

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

0
201

V tomto čísle

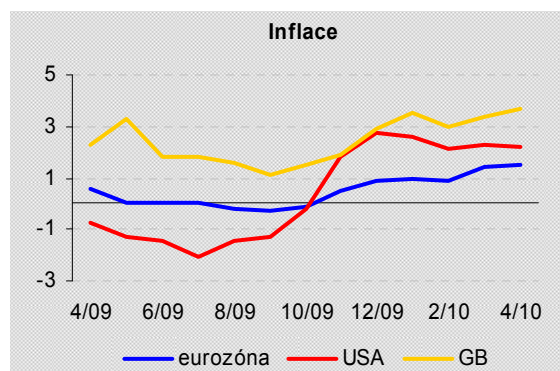
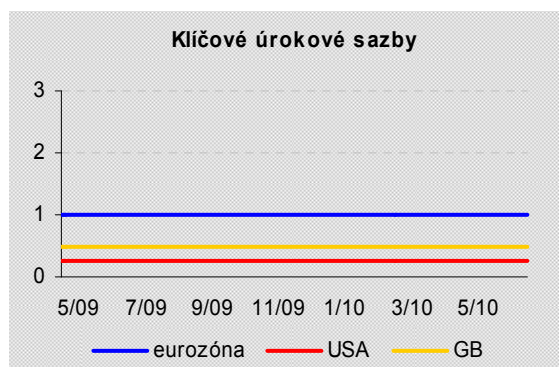
V uplynulém období jsme byli svědky značné nervozity na finančních trzích, kterou způsobila dluhová krize v Řecku a obavy z jejího přenosu do dalších zemí. Na to reagovaly jak řecké hospodářskopolitické autority ohlášenými rozpočtovými a strukturálními opatřeními, tak i ECB a mezinárodní instituce poskytnutou finanční podporou s cílem uklidnit trhy, a tím odvrátit potenciální přeliv problémů do ostatních zadlužených ekonomik. Z pohledu měnové politiky Norges bank a novozélandská centrální banka zvýšily klíčové sazby, ostatní námi sledované centrální banky ponechaly své sazby nezměněny, vyjma maďarské, které dvakrát snižovala. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme letošním Konvergenčním zprávám Evropské komise a ECB, které tentokrát podrobně hodnotí Estonsko usilující o vstup do eurozóny od roku 2011. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Lorenza Bini Smaghi z ECB na aktuální téma udržitelnosti veřejných financí a dluhové krize v Řecku.

1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<i>inflační cíl</i>	< 2 % ¹	n.a.	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	8. dubna (0,00) 6. května (0,00) 10. června (0,00)	16. března (0,00) 27. – 28. dubna (0,00)	7. – 8. dubna (0,00) 5. – 6. května (0,00) 9. – 10. června (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	1,00 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<i>poslední inflace</i>	1,6 % (květen 2010)	2,2 % (duben 2010)	3,7 % (duben 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	8. července 5. srpna 2. září	22. – 23. července 10. srpna	7. – 8. července 4. – 5. srpna 8. – 9. září
<i>další očekávané události</i>	zveřejnění prognózy (2. září)	zveřejnění Beige Book (28. července)	zveřejnění Inflation Report (11. srpna)
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→

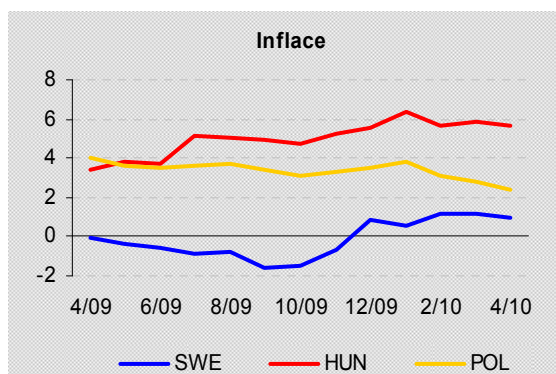
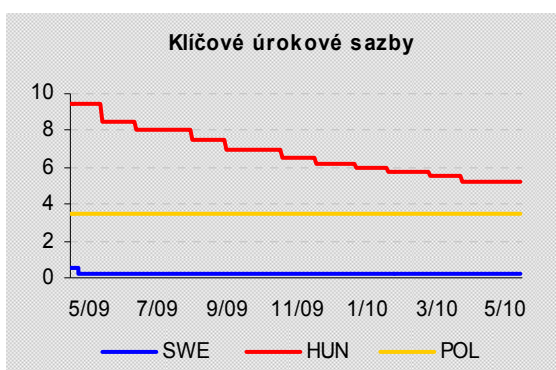
¹ definice cenové stability dle ECB ; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ;



ECB ponechala úrokové sazby nezměněny. Začátkem května v reakci na „řeckou krizi“ začala ECB nakupovat státní dluhopisy Řecka, Irska a Portugalska (viz aktuality) a obnovila dlouhodobé refinanční operace se splatností 3 a 6 měsíců. Oživení ekonomického růstu pokračuje a pro rok 2010 ECB očekává růst reálného HDP v intervalu 0,7 % – 2,2 %, pro rok 2011 mezi 0,2 % a 2,2 %. Na horizontu měnové politiky je očekáván utlumený vývoj cen. **Fed** ponechal klíčovou sazbu beze změny a znovu obnovil swapové linky s některými centrálními bankami. V USA pokračuje ekonomické oživení. Spotřeba domácností rostla, avšak je stále tlumena vysokou nezaměstnaností, jen mírným růstem příjmů a přísnými úvěrovými podmínkami. Výrazně vzrostly investice firem do vybavení a software. **BoE** ponechala klíčovou sazbu rovněž beze změny a nenavýšila již dosažený objem nákupu dluhových cenných papírů ve výši 200 mld. GBP. Připomeňme, že ministerstvo financí nakupuje dluhové cenné papíry oproti vydávání státních dluhopisů.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<i>inflační cíl</i>	2 %	3,0 %	2,5 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	20. dubna (0,00)	29. března (-0,25) 26. dubna (-0,25) 31. května (0,00)	30. – 31. března (0,00) 27. – 28. dubna (0,00) 24. – 25. května (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	0,25 %	5,25 %	3,50 %
<i>poslední inflace</i>	1 % (duben 2010)	5,7 % (duben 2010)	2,4 % (duben 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	1. července	21. června 19. července 23. srpna	29. – 30. června 27. – 28. července 24. – 25. srpna
<i>další očekávané události</i>	zveřejnění Monetary Policy Report (1. července)	zveřejnění Inflation Report (23. srpna)	zveřejnění Inflation Report (25. srpna)
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→



