu se prudce zastavil, na druhou stranu kvůli propadu domácí poptávky došlo k rychlé korekci na běžném účtu. Litva a Lotyšsko se dostaly do potíží s financováním státu, výnosy jejich dluhopisů prudce vystřelily vzhůru. Naopak estonskou vládu zasáhla krize v situaci bez dluhů. Proto v době, kdy byly jiné státy donuceny k úsporným krokům, mělo Estonsko prostor pro fiskální povzbuzení své ekonomiky. Ceny nemovitostí se závratně propadly v celém Pobaltí. HDP spadl v roce 2009 ve všech třech ekonomikách o více než 14 %. Obří nárůst nezaměstnanosti pokračoval i přes masivní odchod lidí do zahraničí, bez práce se ocitla zhruba pětina lidí.

Nejvýrazněji bylo zasaženo Lotyšsko, kde situaci zhoršily problémy bank a druhá největší z nich se stala obětí „runu“, finanční systém se potýkal s nedostatkem likvidity. Začaly se

objevovat obavy o udržitelnost fixního kurzu a spekulace na jeho opuštění. V říjnu se zhoršil rating Lotyšska, úrokové sazby na mezibankovním trhu se zdvojnásobily. Bylo zejména potřeba stabilizovat finanční sektor a obnovit důvěru v banky, navýšit objem devizových rezerv a zastavit odliv kapitálu. Lotyšsku byla nakonec v prosinci 2008 poskytnuta finanční pomoc ze strany MMF, EU a několika dalších zemí.



Během krize se všechny tři baltské ekonomiky rozhodly za každou cenu zachovat fixní kurz, odmítly tedy cestu nominálního oslabení svých měn, která by pomohla ekonomický šok tlumit. Namísto toho přistoupily k razantním úsporám v mnoha oblastech – došlo ke snížení penzí a platů státních zaměstnanců, omezovány byly výdaje na vzdělávání i zdravotnictví. V Lotyšsku se od konce roku 2008 do začátku roku 2010 snížily mzdy ve veřejném sektoru o 27 %, zatímco platy v soukromém sektoru klesly o 6 %. Úsporné kroky se setkaly s jinde neobvyklým pochopením obyvatelstva a jejich prosazení nebylo doprovázeno mohutnými protesty nebo stávkami; Estonci a Lotyši dokonce vládu úsporných opatření opětovně zvolili, litevští voliči však v roce 2012 již s touto politikou vyjádřili svou nespokojenost.

Ve všech třech ekonomikách ekonomická aktivita následně překvapivě rychle oživila, přičemž růst je tažen zejména vývozem. Lotyšsko dokonce v září 2012 s předstihem splatilo záchranný balíček, jehož poslední splátka byla původně naplánována na rok 2015. I přes rychlé ekonomické oživení se však HDP nachází hluboko pod předkrizovým trendem. Míra nezaměstnanosti sice rychle klesá, přesto je stále velmi vysoká. Přetrvávajícím problémem je navíc jen velmi omezené poskytování úvěrů.

Vstup do eurozóny

V době největší krize eurozóny byl trvající zájem baltských zemí o rychlé přijetí eura v baltských zemích ve srovnání s jinými státy výjimečný. Důvody jsou však v jejich případě pochopitelné. Pevně zafixovaný kurz znamenal, že pro ně z hospodářsko-politického hlediska nepřinese vstup do eurozóny žádnou zásadní



