MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

2018

Sekce měnová
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

V TOMTO ČÍSLE

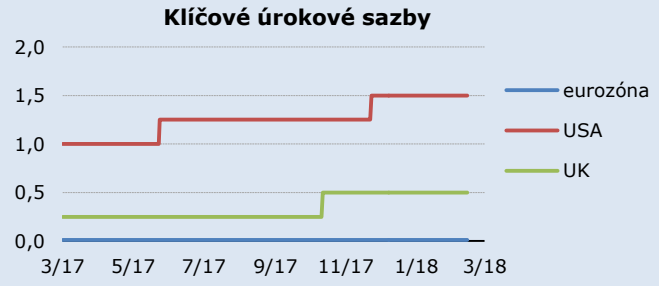
Inflace se ve většině sledovaných ekonomik přiblížila na dostřel inflačnímu cíli a ekonomický růst dosahuje převážně solidních temp. Klíčové úrokové sazby centrálních bank se i nadále pohybují spíše na nízkých úrovních, což poskytuje daným ekonomikám měnověpolitický stimul. V ECB a Riksbank jsou nekonvenční nástroje za zenitem a lze očekávat další pozvolný postup směrem k normalizaci měnové politiky. V uplynulých třech měsících zvýšila úrokovou sazbu pouze kanadská centrální banka. Téma pod lupou se zaměřuje na Bulharsko, hodnocení stavu jeho ekonomiky a připravenosti na zamýšlený vstup do ERM II. Ve vybraném projevu se guvernér Riksbank Stefan Ingves zabývá úvahami švédské centrální banky o možném budoucím zavedení digitální měny.

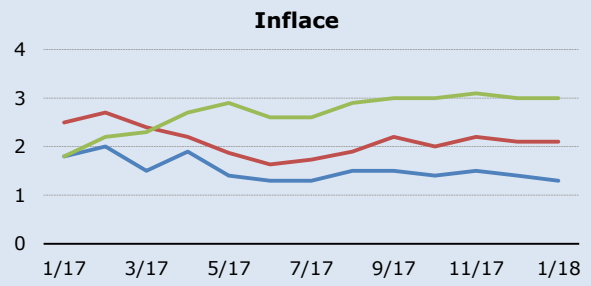
1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	<2 %[1]	2 %[2]	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. ledna (0,00) 8. března (0,00)	30. – 31. ledna (0,00)	8. února (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,00 %; -0,40 %[3]	1,25 – 1,50 %	0,50 %
poslední inflace	1,2 % (únor 2018)[4]	2,2 % (leden 2018)	3 % (leden 2018)
očekávaná MP zasedání	26. dubna 14. června	20. – 21. března 1. – 2. května	22. března 10. května
další očekávané události	14. 6. zveřejnění prognózy ECB zaměstnanců	18. 4 zveřejnění Beige Book, červen 2018 Monetary Policy Report	10. 5. zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb[1]	→	↑	→

[1] definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%"; [2] definice cíle pro inflaci z ledna 2012; [3] depozitní sazba; [4] tzv. Flash odhad; [5] zasedání spojeno se souhrnem ekonomický prognóz FOMC a tiskovou konferencí předsedy FOMC; [6] směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.





ECB nastavení svých měnověpolitických sazeb nezměnila a očekává, že na současných úrovních budou po delší období, výrazně překračující horizont čistých nákupů aktiv. Potvrdila, že program nákupů aktiv v současném měsíčním objemu 30 mld. eur bude probíhat nejméně do konce září 2018 nebo i déle podle potřeby, na svém březnovém zasedání však již nezmínila možnost jeho navýšení. ECB očekává oproti minulé prognóze vyšší růst HDP pro rok 2018, a to 2,4 % (proti 2,3 % v prosinci), výhled pro roky 2019 (1,9 %) a 2020 (1,7 %) pak zůstává nezměněn. Výhled inflace pro rok 2018 zůstává 1,4 %, pro rok 2019 byl přehodnocen směrem dolů na 1,4 % (z 1,5 %). V roce 2020 se i nadále očekává 1,7 %.

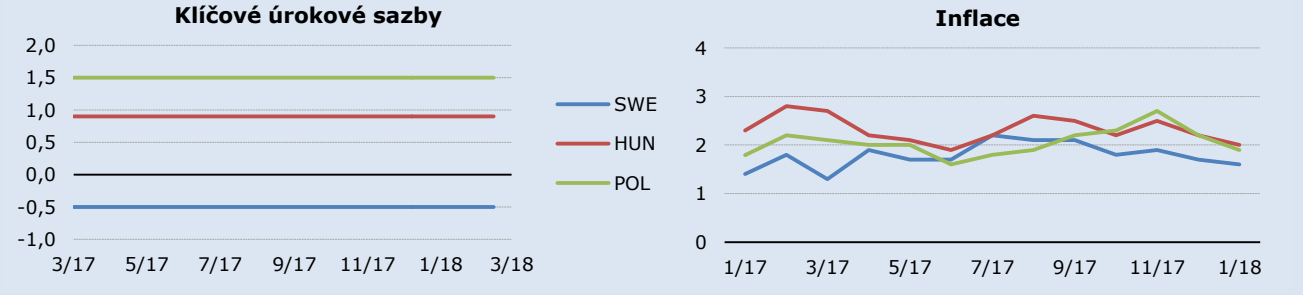
Fed v lednu ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny, v intervalu 1,25 – 1,50 %. Podle mediánu predikcí jednotlivých členů FOMC (12/2017) lze v roce 2018 očekávat tři zvýšení této hlavní měnověpolitické sazby o 0,25 p. b. až na 2,1 %; trhy přitom aktuálně čekají, že k prvnímu letošnímu zvýšení sazeb dojde koncem března. V delším výhledu předpokládá FOMC pro rok 2020 sazby na úrovni 3,1 %. Trh práce zůstává silný, výhled míry nezaměstnanosti pro následující tři roky je na úrovni 4 % (aktuálně činí 4,1 %). Podle FOMC lze očekávat spíše pozvolný růst ekonomické aktivity (v 2018 o 2,5 %, v 2019 o 2 %). Inflace vzrostla mírně nad 2 % a oproti prosincové prognóze FOMC tak mírně zrychlila.

BoE v únoru ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP). Podle prognózy poroste HDP v následujících letech v průměru tempem 1,75 %. Inflace je pak očekávána v průměru okolo 1,5 %. Aktuálně se však inflace i nadále nachází nad inflačním cílem (a činí 3 %), a to zejména vlivem zvýšených cen ropy. Z dlouhodobějšího pohledu je inflace urychlována též průsakem předchozího oslabení libry do spotřebitelských cen, nicméně tento efekt bude postupně odeznívat.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	19. prosince (0,00) 13. února (0,00)	19. prosince (0,00) 30. ledna (0,00) 27. února (0,00)	9. – 10. ledna (0,00) 6. – 7. února (0,00) 6. – 7. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	-0,50 %; -1,25 %[2]	0,9 %; -0,15 %[2]	1,50 %
poslední inflace	1,7 % (leden 2018)	2,1 % (leden 2018)	1,9 % (leden 2018)
očekávaná MP zasedání	25. dubna	27. března 24. dubna 22. května	10. – 11. dubna 15. – 16. května 5. - 6. června
další očekávané události	26. 4. zveřejnění Monetary Policy Report	27. 3. zveřejnění Inflation Report	červenec zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb[1]	→	↑	↑

[1] směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, [2] depozitní sazba, [3] CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu



Riksbank na uplynulých dvou zasedáních ponechala svou základní úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni -0,5 % a předpokládá její pozvolné zvyšování od druhé poloviny roku 2018. K návratu této sazby nad nulu, resp. k dosažení její mírně kladné úrovně dle prognózy dojde na počátku roku 2020. Riksbank bude reinvestovat do dluhopisů částky v hodnotě maturujících dluhopisů a kuponů. Hodnota nákupu dluhopisů dosáhla v únoru kumulativně 310 mld. SEK. Inflace (CPIF) v lednu činila 1,7 %. Riksbank v prosincové prognóze mírně snížila výhled inflace CPI pro rok 2018 na 1,7 % a výhled CPIF na 1,8 %, v obou případech z předchozích 2 %. Pro rok 2019 banka očekává CPI na 2,6 % a CPIF na 1,9 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank mírně snížila na 2,8 %, pro příští rok pak očekává 1,8 %.

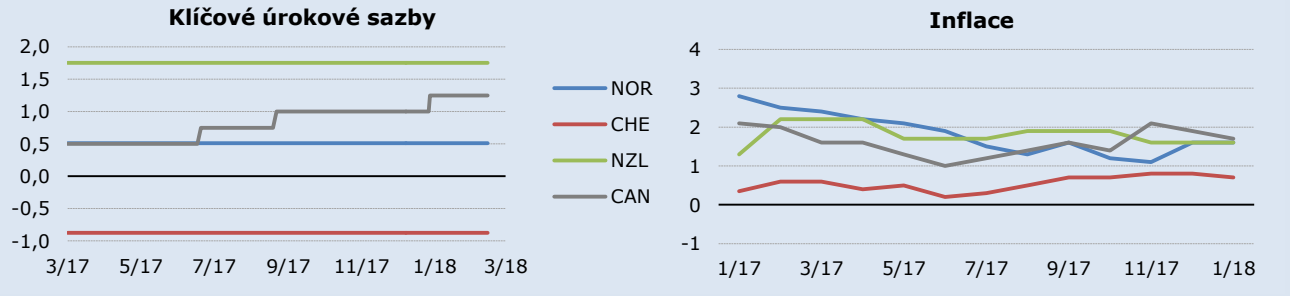
MNB ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na –0,15 %. Lednová inflace dosáhla úrovně 2,1 % a jádrová inflace 2,5 %. MNB očekává ve střednědobém horizontu nárůst inflace plynoucí z růstu domácí poptávky a mezd. Maďarská ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí zrychlila a rostla tempem 4,4 %, zejména díky sektoru služeb a průmyslu. V tomto roce MNB očekává růst ekonomiky o 4 %. Zaměstnanost se nachází na historických maximech, nezaměstnanost dále klesá. Pokračuje solidní růst firemních úvěrů, zejména malým a středním podnikům, což je částečně důsledkem předchozích podpůrných programů. Od ledna MNB nakupuje hypoteční dluhopisy (mortgage bonds) a vedle toho se též prostřednictvím IRS facility snaží ovlivnit dlouhý konec výnosové křivky.

NBP ponechala úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 ekonomický růst dále zrychlil na 5,1 % meziročně, a to opět zejména díky spotřebitelské poptávce tažené svižným mzdovým růstem i spotřebitelským optimismem. Ve 4. čtvrtletí došlo také ke zrychlení růstu investic, a to zejména ve veřejném sektoru. Celková inflace mírně zpomaluje a v lednu dosáhla 1,9 %. Ukazatele jádrové inflace jsou i nadále nízké. Dle nové prognózy NBP poroste ekonomika v nejbližších dvou letech mírně rychleji oproti minulé prognóze, v roce 2018 tempem 3,5 – 5 % a v roce 2019 o 2,8 – 4,8 %. NBP očekává v roce 2018 inflaci v rozmezí 1,6 – 2,5 %, a v roce 2019 pak 1,7 – 3,6 %, což je v obou letech téměř totožný vývoj s minulou prognózou.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 %[5]	0–2 %	2 %	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	25. ledna (0,00)	14. prosince (0,00)	8. února (0,00)	17. ledna (+0,25) 7. března (0,00)
aktuální klíčová sazba	0,50 %; -0,50 reserve rate[1]	od -1,25 do -0,25 %[2]; -0,75 %[3]	1,75 %	1,25 %
poslední inflace	1,6 % (leden 2018)	0,7 % (leden 2018)	1,6 % (Q4 2017)	1,7 % (leden 2018)
očekávaná MP zasedání	15. března 3. května	15. března 21. června	22. března 10. května	18. dubna 30. května
další očekávané události	15. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	21. 3. zveřejnění Quarterly Bulletin	10. 5. zveřejnění Monetary Policy Statement	18. 4. zveřejnění Monetary Policy Report
očekávaný vývoj sazeb[1]	→	→	→	↑

[1] pouze na rezervy překračující kvótu; [2] v grafu znázorněn střed pásma; [3] záporná depozitní sazba, jíž se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; [4] směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ; [5] inflační cíl snížen z 2,5 %.



NB ponechala svou úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %, přičemž předpokládá její stabilitu do letošního podzimu a následně její pozvolný růst. Míra využití kapacit norské ekonomiky sice dále poroste, volné kapacity však stále zůstávají. Došlo k drobné korekci cen nemovitostí. Fiskální politika bude zřejmě méně expanzivní, než tomu bylo v nedávné době. Inflace je aktuálně nízká, v následujících letech se bude nacházet pod 2,5 %. Inflační cíl NB byl snížen na 2 % (více v Zajímavých událostech).

SNB i nadále ponechává interval měnověpolitické sazby (3M LIBOR) v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %); také sazba pro úročení zůstatků bank u SNB zůstává na -0,75 %. Frank dále oslabil vůči americkému dolaru i euru, avšak SNB hodnotí jeho úroveň stále jako příliš silnou a ponechává si proto i nadále možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. V roce 2018 SNB očekává růst HDP kolem 2 %. Prognózu inflace pro 2018 banka zvýšila na 0,7 % (z 0,4 %), pro rok 2019 zůstává prognóza inflace beze změn na 1,1 %.

RBNZ ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 1,75 %. Měnová politika zůstane podle RBNZ uvolněná po dostatečně dlouhou dobu. I přes zpomalení růstu HDP ve druhé polovině minulého roku zůstává jeho výhled slibný. Hospodářský růst je podporován uvolněnou měnovou politikou, fiskálním stimulem, růstem populace a příznivými směnnými relacemi. Inflace za čtvrté čtvrtletí 2017 dosáhla úrovně 1,6 %. RBNZ očekává její růst k 2% cíli v průběhu tohoto roku. Růst cen nemovitostí v posledních několika měsících mírně zrychlil, dynamika úvěrů na bydlení domácnostem však zůstává umírněná.

BoC na lednovém zasedání zvýšila svou klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 % a na březnovém ji ponechala beze změny. Inflace je poblíž cíle a ekonomika se nachází zhruba na hranici svých možností. Podle nového výhledu BoC poroste ekonomika v letošním roce nižším tempem, když vzroste o 2,2 %, zatímco minulý výhled předpovídal 3% růst. V roce 2019 hospodářský růst zpomalí na 1,6 %. Inflace se v průběhu posledních tří měsíců v průměru zvýšila a v lednu se nacházela na 1,7 %. V nejbližším období bude inflace kolísat, zejména vlivem přechodných faktorů (ceny elektřiny a plynu), na horizontu predikce se nicméně bude nacházet na úrovních kolem 2 %. Naopak indikátory jádrové inflace se ustálí v úzkém rozpětí 1,8 až 1,9 %.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Norsko snižuje inflační cíl na 2 % a zpřesňuje režim měnové politiky

Norská vláda rozhodla o snížení inflačního cíle Norges Bank (NB) z původních 2,5 % na 2 %, tedy na hodnotu standardní pro většinu centrálních bank cílujících inflaci. Inflační cíl 2,5 % byl zaveden v roce 2001 v souvislosti s obdobím absorpce výrazných příjmů z ropy norskou ekonomikou. Uvedené snížení cíle podle ministerstva financí odpovídá ukončení této etapy. Zároveň vláda modernizovala předpisy týkající se měnové politiky tak, aby nové znění zdůraznilo vpředhledícnost a flexibilitu inflačního cílování a zahrnovalo i odkaz na finanční stabilitu. Vypuštěna byla naopak zmínka o stabilitě měnového kurzu. Norges Bank změnu podpořila. (Více k projednávaným změnám v zákoně o NB viz prosincový a zářijový MCB z roku 2017.)

Novým šéfem Fedu je Jerome H. Powell

Od února stojí v čele Rady guvernérů Fedu (a zároveň v čele FOMC) Jerome H. Powell, kterého nominoval americký prezident a potvrdil americký Senát. V čele Fedu vystřídal Janet Yellenovou, která ve Fedu skončila ke dni jeho nástupu do této funkce. Očekává se, že Fed bude pod vedením J. Powela pokračovat v opatrné měnové politice, kterou prosazovala jeho předchůdkyně (více viz prosincový MCB).

Viceprezidentem ECB bude Španěl de Guindos

Španělský ministr financí Luis de Guindos od června nahradí ve funkci viceprezidenta ECB Portugalce Vítora Constância, jemuž koncem května vyprší mandát. Kandidaturu dalšího uchazeče o viceprezidentskou pozici, guvernéra irské centrální banky Philipa Lanea, stáhlo Irsko. De Guindosovu nominaci doporučila Rada ministrů financí EU (Ecofin) v únoru a po konzultacích s Radou guvernérů ECB a s Evropským parlamentem ji musí ještě definitivně potvrdit březnový summit EU. Philip Lane je nyní považován za vážného kandidáta na pozici hlavního ekonoma ECB, kterou Peter Praet uvolní k červnu 2019. Mandát stávajícího prezidenta ECB Maria Draghiho skončí v listopadu 2019.

Viceguvernér Flodén pokračuje v Riksbank

Generální rada švédské Riksbank v únoru rozhodla prodloužit mandát viceguvernéra Martina Flodéna o dalších šest let do května 2024. Jeho mandát měl původně skončit letos v květnu.

Vydavatelství Central Banking Publications vyhlásilo ceny pro rok 2018

Titulem centrální banka roku ocenilo vydavatelství Central Banking Publications kanadskou centrální banku za její trvalé zvyšování transparence a pravidelný hloubkový přezkum jejího mandátu. Ocenění za transparenci bylo uděleno irské centrální bance za velký pokrok v otevřenosti komunikace, pomocí níž si musela vydobýt zpět svou reputaci u veřejnosti po selhání v dobách finanční krize. Guvernérem roku byl zvolen Lesetja Kganyago, guvernér centrální banky Jihoafrické republiky, a to za obranu nezávislosti a rozšíření jejího dobrého jména a kredibility v nelehké politické a ekonomické situaci (více informací o JAR viz zářijový MCB). Titul webová stránka roku získal web litevské centrální banky za maximální přehlednost a informativnost. Bank of England získala ocenění za iniciativu roku za vstřícnost k finančním technologiím a za vybudování tzv. Fintech akcelerátoru, tj. platformy pro výzkum možností finančních technologií v centrálním bankovnictví, na čemž BoE spolupracuje s řadou soukromých technologických firem.