Riksbank v uplynulém čtvrtletí ponechala klíčovou úrokovou sazbu na úrovni 0,25 % a očekává zvýšení sazeb v létě či na počátku podzimu 2010. Riksbank předpokládá, že švédská ekonomika v roce 2010 poroste, a vzhledem k pozitivním růstu ve světové ekonomice předpokládá růst rovněž u exportů. Nízké úrokové sazby a expanzivní opatření ve fiskální oblasti podpořily spotřebu domácností. Zaměstnanost již začala růst a nezaměstnanost se stabilizovala, což naznačuje obrat směrem k příznivějšímu vývoji na trhu práce. Nicméně nezaměstnanost je podle Riksbank stále vysoká a v souladu s tím je očekáván mírný růst mezd v budoucnu. Společně s vyšší produktivitou a silnější švédskou korunou Riksbank očekává spíše utlumené inflační tlaky v následujících letech.

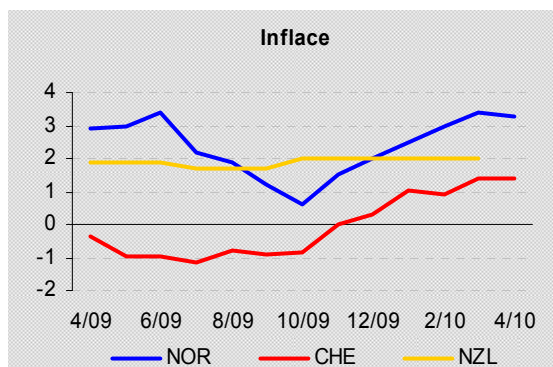
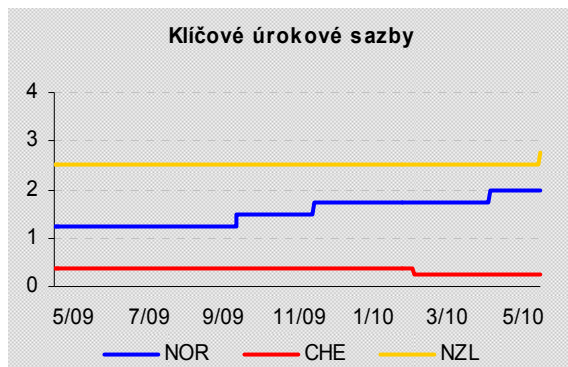
MNB v březnu a dubnu pokračovala v uvolňování měnové politiky a snížila úrokové sazby pokaždé o 0,25 p.b., v případě klíčové sazby na výsledných 5,25 %. Na květnovém zasedání MNB ponechala sazby beze změny, neboť podle MNB vzrostlo vnímání rizika ohledně maďarských finančních aktiv (vlivem dluhových problémů v eurozóně) a rovněž vzrostla inflační rizika. Nová data o maďarské ekonomice naznačila rychlejší zotavení, než bylo původně předpokládáno. Nicméně domácí poptávka zůstává stále slabá a zaostává za vývojem exportu a jeho pozitivním příspěvkem k ekonomickému růstu. K růstu inflace přispívají ceny energií a stále ještě efekt zvýšení nepřímých daní. MNB v druhé polovině roku počítá s inflací kolem 4 %.

NBP ponechala klíčové úrokové sazby beze změny. Polská ekonomika i nadále pokračuje ve svém oživení. Vývoj ve zpracovatelském průmyslu potvrdil rostoucí trend. Postupně dochází ke zlepšení na trhu práce, neboť předběžné odhady naznačují pokles nezaměstnanosti a roste počet nových pracovních míst. Inflace v dubnu opět klesla a dosáhla úrovně 2,4 %, což je mírně pod inflačním cílem. K poklesu inflace přispěl zejména nižší meziroční růst cen potravin. Pravděpodobnost vývoje inflace nad či naopak pod inflačním cílem vidí NBP ve střednědobém horizontu jako vyrovnanou. NBP dne 9. dubna 2010 intervenovala na devizovém trhu nákupy zahraniční měny. Tato intervence byla první od roku 2000, kdy byl zaveden plovoucí měnový kurz.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<u>Norsko (NB)</u>	<u>Švýcarsko (SNB)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2,5 %	< 2 %	2 % ⁶
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	24. března (0,00) 5. května (+0,25)	11. března (0,00)	11. března (0,00) 29. dubna (0,00) 10. června (+0,25)
<i>Aktuální klíčová sazba</i>	2,00 %	0 – 0,75 % ⁵	2,75 %
<i>poslední inflace</i>	3,3 % (duben 2010)	1,4 % (duben 2010)	2 % (duben 2010)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	23. června	17. června	29. července
<i>další očekávané události</i>	zveřejnění Monetary Policy Report (23. června)	zveřejnění Monetary Policy Report (25. června)	Monetary Policy Statement (16. září)
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↑	→	→

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



Norges bank (NB) v květnu zvýšila klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 2,00 %. Vzhledem k tomu, že se norská ekonomika vyvíjí v souladu s březnovou prognózou centrální banky, která předpokládá postupný nárůst klíčové sazby, odpovídalo květnové zvýšení sazeb předpokladu prognózy o výši klíčové sazby v rozpětí 1,5 – 2,5 % pro aktuální období. Podle guvernéra S. Gjedrema je čas dále zvyšovat úrokové sazby k normální hladině, neboť inflace se vyvíjí v souladu s prognózou a ekonomika se zotavuje podle očekávání.

