

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2015

## V tomto čísle

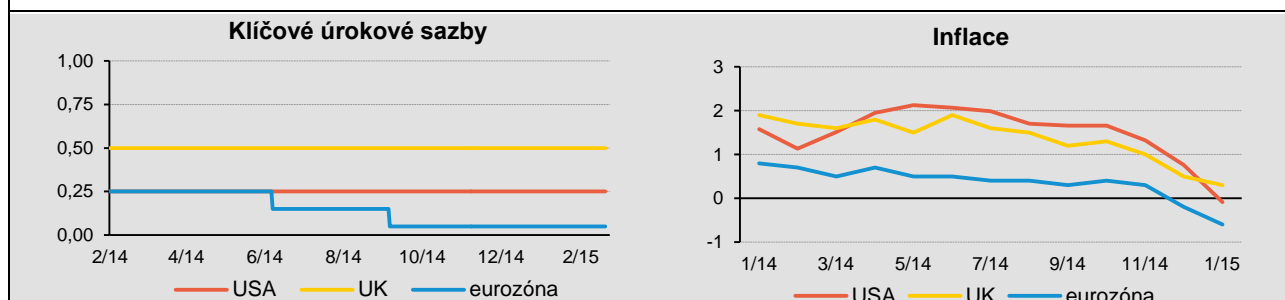
*Uplynulé čtvrtletí proběhlo ve znamení velkých událostí. Švýcarská centrální banka překvapila svět opuštěním svého kurzového závazku, ECB a Riksbank zahájily nákupy vládních dluhopisů. SNB a dánská centrální banka navíc dále snížily své vybrané úrokové sazby do záporných hodnot a stejný krok učinila s příchodem deflace rovněž Riksbank. Ceny klesají také v některých zemích středoevropského regionu, když se v Maďarsku v lednu meziročně snížily o 1,4 % a v Polsku o 1,3 %- Zatímco MNB měnové podmínky neuvolnila, NBP v březnu snížila sazbu rovnou o 0,50 p.b. Ke změně v nastavení měnové politiky nedošlo ani v případě Fedu a Bank of England, i když i u nich je patrné snižování inflace. Téma pod lupou se věnuje hospodářským důsledkům propadu světových cen ropy a souvisejícím reakcím měnové politiky ve vybraných zemích. Vybraný projev patří guvernérovi SNB Thomasi Jordanovi, který mj. vysvětluje důvody pro opuštění režimu minimálního kurzu švýcarského franku k euru.*

## 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>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	8. ledna (0,00) 5. února (0,00) 5. března (0,00)	16. – 17. prosince (0,00) 27. – 28. ledna (0,00)	7. –8. ledna (0,00) 4. –5. února (0,00) 4. –5. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,05 %	0–0,25 %	0,50 %
<b>poslední inflace</b>	-0,3 % (únor 2015) <sup>3</sup>	-0,1 % (leden 2015)	0,3 % (leden 2015)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	2. dubna 7. května 3. června	17. – 18. března 28. – 29. dubna 16. – 17. června	8.–9. dubna 8.–11. května 3.–4. června
<b>další očekávané události</b>	3. června zveřejnění prognózy	15. dubna zveřejnění Beige Book	13. května zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb</b> <sup>4</sup>	→	→	→

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



**ECB** ponechala své úrokové sazby beze změny, od 9. března však bude na sekundárním trhu nakupovat cenné papíry veřejného sektoru, celkové nákupy aktiv mají dosáhnout objemu 60 mld. EUR měsíčně (více v Zajímavých událostech). Inflace se od prosince nachází v záporných hodnotách, k čemuž z velké míry přispívá pokles ceny ropy. Velmi nízká či záporná zřejmě inflace zůstane i v následujících měsících, cenová hladina podle ECB začne mírně růst později v tomto roce. Prognóza předpokládá v roce 2015 nulovou inflaci, v roce 2016 je očekávána na úrovni 1,5 %. Výhled hospodářského růstu byl přehodnocen směrem nahoru s ohledem na očekávané příznivé dopady nižších cen ropy, slabšího efektivního kurzu eura a opatření měnové politiky.

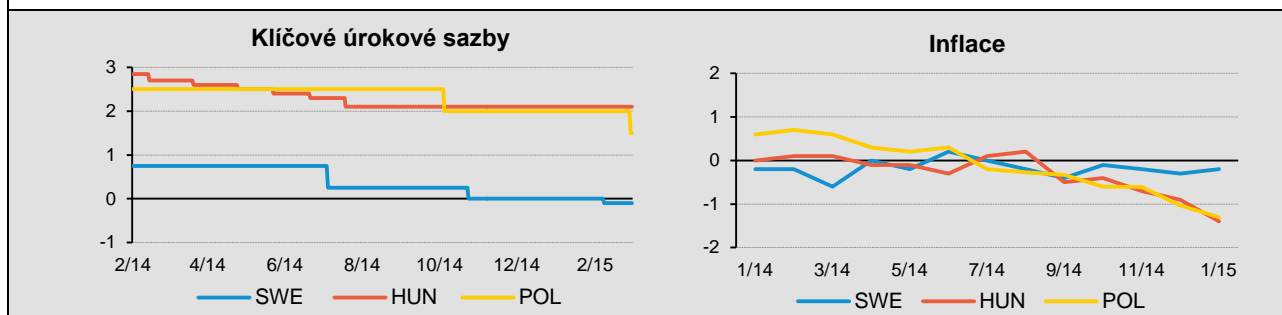
**Fed** i nadále udržuje nízké úrokové sazby v rozmezí 0–0,25 % a pokračuje v reinvestování inkasovaných splátek jistin z jím držených agenturních dluhových nástrojů a cenných papírů krytých hypotékami, držené dluhopisy dosáhnuvší splatnosti jsou rolovány. Díky výraznému růstu počtu nově vytvořených pracovních míst dochází ke snižování míry nevyužitých kapacit na trhu práce a k poklesu míry nezaměstnanosti. Spotřeba domácností mírně roste a nedávné poklesy cen energií zvýšily kupní sílu domácností. FOMC v současné době předpokládá, že i poté, co se zaměstnanost a inflace přiblíží cílům Fedu, mohou ekonomické podmínky po nějakou dobu vyžadovat úrokovou sazbu na nižší úrovni, než by FOMC za normálních okolností považoval za vhodné v takto dlouhém období.