SNB se před referendem vymezila proti iniciativě "plných peněz" (Vollgeld-Initiative)

Švýcarská centrální banka odmítá koncept tzv. „plných peněz", které navrhuje stejnojmenná iniciativa Vollgeld. Iniciativa navrhuje, aby peníze měla možnost emitovat pouze centrální banka a aby švýcarské komerční banky nemohly vytvářet peníze poskytováním bankovních

úvěrů. SNB nevidí důvod pro zavedení tohoto konceptu, který by vedl k méně efektivnímu a mnohem nákladnějšímu finančnímu systému. Ten by zkomplikoval a zpolitizoval provádění měnové politiky, a představoval by tak ohrožení reálné ekonomiky. Proti iniciativě se postavila i švýcarská Federální rada a švýcarský parlament. K zavedení konceptu plných peněz se ve Švýcarsku bude v červnu ještě konat referendum.

Švédská Riksbank zmodernizovala webové stránky a slaví 350 let

Riksbank představila nové webové stránky, které usnadňují přístup k nejčastěji vyhledávanému obsahu. Stránky mají nový design a jsou založeny na efektivnějším technologickém řešení. Starší publikace a statistiky (do roku 2016) jsou k dispozici v archivu. Riksbank navíc v letošním roce slaví 350 let od svého založení a oslavám je věnována samostatná sekce jejího nového webu. K výročí banka pořádá po celém Švédsku řadu akcí a vydá i jubilejní publikaci.

3. TÉMA POD LUPOU: BULHARSKO NA CESTĚ K EURU

Bulharsko je již přes deset let členskou zemí Evropské unie a jeho představitelé již několikrát projevili zájem o přijetí společné evropské měny, k oficiální žádosti o vstup do eurozóny resp. nejprve do mechanismus směnných kurzů ERM II však zatím nedošlo. V první polovině letošního roku však Bulharsko předsedá Radě EU a představitelé bulharské vlády již několikrát avizovali, že o vstup země do ERM II požádají možná již během svého předsednictví. Téma pod lupou se proto zaměřuje na Bulharsko, stav jeho ekonomiky a připravenost na vstup do ERM II.

Bulharsko se stalo členem Evropské unie 1. ledna 2007 jako jedna ze zatím posledních přistoupivších zemí. Nachází se na periferii EU – a dá se říci, že nejen geograficky. Ve srovnání ekonomické úrovně měřené jako HDP na hlavu v paritě kupní síly vychází Bulharsko jako nejslabší země EU, a přestože se tento ukazatel v posledních deseti letech zvyšoval, v roce 2016 dosahoval pouze 49 % průměrné úrovně EU. Rovněž bulharská cenová hladina HDP je v rámci zemí EU nejnižší, v roce 2016 se nacházela na necelých 48 % průměrné úrovně EU. Struktura bulharské ekonomiky se nicméně výrazněji neliší od vyspělých států Evropy.[1] Jedná se o malou otevřenou ekonomiku - podíl vývozu na HDP je zhruba dvoutřetinový. Nejvýznamnějším obchodním partnerem Bulharska je EU, kam směřují téměř dvě třetiny bulharského exportu, a odkud také pochází přibližně dvě třetiny bulharského importu.[2]

Měnová politika bulharské národní banky (BNB) je od roku 1997 omezena výhradně na udržování fixního kurzu bulharského leva k euru v rámci režimu *currency board*.

Zavedení režimu currency board

Transformace bulharské ekonomiky v 90. letech probíhala jen velmi pomalu a poznamenal ji nekonzistentní přístup k reformám. Privatizace velkých státních podniků začala až v roce 1998, přičemž do této doby se jejich produkce výrazně propadala, což se projevilo na výkonu celé bulharské ekonomiky, slabším než ve většině tranzitivních ekonomik v regionu.[3] Zároveň docházelo ke zhoršování stavu vládních financí a kvality bankovních úvěrů. Problémy vyústily v roce 1996 v bankovní a měnovou krizi podpořenou navíc přímým financováním vlády centrální bankou, které bylo schváleno v rámci zákona o státním rozpočtu. Krize kulminovala na počátku roku 1997, kdy došlo k prudké depreciaci bulharského leva, k hyperinflaci (v březnu 1997 dosáhl meziroční růst CPI 2040 %) a k výraznému propadu HDP.

Tato situace vyžadovala provedení razantních opatření s cílem obnovit důvěru v bulharskou měnu. Makroekonomický stabilizační program se zaměřil na stabilizaci fiskální politiky, urychlení strukturálních reforem a zavedení režimu currency board, který byl přijat od 1. července 1997.[4] Program přinesl rychlé zlepšení situace: inflace se dostala pod kontrolu (od poloviny roku 1998 dosahovala jednociferných hodnot), výrazně poklesly úrokové sazby, což pomohlo zredukovat fiskální deficit na udržitelnou úroveň, a obnovil se růst HDP. Nadále nízké úrovni HDP však odpovídala vysoká nezaměstnanost, která ještě několik dalších let dosahovala dvouciferných hodnot.

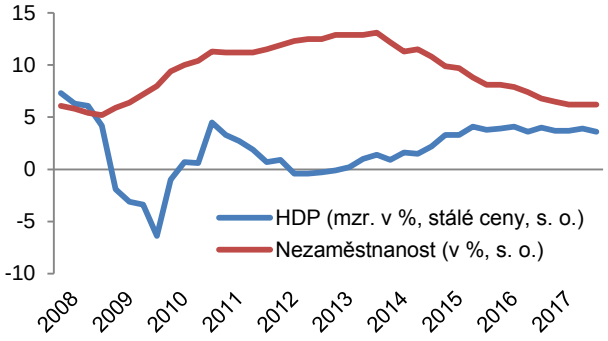
Po denominaci leva a zavedení eura v Evropské unii[5] byl kurz přepočítán na hodnotu 1.95583 BGN/EUR, kde se nachází dodnes. Tato hodnota je zakotvena v zákoně o Bulharské národní bance, který zároveň zavazuje BNB na vyžádání nakoupit či prodat eura za spotový směnný kurz, který se nesmí odchýlit od oficiálního směnného kurzu o více než 0,5 %, a to

[1] Terciální sektor vytváří přibližné dvě třetiny hrubé přidané hodnoty. Oproti EU má Bulharsko vyšší podíl zemědělství a v rámci průmyslu vyšší podíl těžkého průmyslu na úkor zpracovatelského.
[2] K dalším významným bulharským odběratelům patří balkánský region a asijské země (cca 13 %, resp. 8 % exportu).
[3] Kumulativní propad bulharského HDP v letech 1990-1997 činil 37 %.
[4] Režim currency board byl zakotven v novém zákoně o BNB, který zároveň zakázal financování vlády centrální bankou. Kurz byl s ohledem na plánovaný vstup do EU zafixován k německé marce, a to na hodnotě 1000 BGN/DM (přestože většina transakcí zahraničního obchodu Bulharska byla v té době kontrahována v amerických dolarech).
[5] V roce 1998 proběhla denominace leva v poměru 1000:1, které odpovídala změna kurzu na 1 BGN/DM. Při zavedení eura v lednu 1999 byl kurz bulharské měny vůči euru přepočítán stejně, jako tomu bylo v případě německé marky.

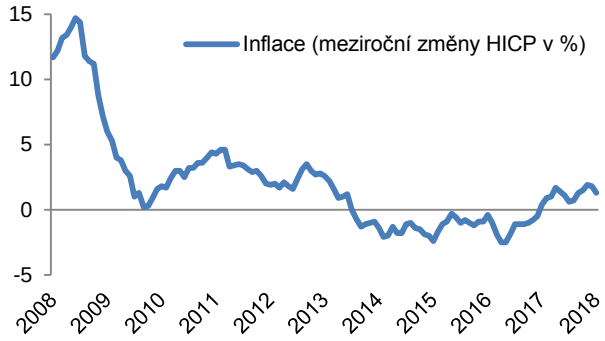
včetně veškerých poplatků. Bulharský režim currency board je definován jako tzv. úzký, který zajišťuje plné pokrytí měnové báze devizovými rezervami. Zákon o BNB totiž stanoví, že „celková výše měnových závazků BNB nesmí přesáhnout levový ekvivalent jejích hrubých devizových rezerv". To centrální bance neumožňuje poskytovat úvěry domácím bankám a jediným nástrojem měnové politiky BNB tak zůstává stanovení povinných minimálních rezerv.

Ekonomický vývoj v posledním desetiletí

Před světovou finanční a hospodářskou krizí byl vývoj bulharské ekonomiky charakterizován výrazným přílivem kapitálu, který vedl k expanzi domácí poptávky. To se na jedné straně projevilo výrazným růstem HDP, na druhé straně to vedlo ke zvýšení schodku běžného účtu platební bilance a přehřátí ekonomiky – rychlému růstu mezd a dvouciferné inflaci. Následná světová finanční a hospodářská krize znamenala pokles přílivu kapitálu a snížení domácí poptávky; recese bulharských obchodních partnerů současně způsobila pokles vývozu, což v souhrnu vedlo k propadu HDP. Opatrná fiskální politika doprovázející režim currency board sice pomohla zachovat makroekonomickou a finanční stabilitu, přispěla však k výraznému růstu nezaměstnanosti a jen pomalému zotavování, které odráželo také dlouhotrvající strukturální problémy na trhu práce a nízkou produktivitu.



Zdroj: Eurostat, NSI



Zdroj: Eurostat

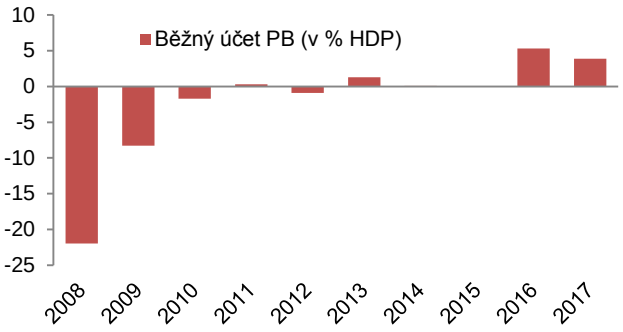
Bulharská inflace se po příchodu krize postupně snižovala a ve druhé polovině roku 2013 poklesla pod vlivem poklesu dovozních cen a snížení regulovaných cen do záporných hodnot. Ačkoli její průběh kopíroval vývoj v eurozóně, vzhledem k vyšší váze cen komodit v bulharském HICP zde zaznamenala výraznější propad než jinde a Bulharsko se zařadilo mezi země EU s nejvýraznější deflací. Do kladných hodnot se inflace vrátila až na počátku roku 2017.[6]

V roce 2014 zkrachovala čtvrtá největší bulharská banka KTB,[7] což odhalilo nedostatky v tamním bankovním dohledu a zároveň poukázalo na souvislost mezi finančními a fiskálními riziky v rámci režimu currency board. Bulharský režim currency board totiž činí vládu v podstatě věřitelem poslední instance. Vláda tak musela nést všechny náklady na zajištění likvidity a kapitálové rezervy bankovního sektoru včetně systému pojištění vkladů, což mělo za následek zhoršení fiskální situace.[8] Státní podpora rozšířená i na největší domácí banku FIB však pomohla rychle obnovit důvěru v bankovní systém. Ten prošel další zkouškou hned v následujícím roce, kdy hrozilo přelití bankovní krize ze sousedního Řecka.[9] Krizové řízení ze strany bulharských úřadů však této hrozbě úspěšně zabránilo. Zranitelnost bulharského finančního sektoru nicméně nadále přetrvává.

[6] Podle posledních publikovaných údajů dosáhla v lednu letošního roku hodnoty 1,3 %.
[7] Jednalo se o čtvrtou největší banku z hlediska výše aktiv. Z hlediska čistého zisku byla na třetí pozici, v hodnocení růstu vkladů byla mezi bulharskými bankami na prvním místě.
[8] Dalšímu rozšíření krize bylo zabráněno injekcí státních prostředků do fondu pojištění vkladů. V důsledku toho vzrostl vládní dluh o 10 p. b. na 27 % HDP. Jeho poměr k HDP však i přesto zůstal jedním z nejnižších v Evropě.
[9] Bulharské pobočky řeckých bank držely v polovině roku 2014 cca 24 % bulharských bankovních aktiv a 22 % vkladů.

Na přelomu let 2014 a 2015 se začalo projevovat zřetelné oživování růstu ekonomické aktivity, jehož nastartování pomohla zahraniční poptávka, zlepšení fungování trhu práce a urychlené čerpání fondů EU. Tempo meziročního růstu HDP se na konci roku 2015 přiblížilo ke 4 %, a na těchto hodnotách zůstává dodnes.[10] Na trhu práce dochází k plynulému snižování míry nezaměstnanosti a zrychlování růstu mezd. Jeho tempo převyšuje tempo růstu produktivity práce, zatím však neohrožuje konkurenceschopnost bulharské ekonomiky.

Zlepšuje se také zahraniční pozice Bulharska. Saldo běžného účtu platební bilance je od roku 2016 znatelně kladné. Probíhající postupné oddlužování soukromého sektoru se promítlo do výrazného snížení zahraničního zadlužení.

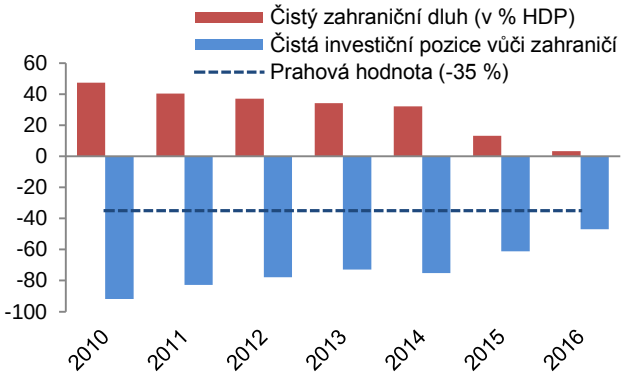


Zdroj: Eurostat, BNB

Aktuální výzvy

I přes současný pozitivní ekonomický vývoj stojí Bulharsko před řadou výzev, jejichž naplnění je zásadní pro pokračování růstu a konvergence k EU. Podle Mezinárodního měnového fondu jsou klíčové zejména další posílení finanční stability,[11] podpora ekonomického růstu[12] a zajištění dlouhodobé fiskální stability. Ta je ohrožena nízkou výkonností státních podniků, špatným stavem místních rozpočtů, nejistotou ohledně životaschopnosti soukromých penzijních fondů a z dlouhodobého hlediska také stárnutím populace.

Rovněž Evropská komise (EK) identifikuje řadu rizik pro vývoj bulharské ekonomiky. Od roku 2011, kdy byl zaveden postup při makroekonomické nerovnováze (macroeconomic imbalance procedure, MIP), je Bulharsko každoročně hodnoceno jako země vyžadující hloubkový přezkum (in-depth review, IDR). Závěry z loňského přezkumu konstatují, že Bulharsko se potýká s nadměrnými nerovnováhami, zejména se zranitelností finančního sektoru spojenou s vysokou zadlužeností podniků. Podle indikátorů sloužících k identifikaci rizik v rámci letošního MIP překračují prahovou hodnotu dva ukazatele, a to čistá investiční pozice vůči zahraničí a růst cen nemovitostí.[13] Investiční pozice se postupně zlepšuje, její větší část se navíc týká závazků z přímých zahraničních investic, což zmírňuje vnější rizika. Znepokojující



Zdroj:BNB

[10] Podle předběžného odhadu vzrostl reálný HDP ve 4. čtvrtletí 2017 meziročně o 3,6 %.

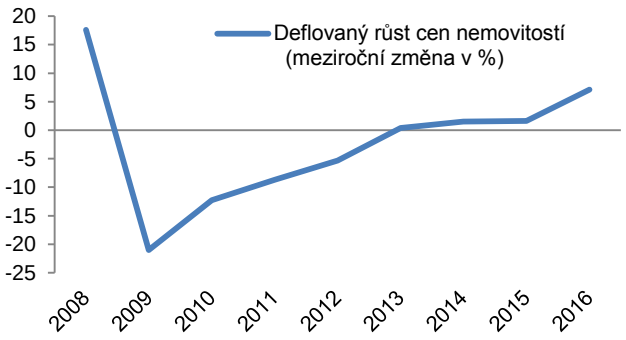
[11] Po pádu banky KTB provedlo Bulharsko znatelný pokrok v posílení dohledu a zvýšení důvěry v bankovní systém, a to změnou organizace bankovního dohledu, včetně úpravy legislativy. V roce 2016 byl ze strany BNB proveden přezkum kvality aktiv bankovního systému a zátěžové testy, ze kterých vyplynulo, že většina bank je dostatečně kapitálově vybavena. Problémem zůstávají nesplácené úvěry, které jsou ve srovnání průměrem EU na dvojnásobné úrovni. Některá opatření na posílení dohledu navíc stále čekají na realizaci.

[12] MMF doporučuje zlepšení podmínek pro investice, infrastruktury, zdravotnictví a školství, vypořádání se s negativními dopady emigrace kvalifikované pracovní síly, stejně jako zefektivnění státní správy, posílení právního státu a nápravu korupčního prostředí.

[13] Aktualizovaná tabulka indikátorů obsahuje údaje za rok 2016 a byla vydána ve Zprávě o mechanismu varování (Alert Mechanism Report 2018) z pera Evropské komise. Podíl čisté investiční pozice Bulharska na HDP tvořil v roce 2016 -47 % (prahová hodnota je -35 %), o celkovou inflaci očištěný index cen nemovitostí vzrostl v roce 2016 meziročně o 7,1 % (prahová hodnota je 6 %). Oba tyto ukazatele zůstávaly na podobných hodnotách i v průběhu roku 2017.

však zůstává soukromá zadluženost zejména nefinančních podniků, jejichž úroveň nesplácených úvěrů je i přes probíhající oddlužování nadále vysoká.

Druhý varovný ukazatel – růst cen nemovitostí – se oproti předchozím letům naopak zhoršil. Rychlý růst cen nemovitostí by mohl přispět ke zranitelnosti finančního sektoru, jehož funkčnost je vzhledem k horší kvalitě aktiv a slabému dohledu stále omezena. Další rizika spatřuje Evropská komise ve fungování bulharského trhu práce, zejména v přetrvávajících strukturálních problémech.[14] Vzhledem k identifikovaným rizikům a s ohledem na nadměrné nerovnováhy určené loňským hloubkovým přezkumem řadí EK Bulharsko mezi 12 zemí, ve kterých by měl být i v letošním roce proveden hloubkový přezkum.



Zdroj: Eurostat

Na cestě k euru

Podle Konvergenčních zpráv Evropské centrální banky (ECB) a EK Bulharsko již několik let plní maastrichtská konvergenční kritéria (s výjimkou kritéria směnného kurzu, které nesplňuje z důvodu neúčasti v ERM II). V roce 2014 se sice vzhledem k provedeným opatřením na podporu finančního sektoru zvýšil schodek veřejných financí na 5,4 % HDP, a překročil tak referenční 3% hodnotu. Evropská komise však posoudila tento schodek jako výjimečný a dočasný, a nedošlo tak k zahájení postupu při nadměrném schodku.

Hodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií v konvergenčních zprávách

	2008		2010		2012		2014		2016	
	Hodnota kriteria	BG	Hodnota kriteria	BG	Hodnota kriteria	BG	Hodnota kriteria	BG	Hodnota kriteria	BG
Kriterium cenové stability	3,2	9,4	1,0	1,7	3,1	2,7	1,7	-0,8	0,7	-1,0
Kriterium stavu veřejných financí										
Saldo sektoru vládních institucí (v % HDP)	-3	3,4	-3	-3,9	-3	-2,1	-3	-1,5	-3	-2,1
Dluh sektoru vládních institucí (v % HDP)	60	18,0	60	15,0	60	16,3	60	18,9	60	26,7
Kriterium úrokových sazeb	6,5	4,7	6,0	6,9	5,8	5,3	6,2	3,5	4,0	2,5
Kriterium směnného kurzu	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Pozn.: Červeně je označeno neplnění kritéria. Hodnocení je prováděno u inflace a sazeb k dubnu (resp. březnu) roku vydání Konvergenční zprávy, u veřejných financí za předchozí kalendářní rok.

Zatím poslední vydaná Konvergenční zpráva z roku 2016 ukázala, že Bulharsko plní kritéria cenové stability, sazeb i stavu veřejných financí s rezervou. Inflace pohybující se v záporných hodnotách byla hluboko pod hodnotou kritéria.[15] ECB však vyjádřila obavu ohledně cenového vývoje v dlouhodobém horizontu, neboť očekávaný kladný inflační diferenciál v porovnání

[14] Žádný z ukazatelů trhu práce v aktualizované tabulce prahové hodnoty sice nepřekračuje, ale do budoucna se očekává opětovný nárůst mzdových nákladů. Mezi strukturální problémy patří dlouhodobá nezaměstnanost, kvalifikační nesoulad a setrvalá emigrace způsobená velkým rozdílem mezi příjmy v Bulharsku a ostatních zemích EU.
[15] Bulharská inflace patřila k nejnižším v EU a její hodnota tak byla použita pro výpočet hodnoty kritéria cenové stability. Bulharská úroková sazba byla tudíž použita pro výpočet hodnoty kritéria úrokových sazeb.

s eurozónou může vést k nadměrným cenovým tlakům a vzniku nerovnováh. Tento diferenciál odráží ekonomickou konvergencí podmíněné posilování reálného kurzu bulharské měny, resp. související zvyšování relativní cenové hladiny, které se při fixním nominálním kurzu projevuje zvýšenou inflací. Kritérium úrokových sazeb Bulharsko rovněž splnilo, dlouhodobé úrokové sazby se přitom od roku 2009 postupně snižují. Také kritérium stavu veřejných financí Bulharsko splnilo s rezervou.[16] Podle ECB však země čelí středně silným rizikům týkajícím se fiskální udržitelnosti v dlouhodobém horizontu z důvodu stárnutí obyvatelstva. Kritérium stability směnného kurzu Bulharsko kvůli své neúčasti v ERM II formálně neplní, kurz Leva byl nicméně stabilní díky režimu currency board, jehož odolnost je podporována velkými devizovými rezervami.[17]

Představitelé Bulharska avizovali zájem o brzké přijetí společné evropské měny krátce po vstupu země do Evropské unie, jejich plány však byly několikrát odloženy.[18] Nový vítr přinesl až opětovný nástup Bojko Borisova na post premiéra. Jeho vláda založila v roce 2015 Radu na přípravu na členství v eurozóně, v jejímž čele stanul ministr financí Vladislav Goranov. Oba zmínění politici v posledních měsících několikrát avizovali, že Bulharsko se chystá požádat o vstup do ERM II.[19] Dle Goranova se nyní Bulharsko intenzivně snaží vyjednat s ECB a EK jejich podporu tomuto kroku, vláda je nicméně připravena požádat o vstup i v případě, že nebude mít jistotu kladného výsledku. Podání žádosti o vstup do ERM II by podle něj mělo přimět evropské instituce stanovit Bulharsku jasné cíle (například dosažení určitého stupně ekonomické konvergence), které je Bulharsko připraveno akceptovat. Bulharsko by přitom nechtělo zažít stejnou situaci jako se svou žádostí o vstup do Schengenského prostoru, kam i přes plnění všech formálních kritérií zatím nebylo přijato.

[16] Bulharsko od roku 2016 dodržuje i střednědobý cíl (MTO) pro strukturální deficit stanovený v rámci preventivní části Paktu o stabilitě a růstu jako maximálně 1 % HDP.
[17] Bulharské devizové rezervy pokrývají téměř devítiměsíční dovoz a dosahují trojnásobku krátkodobého dluhu země.
[18] Na počátku roku 2010 vláda premiéra Bojko Borisova oznámila, že je nucena upustit od plánu zažádat o vstup do ERM II kvůli nečekaně vysokému rozpočtovému schodku za předchozí rok způsobenému zaúčtováním rozsáhlých zakázek podepsaných předchozí vládou. V následujícím roce začalo Bulharsko úspěšně plnit všechna maastrichtská konvergenční kritéria (mimo účasti v ERM II), plány na přijetí eura však byly odloženy s ohledem na rozvoj evropské dluhové krize. Podpora přijetí eura ze strany veřejnosti, která byla po vstupu země do EU velmi vysoká, se přitom postupně snižovala. Podle Eurobarometru z listopadu 2017 podporuje v Bulharsku přijetí eura 39 % respondentů, proti je 50 %.
[19] Ministr Goranov se při lednové návštěvě EU komisařů v Sofii nechal slyšet, že je připraven tak učinit již během bulharského předsednictví, pravděpodobně po vydání letošní Konvergenční zprávy plánovaném na květen. Goranov zároveň sdělil, že Bulharsko je připraveno setrvat v ERM II tak dlouho, jak bude potřeba – tedy i déle, než jsou minimálně vyžadované dva roky.

4. VYBRANÝ PROJEV: POTŘEBUJE ŠVÉDSKO E-KORUNU?

Guvernér švédské Riksbank Stefan Ingves ve svém prosincovém projevu přiblížil důvody, proč se švédská centrální banka zabývá úvahami o možném budoucím zavedení digitálních peněz centrální banky – tzv. e-koruny – jakožto alternativy k hotovosti.

Švédsko v současnosti zaznamenává ojedinělou situaci v mezinárodním srovnání, a to výrazný pokles poptávky po bankovkách a mincích, která se za posledních deset let snížila přibližně o 40 %. Podíl maloobchodních plateb provedených v hotovosti klesl ze 40 % v roce 2010 na současných 15 %. Přitom platí, že platební instrument musí být používán určitým kritickým množstvím uživatelů, aby byl všeobecně akceptován, jinak dojde k jeho vytlačení z trhu. Klesající využívání hotovosti ve Švédsku může k tomuto kritickému bodu dospět. Průzkum ukázal, že polovina švédských obchodníků věří, že do roku 2025 přestanou akceptovat hotovost. Bezhotovostní společnost tedy pro Švédsko není hypotetickou situací daleké budoucnosti. Čím to? Mimo jiné i tím, že švédská populace velmi ochotně přijímá novinky, jež přináší digitalizace a technologický pokrok. Pravděpodobně je tak jen otázkou času, kdy se ve stejné situaci ocitnou i ostatní země, neboť digitálním technologiím jsou nakloněny mladší generace na celém světě.

Pro část populace může být přijímání moderních technologií problém, pro většinu lidí pak přináší platební řešení sám trh. Guvernér Ingves nicméně připomíná, že peníze musí mít vedle svých základních funkcí (účtovací jednotky, uchovatele hodnoty a prostředku směny) také důvěru široké veřejnosti, což předurčuje význam centrálních bank v měnovém systému. Pokud by hotovost zcela zmizela, měla by veřejnost přístup k penězům pouze prostřednictvím platebních účtů u komerčních bank. To by v klidných dobách nemusel být problém, v dobách finančního napětí však veřejnost chce mít přístup k bezrizikovým penězům centrální banky. Pojištění vkladů sice problém nedostatku důvěry zmírňuje, ale zcela jej neřeší. Riksbank tedy potřebuje přinejmenším prozkoumat, zda se neztrácí význam poskytování bezrizikových aktiv a platebních prostředků centrální bankou široké veřejnosti. Je pravda, že veřejnost již nemá zájem o peníze centrální banky? Nebo jde spíše o to, že v digitalizovaném světě nemá zájem o jejich papírovou podobu? Pokud platí druhá možnost, je povinností Riksbank zkoumat možnosti emise digitální alternativy, takzvané e-koruny, kterou by mohla držet široká veřejnost.

Pro zkoumání digitální alternativy jsou však podle Guvernéra Ingvese i jiné důvody. Platební systémy pro elektronické platby vyžadují koncentrovanou a standardizovanou infrastrukturu, což přináší několik problémů. Jedním z nich je zranitelnost takového centralizovaného systému, zejména pokud by nebyla k dispozici alternativa v podobě plateb v hotovosti. Dalším problémem může být nedostatečná konkurence a vznik překážek pro vstup nových agentů. Potenciální e-koruna by mohla oba tyto problémy zmírnit, neboť by mohla být založena na samostatné infrastruktuře, která by mohla být používána při selhání alternativních systémů, a tato infrastruktura by navíc mohla být otevřena soukromým agentům ochotným nabízet platební služby spojené s e-korunou. Systém e-koruny by tak mohl poskytnout platformu podporující konkurenci a inovace.

Guvernér Ingves v závěru projevu nastínil možné budoucí podoby švédské e-koruny. Měla by ji charakterizovat dostupnost pro všechny, možnost používání v reálném čase, možnost použít i bez připojení k internetu, určitý prvek anonymity a jednoduchost používání i pro ty, kdo považují digitalizaci za složitou. Riksbank však zatím nemá promyšleny podrobnosti a protože se jedná o složitou problematiku, vyzývá k dialogu mezi všemi zainteresovanými stranami. Sama již identifikovala několik otázek, které vyžadují hlubší analýzu. Týkají se technologie, právní problematiky a vlivu e-koruny na ekonomiku a finanční zprostředkovatele. V dalším postupu chce být Riksbank co nejvíce otevřená. Podle Ingvese však Riksbank zatím pouze zkoumá možnosti zavedení e-koruny a žádná rozhodnutí ještě nebyla přijata.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 9. března 2018. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: http://www.cnb.cz nebo podatelna@cnb.cz.