Estonsko
1.1.2011



Lotyšsko
1.1.2014



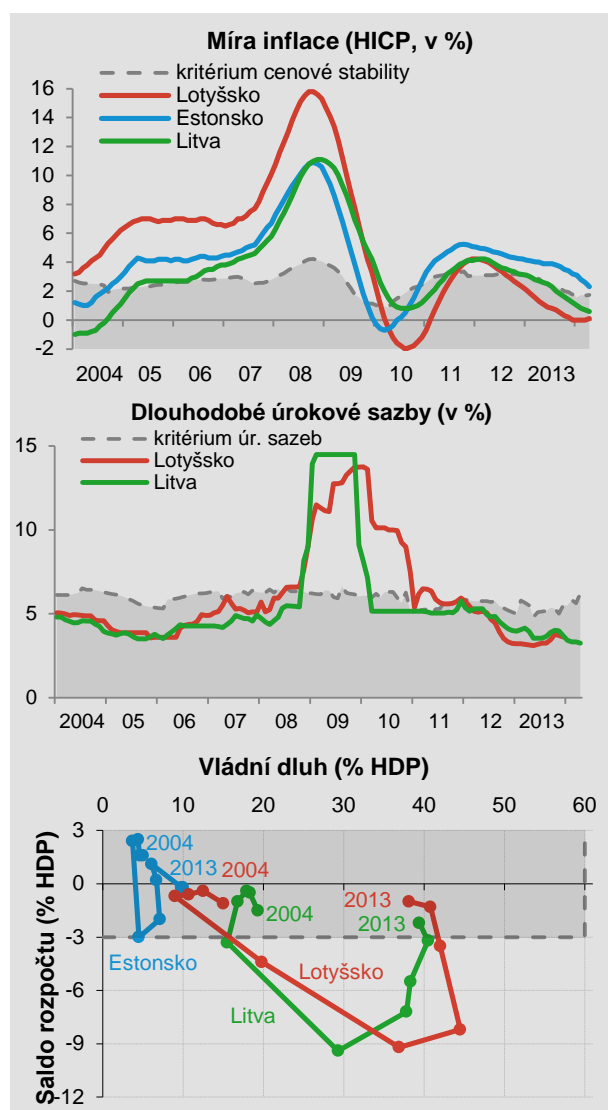
Litva
1.1.2015 ?

změnu, budou se však moci podílet na jednáních o nastavení měnové politiky eurozóny. S přechodem na euro navíc definitivně mizí riziko spekulativního útoku a vynucené devalvace domácí měny, což by bylo velmi bolestné pro mnohé ekonomické subjekty počítající s fixním kurzem, zejména z hlediska jejich cizoměnového zadlužení.

Pro vstup do eurozóny je nutné plnit Maastrichtská hospodářská a legislativní kritéria, hodnocená pravidelně v Konvergenčních zprávách Evropské komise a ECB. Celkový veřejný dluh všech tří ekonomik je výrazně pod požadovanou hranicí 60 % HDP. Během krize byla v případě Litvy a Lotyšska výrazně překročena 3% hranice stanovená pro poměr deficitu veřejných rozpočtů na HDP, stejně tak byl patrný i dopad do dlouhodobých úrokových sazeb, oba státy se však navrátili do stanovených mezí. Jedinečné je v tomto směru Estonsko, v jeho případě pouze došlo k mírnému navýšení dluhu na 10 % HDP (kritérium úrokových sazeb pro něj nelze spočítat, neboť kvůli velmi nízkému zadlužení státu neexistuje trh s dlouhodobými vládními dluhopisy). Vzhledem k fixnímu kurzu nebyl po většinu období problém s kurzovým kritériem, ačkoliv během krize byly patrné silné tlaky na lotyšský lats.

Problematické však pro baltské státy bylo kritérium cenové stability. Vzhledem k tomu, že se jedná o malé a velmi otevřené ekonomiky, jsou silně vystaveny zahraničním vlivům a ekonomickým šokům. Země přitom v delším období konvergují v ekonomické úrovni a díky tomu i v cenové hladině k vyspělejší části EU. To vedlo v podmínkách pevného měnového kurzu v těchto zemích ke zpravidla vyšší inflaci oproti průměru EU, jejímž prostřednictvím se prosazovalo reálné rovnovážné posilování jejich měn. Bez vlastní měnové politiky tedy ani nebylo příliš v moci národních centrálních bank cenový vývoj ovlivňovat. Kritérium cenové stability tak baltské země plnily vždy jen po velmi krátkou dobu a dopomohla jim k tomu paradoxně hospodářská krize, v Lotyšsku k plnění přispělo též zpomalení růstu administrativních cen a snížení daně z přidané hodnoty.

Litva, která se o vstup do eurozóny pokusila z baltských ekonomik jako první již v roce 2006, byla tehdy odmítnuta právě s odůvodněním neplnění kritéria cenové stability, když míra inflace ve výši 2,7 % těsně překročila požadovanou hodnotu a do budoucna navíc hodnotící instituce odhadovaly další zrychlení růstu cen. Litva však má velmi reálnou šanci v letošním roce, kdy Konvergenční zprávy hodnotí plnění vstupních kritérií příznivě. Ačkoliv definitivně její vstup do eurozóny schválí až evropští představitelé, přípravy na přijetí eura jsou v této poslední baltské zemi s vlastní měnou již v plném proudu.



Zdroje dat a obrázků: Eurostat (HDP, nezaměstnanost, Maastrichtská kritéria), IMF IFS (platební bilance, zahraniční dluh), ECB a Lietuvos Bankas (obrázky).