**BoE** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,50 % a nezměnila ani objem držených cenných papírů. Růst HDP za rok 2014 dosáhl 2,7 % a domácí poptávka zůstává robustní při pokračujícím poklesu nezaměstnanosti. Inflace dále klesla až na 0,3 % zejména vlivem poklesu cen pohonných hmot a snížených cen potravin v důsledku konkurenčního boje maloobchodních řetězců. BoE očekává, že inflace může v jarních měsících krátkodobě poklesnout i do záporných hodnot.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 %	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	27. října (-0,25) 15. prosince (0,00) 11. února (-0,10)	16. prosince (0,00) 27. ledna (0,00) 24. února (0,00)	13. – 14. ledna (0,00) 3. – 4. února (0,00) 3. – 4. března (-0,50)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	-0,10 %	2,10 %	1,50 %
<b>poslední inflace</b>	-0,2 % (leden 2015)	-1,4 % (leden 2015)	-1,3 % (leden 2015)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	28. dubna	21. dubna 26. května 23. června	14.–15. dubna 5.–6. května 2.–3. června
<b>další očekávané události</b>	29. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	24. března zveřejnění Quarterly Report on Inflation	1/2 června zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	→	→

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



Přestože je švédská ekonomika relativně silná, nízká aktuální inflace, pokles jejího výhledu i pokles inflačních očekávání přiměl v únoru **Riksbank** ke snížení její hlavní měnověpolitické úrokové sazby (repo sazby) do záporných hodnot na -0,10 %. Podle Riksbank repo sazba na této úrovni setrvá do té doby, dokud nebude CPIF, tj. inflace na bázi spotřebitelských cen s fixní úrokovou sazbou z hypoték, blízko 2% hranice. Podle aktuální prognózy Riksbank se jedná o druhou polovinu roku 2016. Riksbank dále rozhodla o nákupu vládních dluhopisů se splatností od 1 roku do 5 let v objemu 10 mld. SEK a rovněž upozornila, že je připravena využít další nástroje k uvolnění měnových podmínek. Zmínila tyto možnosti: další snížení repo sazby či odsunutí jejího zvyšování, navýšení objemu nakupovaných vládních dluhopisů nebo zavedení programů úvěrování firem skrze banky.

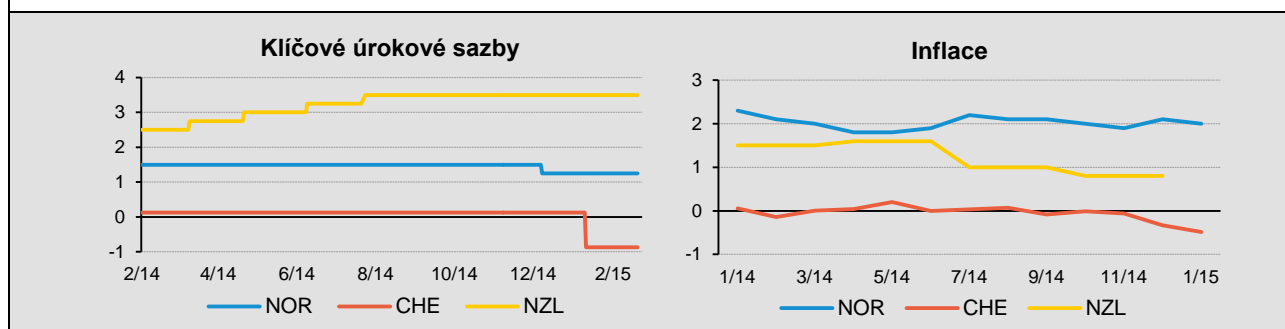
**MNB** ponechala v uplynulém čtvrtletí měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 2,10 %. Ačkoliv se tempo růstu ekonomické aktivity zvyšuje, výstup zůstává pod potenciálem. MNB očekává, že domácí reálná ekonomika bude mít i nadále dezinflační vliv, i když v klesající míře. Nezaměstnanost se v Maďarsku i nadále snižuje, dosud však neklesla k úrovni přirozené míry. Inflační tlaky pravděpodobně zůstanou umírněné nebo přímo utlumené po delší dobu. Inflace v lednu dosáhla výrazně záporných hodnot (-1,4 %). Faktory vývoje cen jsou především trvale nízká inflace na vnějších trzích, vývoj světových cen komodit a dovozních cen, míra nevyužitých kapacit v ekonomice a pokles inflačních očekávání.