SNB ponechala cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) beze změny a udržuje sazby LIBOR na úrovni 0,25 %, tj. spíše v dolní části koridoru 0 – 0,75 %. Oživení švýcarské ekonomiky je již více zřejmé, přičemž k němu přispívá jak domácí sektor, tak vývoz. SNB ve své prognóze předpokládá reálný růst HDP v roce 2010 na úrovni 1,5 % a počítá s inflací na úrovni 0,7 % v 2010 a 0,9 % v 2011. Stále přetrvává připravenost aktivně vstoupit na devizový trh v případě potřeby, což vzhledem k posilování kurzu CHF/EUR zřejmě SNB dokazovala.

RBNZ zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 na 2,75 %. Ekonomika nastoupila svůj druhý rok zotavení s široce založeným růstem s podporou více faktorů, zejména pak exportu. Výhled růstu ekonomiky na tento a příští rok činí 3,5 %. Inflace se bude podle prognózy pohybovat uvnitř pásma kolem inflačního cíle. Červnové zvýšení klíčové úrokové sazby bylo již naznačováno na únorovém zasedání s tím, že k němu dojde za předpokladu, že se ekonomika bude vyvíjet v souladu s prognózou.

2. Zajímavé události

Fed vyhlásí aukce na termínované vklady (term deposit)

Dne 28. května 2010 Fed oznámil kalendář tří aukcí v rámci [programu](#) nabídky termínovaných vkladů na následujících dva měsíce. Aukce jsou plánovány v menších objemech a mají za cíl spíše seznámit depozitní instituce s tímto programem. V první aukci Fed nabídne 1 mld. USD s 14 denní splatností formou soutěže nabídek. V druhé aukci budou nabídnuty termínované vklady s 28 denní splatností a ve třetí s 84 denní splatností. Detailnější parametry druhé a třetí aukce budou oznámeny později. Aukce probíhají jak v rámci soutěže nabídek, tak i formou pouhé nesoutěžní nabídky (*noncompetitive bid*) určené malým depozitním institucím. Od způsobu aukce je odvozena i úroková sazba, přičemž strop pro úrokovou sazbu je stanoven na úrovni *primary credit rate*. Podle Fedu, by tyto aukce neměly mít v blízké době dopad do měnové politiky.

Přehled ukončených programů Fedu

Následující programy zavedené na počátku a v průběhu finanční krize byly ukončeny: [Money Market Investor Funding Facility](#), [ABCP MMMF Liquidity Facility](#), [Commercial Paper Funding Facility](#), [Primary Dealer Credit Facility](#), [Term Securities Lending Facility](#), [Term Auction Facility](#). Výčet programů nezahrnuje swapové linky, neboť ty byly vzhledem k potřebě dolarových finančních prostředků opětovně zavedeny (viz níže). [Term Asset-Backed Securities Loan Facility](#) kolateralizované cennými papíry krytými komerčními hypotékami (CMBS) budou ukončeny 30. června 2010. Stranu [aktiv rozvahy Fedu](#) v současné době tvoří zejména nakoupené cenné papíry kryté hypotékami, dluhopisy vládních agentur a státní dluhopisy (MBS, Agency debt and Treasuries).

Centrální banky obnovily operace na dodávání krátkodobé dolarové likvidity a swapové linky

Dne 10. května Fed, Bank of England, Bank of Japan, Swiss National Bank, Bank of Canada a ECB obnovily swapové linky ([detaily zde](#)) a operace na dodávání krátkodobé dolarové likvidity v reakci na tlaky na evropské části trhu s krátkodobým financováním v USD.

ECB oznámila změnu v posuzování způsobilosti dluhových cenných papírů vydávaných či garantovaných řeckou vládou jako zástavy

Dne 3. května 2010 ECB rozhodla o dočasném pozastavení platnosti kritéria minimálního ratingového hodnocení pro posuzování vhodnosti zástavy řeckých dluhových instrumentů.

ECB se rozhodla obnovit swapové linky s Fedem a dodávání krátkodobé likvidity...

Dne 10. května ECB rozhodla o obnovení operací na dodávání dolarové likvidity na 7 a 84 dní, které budou probíhat formou repo operací oproti kolaterálu, dále budou tyto operace probíhat v režimu tendrů s fixní sazbou a za plného uspokojení nabídek. První 7-denní operace byla provedena 11. května 2010 a 84-denní 18. května 2010.

...a 10. května ECB rozhodla provést [další opatření k uvolnění tlaku na finančních trzích](#)

- **Nákupem vládních a soukromých dluhových cenných papírů (Securities Markets Programme)** na těch tržních segmentech, které jsou nefunkční. Cílem programu je dle ECB obnovit funkčnost sekundárního trhu s cennými papíry a transmisního mechanismu měnové politiky. Rozsah tohoto opatření určí Governing Council a tyto intervence v podobě nákupu dluhových cenných papírů budou sterilizovány. Doposud podle neoficiálních údajů nakoupila ECB státní dluhopisy Irska, Řecka a Portugalska ve výši 40,5 mld. EUR (k 4.6.2010).
- Zahájením pravidelných **3-měsíčních refinančních operací (LTROs)** s plným uspokojením nabídek za fixní úrokovou sazbu. Operace budou prováděny přibližně každý měsíc, tj. 26. května, 30. června, 28. července, 25. srpna a 29. září 2010. Objem operace uskutečněné [26. května 2010](#) činil 12,163 mld. EUR za 1% úrokovou sazbu.
- Provedením **6-měsíční refinanční operace** s plným uspokojením nabídky dne 12. května 2010 ([objem dosáhl 35,667 mld. EUR](#))

ECB a Evropská komise zveřejnily své letošní Konvergenční zprávy

Dne 12. května ECB a Evropská komise zveřejnily své letošní konvergenční zprávy, ve kterých hodnotí hospodářskou a právní konvergenci devíti členských států Evropské unie (EU). Jedná se o Bulharsko, Českou republiku, Estonsko, Lotyšsko, Litvu, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Švédsko. Tyto zprávy vyhodnocují, zda bylo v uvedených zemích dosaženo vysokého stupně udržitelné hospodářské konvergence, a dále posuzují soulad s legislativními požadavky, které je třeba splnit, aby se národní centrální banky mohly stát nedílnou součástí Eurosystemu (právní konvergence). Na základě hodnocení těchto zpráv se Estonsko pravděpodobně stane od 1. ledna 2011 již 17 členem eurozóny, ostatní země podmínky zavedení eura nesplnily. Více informací o letošních Konvergenčních zprávách ECB a Evropské komise přinášíme v Tématu pod lupou.

Guvernér Bank of England M. King zaslal otevřený dopis ministru financí A. Darlingovi

Vzhledem ke skutečnosti, že míra inflace v dubnu 2010 dosáhla 3,7 %, což je více než 1 p.b nad inflačním cílem, zaslal guvernér BoE ministru financí dopis tak, jak jej zavazuje legislativa. V dopise guvernér uvádí tři hlavní krátkodobé faktory, kvůli kterým byl překročen inflační cíl. Prvním faktorem je nárůst cen ropy, druhým zvýšení DPH z 15 % na 17,5 % a třetím pokračující vliv prudkého oslabení kurzu libry v letech 2007 a 2008, které se následně projevilo v nárůstu spotřebitelských cen.

Riksbank bude vydávat certifikáty s právem zpětného prodeje a s delší splatností...

Dne 26. května 2010 Riksbank rozhodla o vydávání nových Certifikátů pro komerční banky, které budou obsahovat právo zpětného prodeje za poplatek a budou mít delší splatnost oproti dosud vydávaným certifikátům se splatností 1 týden. Délka splatnosti nových certifikátů bude maximálně 2 měsíce, což odpovídá datu do příštího měnověpolitického zasedání Riksbank. Vydání certifikátů bude sloužit k odčerpání strukturálního přebytku likvidity v bankovním systému, který vznikl v důsledku poskytování půjček Riksbank bankám od podzimu 2008. První certifikát byl vydán 1. června 2010 a vydávání certifikátů by mělo probíhat podle potřeby, avšak alespoň do konce října 2010.

...a zkracuje splatnost poskytovaných úvěrů bankám

V rámci postupného opouštění likviditních nástrojů se Riksbank rozhodla upustit od poskytování půjček na 3 a 6 měsíců a nahradit je půjčkami na 28 dní s variabilní úrokovou sazbou. Tyto půjčky budou poskytovány již za běžnou zástavu a budou k dispozici zhruba v období, kdy se bude blížit konec splatnosti tří dříve poskytnutých půjček v objemu 295 mld. SEK. Aukce se budou konat každé čtyři týdny, tak aby probíhaly ve stejnou dobu jako končící splatnost úvěrů s fixní úrokovou sazbou. Minimální úroková sazba těchto půjček je stanovena jako průměrná repo sazba v období splatnosti půjčky plus 30 b.b. Detailní informace jsou k dispozici [zde](#).

SNB ve spolupráci s FINMA upravuje likviditní režim v rámci regulace pro velké banky

Švýcarská centrální banka společně s dohledovou institucí FINMA a velkými bankami UBS a Credit Suisse pozměnily likviditní režim pro velké banky. Základem nového likviditního režimu je striktní stresový scénář definovaný dohledem nad bankami (FINMA) a SNB. Scénář zahrnuje finanční krizi propojenou se ztrátou důvěry v banky. Nová regulace požaduje, aby banky byly schopné pokrýt odliv finančních prostředků vyplývající z tohoto scénáře alespoň po dobu 30 dní, což vyžaduje, aby banky držely dostatečné množství rezerv v podobě kvalitních likviditních aktiv (*first-class liquid assets*). Počínaje 30. červnem 2010 a následně každý měsíc musí UBS a Credit Suisse prokazovat splnění těchto likviditních požadavků.

3. Téma pod lupou: Konvergenční zprávy 2010

Konvergenční zprávy Evropské komise a Evropské centrální banky hodnotí nejméně jednou za dva roky nebo na žádost členské země s dočasnou výjimkou na přijetí eura pokrok při plnění závazků týkajících se uskutečňování hospodářské a měnové unie. V letošním roce hodnotí konvergenční zprávy devět zemí: Bulharsko, Českou republiku, Estonsko, Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Švédsko. Podrobněji se věnují Estonsku, které již dříve oznámilo svůj záměr vstoupit do eurozóny od roku 2011 a které dle vyznění letošních zpráv jako jediné plní podmínky pro přijetí eura. Oproti předchozím zprávám jsou ty aktuální specifické: hospodářský vývoj v jednotlivých zemích je hodnocen v podmínkách globální ekonomické a finanční krize, která zhoršila celkovou situaci zemí a odhalila jejich slabá místa. Vlivem krize zpomalil růst HDP, došlo k citelnému snížení míry inflace, která byla v mnoha zemích dokonce záporná. K prudkému zhoršení fiskálních pozic přispěl pokles produktu, ale také stimulační balíčky vlád. Rizikové prémie jednotlivých zemí výrazně vzrostly. Kromě hospodářského vývoje je hodnocen také postup v procesu sblížení právních předpisů, mezi priority patří požadavek nezávislosti centrální banky, zákaz měnového financování a integrace národních centrálních bank do Euro systému.

HOSPODÁŘSKÁ KONVERGENCE

Kritérium cenové stability je plněno v případě, že průměrná roční míra inflace nepřekračuje o více než 1,5 p.b. míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků. Těchto „nejlepších výsledků“ bylo dle aktuálních konvergenčních zpráv dosaženo v Portugalsku (průměrná inflace v období od dubna 2009 do března 2010 zde byla -0,8 %), v Estonsku (-0,7 %) a v Belgii (-0,1 %). Z výpočtu bylo vyloučeno pouze Írsko (-2,3 %) s odůvodněním, že v jeho případě se jedná o „mimořádnou hodnotu“¹. To představuje změnu přístupu Evropské komise, která dříve vyřadila z výpočtu kritéria zápornou míru inflace s komentářem, že zápornou míru inflace nelze považovat za nejlepší výsledek v oblasti cenové stability.² Průměrem tří příslušných hodnot je -0,5; po přičtení 1,5 p.b. dostaneme hodnotu kritéria 1,0 %, což je historicky nejnižší hodnota.

Při této hodnotě kritéria je diskutabilní, zda se pak skutečně hodnotí „dosažení vysokého stupně cenové stability“.³ Z pohledu takto vypočítaného kritéria se již „mimo cenovou stabilitu“ ocitá např. Švédsko se svou mírou inflace 2,1 %, která je v blízkosti cíle švédské měnové politiky i definice cenové stability ECB. Dle Konvergenčních zpráv ECB a EK je však míra inflace posuzována v relativním vyjádření a kritérium má zohledňovat skutečnost, že společné šoky mohou dočasně odchýlit inflaci od hodnot odpovídajících cenové stabilitě ve střednědobém horizontu.

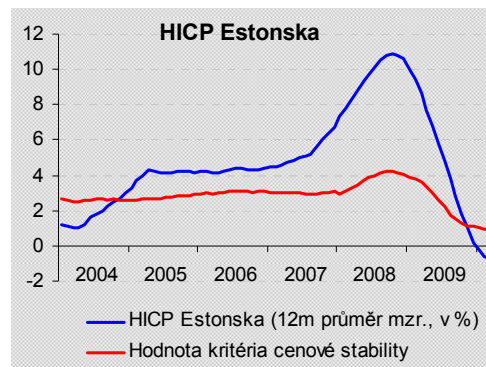
¹ Vývoj v členském státě je považován za mimořádný při splnění dvou podmínek: (1) 12měsíční míra inflace je výrazně nižší než srovnatelné míry inflace v ostatních členských státech a (2) cenový vývoj v dané zemi je důsledkem mimořádných faktorů.

² Viz Konvergenční zpráva Evropské komise z roku 2004. Z výpočtu kritéria cenové stability byla tehdy vyloučena Litva s dvanáctiměsíční průměrnou mírou inflace -0,2 %.

³ Článek 140 odst. 1 Lisabonské smlouvy.

Podle takto stanoveného kritéria cenové stability byla (dvanáctiměsíční průměrná míra) inflace nižší než referenční hodnota pouze ve třech hodnocených zemích: v České republice, v Estonsku a v Lotyšsku. V některých zemích je toto kritérium překročeno značně, a to i přes současné zpomalení hospodářské aktivity.

Estonsko splnilo kritérium s hodnotou příslušné míry inflace -0,7 %. V předchozích letech se však míra inflace Estonska pohybovala naopak nad referenční hodnotou. Tento vývoj je třeba vnímat v kontextu silného růstu reálného HDP, v roce 2008 pak působil vliv vyšších světových cen potravin a energií. Také je třeba vzít v potaz, že estonská měna je zafixována vůči euru, konvergence tak probíhá pouze skrze cenový kanál. Ke splnění hodnotového kritéria v posledním roce tak Estonsku „dopomohla“ globální ekonomická krize. Do roku 2011 bude růst cen zřejmě nadále pozvolný, pro následující období však vyjádřila ECB obavy o udržitelnost nízké inflace v Estonsku.



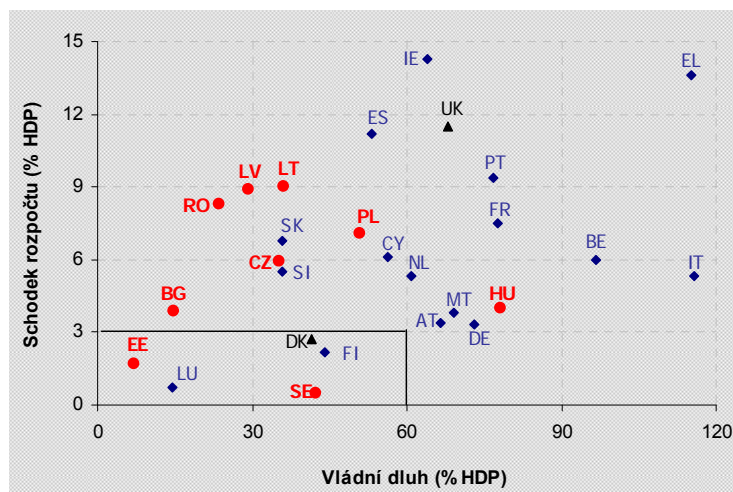
Kritérium stavu veřejných financí sleduje v první řadě vývoj poměru schodku k HDP (ten by neměl přesahovat 3 %) a vývoj poměru celkového vládního dluhu k HDP (neměl by přesahovat 60 %).

Vlivem zhoršujících se podmínek se fiskální situace zemí podstatně zhoršila. Na šest z devíti hodnocených zemí se v současnosti vztahuje rozhodnutí Rady EU o existenci nadměrného schodku implikující neplnění kritéria, oproti roku 2008 tak přibyly tři státy. Postup při nadměrném schodku se navíc v současnosti připravuje rovněž vůči Bulharsku. Schodek nižší než 3 % HDP měly v roce 2009 pouze Estonsko a Švédsko. Veřejný dluh nad referenční hodnotou 60 % HDP vykazuje sice jenom Maďarsko, k jeho značnému navýšení však došlo v posledním roce i v ostatních osmi hodnocených státech, především vlivem zhoršující se makroekonomické situace a současně i reakce fiskální politiky.

Stav veřejných financí ve státech Evropské unie

Z devíti hodnocených zemí plnily v roce 2009 obě fiskální kritéria (tj. nalézají se v grafu v levém dolním obdélníku) pouze Estonsko a Švédsko. Ostatní státy mají vysoký schodek státního rozpočtu, Maďarsko překračuje i hranici stanovenou pro podíl celkového vládního dluhu na HDP.

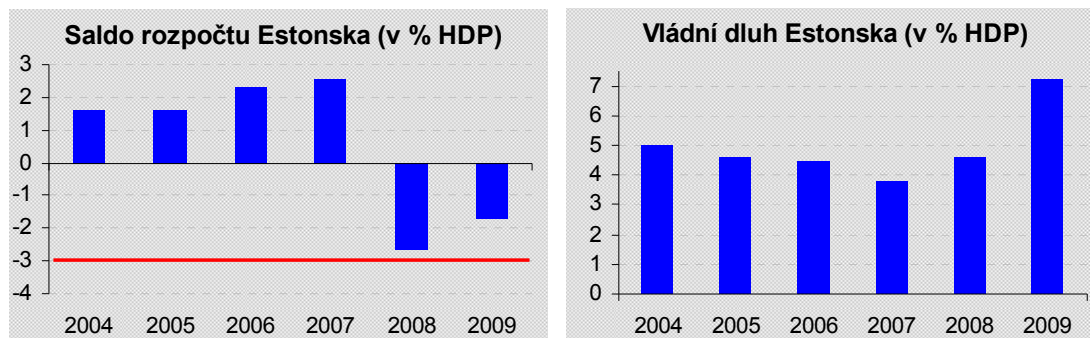
Jak je z příloženého grafu patrné, vládní dluh netíží jen státy, které usilují o vstup do eurozóny. Ty naopak patří v rámci EU spíše k zemím s podprůměrným zadlužením. Z ostatních zemí EU by plnily fiskální kritéria jen Dánsko, Finsko a Lucembursko.



AT: Rakousko, BE: Belgie, BG: Bulharsko, CY: Kypr, CZ: Česká republika, DE: Německo, DK: Dánsko, EE: Estonsko, EL: Řecko, ES: Španělsko, FI: Finsko, FR: Francie, HU: Maďarsko, IE: Irsko, IT: Itálie, LT: Lotyšsko, LU: Lucembursko, LV: Litva, MT: Malta, NL: Nizozemí, PL: Polsko, PT: Portugalsko, RO: Rumunsko, SE: Švédsko, SI: Slovinsko, SK: Slovensko, UK: Velká Británie
Červeně je označeno devět hodnocených zemí, modře stávající země eurozóny a černě ostatní státy.

Z grafů zachycujících vývoj fiskálních ukazatelů v Estonsku je patrné, že se jedná o jednu z mála zemí, která využila „dobrých časů“ ke zlepšení stavu veřejných financí, a vytvořila si tak silnou výchozí pozici pro situaci nepříznivého hospodářského prostředí. Navíc estonská vláda vynaložila

značné úsilí, aby i během hluboké hospodářské recese udržela schodek rozpočtů pod 3% hranicí. V roce 2009 dosáhl vládní dluh hodnoty 7,2 % HDP, schodek státního rozpočtu činil 1,7 % HDP. Stav veřejných financí v Estonsku je ve srovnání s ostatními zeměmi Evropské unie velmi dobrý.



Pokud jde o **kurzové kritérium**, systému ERM II se v současnosti účastní tři z hodnocených zemí. Estonsko a Litva se připojily k ERM II se svými režimy *currency board*, jejich měny byly po celé období obchodovány za centrální paritu vůči euru a plnily požadované kritérium. Lotyšsko se zavázalo udržovat měnový kurz na centrální paritě vůči euru s fluktuálním pásmem $\pm 1\%$. I přes výrazné napětí na trhu a prohlubující se problémy Lotyšska se tato země rozhodla pásmo zachovat, především s ohledem na vysoký objem zahraničního dluhu. Podmínky kurzového kritéria však vzhledem k silným tlakům na kurz nebyly dodrženy.

V rámci režimu *currency board* je vůči euru zavěšena i bulharská měna, neúčastní se ale mechanismu ERM II. Měny ostatních zemí vůči euru ve sledovaném období značně oslabily, nejvýraznější bylo ve srovnání s průměrem za duben 2008 oslabení polského zlotého. Ve Švédsku přispěl k podstatnému tlaku na depreciaci náhled investorů na pobaltské státy, v nichž se aktivně angažují švédské banky. Silnému tlaku na oslabení čelil v listopadu 2008 také maďarský forint, ve svízelné situaci byla Maďarsku poskytnuta půjčka mezinárodních institucí.

Posledním, avšak neméně důležitým, ekonomickým požadavkem je **kritérium dlouhodobých úrokových sazeb**, které odráží stálost hospodářské konvergence. Vývoj na trhu vládních dluhopisů byl rovněž poznamenán světovou krizí a celkovým přehodnocováním rizika. V posledním roce měly průměrné dlouhodobé úrokové sazby pod referenční hodnotou pouze Česká republika a Švédsko. Výrazně nad ní se pohybovaly sazby v Lotyšsku, Litvě, Maďarsku a Rumunsku.

Pro Estonsko není k dispozici statistika harmonizovaných dlouhodobých úrokových sazeb, jelikož vládní dluh je nízký a neexistuje trh dlouhodobých státních dluhopisů v estonských korunách. Pro účely hodnocení konvergence byla proto provedena analýza finančních trhů a souvisejících makroekonomických veličin a byly využity ratingy vládního dluhu. Komise i ECB usuzují, že účastníci trhu měli značné obavy ohledně udržitelnosti konvergence v Estonsku především během vrcholu světové krize, ale že od konce roku 2009 již dochází k oslabení tržních tlaků.

	HICP (12M průměr, mzr. v %)				Saldo veřejných financí (v % HDP)			Vládní dluh (v % HDP)			Účast měny v ERM II	Dlouhodobá úroková sazba (roční průměr)			
	2007	2008	2009	4/09 -3/10	2007	2008	2009	2007	2008	2009		2007	2008	2009	4/09 -3/10
<i>referenční hodnota</i>	2,8	4,1	1,1	1,0	-3,0			60,0				6,3	6,2	6,0	6,0
Bulharsko	7,6	12,0	2,5	1,7	0,1	1,8	-3,9	18,2	14,1	14,8	ne	4,5	5,4	7,2	6,9
Česká republika	3,0	6,3	0,6	0,3	-0,7	-2,7	-5,9	29,0	30,0	35,4	ne	4,3	4,6	4,8	4,7
Estonsko	6,7	10,6	0,2	-0,7	2,6	-2,7	-1,7	3,8	4,6	7,2	od 28.6.2004	-	-	-	-
Lotyšsko	10,1	15,3	3,3	0,1	-0,3	-4,1	-9,0	9,0	19,5	36,1	od 2.5.2005	5,3	6,4	12,4	12,7
Litva	5,8	11,1	4,2	2,0	-1,0	-3,3	-8,9	16,9	15,6	29,3	od 28.6.2004	4,6	5,6	14,0	12,1
Maďarsko	7,9	6,0	4,0	4,8	-5,0	-3,8	-4,0	65,9	72,9	78,3	ne	6,7	8,2	9,1	8,4
Polsko	2,6	4,2	4,0	3,9	-1,9	-3,7	-7,1	45,0	47,2	51,0	ne	5,5	6,1	6,1	6,1
Rumunsko	4,9	7,9	5,6	5,0	-2,5	-5,4	-8,3	12,6	13,3	23,7	ne	7,1	7,7	9,7	9,4
Švédsko	1,7	3,3	1,9	2,1	3,8	2,5	-0,5	40,8	38,3	42,3	ne	4,2	3,9	3,3	3,3

Poznámka: Tabulka shrnuje plnění kritérií v posledních třech letech, u kritéria cenové stability a kritéria úrokových sazeb pak i v období hodnoceném v aktuálních konvergenčních zprávách – tj. od dubna 2009 do března 2010.

PRÁVNÍ KONVERGENCE

Vedle ekonomického vývoje se v konvergenčních zprávách hodnotí rovněž slučitelnost národních právních předpisů, včetně statutu centrální banky, s evropskou úpravou. Klíčovými oblastmi jsou (1) nezávislost centrální banky a zachování mlčenlivosti, (2) zákaz měnového financování, zákaz zvýhodněného přístupu veřejného sektoru k finančním institucím a požadavek na jednotný způsob psaní názvu eura a (3) právní integrace národních centrálních bank do Eurosystemu.

Při posuzování nezávislosti centrální banky se posuzují odděleně nezávislost funkční, institucionální, osobní a finanční. Oproti roku 2008 byl v Konvergenční zprávě ECB (na rozdíl od zprávy Evropské komise) rozšířen text o finanční nezávislosti o požadavek „*vyhnout se situaci, kdy výše vlastního kapitálu národní centrální banky dlouhodobě nedosahuje úroveň jejího základního kapitálu nebo je dokonce záporná*“. V takovém případě by dle ECB měl být centrální bance v přiměřené době poskytnut patřičný objem kapitálu, a to alespoň do výše základního kapitálu.

Taková situace nastala dle ECB v České republice. S názorem ECB však nesouhlasí člen Generální rady ECB a guvernér České národní banky Zdeněk Tůma. V tiskové zprávě zveřejněné na webu ČNB⁴ k tomu říká, že „...začlenění tématu kapitálu centrální banky do Konvergenční zprávy ECB je neopodstatněným odklonem od zásady Evropské unie o rovném zacházení. Tímto tématem se nezabývala žádná z předchozích konvergenčních zpráv, ačkoli problematika neuhrazených ztrát není nová a ze zemí EU se týká kromě České republiky rovněž Slovenska. Doporučení ECB obsažené v Konvergenční zprávě se neopírá o žádný právní předpis ani není konvergenčním kritériem. I z těchto důvodů – a také s ohledem na věcnou situaci ČNB, kterou naše argumentace odráží – nesouhlasíme s jeho začleněním do Konvergenční zprávy,“ uvedl guvernér ČNB Zdeněk Tůma. „Tak, jak postupně vznikla, bude naše kumulovaná ztráta také postupně umazávána z budoucích zisků ČNB,“ dodal guvernér.⁵

Co se týče právní konvergence Estonska, právní předpisy (konkrétně Zákon o Eesti Pank, Měnový zákon a Zákon o zajištění estonské koruny) nebyly v hodnocené době zcela slučitelné se zákazem měnového financování a s právní integrací do Eurosystemu. V dubnu tohoto roku však estonský parlament nahradil dva později jmenované zákony Zákonem o zavedení eura, a dále schválil změnu Zákona o Eesti Pank. S jejich účinností budou nedostatky odstraněny.

Ve všech ostatních hodnocených zemích trvá nesoulad s požadavky kritéria právní konvergence v oblastech nezávislosti centrálních bank (zejména institucionální, personální a finanční) a s výjimkou Litvy také zákazu měnového financování a právní integrace příslušných centrálních bank do Eurosystemu.

⁴ http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2010/20100512_convergence.html

⁵ Problematice kumulované ztráty ČNB a perspektivě uhrazení z budoucích zisků se podrobněji věnuje jeden z článků posledního Economic Research Bulletinu ČNB, viz http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/erb/download/ERB_No1_2010.pdf.

4. Vybraný projev: Výzvy pro eurozónu a světovou ekonomiku

Lorenzo Bini Smaghi z Evropské centrální banky vystoupil 28. května 2010 v Rabatu na 63. plenárním zasedání The Group of Thirty s projevem věnovaným výzvám na cestě k udržitelnému ekonomickému zotavení.

Smaghi se na úvod svého projevu věnuje tématu udržitelnosti veřejných financí ve vyspělých ekonomikách zejména ve světle expanzivní fiskální politiky, která následovala po pádu Lehman Brothers. Prvotní rychlá účinnost expanzivní politiky napomohla odvrátit globální depresi. Její úspěch a povzbuzení ze strany mezinárodních institucí vedl k tomu, že vlády dále používaly fiskální expanzi s cílem překonat recesi a dosáhnout předkrizovou úroveň ekonomické aktivity. Nicméně tento přístup nemusí být za současných okolností vhodný a udržitelný. Fiskální impulsy byly účinné při odvracení deprese, protože napomáhaly koordinovat očekávání agentů a snižovat nejistotu, ale přímý vliv na domácí poptávku byl zřejmě umírněný. Potenciální růst ekonomik mohl být krizí výrazně utlumen a předkrizový růst výstupu tak nemusí představovat udržitelný cíl. Aktuální úroveň dluhu v mnoha zemích může navíc omezovat účinnost další fiskální expanze.

Dále Smaghi dává do souvislosti institucionální uspořádání eurozóny s dluhovým problémem a udržitelností veřejných financí. Za prvé, z měnového pilíře vyplývá, že ECB nepoužije inflační daň ke snížení reálné hodnoty vládního dluhu. Pro vyřešení fiskálních problémů tak vlády zemí eurozóny musí spoléhat na rozpočtová opatření. Tato opatření je v některých zemích složité přijmout.

Druhým pilířem fungování eurozóny je ekonomická a fiskální dimenze, která má čtyři předpoklady: A) trhy by měly vyvíjet silný tlak na fiskální politiku v eurozóně; B) pokud první předpoklad nestačí k udržení fiskální disciplíny, vstupuje do hry Pakt stability a růstu; C) pokud není členská země schopna realizovat zdravou fiskální politiku, bude odkázána na vlastní nástroje; a D) národní ekonomické politiky mají být zaměřeny na zajištění konvergence mezi členskými ekonomikami. Tyto předpoklady se ovšem ukázaly být nesprávné; Smaghi to vysvětluje následovně: ad A) trhy neuválily nutnou disciplínu na členské státy; ad B) Pakt stability a růstu nefungoval tak, jak se od něj očekávalo; ad C) uprostřed nedávné krize se ukázalo, že myšlenka nechat zbankrotovat jednu z členských zemí, aniž by byly ovlivněny ostatní, se ukázala jako chybná; ad D) při reálné konvergenci během posledních 11 let docházelo zároveň k divergenci nominálních nákladů a cenového vývoje, což vedlo ke vzniku velké platební nerovnováhy uvnitř Unie. Proces dohánění životní úrovně tak probíhal za nadměrného externího vypůjčování a poklesu konkurenceschopnosti. Tento vývoj nebyl vykompenzován konzervativní fiskální politikou, která by vedla k umírnění domácí poptávky a vytvoření polštáře pro případné šoky.

Podle Smaghiho se v průběhu této krize ukázalo, že sdílení společné měny znamená mnohem hlubší vazby, než by se zpočátku mohlo zdát, a měnová unie je do jisté míry také politickou unií.

Průběh (řecké) krize a délka jejího řešení byly velmi ovlivněny politickými faktory, nakonec ale byla na národní i evropské úrovni v posledních třech měsících přijata řada rozhodnutí. Byl vyjednáán program fiskálního přizpůsobení pro Řecko, na kterém se podílejí MMF, Evropská komise a ECB. Program obsahuje významná strukturální opatření a je podporován finančními prostředky ve výši 110 mld. EUR. Dalším opatřením, určeným pro odvrácení nákazy, je založení Evropského fondu ve výši 500 mld. EUR. V některých zemích byla přijata opatření na urychlení fiskální konsolidace, Portugalsko a Španělsko ohlásily další fiskální a strukturální opatření. Posledním opatřením je rozhodnutí ECB o intervencích v určitých segmentech trhu s dluhovými cennými papíry, aby byla zlepšena funkčnost transmisního mechanismu měnové politiky. Všechna přijatá opatření měla pozitivní, třebaže krátkodobý, efekt na náladu trhů.

Smaghi dále rozebral argumenty těch, kteří se domnívají, že řecký bankrot je nevyhnutelný. První argument tvrdí, že navrhovaný program je příliš tvrdý a uvrhne Řecko do recese a deflace. Tento argument však podle Smaghiho zaznívá z řad těch, kteří nepodrobili problém Řecka hlubší analýze, na rozdíl od MMF, který zpracoval podrobnou analýzu programu společně s jeho riziky. Smaghi navíc zpochybňuje možnou existenci tzv. spořádaného úpadku (*orderly default*) a nepřímo přirovnává, že případný úpadek Řecka by mohl mít obdobné dopady jako úpadek Lehman Brothers.

Druhý argument ve prospěch řešení situace cestou úpadku Řecka je politický, tj. že v důsledku protestů dříve nebo později dojde k utlumení vládní reformní snahy. Tomu však odporuje poměrně velká akceschopnost řecké vlády a parlamentu poté, co byla existence problému přiznána. Třetím uváděným důvodem je, že řízení eurozóny má vážné slabiny podkopávající životaschopnost jednotné měny. Smaghi zde odkázal na své předchozí pojednání o slabých místech fungování eurozóny. Zároveň ale upozornil na výsledky v oblasti cenového a rozpočtového vývoje zemí eurozóny, i když uznal, že platí v průměru a nikoliv pro všechny jednotlivé země.

Závěrem uvedl, že šestnáct členských zemí eurozóny, stejně tak jako ECB, věří, že dodržení závazků zejména v případě řeckého programu je nezbytné pro důvěryhodnost měny a prosperitu jejích členů, což by bylo stejné v případě kterékoliv země. To je důvodem, proč vlády členských zemí eurozóny a zástupci institucí EU budou dělat vše potřebné, aby ochránily důvěryhodnost a prosperitu.

Tento materiál sestavuje Sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 10. června 2010. 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