4. VYBRANÝ PROJEV: BUDOUCNOST MĚNOVÉ POLITIKY

Viceguvernér BoE Charlie Bean přednesl při své návštěvě London School of Economics [projev](#), ve kterém reflektuje změny v měnové politice v posledních letech. Ve svém projevu se C. Bean vyjadřuje (mj.) k měnověpolitickým nástrojům, které vznikly v turbulentním období finanční krize. Zamýšlí se nad časováním a dopady exitu z nekonvenčních nástrojů měnové politiky.

Ve svém projevu se C. Bean mimo jiné vyjadřuje k politice usměrňování ekonomických očekávání (tzv. *forward guidance*). Ačkoli se avizované rozhodnutí držet sazby „nízko po delší dobu“ ukazuje dnes jako optimální, upozorňuje C. Bean na riziko časové nekonzistence. Ta spočívá v tom, že dnešní závazek nemusí v budoucnu odpovídat aktuální potřebě nastavení měnové politiky. Z toho důvodu považuje tuto politiku za vhodnou jen pro přechodné období.

Zajímavou reflexí jsou komentáře C. Beana k efektivitě nekonvenčních politik a úvahy o následném exitu z režimu jejich používání. Kvantitativní uvolňování v situaci technicky nulových sazeb proběhlo ve Velké Británii ve dvou vlnách. Celkově byly nakoupeny dlouhodobé vládní dluhopisy v objemu 375 mld. GBP, tj. asi 25 % ročního HDP. První fáze nákupů v hodnotě 200 mld. GBP se uskutečnila v období od března 2009 do února 2010, druhá pak v období od října 2011 až do listopadu 2012. Snížení tržní prémie u vládních dluhopisů přineslo pokles dlouhodobých úrokových sazeb a dodaná likvidita do bankovního systému podpořila růst nabídky úvěrů. Politika nákupů přinesla důležitý signál, že měnové podmínky budou uvolněné po delší dobu. Analýzy BoE naznačují, že první fáze nákupů vedla ke snížení dlouhodobých úrokových sazeb přibližně o 1 p.b., což je dopad obdobného rozsahu, jaký uvádějí studie o kvantitativním uvolňování Fedu. Obtížněji vyčíslitelný je však dopad druhé fáze nákupů, které proběhly již v podmínkách lépe fungujících trhů, kdy byly sazby výrazněji ovlivněny dalšími tržními faktory.

Přestože se nákupy dluhopisů ukazují jako funkční nástroj pro snížení dlouhodobých sazeb a podporu poptávky, neměly by být zařazeny mezi standardní nástroje měnové politiky, neboť se ukazuje, že vliv centrální banky na tržní sazby prostřednictvím nákupů dluhopisů je v době normálně fungujících finančních trhů relativně omezený. Pokud by navíc nákupy vládních dluhopisů probíhaly dlouhodobě, hrozil by nárůst obav z monetizace dluhu a centrální banka by byla vystavena riziku ztráty své nezávislosti.

Časem přijde chvíle, kdy bude potřeba éru nekonvenční politiky ukončit. Viceguvernér Bean uvádí, že následný růst sazeb centrální banky by měl být pozvolný a jejich nárůst navíc zřejmě nedosáhne na úroveň před krizí, přičemž bude třeba začít snižovat objem nakoupených dluhopisů. Je však otázkou, jak tento exit provést. Držet nakoupené dluhopisy až do splatnosti by bylo příliš zdlouhavé. Průměrná doba splatnosti portfolia je nyní více než dvanáct let. Jako vhodnější se tak jeví varianta postupných odprodejů. Přestože bude odprodej dluhopisů centrální bankou působit na růst jejich výnosů, neměl by tlačit výnosy nahoru v takovém rozsahu, jako tlačil jejich nákup sazby dolů na počátku krize. K tlumení nárůstu výnosů by měla přispět i změna preferencí komerčních bank, které po krizi poptávají více kvalitních a likvidních aktiv. Přes tyto skutečnosti je evidentní, že odprodej dluhopisů zvýší volatilitu tržních sazeb. Zkušenost Fedu z jara minulého roku ukázala, jak citlivé jsou trhy na očekávané změny v programech nákupu aktiv, a zejména jaké to má dopady na rozvíjející se trhy. Posuny výnosových křivek byly silně korelované napříč zeměmi, a to jak na dlouhém, tak také na krátkém konci, kde by měly mít standardně větší vliv domácí měnové politiky.

Přestože si C. Bean uvědomuje rizika spojená s provedením a načasováním exitu, hodnotí situaci optimisticky zejména kvůli lépe fungujícímu finančnímu systému. Přiznává však, že dopady na rozvíjející se ekonomiky by mohly být méně příznivé.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5. června 2014. 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.