**NBP** na březnovém zasedání snížila svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na 1,50 % a dodala, že tímto rozhodnutím uzavírá fázi uvolňování měnové politiky. Období deflace se v Polsku prodlužuje, k jejímu prohlubování přispívají umírněný mzdový růst, pokles cen komodit i absence poptávkových tlaků. Inflační očekávání podniků a domácností zůstávají velmi nízká. Významně vzrostlo riziko, že inflace zůstane pod cílem ve střednědobém horizontu. NBP výrazně snížila prognózu cenového vývoje, když předpokládá inflaci v letošním roce v intervalu od -1,0 do 0,0 % a v roce příštím od -0,1 do 1,8 %. Argumentem pro uvolnění měnové politiky bylo rovněž riziko posílení zlatého v důsledku zahájení programu nákupu aktiv ECB. Hospodářský růst ve čtvrtém čtvrtletí i přes mírné zpomalení zůstal blízko 3 %.

## 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 %	0–2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	11. prosince (-0,25)	11. prosince (0,00) 15. ledna (snížení intervalu)	11. prosince (0,00) 29. ledna (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	1,25 %	od -1,25 do -0,25 % <sup>1</sup>	3,50 %
<b>poslední inflace</b>	2,0 % (leden 2015)	-0,5 % (leden 2015)	0,8 % (Q4 2014)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	19. března 7. května	19. března	12. března 30. dubna
<b>další očekávané události</b>	19. března zveřejnění Monetary policy report	19. března zveřejnění Monetary policy report	12. března zveřejnění Monetary policy statement
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>2</sup></b>	→	→	→

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



**NB** snížila svou úrokovou sazbu o 0,25 % na úroveň 1,25 %, neboť považuje za důležité předejít výraznému propadu ekonomické aktivity. Dá se očekávat, že úroková sazba setrvá na úrovni 1,25 % do konce roku 2016. NB očekává zpomalení domácího ekonomického růstu, k čemuž přispívá zejména nižší aktivita v petrolejářském průmyslu a nižší investice v tomto odvětví. V této souvislosti NB očekává i zvýšení nezaměstnanosti vzhledem k oznámenému propouštění zaměstnanců a škrtům v nákladech. Norská koruna oslabila, čímž napomáhá částečně vstřebat nepříznivé efekty související právě s poklesem cen ropy a podporuje exportující odvětví. Úrokové sazby z hypotečních úvěrů domácnostem dále poklesly.

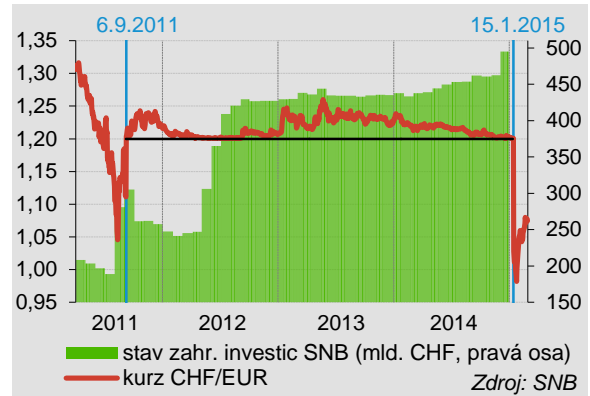
**SNB** v lednu opustila svůj kurzový závazek (1,20 CHF/EUR) a souběžně snížila úrokové sazby do záporných hodnot. Interval klíčové měnověpolitické úrokové sazby (3M LIBOR) byl snížen z hodnot 0,25 % až -0,75 % na -1,25 % až -0,25 %. Úroková sazba na zůstatky bank u SNB (sight deposits account balances) byla snížena z 0,5 % na -0,75 %. Tyto zůstatky udržují u SNB finanční instituce (banky, pojišťovny, centrální banky) a negativní úročení se jich týká až po překročení hranice zůstatku v hodnotě 10 mil. CHF. Posun cílovaného intervalu hlavní měnověpolitické sazby hlouběji do záporných hodnot byl dle vyjádření SBN proveden s cílem zabránit nepřiměřenému zpřísnění měnových podmínek po opuštění kurzového závazku.

**RBNZ** ponechala svou klíčovou měnověpolitickou úrokovou sazbu beze změny na úrovni 3,5 %. Ekonomický růst se pohybuje nad 3 %, je podporován růstem stavební výroby a příjmů domácností. Kurz novozélandského dolaru mírně oslabil, ale i přesto je stále nadhodnocený a RBNZ očekává jeho další oslabení. Nižší ceny ropy podle RBNZ výrazně ovlivní cenový vývoj. Nejdříve skrze ceny pohonných hmot a následně, prostřednictvím tohoto poklesu, dojde ke zvýšení kupní síly obyvatelstva a snížení nákladů pro podnikání.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

### SNB ukončila závazek minimálního kurzu franku k euru

Švýcarská centrální banka v polovině ledna šokovala trhy, když po více než třech letech ukončila svůj závazek udržovat kurz franku na hodnotách slabších než 1,20 CHF/EUR. Na tiskové konferenci banka rozhodnutí zdůvodnila divergencí měnové politiky mezi USA a eurozónou, kdy oslabování eura vůči dolaru vedlo k depreciaci franku vůči americké měně. Po oznámení frank prudce posílil a později mírně korigoval, na konci února se jeho kurz pohyboval kolem 1,07 CHF/EUR. Poté, co za účelem udržení franku na deklarované úrovni nakoupila SNB obrovské množství zahraničních měn (zejména v první polovině roku 2012), hrozil s počátkem letošního roku další enormní nárůst devizových rezerv a tedy i rozvahy centrální banky, jejíž objem je v poměru k HDP největší na světě. Důvodům lednového rozhodnutí se v aktuálním vybraném projevu věnuje guvernér Thomas Jordan.



### ECB zahájila program nákupu dluhopisů,...

Evropská centrální banka oznámila rozhodnutí začít nakupovat vládní dluhopisy členských států eurozóny, spolu s dluhopisy vládních agentur a evropských institucí. Celkový objem nákupů (včetně již probíhajících nákupů v rámci programů ABSPP a CBPP3) je plánován na 60 mld. EUR měsíčně, prováděny budou minimálně do září 2016. Velikost nákupů podle zemí bude odpovídat kapitálovému klíči, navíc jsou stanovena omezení, např. nesmí být nakoupeno více než třetina dluhu žádné vlády. Zatímco ECB nakoupí 8 % celkového objemu, zbývající část případně na národní centrální banky. Pětina objemu bude podléhat sdílenému riziku, u čtyř pětin držných cenných papírů ponese celé riziko národní centrální banky.

### ...a začala zveřejňovat zápisy z měnověpolitických jednání

Od začátku roku začala ECB publikovat zápisy z jednání Rady guvernérů o měnové politice. Zápis má veřejnosti poskytovat vyvážený obrázek o diskutovaných úvahách, není však jmenovitý, [vyvěšen na webu](#) má být vždy čtyři týdny po zasedání. V únoru byl uveřejněn první zápis, a to z lednového jednání.

Současně byl Měsíční bulletin ECB nahrazen Ekonomickým bulletinem, který bude vycházet vždy dva týdny po měnověpolitickém jednání.

### Litva se stala 19. členem eurozóny



Litevci začali od 1. ledna používat euro, výměna bankovek a mincí proběhla bez komplikací. Litevská centrální banka se tak stala členem Eurosystemu. Litva současně vstoupila do jednotného dohledového mechanismu (SSM).

### BoE oznámila změny, které mají vést k větší transparentnosti

Bank of England zveřejnila několik plánovaných změn svých procedur, které by měly dále zvýšit její transparentnost:

- zápis z jednání a zpráva o inflaci budou od srpna 2015 zveřejňovány v den zasedání;
- protokol z jednání bude publikován s odstupem osmi let;
- harmonogram na rok 2016 se změní tak, aby byl umožněn přechod na osm zasedání MPC ročně;

- jsou plánována čtyři společná zasedání MPC a FPC v roce 2016.

### Dánská centrální banka čelí tlakům na posílení koruny

Dánská koruna se dostala pod silný tlak trhů poté, co SNB uvolnila kurz franku a ECB oznámila masivní nákupy dluhopisů. Dánská centrální banka (DN), jejímž hlavním cílem je udržovat svou měnu v úzkém kurzovém pásmu k euru (7,4 DKK/EUR  $\pm$ 2,25 %) a jejíž výše úrokových sazeb tak obvykle následuje změny v nastavení měnové politiky ECB, tak byla nucena masivně intervenovat na devizovém trhu a v průběhu dvou týdnů čtyřikrát snížila depozitní sazbu celkem o 70 b.b. až na -0,75 %. Devizové rezervy centrální banky kvůli nákupům cizích měn v lednu rekordně vzrostly o 106,6 mld. na 564,1 mld. DKK. Na doporučení centrální banky pozastavilo dánské ministerstvo financí vydávání dluhopisů.



### 3. TÉMA POD LUPOU: REAKCE CENTRÁLNÍCH BANK NA PROPAD CENY ROPY

*Nedávný propad ceny ropy by měl významně podpořit světový hospodářský růst. Zatímco příznivé ekonomické dopady se projeví zejména v zemích dovážejících ropu, pro exportéry mohou být následky naopak velmi bolestné. Současně pocítí většina ekonomik výrazné protiinflační působení, které může být umocněno posilující domácí měnou, depreciace kurzu je může naopak tlumit. V ekonomikách, jejichž měnověpolitické sazby jsou již nyní blízko nule či dokonce v záporu a případně využívají nekonvenční nástroje, budou muset centrální banky zvažovat další způsoby uvolnění měnových podmínek.*

Cena ropy spadla od loňského června na méně než polovinu. To by mělo podpořit celkový hospodářský růst ve světě, ovšem s velmi nerovnoměrnými dopady na jednotlivé ekonomiky. Nízké ceny ropy se projeví v nižších nákladech firem, domácnosti ušetří na energiích, a budou tak moci navýšit spotřebu. Dramatické negativní důsledky však může mít cenový propad pro těžáře, firmy v ropném průmyslu i na jejich investory, což povede k omezení investic v energetickém odvětví.

Výsledné dopady na hospodářský růst v jednotlivých zemích se tak budou lišit v závislosti na struktuře dané ekonomiky, zejména na tom, zda se jedná o vývozce ropy (a jak velký podíl má produkce ropy na HDP, resp. nakolik je státní rozpočet závislý na příjmech z ropy) či o čistého dovozce (a jak velká je jeho dovozní a energetická náročnost). Vývoj kurzu národní měny k dolaru může výsledný propad cen ropy a jeho dopady na ekonomiku buď ztlumit (když oslabení dané měny vůči dolaru znamená nižší propad ceny ropy v domácí měně), nebo naopak zvýraznit.

Přímé dopady na inflaci vesměs míří směrem dolů, primárně přes ceny samotných ropných produktů, sekundárně přes snížení nákladů na produkci a distribuci ostatního zboží. V delším horizontu naopak přispěje k opětovnému nárůstu inflace povzbuzení poptávky a hospodářského růstu v případě importérů, zatímco u exportérů se protiinflační tlaky v důsledku zpomalení ekonomické aktivity dále prohloubí. V opačném směru než vývoj ekonomické aktivity pak mohou na inflaci v obou skupinách zemí působit kurzové změny. S propadem ceny ropy se zhoršuje běžný účet čistých exportérů, což tlačí na oslabení jejich domácí měny (pokud se nejedná o ekonomiku s fixním kurzem), a tím působí na nárůst inflace. Na druhou stranu měny čistých importérů v důsledku zlepšení salda běžného účtu mohou mít tendenci posilovat, a případně tak dále přispívat ke snižování cen. V takové situaci by měla centrální banka usilovat o uvolnění měnových podmínek, mnohé však již nyní mají měnověpolitické sazby nastaveny na nule či dokonce v záporných hodnotách, případně využívají nekonvenční nástroje. Některé centrální banky tak budou nuceny zvážit další způsoby uvolnění měnové politiky, obzvláště budou-li klesat inflační očekávání.

Vývozci ropy		Dovozci ropy	
Saúdská Arábie	18,4	USA	21,9
Rusko	11,8	Čína	13,3
Nigérie	6,1	Indie	9,2
Irák	5,9	Japonsko	8,9
Arabské Emiráty	5,8	Korea	6,3
Kuwait	5,1	Německo	4,6
Venezuela	4,6	Itálie	3,7
Kanada	4,5	Španělsko	3,0
Angola	4,2	Nizozemsko	2,8
Mexiko	3,3	Francie	2,8

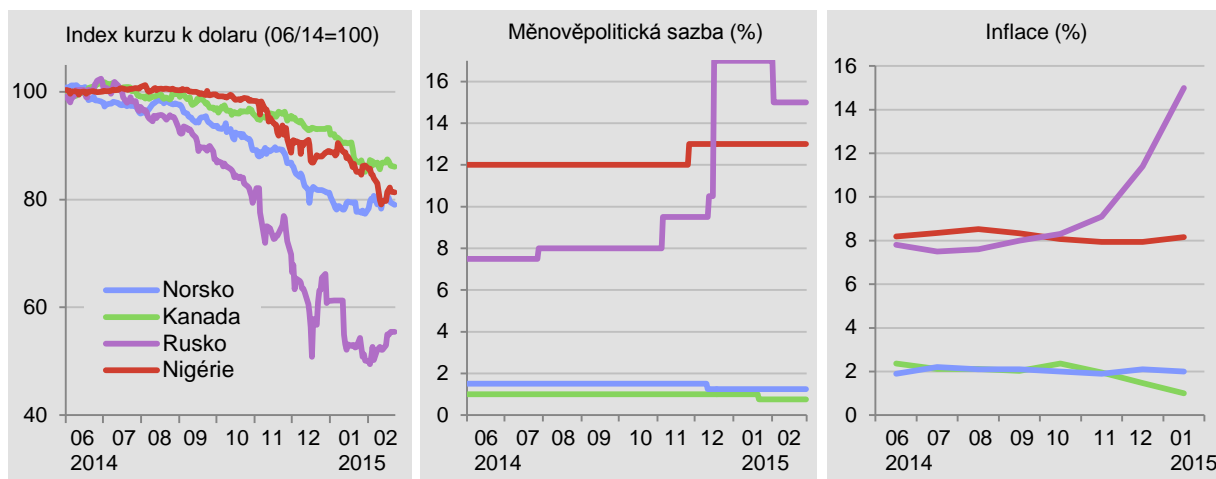
Čistý vývoz / dovoz, podíl na světovém čistém vývozu/dovozu ropy, v %, 2012.  
Zdroj: IEA.



Spektrum **zemí vyvážejících ropu** je poměrně pestré. Mezi nejhroženější ekonomiky patří ty, které jsou málo diverzifikované, příjmy z ropy tvoří velkou část HDP i příjmů státního rozpočtu, a které si v minulosti nevytvořily dostatečné finanční rezervy. S těžkými následky se mohou potýkat např. Bahrain, Angola, Venezuela či Nigérie. Naproti tomu např. Saudská Arábie a Kuwait jsou sice také poměrně úzce zaměřené, mají však k dispozici vysoké rozpočtové rezervy. V Rusku, které je jako významný vývozce také silně zasaženo, je hospodářská situace dále komplikována politickými aspekty. Mezi významnými vývozci jsou také země s režimem cílování inflace Kanada a Norsko, kterým se následující text věnuje na prvním místě.

**Norsko** sice se svým 2% podílem na světové produkci nepatří na první příčky, jde však o nejnámennějšího producenta ropy a plynu v Evropě a vysoké je množství vytěžené ropy v přepočtu na obyvatele. V norské ekonomice tvoří ropa a zemní plyn více než pětinu HDP a dvě třetiny exportu. Severská země zvolila příkladný postup, když velmi brzy po objevení ropných nalezišť začala zpracovávat strategie, jak se vyhnout „Holandské nemoci“ a jak uchovat bohatství pro příští generace. Norský investiční fond, v němž centrální banka spravuje výnosy z ropného průmyslu, dnes patří k největším svrchovaným fondům na světě. S klesající cenou ropy se ovšem transfery do fondu snižují k nule a podle guvernéra Norges Bank se blíží doba, kdy se začne část výnosů z fondu využívat ke krytí rozpočtového deficitu. Nevylučuje také možnost, že velikost fondu dosáhla v poměru k HDP svého maxima.

I přes zodpovědný přístup Norů se ale bude ekonomika muset vyrovnávat s propadem cen ropy, který zhoršuje výhled hospodářské aktivity a hrozí nárůstem nezaměstnanosti, když zhruba každá devátá pracovní pozice je navázána na ropný průmysl. Situaci ovšem mírní postupné oslabování norské koruny, která od června ztratila vůči dolaru pětinu své hodnoty. Centrální banka v prosinci snížila měnověpolitickou sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 %. Oproti mnohým evropským ekonomikám tak má zatím norská měnová politika značný manévrovací prostor. Další rozhodování o nastavení měnové politiky bude následovat v březnu, přičemž oproti prosinci 2014 cena ropy dále poklesla.



Zdroj dat: Datastream

V lednu trhy překvapilo uvolnění měnové politiky **v Kanadě**, kde má energetický sektor desetinový podíl na HDP a čtvrtinový podíl na exportu. Pro kanadskou ekonomiku jsou dopady cenového propadu ropy jednoznačně negativní, i když jsou částečně vykompenzovány pozitivními efekty na spotřebitele a zejména pak povzbuzením růstu americké ekonomiky, se kterou je Kanada významně provázána. Dopady klesajících cen ropy se již promítají do inflace, která v lednu klesla na 1,0 %. Bank of Canada předpokládá, že inflace bude dále klesat a ve druhém čtvrtletí dosáhne minima mírně nad nulou, nevylučuje však ani její dočasný pokles do záporu. BoC považuje snížení své hlavní sazby o 0,25 p.b. na 0,75 % za pojistku,

kteřá má podpořit sektorové přizpůsobení ekonomiky a návrat inflace k cíli koncem roku 2016. To by rovněž mělo udržet inflační očekávání pevně ukotvená.

**Rusko** je druhým největším světovým vývozcem ropy, když těží zhruba 13 % celkové světové produkce a současně je na první příčce v exportu zemního plynu i ropných produktů. Energetický sektor tvoří čtvrtinu HDP, téměř tři čtvrtiny celkového vývozu a zhruba polovinu příjmů státního rozpočtu. Ruská centrální banka na konci minulého roku zrušila pásmo pro udržování kurzu rublu a prudce zvyšovala své úrokové sazby (až k 17 %) s cílem omezit prudké oslabování měny, které tlačí ceny vzhůru, a to spolu s restrikcemi na dovoz zboží. Meziroční inflace v lednu vzrostla na 15 %, inflační tlaky jsou nadále vysoké. Centrální banka přesto snížila sazbu o 2 p.b. Se začátkem tohoto roku přitom oznámila přechod provádění měnové politiky do režimu cílování inflace, s cílem snížit inflaci na 4 % v roce 2017.

**Nigérie** se sice podílí na světové produkci „pouze“ třemi procenty, v pořadí čistých exportérů je však druhá a v její ekonomice hraje ropa velmi významnou roli, když tvoří zhruba 94 % všech vývozu a na příjmech státního rozpočtu se podílí zhruba sedmdesáti procenty. Centrální banka (kteřá však nemá plnou nezávislost) se snažila udržet vyhlášený kurz tamní měny (nairy), v listopadu mírně zvýšila svou hlavní úrokovou sazbu ze 12 na 13 %, avšak s rychle mizejícími devizovými rezervami již není schopna stabilitu kurzu udržet. Inflace činila v lednu 8,2 %. Vláda sice založila speciální fond na příjmy z ropy, jeho hodnota se však snížila z 21 mld. USD v roce 2008 na pouhé 3 mld. USD. Prostor pro fiskální expanzi je tak velmi omezený, vládní organizace pracují na navýšení příjmů z jiných než ropných zdrojů.

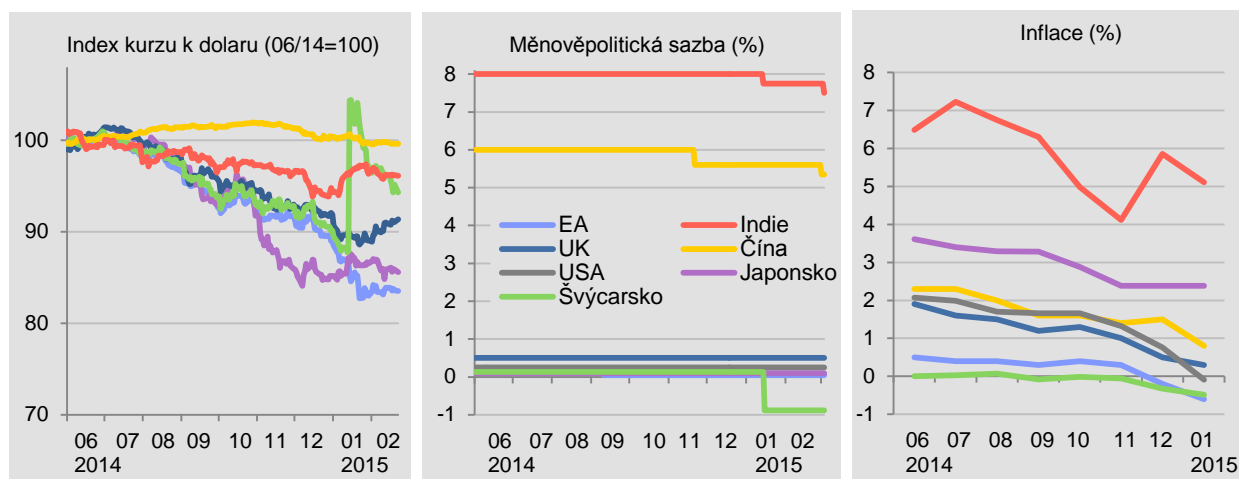
Tvrdě dopadá ropný šok na socialistickou **Venezuelu**, kde ropa tvoří 94 % exportu a téměř polovinu příjmů státního rozpočtu. Jihoamerická ekonomika se potýká s krizí, kdy v zemi panuje nedostatek základního zboží, regály zejí prázdnotou, v obchodech se tvoří od brzkých ranních hodin dlouhé fronty a často dochází k potyčkám. Měnový systém poskytuje tři měnové kurzy: na jídlo a léky na úrovni 6,3 bolivarů za dolar; a další dva kurzy (nazývané Sicad I a Sicad II) ve výši 12 a 52 bolivarů. Nákup dolarů za uvedených podmínek je ale zatížen mnoha bariérami a prodleními. Podle neoficiálních informací je na černém trhu možné získat dolar za zhruba až 190 bolivarů. Následkem silných tlaků byl třetí zmiňovaný kurz v únoru nahrazen „tržnějším“ systémem Simadi, jehož kurz činil na konci měsíce 172 bolivarů za dolar. Inflace v roce 2014 činila 68,5 %, když jen v prosinci vzrostly ceny meziměsíčně o 5,3 %.

Je zřejmé, že hospodářské dopady na **státy dovážející ropu** budou podstatně příznivější než u exportérů. Ekonomickou aktivitu v zemích závislých na dovozu ropy by propad její ceny, který je pozitivním nákladovým šokem, měl významně povzbudit. Protiinflační působení však může být pro některé centrální bankéře znepokojující více než kdy jindy, když v mnoha ekonomikách je inflace velmi nízká či dokonce záporná a měnověpolitické úrokové sazby dosáhly svého dna. To platí zejména pro **eurozónu**, kteřá spotřebovává téměř 15 % světové produkce ropy. Na dovozu ropy je silně závislé také **Japonsko**, jehož inflace se sice v loňském roce odpoutala od nulových hodnot, došlo k tomu však zčásti vlivem zvýšení daní a propad cen ropy může působit proti snaze Bank of Japan ukotvit inflační očekávání na jejím 2% cíli. Oběma zmíněným ekonomikám sice situaci ulehčuje depreciace jejich měn, hrozba deflace je však stále přítomná.

Mnohem příznivější vyhlídky mají **Spojené státy** a **Británie**, kde už se v minulém roce začaly objevovat hlasy volající po zpříšňování měnových podmínek. I zde se však již projevuje pokles cen energetických surovin. A zatímco na konci loňského roku dva členové měnověpolitického výboru Bank of England hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb, v letošním roce již panovala jednomyslná shoda na jejich ponechání na stávající úrovni. S ohledem na aktuální protiinflační rizika tak pravděpodobně dojde k odkladu zvyšování sazeb.

Levná ropa by měla povzbudit růst také v **Číně**, kteřá je druhým největším spotřebitelem na světě, dopady však nebudou rovnoměrné. Ačkoliv je Čína čistým dovozcem, patří také k největším producentům ropy a na nemalou část ekonomiky propad cen ropy dopadne

nepříznivě. Přímé dopady na domácnosti i firmy jsou však zmírňované státními zásahy do cen. Celkový růst spotřebitelských cen v ekonomice je velmi nízký, v lednu klesla meziroční inflace na 0,8 %.



Pozn: MP sazba Číny – 1letá zápůjční sazba.  
Zdroj dat: Datastream

**Indie** stojí na žebříčku světové spotřeby ropy na čtvrtém místě a z cenového vývoje bude významně profitovat. Snižující se náklady na celkový dovoz pomohou snížit deficit běžného účtu, ale také schodek státního rozpočtu, zatíženého subvencemi na pohonné hmoty pro domácnosti. Klesající inflační tlaky se pozvolna promítají do inflace, která byla v posledních měsících vysoká. Tamní centrální banka (Rezervní banka Indie) proto letos již dvakrát snížila svou měnověpolitickou úrokovou sazbu, což by mělo růst indické ekonomiky dále podpořit. V únoru byl navíc stanoven cíl snížit inflaci pod 6 % do ledna 2016 a inflační cíl pro finanční rok 2016–17 a pro roky následující ve výši 4 % s tolerančním pásmem  $\pm 2$  p.b.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: UKONČENÍ ŠVÝCARSKÉHO KURZOVÉHO ZÁVAZKU

*Dne 17. února ozřejmil guvernér SNB Thomas Jordan ve svém [projevu](#) lednové rozhodnutí centrální banky opustit kurzový závazek, vysvětlil jeho příčiny i důsledky a poukázal na schopnost švýcarské ekonomiky přizpůsobit se aktuálnímu posílení kurzu.*

V mezinárodním finančním systému hraje švýcarská měna mnohem větší roli, než by přirozeně odpovídalo velikosti švýcarské ekonomiky. To je dáno postavením franku, který je dlouhodobě trhy vnímán jako bezpečný přístav. Rozhodnutí Švýcarska zůstat mimo EU a zachovat si tradiční politickou autonomii i nezávislost měnové politiky přináší průběžně kurzové výkyvy. První posílení měnového kurzu, které Jordan ve svém projevu zmiňuje, přišlo v počátku americké finanční krize během srpna 2007. Švýcarský frank zpevňoval též po pádu Lehman Brothers, a to v důsledku obrovské nejistoty na mezinárodních trzích, a následně i v průběhu velké recese, přičemž se situace nejvíce zhoršila v letech 2010 a 2011. Od srpna 2007 do srpna 2011 posílil švýcarský frank v reálném efektivním vyjádření přibližně o 40 %. Dne 6. září 2011 oznámila SNB závazek udržovat kurz švýcarského franku vůči euru nad minimální úroveň 1,20 CHF/EUR. Cílem centrální banky bylo zabránit prudkému zpříšňování měnových podmínek v době významného poklesu výhledu globální ekonomiky při již nulových měnověpolitických úrokových sazbách. Kurzový závazek přinesl ekonomice částečnou úlevu, podniky se díky němu mohly zaměřit na přizpůsobení ekonomickému tlaku snižováním nákladů a zvyšováním produktivity. Kurzový závazek byl, jak zmiňuje Jordan, výjimečným a dočasným opatřením.

SNB překvapila trhy ukončením svého kurzového závazku 15. ledna 2015. Jordan vysvětluje, že pokud by banka svůj záměr ohlásila předem, otevřela by dveře spekulativním útokům. Na samotné oznámení centrální banky reagovaly trhy okamžitě skokovým posílením kurzu, který následně mírně korigoval, stále se však pohybuje na výrazně nadhodnocené úrovni. Důvodem pro ukončení závazku v tuto chvíli byl dle Jordana mezinárodní vývoj, kdy se postupně rozchází směřování měnových politik Fedu a ECB. Vlivem očekávání zahájení masivního programu kvantitativního uvolňování v eurozóně se začátkem roku významně zvýšil tlak na posilování švýcarského franku k euru a minimální kurz se stal neudržitelným. Pokud by SNB pokračovala v hájení svého závazku, rozvaha centrální banky by výrazně narostla, čímž by náklady dané politiky převyšovaly její přínosy.

Výrazné posílení měnového kurzu nicméně představuje pro švýcarskou ekonomiku výzvu. Na základě historické zkušenosti je Jordan přesvědčen, že ji Švýcarsko dobře zvládne. Vyzdvihuje přitom strukturální faktory, které pomohly Švýcarsku ve srovnání s eurozónou rychleji obnovit ekonomický růst po zásahu krize. Švýcarsko je vysoce inovativní zemí a nejsou to dnes jen banky, hodinky a čokoláda, které jsou pro ekonomiku důležité. Ve srovnání s rokem 1990 je v současnosti ve Švýcarsku významnější zastoupení výroby s vysokou přidanou hodnotou, jejichž podíl překračuje evropský průměr; značně narostl význam zejména farmaceutického a chemického průmyslu. Švýcarské investice do výzkumu patří mezi nejvyšší na světě. Obchod se čím dál více diverzifikuje a švýcarští exportéři se geograficky přeorientovávají na USA, Čínu a další rozvíjející se země, i když eurozóna stále absorbuje přes 50 % vývozu. Flexibilní trh práce zvyšuje obranyschopnost ekonomiky, když poskytuje jen nízkou míru ochrany proti propouštění a štědrá podpora v nezaměstnanosti, stávky jsou výjimečným jevem, kolektivní smlouvy jsou výsledkem konsenzu s minimálními zásahy vlády a často se využívají zkrácené pracovní úvazky. Jako poslední faktor Jordan uvádí striktní fiskální pravidlo, které je přísně dodržováno. Pravidlo bylo zavedeno začátkem roku 2000, dluhová brzda váže vládní výdaje na cyklicky očištěné příjmy, přičemž dlouhodobě míří ke strukturálně vyrovnanému rozpočtu. Fiskální politika tak zůstává proticyklická a působí především skrze automatické stabilizátory. Rozpočtové přebytky z předkrizových let přitom významně pomohly v období krize, kdy se Švýcarsko obešlo bez zvyšování daní i úsporných balíčků.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 5. března 2015. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [podatelna@cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz).