

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2011

## V tomto čísle

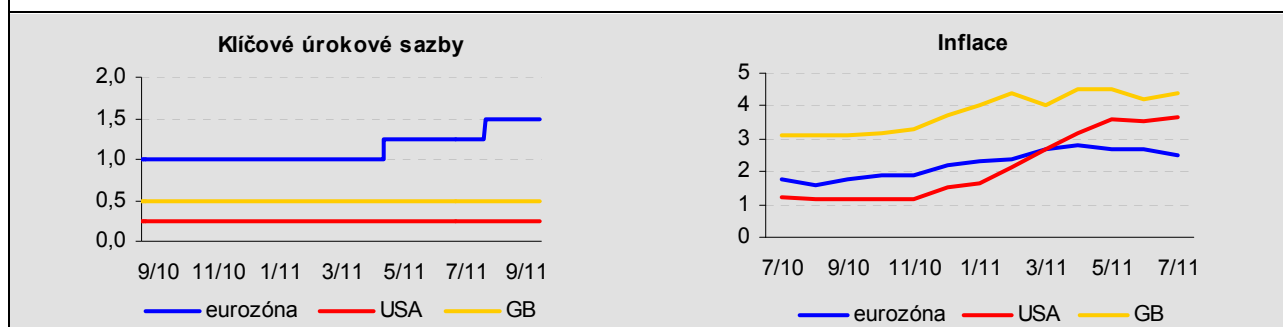
*Globální ekonomické oživení výrazně zvolnilo a dalo najevo možnost druhého, i když mírného, poklesu ekonomické aktivity, tvarujícího tak křivku výkonnosti do písmene W. Dluhová krize v Evropě společně s fiskálním napětím při schvalování dluhového stropu v USA negativně ovlivnily vnímání účastníků finančních trhů a přispěly k propadům na světových akciových trzích. ECB opět vstupovala na trh státních dluhopisů zemí jižního křídla eurozóny. Červencové zasedání ECB přineslo druhé zvýšení klíčových úrokových sazeb v eurozóně, v následujících měsících již její sazby zůstaly nezměněny. Švýcarská centrální banka nepřímo intervenovala proti apreciaci švýcarského franku, když snížila koridor úrokových sazeb a dodávala likviditu na peněžní trh. Na začátku září pak stanovila minimální úroveň kurzu franku vůči euru, při jejímž překročení hodlá nakupovat cizí měny v neomezeném množství. Další zpřísnování měnové politiky jsme zaznamenali pouze ve Švédsku. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly své klíčové úrokové sazby beze změny. V „Tématu pod lupou“ přibližujeme čtenářům obsah nových zpráv Mezinárodního měnového fondu, hodnotících dopady národních hospodářských politik na vývoj v jiných zemích v regionu i ve světě. Ve vybraném projevu přinášíme názory B. Bernankeho na aktuální ekonomickou situaci a měnovou politiku v USA, prezentované na sympoziu v Jackson Hole.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
<b>inflační cíl</b>	< 2 % <sup>1</sup>	n.a.	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	7. července (+0,25) 4. srpna (0,00) 8. září (0,00)	21. – 22. června (0,00) 9. srpna (0,00)	6. – 7. července (0,00) 3. – 4. srpna (0,00) 7. – 8. září (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,50 %	0 – 0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,5 % (srpen 2011) <sup>2</sup>	3,6 % (červenec 2011)	4,4 % (červenec 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	6. října 3. listopadu 8. prosince	20. září 1. – 2. listopadu	5. – 6. října 9. – 10. listopadu 7. – 8. prosince
<b>další očekávané události</b>	8. prosince zveřejnění prognózy	19. října a 30. listopadu zveřejnění Beige Book	16. listopadu zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>3</sup>	→	→	→

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



**ECB** na svém červencovém zasedání zvýšila úrokové sazby o 0,25 p.b. na úroveň 1,50 % ve světle růstu proinflačních rizik pro cenovou stabilitu. K rozhodnutí přispěla i snaha ECB držet inflační očekávání pevně ukotvena nízko a pod 2 % ve střednědobém horizontu. Na dalších jednáních již ECB ponechala sazby beze změny. Podle aktuální predikce ECB by se měla míra inflace ve zbytku tohoto roku pohybovat v rozmezí 2,5–2,7 %, v roce 2012 by pak měla klesnout a pohybovat se mezi 1,2–2,2 %. Hospodářský růst předpokládá ECB jen mírný, přičemž upozorňuje na značnou nejistotu a riziko zhoršení výhledu.

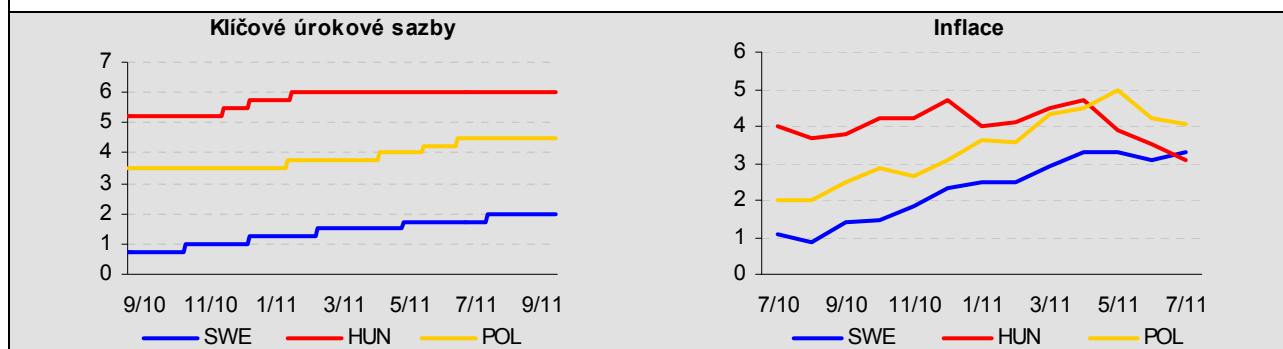
**Fed** ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny a v červnu ukončil kvantitativní uvolňování (QE2). Spekulovalo se o nové fázi kvantitativního uvolňování, které však nebylo Fedem potvrzeno. Nicméně Fed vyhlásil závazek udržet úrokové sazby na nízké úrovni až do poloviny roku 2013. Ekonomický růst zůstává pomalý (došlo k revizím růstu HDP směrem dolů) a podmínky na trhu práce jsou stále slabé, přičemž míra nezaměstnanosti se zvýšila. Zvýšená míra inflace v průběhu 2Q odráží růst cen komodit, zpožděný vliv cen dováženého zboží a rovněž poruchy dodavatelských řetězců způsobené zejména výpadky dovozu z Japonska.

**BoE** i nadále ponechává úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a objem nákupu dluhových cenných papírů na 200 mld. GBP. Při zhoršeném výhledu globálního hospodářského vývoje BoE očekává jen pozvolné oživení růstu. Míra inflace, která výrazně přesahuje 2% inflační cíl, se v tomto roce zřejmě ještě zvýší, ve střednědobém horizontu by však měla klesnout vlivem odeznění faktorů dočasně zvyšujících inflaci (nárůst cen energií, zvýšení sazby DPH) a rovněž vzhledem k nepříznivému vývoji na trhu práce.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<b>Švédsko (Riksbank)</b>	<b>Maďarsko (MNB)</b>	<b>Polsko (NBP)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	5. července (+0,25) 7. září (0,00)	20. června (0,00) 26. července (0,00) 23. srpna (0,00)	5. – 6. července (0,00) 6. – 7. září (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	2,00 %	6,00 %	4,50 %
<b>poslední inflace</b>	3,3 % (červenec 2011)	3,1 % (červenec 2011)	4,1 % (červenec 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	27. října 20. prosince	20. září 25. října 29. listopadu	4. – 5. října 8. – 9. listopadu 6. – 7. prosince
<b>další očekávané události</b>	27. října zveřejnění Monetary Policy Report	1. prosince zveřejnění Quarterly Report on Inflation	½ října zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	↑	→	↑

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



**Riksbank** v červenci zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 2,0 % a na zářijovém zasedání ponechala repo sazbu nezměněnou vzhledem k aktuálnímu přehodnocení ekonomické výkonnosti. Riksbank očekává výraznější zpomalení švédské ekonomiky oproti červencové prognóze, a to kvůli zhoršujícím se podmínkám ve světové ekonomice. Nicméně pro příští rok očekává opětovné oživení ekonomické výkonnosti. Na trhu práce dochází k mírnému zhoršení situace a domácnosti i firmy jsou ve svých investičních a spotřebitelských rozhodnutích více opatrné. Aktuální inflační tlaky jsou malé.

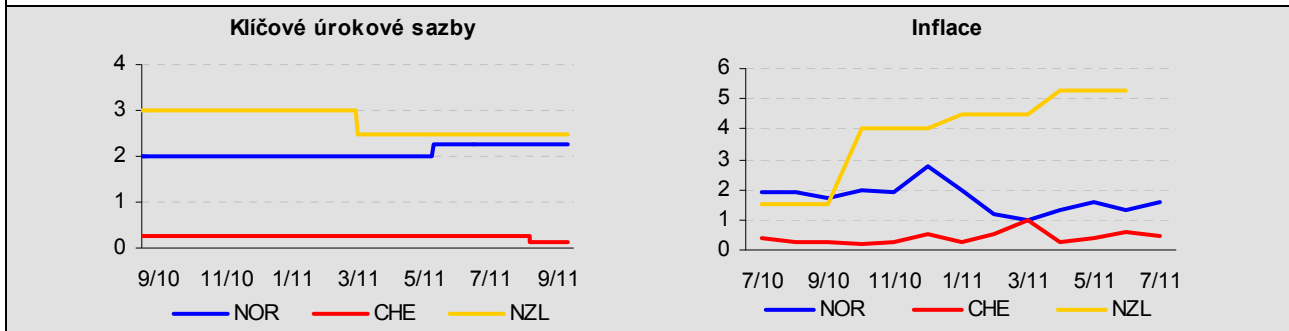
**MNB** ponechala klíčové sazby beze změny. Dosažení svého inflačního cíle očekává MNB na konci roku 2012 i bez zpřísnění měnové politiky, a to navzdory nákladovým šokům zasahujícím ekonomiku. Míra inflace v červenci poklesla ke 3 % zejména v důsledku poklesu cen potravin, avšak jádrová inflace vzrostla vlivem průsaku předchozího zvýšení cen komodit. Nejvýznamněji k ekonomickému růstu Maďarska přispívaly exporty. V příštích dvou letech MNB očekává úroveň výstupu pod potenciálem. Pro následující období by klesající příspěvky exportu do růstu HDP měly být podle MNB vykompenzovány efekty plynoucími z rozsáhlých investic v oblasti automobilového průmyslu. Spotřeba domácností bude i nadále bez výraznějšího oživení, neboť domácnosti byly nuceny zvýšit výdaje na splátky svých úvěrů čerpaných v minulosti ve švýcarské měně, a to kvůli jejímu zhodnocování vůči maďarskému forintu.

**NBP** po sérii zvyšování sazeb v 2Q ponechala klíčové sazby beze změny. Domácí ekonomický růst za 2Q 2011 je na rozdíl od světové ekonomiky poměrně vysoký a stabilní. Hlavními příspěvky k tomuto růstu je rostoucí spotřeba domácností a zrychlující růst investic. Ačkoliv míra inflace v červenci poklesla na 4,1 %, zůstává i nadále nad inflačním cílem. NBP v následujících měsících předpokládá zvýšenou míru inflace vlivem předchozího růstu cen komodit. Ve střednědobém výhledu bude inflace omezována zpomaleným ekonomickým růstem, fiskálním zpřísněním včetně snížení veřejných investičních výdajů a nárůstem úrokových sazeb realizovaném v první polovině roku 2011.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	<a href="#">Norsko (NB)</a>	<a href="#">Švýcarsko (SNB)</a>	<a href="#">Nový Zéland (RBNZ)</a>
<b>inflační cíl</b>	2,5 %	< 2 %	2 % <sup>1</sup>
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	22. června (0,00) 10. srpna (0,00)	16. června (0,00) 3. srpna (-0,50)	28. července (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	2,25 %	0 – 0,25 % <sup>2</sup>	2,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,6 % (červenec 2011)	0,5 % (červenec 2011)	5,3 % (2Q 2011)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	21. září 19. října	15. září 15. prosince	15. září 27. října 8. prosince
<b>další očekávané události</b>	19. října zveřejnění Monetary policy report	23. září Monetary policy report	15. září Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></b>	↑	→	→

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



**Norges bank (NB)** ponechala v uplynulém období měnověpolitickou úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 2,25 %. Norská ekonomika si zachovala solidní růst, přičemž i nadále rostly ceny nemovitostí a míra nezaměstnanosti byla stabilní. Inflace je nižší než Norges bank očekávala. Jako nepříznivý faktor pro budoucí vývoj norské ekonomiky se jeví očekávaný slabší hospodářský růst ve světě. Pro příští měnověpolitické zasedání (19. října) NB očekáváva rozpětí úrokové sazby na úrovni 2,25 – 3,25 %, za předpokladu, že norská ekonomika nebude zasažena výrazným ekonomickým šokem.

**SNB** v srpnu na mimořádném zasedání snížila cílové rozpětí úrokové sazby (LIBOR na depozita denominovaná v CHF) o 0,50 p.b., a udržuje tak sazby v koridoru 0 – 0,25 %. SNB rovněž reagovala na posilující švýcarský frank. Po prvotním dodávání likvidity na peněžní trh přistoupila ke stanovení minimální výše kurzu franku k euru (více viz Zajímavé události). SNB očekává růst reálného HDP v roce 2011 kolem 2 %. Dle své prognózy z půlky června SNB předpokládá inflaci pro rok 2011 na úrovni 0,9 % vlivem vyšších cen ropy a vyšších dovozních cen. Pro následující roky, tj. 2012 a 2013, očekává SNB průměrnou míru inflace na úrovni 1,0 %, resp. 1,7 %.

**RBNZ** ponechala klíčovou sazbu na úrovni 2,5 % s komentářem, že ekonomický růst byl silnější, než RBNZ očekávala, a dle guvernéra Bollarda se zdá, že oživení je zpět, k čemuž pomáhá i pozitivní vývoj směnných relací. Nicméně situace kolem financování amerického státního dluhu a turbulence na finančních trzích poukazují na riziko poklesu ekonomické aktivity v zemích novozélandských obchodních partnerů. Pokud současná globální finanční rizika ustoupí a ekonomika se bude i nadále zotavovat, RBNZ nepředpokládá ponechání současné výše sazeb. Zvýšení měnověpolitické sazby v blízké budoucnosti však může být ohroženo silným novozélandským dolarem.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### Proběhly hodnotící mise v Irsku a Portugalsku, neuspokojivé jsou zprávy z Řecka

Zástupci Evropské komise, Evropské centrální banky a Mezinárodního měnového fondu posuzovali v první polovině července naplňování irského hospodářského programu, začátkem srpna pak proběhla první hodnotící mise v Portugalsku. Irsku je poskytována pomoc v celkové výši 67,5 mld. EUR, portugalský vládní program je podpořen úvěrem v celkové hodnotě 78 mld. EUR. Ze závěrů hodnotících misí vyplývá, že obě země postupují v reformních krocích podle plánu.

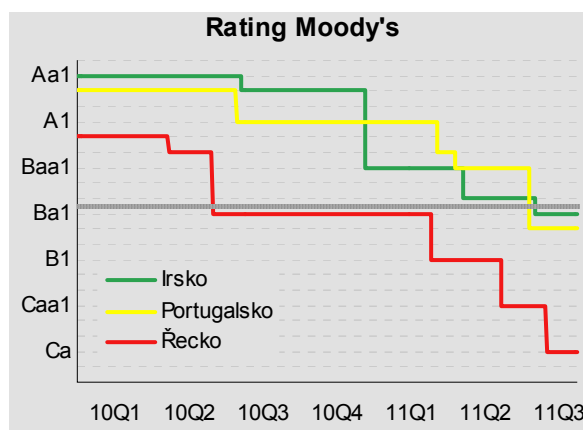
Mnohem méně uspokojivé byly závěry z návštěvy Athén, která proběhla v květnu a červnu. V posledních čtvrtletích se výrazně zpomalila implementace reformů. Přesto byla v červenci Řecku vyplacena pátá část (tranše) finanční pomoci, zemi tak již bylo dosud poskytnuto 65 mld. EUR, tj. více než polovina z celkového plánovaného objemu 110 mld. EUR. Navíc probíhají konzultace s řeckými věřiteli o dobrovolné pomoci soukromého sektoru. Řecká vláda však nově podminila výměnu dluhopisů 90% účastí investorů. Zástupci institucí předpokládají další návštěvu Athén v polovině září.

### ECB dočasně zrušila ratingové požadavky na portugalské vládní dluhopisy...

Evropská centrální banka pozastavila v rámci úvěrových operací Eurosystému platnost požadavku na minimální rating dluhových nástrojů Portugalska, podobně jako dříve v případě Řecka (od května 2010) a Irska (od března tohoto roku). Rozhodnutí bylo zveřejněno krátce po snížení ratingu Portugalska agenturou Moody's do spekulativního pásma na stupeň Ba2.

### ...a nakupovala na trzích dluhopisů

Evropská centrální banka v srpnu obnovila svoji činnost v rámci programu intervencí na trzích s cennými papíry (*securities market programme*), zavedeného v květnu loňského roku. ECB odůvodňuje nakupování dluhopisů údajnou potřebou dodat likviditu do dysfunkčních tržních segmentů, cílem operací má být obnova řádného fungování transmisního mechanismu měnové politiky. V posledních třech srpnových týdnech se zvýšil objem dluhopisů držných ECB v souvislosti s tímto programem o 41,6 mld. EUR na 115,6 mld. EUR. Měnové dopady intervencí jsou sterilizovány.



### Nová měnová a finanční statistika v EU

ECB rozšířila měnovou a finanční statistiku v oblasti dat získávaných od měnových finančních institucí (rozšíření údajů v rozvahách a ve vykazovaných úrokových sazbách, nově informace o sekuritizaci) a bude rovněž zveřejňovat čtvrtletní rozvahy pojišťoven, penzijních fondů a finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí (*financial vehicle corporation*). Nová data by měla přispět ke zlepšení měnových analýz a přinést nový impuls do úvah o finanční stabilitě a finanční integraci.

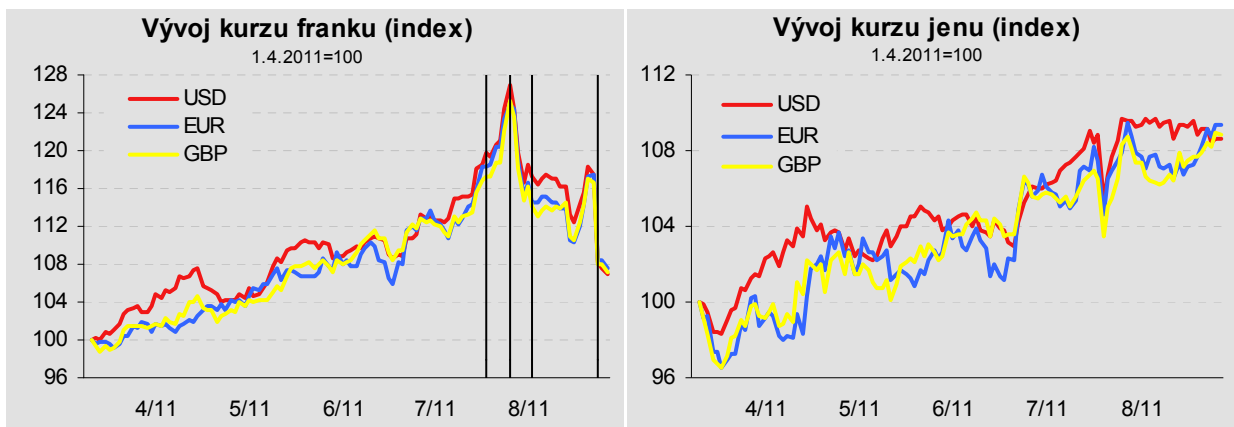
### Centrální banky prodloužily platnost swapových dohod s Fedem

Centrální banky Kanady, Švýcarska, Spojeného království a eurozóny opět prodloužily dohody s americkým Fedem na poskytování likvidity v amerických dolarech. Opatření pro lepší fungování trhů má trvat do srpna 2012. Japonsko, které bylo rovněž účastníkem, již k dalšímu prodloužení nepřistoupilo. Do září 2012 bude pokračovat rovněž platnost [swapové linky mezi eurozónou a Velkou Británií](#).

### Švýcarsko bojuje se silným frankem, Japonsku vadí posilování jenu

Švýcarská centrální banka reagovala [3. srpna](#) na rychle posilující frank rozhodnutím o zúžení cílového rozpětí úrokových sazeb (na 0-0,25 %) a o výrazném navýšení nabídky likvidity na frankových peněžních trzích. K dalšímu navyšování přistoupila [10. srpna](#), současně přistoupila k provádění swapových transakcí v cizích měnách, v jejichž rámci dojde k dodávání další frankové likvidity. Svá opatření pak SNB ještě jednou posílila [17. srpna](#). Když se však tyto snahy ukázaly být nedostatečné, přistoupila SNB [6. září](#) k ráznému kroku a stanovila minimální výši kurzu 1,20 CHF/EUR. Při poklesu kurzu pod tuto hranici hodlá kupovat cizí měny v neomezeném množství. Předseda SNB [Philipp Hildebrand](#) navíc uvedl, že i při uvedené výši kurzu považuje frank za příliš silný, a zmínil možnost přistoupení k dalším opatřením v případě, že si to vyžádá hospodářský výhled a riziko deflace.

S rychle rostoucí hodnotou své měny bylo nespokojené také [Japonsko](#). Proti silnému jenu intervenovalo japonské ministerstvo financí v srpnu v celkovém objemu 4 512,9 mld. JPY (zhruba 60 mld. USD).



### MMF zveřejnil první zprávy hodnotící globální vlivy národních politik

Mezinárodní měnový fond, do jehož čela v červenci nastoupila Christine Lagarde, zveřejnil první zprávy, které se zabývají dopady hospodářských politik velkých ekonomik na ostatní země (*spillover reports*), a rovněž poprvé vydal studii zabývající se finanční stabilitou v eurozóně ([EFFE](#)). Prvně jmenovaným dokumentům se blíže věnujeme v aktuálním Tématu pod lupou.

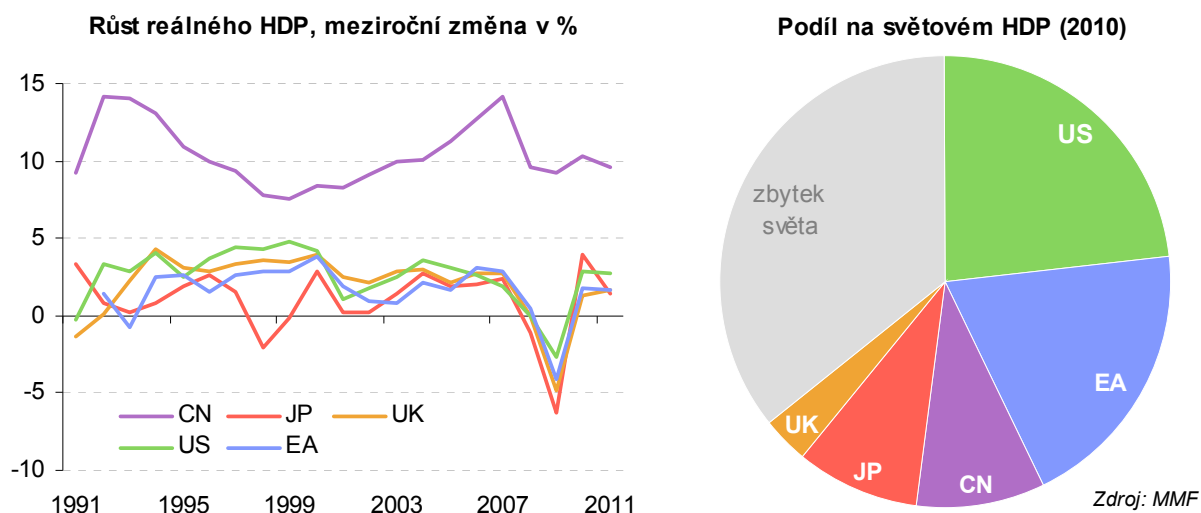
### V americkém Jackson Hole se konala konference o hospodářské politice

Poslední srpnový víkend se v Jackson Hole ve Wyomingu sešli centrální bankéři, politici a akademici z celého světa na pravidelném ročním sympoziu. Po ostře sledovaném projevu šéfa Fedu Bena Bernankeho (blíže viz Vybraný projev na str. 12) následovaly příspěvky univerzitních profesorů, vystoupili také ředitelka Mezinárodního měnového fondu Christine Lagarde a guvernér Evropské centrální banky Jean-Claude Trichet.

### 3. TÉMA POD LUPOU: SPILLOVER REPORTS

Mezinárodní měnový fond (MMF) zveřejnil historicky první zprávy hodnotící vliv národních hospodářských politik největších světových ekonomik na okolní regiony i na zbytek světa (tzv. spillover reports). Týmy MMF přitom komunikovaly s klíčovými obchodními partnery dotyčných ekonomik i se zástupci zemí samotných a zaměřily se na otázky vzešlé z těchto diskuzí. Hodnocenými ekonomikami jsou [Čína](#), [eurozóna](#), [Japonsko](#), [Spojené státy](#) a [Velká Británie](#). Zprávy mají především podnítit další debatu a rovněž sloužit jako podklad k doporučením uvedeným ekonomikám. V následujícím textu ve stručnosti přibližujeme hlavní poselství těchto pěti zpráv.

Význam pěti zmíněných ekonomik ve světovém hospodářství je dán jejich podílem na světovém obchodě (téměř polovina objemu) a na světové produkci (bezmála dvě třetiny), jejich hospodářský vývoj je navíc – s výjimkou Číny – navzájem silně korelovaný. Významné je rovněž postavení sledovaných zemí v globálním finančním systému, kde se provázanost různých regionů a tím posílené celosvětové dopady projevily během globální krize v nepředvídaném rozsahu. Sledovaná „pětka“ má velký vliv na vývoj v celosvětovém měřítku a tedy i potenciál generovat a rozšiřovat ekonomické šoky, a to jak pozitivní, tak především šoky negativní.



#### **Spojené státy: role dolaru ve světě**

Globální recese potvrdila sílu, s jakou se hospodářské šoky mohou přelévat z USA do celého světa. Standardní simulace MMF (zachycující vazby přes hospodářskou aktivitu, mezinárodní obchod a měnové kurzy) obvykle vykazují spíše menší vliv na hospodářský růst jiných zemí, s výjimkou Kanady, Mexika a dalších blízkých obchodních partnerů USA. Výsledky jsou však značně odlišné, jsou-li do analýz zahrnuty i vlivy provázanosti finančních trhů, které tvoří hlavní kanál pro šíření dopadů amerických politik do zahraničí. Změna výnosů amerických dluhopisů má významný dopad na výnosy v jiných zemích a vliv cen akcií je ještě výraznější.

Klíčová je ve světovém hospodářství role dolarových trhů, dolar je hlavním rezervním aktivem. Čistá zahraniční pasiva Spojených států jsou objemem největší na světě, což svědčí o značném přelévání bohatství. Ústřední role USA ve finančním zprostředkování spočívá v jejich rozsáhlých trzích aktiv a peněžních trzích, které globálně poskytují likviditu. To vysvětluje výraznou zahraniční účast v americkém bankovním systému, a to i přes jeho zaměření na domácí ekonomiku. Finanční prostředky směřují do globálního bankovního systému přes velké



investiční banky, často skrze ještě internacionalizovanější trhy britské. Jelikož však dolarové trhy přesahují hranice státu, sílí tak potenciální přeshraniční dopady a navíc je tím omezen dosah americké regulace finančního sektoru. Přitom již před krizí investiční banky obcházely americká pravidla přesunem obchodu na méně regulované trhy. Strukturální odpovědí na tyto tlaky byla v červenci 2010 největší reforma finanční regulace od třicátých let (tzv. *Dodd-Frank act*). Dle MMF tato právní norma zřejmě uspěla ve svém cíli redukovat potenciální řetězové dopady vyplývající z problémů individuálních bank do globálního finančního systému. Následná tržní reakce však může vzbuzovat obavy na straně autorit z regulatorní arbitráže mezi USA a Evropou, trhy mohou vnímat regulaci jen jako změnu relativního konkurenčního postavení amerických a evropských bank. Pravidla by tak dle MMF měla být synchronizována s ostatními hlavními mezinárodními finančními centry, hlavně s Velkou Británií.

Z analýz MMF vyplývá, že se během krize značně změnil vzájemné vztahy mezi cenami různých aktiv. Zvýšení výnosů amerických dluhopisů bylo obvykle výrazem budoucího růstu a očekávaného zpříšňování měnové politiky. Kapitál směřoval do USA, následkem čehož dolar posiloval. V posledních letech však začaly být rostoucí výnosy spojovány s lepším globálním finančním sentimentem a s odlivem kapitálu z USA. V hodnocení budoucích vlivů tak představuje hlavní nejistotu načasování návratu k obvyklejším vztahům mezi cenami aktiv, event. podoba „nového normálu“. Do budoucna by měly zvyšující se výnosy v USA opět indikovat budoucí zpříšňování americké měnové politiky spíše než lepší globální tržní sentiment.

Zvýšení výnosu desetiletého vládního dluhopisu USA o 1 p.p.

<i>před krizí</i>	<i>po krizi</i>
→ ve vyspělých ekonomikách nárůst výnosů o cca 0,4 p.p. (větší efekt v Austrálii a Kanadě, menší v Japonsku)	→ rostoucí výnosy asociovány s lepším globálním finančním sentimentem a odlivem kapitálu z USA
→ zhruba 0,8 p.p. nárůst v rozvíjejících se ekonomikách (s výjimkou Číny a Indie, které uplatňují restrikce na kapitálovém účtu)	→ větší globální ochota riskovat
→ v otevřených ekonomikách nominální depreciace k dolaru o 1-2 %	→ vyšší ceny komodit
→ pokles cen komodit	→ větší zhodnocení akcií
→ jen malý dopad na globální averzi k riziku	→ depreciace dolaru
→ trhy spojovaly nárůst s budoucím růstem a s očekávaným zpříšňováním měnové politiky	→ zmizela korelace s výnosy rozvíjejících se trhů
→ příliv kapitálu do USA, apreciacie dolaru	

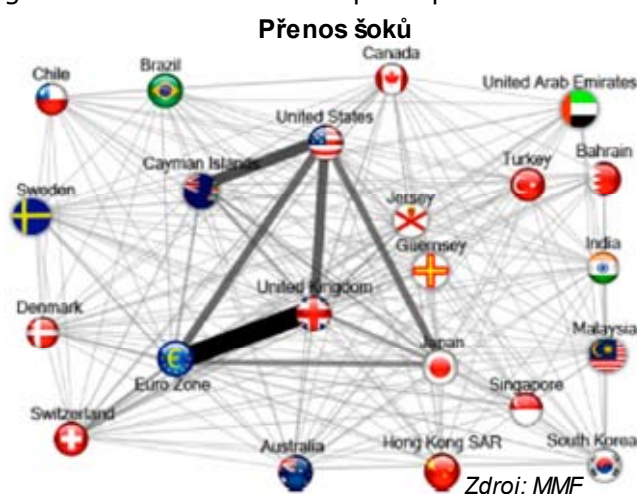
Obavy v oblasti měnové politiky se týkají dopadů ukončení kvantitativního uvolňování a případného zvyšování sazeb Fedu. Hlavním kanálem vlivu měnové politiky na zahraničí jsou výnosy dluhopisů, přelivy měnové politiky z USA do jednotlivých zemích však do značné míry závisejí na kurzové politice daných zemí. Jako dopady kvantitativního uvolňování (QE) zpráva MMF uvádí pokles výnosů zahraničních dluhopisů, apreciaci dolaru a vyšší inflační očekávání v USA, po samotném oznámení se navíc zvýšil příliv kapitálu do rozvíjejících se zemí. Odhadované dopady QE1 na ceny aktiv jsou větší než účinky předkrizových opatření či než QE2. QE2 navíc zřejmě – na rozdíl od QE1 – nepřispělo ke zlepšení globálních podmínek financování. Budoucí zpříšňování měnové politiky Fedu, včetně stahování likvidity, by mohlo způsobit skokový nárůst výnosů dluhopisů a prudší odliv kapitálu z rozvíjejících se ekonomik, především pokud by kroky Fedu nebyly očekávány. Rozvíjející se trhy jsou přitom mnohem náchylnější na změny kapitálových toků.

V oblasti veřejných financí vidí MMF hlavní riziko ve ztrátě důvěry trhů. Fiskální konsolidace USA by vytvářela pozitivní přeshraniční přenos růstu skrze nižší globální reálné úrokové sazby ale i krátkodobý negativní vliv přes ztráty v hospodářské aktivitě USA. V dlouhodobém horizontu by však fiskální konsolidace měla mít pozitivní vliv na celkovou produkci v zahraničí.

### **Velká Británie: rozsáhlý finanční sektor propojený se světem**

Přestože změny v Británii mohou mít výrazné přeshraniční dopady skrze vzájemný obchod (především na země eurozóny), hlavní kanál pro jejich šíření představuje finanční sektor. Britské banky mají vedoucí roli v globálním finančním zprostředkování, finanční systém je navíc vysoce propojený se zbytkem světa. Má tak potenciál pro vznik a šíření (ale i případné tlumení) šoků ve světovém měřítku. Ekonomický šok vzniklý v Británii by měl značný přeshraniční dopad, zvláště na globální finanční centra, výrazně by zhoršil indikátory rizika globálních finančních trhů (dle MMF odpovídá za cca čtvrtinu pohybu těchto indikátorů).

Finanční instituce se sídlem ve Velké Británii generovaly během boomu více než polovinu globálního financování. V první polovině roku 2009 však snížily přeshraniční půjčování o 27 %.



Ze simulací MMF vyplývá, že takovéto šoky mohou mít tvrdé následky pro země závislé na britském krátkodobém financování, např. na Hong Kong, Lucembursko či Kypr, přičemž vůbec nejvýraznější dopady by pocítilo Irsko.

Důležitým kanálem přenosu finančních šoků je rovněž dluhopisový trh, k čemuž přispívá i fakt, že v Londýně se obchodují také zahraniční dluhopisy. Dle výsledků MMF se více než 50 % prvotního šoku ve výnosech britských dluhopisů přeliže do výnosů eurozóny a v menší míře i do dluhopisů amerických a japonských. Vliv na zahraniční akciové trhy, ač významný, je menší a méně perzistentní.

Britská vláda se v reakci na krizi pustila do hluboké reformy regulace a dohledu nad finančním sektorem. Zpřísnění likviditních pravidel přitvrdí podmínky pro systémově významné instituce, utlumí úvěrový cyklus a mělo by pomoci snížit systémová rizika. Důsledkem by však také mohlo být „zablokování“ likvidity, potenciálně škodlivé pro globální finanční stabilitu. Přísnější kapitálové požadavky budou mít jen mírné a zřejmě dočasné náklady v podobě nižší ekonomické aktivity. Dopady reformy závisí také na tom, jaké politiky zaujmou ostatní mocnosti, především Evropa. MMF upozorňuje na možnost, že by se finanční aktivita postupně přesunula jinam.

MMF dodává, že Velká Británie má dobrou výchozí pozici, aby přispěla k implementaci globálních makroobezřetnostních politik, má totiž jedinečnou informační výhodu, jelikož britskému dohledu podléhá velké množství globálních hráčů. Je však potřeba zajistit, aby nedocházelo k regulatorní arbitráži, k čemuž je zapotřebí efektivní mezinárodní spolupráce.

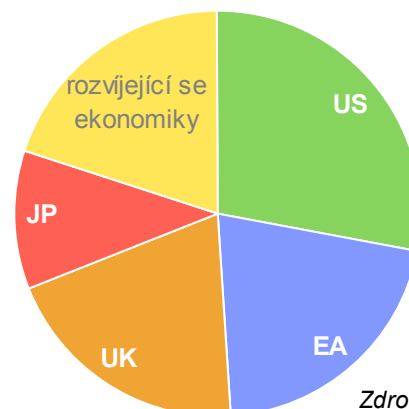
### **Eurozóna: potřeba vypořádat se s dluhovou krizí**

Globální riziko, které je do nezanedbatelné míry ovlivněno vývojem v eurozóně (odhadem MMF zhruba z jedné pětiny), se prudce zvýšilo na jaře 2010 při sílících tlacích v jižním křídle eurozóny, ne však tolik jako po pádu Lehman Brothers. Přímé dopady vývoje na trzích s vládními dluhopisy Řecka, Irska, Portugalska i Španělska na trhy světové jsou dle MMF spíše mírné, volatilita se přenesla především na trhy dalších zemí eurozóny. Mnohem větší dopady by však měly problémy finančních institucí jádra eurozóny. Z analýz např. vyplynulo, že pokud by se do potíží dostala některá z velkých bank, pravděpodobnost problémů v mnoha bankách mimo eurozónu by přesáhla 40 %. Z modelového přístupu navíc vyplynulo, že by růst eurozóny klesl o 2,5 p.b. oproti základnímu scénáři, a světový růst by byl během let 2011-2012 o 1 p.b. nižší.

Zpráva MMF dále uvádí, že mimořádné poskytování likvidity Evropskou centrální bankou usnadnilo vládám zvládnout oddlužování bank a související dopady. Mírně rychlejší zpříšňování měnové politiky, než očekávají trhy, by mělo všeobecně malé dopady. Naopak předčasné stáhnutí mimořádně rozsáhlé a dlouhodobé likvidity poskytnuté bankám by mohlo mít významné následky. Scénář předpokládá, že náklady bank jižního křídla na financování by se zvýšily o 500 b.b. Ztráty řeckých, portugalských a irských bank by přesáhly 20 % jejich kapitálu. Dopady na eurozónu by vedly ke snížení zahraničních aktivit bank, výrazně by byla zasažena Velká Británie a některé země střední a východní Evropy (Polsko, Rumunsko, Bulharsko, Srbsko).

Fiskální konsolidace by měla mít jen mírně negativní účinky na globální poptávku, ty by přitom mohly být více než vykompenzovány přírůsky v podobě větší důvěryhodnosti. Nižší poskytování úvěrů v důsledku vyšších kapitálových požadavků na banky (Basel III) by dle MMF mělo zřejmě jen mírné dopady na ekonomickou aktivitu. Přenos šoků přes reálnou ekonomiku by byl intenzivní především do blízkých států se silnými obchodními vazbami – vedle zbytku EU také do Ruska a severoafrických zemí.

**Příspěvek regionů ke globálnímu riziku**  
průměr za 8/07-2/11, v %



Zdroj: MMF

### **Čína: udržitelnost růstu, podhodnocený kurz, obrovské devizové rezervy**

Čína je důležitý obchodní partner pro 78 zemí světa, má tedy potenciál přenášet šoky z reálné ekonomiky (domácí i vnější) do širokého okolí. Hospodářský vzestup Číny přinesl růst do mnoha dalších částí světa a z hlediska spotřebitelů i přínos v podobě nízkých cen, obavy však vzbuzuje udržitelnost čínského růstu. Problémů exportně-orientovaného modelu si je vědomá i samotná Čína, oficiální politika (12. pětiletý plán) má za cíl větší důraz na domácí spotřebu. Při pohledu na vývoj tržních podílů je nárůst Číny naprosto nevídaný a může naznačovat stlačení cen nebo zisků čínských firem a v tamních bankách vyšší podíl úvěrů v selhání. Při stlačených maržích by bylo těžké dále snižovat ceny, otázkou tedy je, jak by mohly čínské firmy reagovat na neočekávané snížení poptávky. Pokračující vysoké investice v Číně by mohly vytvořit nadbytečné kapacity a vzhledem k nejisté poptávce v rozvinutých ekonomikách riziko „tvrdého přistání“, a to nejen v Říši středu.

Zhoršení kvality rozvahy firem a finančních institucí by mohlo přes obchod a investice zasáhnout mnoho subjektů. Zvýšení pravděpodobnosti úpadku v čínských firmách o 2 p.b. snižuje průmyslovou výrobu v asijských rozvíjejících se ekonomikách o 0,75 % a u vývozců komodit o 0,5 %. Dopad na vyspělé ekonomiky je malý, s výjimkou Japonska (0,5 %). Zhoršení v čínském bankovním sektoru vede k podobným výsledkům.

S výrazným růstem se Čína stala také dominantním dovozcem surovin, může tak značně ovlivnit vývoj světových cen komodit. Dle odhadu MMF lze přičíst vlivu Číny cca 20 % nárůstu cen surovin od konce roku 2004. Zpomalení růstu v Číně by významně dopadlo na ceny exportérů surovin – 3% snížení růstu čínské průmyslové výroby by o 6 % snížilo světovou cenu ropy a základních kovů.

Ke zvýšení poptávky a snížení přebytku běžného účtu je nutná korekce (posílení) kurzu juanu (renminbi), nezbytné jsou však i strukturální reformy, které by vedly ke snížení čínských úspor. Samotná apreciacie renminbi by měla pozitivní vliv na růst obchodních partnerů, i když krátkodobě by u výrobců v rozvíjejících se zemích Asie mohla vést ke zhoršení obchodní bilance. Pozitivní efekty změny kurzu by mohly být posíleny doplňkovými politikami. Pokud by s kurzem rostla i domácí poptávka, pozitivní dopady na růst a obchodní bilanci by se více než

zdvojnásobily. Z počátku by v Číně sice došlo ke zpomalení, ve výsledku by však efekt byl mírně pozitivní.

Kanály, kterými Čína ovlivňuje globální ceny aktiv, jsou komplexní. Jejím vliv je na jednu stranu velmi omezen restrikcemi uvalenými na pohyby na jejím kapitálovém účtu. Na druhou stranu zde hrají roli již zmíněné obrovské čínské úspory a její velké devizové rezervy. Co se týká složení devizových rezerv Číny, předpokládá se, že více než dvě třetiny jsou v dolarových aktivech. Z jednoduché statické analýzy MMF vyplývá, že pokud by se Čína postupně zbavila dolarových aktiv v hodnotě 100 mld. dolarů a přesunula tyto zdroje do cenných papírů rozvíjejících se ekonomik, pak by americké dlouhodobé výnosy vzrostly o 12 b.b., výnosy dalších vyspělých ekonomik by se zvýšily o cca 6 b.b., naopak výnosy rozvojových ekonomik by prudce klesly, až o 50 b.b.

MMF dále spekuluje, že Čína mohla mít jistý vliv i na příliv kapitálu do rozvíjejících se trhů. Držbou devizových rezerv totiž stlačuje výnosy ve vyspělých ekonomikách, restrikce kapitálového účtu současně brání investorům zaměřit právě do Číny, čímž mohlo docházet k přelití kapitálu do jiných ekonomik. Kdyby však byly tyto restrikce odstraněny, není zcela jasné, kterým směrem by směřovaly čisté toky kapitálu. Čínští střadatelé totiž mají v současnosti těžkou volbu – vklad v bance s nulovým či záporným reálným výnosem, kolísavý domácí akciový trh či investování do nemovitostí, jejichž ceny stouply natolik, že se často hovoří o bublině. MMF dodává, že ačkoliv hospodářská politika Číny může ovlivnit světové toky kapitálu, její role je druhořadá ve srovnání s růstem rozvíjejících se ekonomik a vývojem likvidity v rozvinutých zemích.

### ***Japonsko: sofistikované výrobky a vysoký vládní dluh***

Březnové zemětřesení poukázalo na roli Japonska v globálním výrobním řetězci. Specializované, velmi sofistikované součástky se v japonských firmách vyrábějí v malém objemu a často má jedna malá firma 80% podíl na světovém trhu. Její výpadek tak může vyřadit z provozu celý zbývající globální výrobní řetězec. Dopady z Japonska na světový růst jsou však přesto spíše omezené.

Dopady šoků ve finančním sektoru jsou zřejmě ještě menší. Japonské dluhopisové a akciové trhy jsou sice mezi pěti největšími mezinárodními trhy, ale primárně jsou zaměřeny na domácí investory. Pouze 5 % japonských vládních dluhopisů je drženo zahraničními investory. Vzhledem k domácímu zaměření tak Tokio není hlavním prostředníkem globálních kapitálových toků.

Obavy panují kolem vládního dluhu, jehož nárůst činí fiskální pozici Japonska stále zranitelnější vůči nárůstu úrokových sazeb. Zpoždění fiskální reformy by dále zvýšilo riziko nárůstu výnosů, existuje také riziko, že by japonští investoři změnili své portfoliové preference a jejich zájem o držbu domácích dluhopisů by poklesl. MMF uvažuje situaci, kdy by japonští investoři prodali japonské dluhopisy za 500 mld. USD a namísto toho by nakoupili dluhopisy USA, Německa, Británie a dalších vyspělých ekonomik. Tento pohyb by zdvojnásobil objem japonských dluhopisů držných zahraničními investory, a ve výsledku by zvýšil japonské úrokové sazby o 160 b.b. Dluhopisový šok, obzvláště pokud by byl doprovázen poklesem cen akcií, by mohl vést k poklesu bankami poskytovaných úvěrů. K tomu by však došlo zřejmě jen při velmi výrazném šoku, v zátěžových testech byly japonské banky schopny absorbovat i nárůst výnosů o 300 b.b. Vyšší japonské výnosy by ale mohly zvýšit úrokové sazby jinde ve světě, hlavně v zemích s vysokým vládním dluhem.

MMF dále modeloval situaci, kdy by japonská centrální banka pokračovala v politice měnového uvolňování po další dva roky. To by zřejmě zvýšilo inflační očekávání a podpořilo tak poptávku, nemělo by ale zřejmě žádný vliv na zahraničí a pravděpodobně ani na vývoj kurzu jenu. Případné i výraznější nominální efektivní znehodnocení japonského jenu by nemělo mít dopad na regionální zahraniční obchod, citlivěji by však reagoval obchod se Spojenými státy a Evropou.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: KRÁTKODOBÉ A DLOUHODOBÉ PERSPEKTIVY AMERICKÉ EKONOMIKY

*Předseda Federálního rezervního systému (Fed) Ben S Bernanke vystoupil 26. srpna 2011 na ekonomickém sympoziu v Jackson Hole s ostře sledovaným [projevem](#) bilancujícím pozvolný hospodářský ozdravný proces v USA.*

Úvodní část svého projevu věnoval B. Bernanke analýze současného hospodářského stavu. Stávající bankovní systém považuje za zdravější než před propuknutím finanční krize v roce 2008. Banky zlepšily své řízení v oblasti rizika a zvýšily svou transparentnost. Konstatoval, že obecně sice úvěrová angažovanost bank vzrostla, ale pro malé a střední podniky platí při schvalování úvěrů stále přísné podmínky. Domácnosti začaly více spořit a méně si půjčovat, což vedlo ke snížení jejich zadluženosti. Nicméně i přes tyto pozitivní trendy se výkonnost ekonomiky nevrátila na svoji předkrizovou úroveň. Hospodářský růst bohužel nevede k poklesu nezaměstnanosti, která se pohybuje okolo devíti procent. Ozdravný proces je podle něj narušen dvěma atributy, které se v minulých hospodářských krizích nevyskytovaly. Jedná se o výrazný propad trhu s rezidenčními nemovitostmi spolu s krizí ve finančním sektoru. Ty mají vliv jak na domácnosti, které se ocitly ve finanční tísní vlivem hypoteční krize, tak na developery, kteří nemají přístup ke kapitálu na výstavbu nových nemovitostí. Za další brzdu považuje Bernanke i finanční stres související s kolísavostí cen na trhu nemovitostí, která zvyšuje všeobecnou averzi k riziku ve finančním sektoru a ochotu domácností utrácet.

V části věnované měnové politice B. Bernanke zopakoval rozhodnutí Fedu poskytnout veřejnosti informace o očekávaném budoucím nastavení měnověpolitické úrokové sazby. Aktuální makroekonomický výhled naznačuje potřebu ponechání mimořádně nízkých úrokových sazeb přinejmenším do poloviny roku 2013. Bernanke uvedl, že existuje množství nástrojů, které by Fed mohl použít jako dodatečný měnový impuls k podpoře ekonomického oživení, a že budou znovu diskutovány na zářijovém zasedání. To bude oproti původnímu plánu dvoudenní (20. a 21. září). Trhy očekávaná možnost dalšího kola kvantitativního uvolňování tak sice v Bernankeho projevu přímo nezazněla, jeho další projednávání však současně není vyloučeno.

Předseda Fedu se domnívá, že je povinností vlády stabilizovat situaci na trhu s rezidenčními nemovitostmi, a překonat tak současné zpomalení ekonomiky. Z hlediska dlouhodobého hospodářského růstu, který má vliv na životní standard obyvatel, považuje za důležité, aby se vláda vrátila k otázkám, které začala řešit před vypuknutím hospodářské krize. Jedná se o problematiku stárnutí populace, reformu vzdělávacího systému na základních a středních školách a náklady zdravotní péče, které patří k nejvyšším na světě. Centrální banka sice přispívá k hospodářskému růstu v dlouhém období prostřednictvím nízké úrovně inflace a stability na finančních trzích, nicméně většina úkolů v oblasti reálné ekonomiky spočívá na bedrech vlády, která má pravomoc provádět strukturální reformy. Podle názoru předsedy Fedu dosažení hospodářské a finanční stability USA vyžaduje i okamžitou stabilizaci (a v dalších letech i pokles) veřejného dluhu. Dopad nedávného dramatického schvalování plánu na zvýšení dluhového stropu USA na hospodářskou aktivitu se obtížně hodnotí. Podle Bernankeho je však jisté, že tyto události podřívají důvěru domácností a podnikatelského sektoru a zvyšují tak hladinu rizika v ekonomice.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. září 2011. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz).