

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a strategie

Větší část námi sledovaných centrálních bank v uplynulých třech měsících pokračovala ve zpříšňování měnové politiky. ECB, BoE, NBP zvýšily své sazby o 0,25 p.b., RBNZ dokonce o 0,50 p.b. Beze změn zůstaly sazby ve Švédsku, Maďarsku a ve Spojených státech. Jako jediná banka přistoupila ke snížení sazeb NBS, a to celkem o 0,50 p.b. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme hodnocení Kypru a Malty v konvergenčních zprávách Evropské komise a ECB. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Kate Barker o tom, má-li být měnová politika spíše aktivistická nebo gradualistická.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (březen 2007) a očekávané budoucí informace

	inflační cíl ¹	poslední inflace	aktuální základní sazba	datum MP zasedání/změna sazeb/očekávání ²	příští MP zasedání/očekávání ³	další očekávané události
eurozóna (European Central Bank, ECB)	< 2,0 %	1,9 % (květen 2007) ⁴	4,00 %	12. dubna/0,00 10. května/0,00 6. června/+0,25 ↗	5. července 6. září ↗	6. září zveřejnění prognózy
Švédsko (Sveriges Riksbank, SR)	2,0 %	1,9 % (duben 2007)	3,25 %	29. března/0,00 3. května/0,00 ↗	19. června 6. září ↗	20. června publikován Monetary Policy Report
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0 %	2,8 % (duben 2007)	5,50 %	4.-5. dubna/0,00 9.-10. května/+0,25 6.-7. června/0,00 ↗	4.-5. července 1.-2. srpna 5.-6. září →	8. srpna zveřejnění IR ⁵
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,0 %	8,8 % (duben 2007)	8,00 %	26. března/0,00 23. dubna/0,00 21. května/0,00 →	25. června 23. července 27. srpna ↘	27. srpna zveřejnění IR ⁵
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	2,3 % (duben 2007)	4,25 %	27.-28. března/0,00 24.-25. dubna/+0,25 29.-30. května/0,00 →	26.-27. června 24.-25. července 28.-29. srpna →	26. července zveřejnění IR ⁵
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,0 %	2,0 % (duben 2007)	4,25 %	27. března/-0,25 24. dubna/-0,25 29. května/0,00 →	26. června ⁶ 31. července 28. srpna →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	2,3 % (duben 2007)	5,25 %	20.-21. března/0,00 9. května/0,00 →	27.-28. června 7. srpna →	13. června, 25. července a 5. září zveřejnění Beige Book
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	2,5 % (1Q 2007)	8,00 %	26. dubna/+0,25 7. června/+0,25 →	26. července →	

¹ inflační cíl platný pro aktuální období, v případě Slovenska cíl pro konec roku

² směr očekávání změny sazeb v uplynulých třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ

³ předběžné termíny zasedání, směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ

⁴ předběžný odhad

⁵ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

⁶ NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy

2. Zajímavé události

[ECB a EK publikovala konvergenční zprávy Kypru a Malty...](#)

V polovině května zveřejnily ECB a Evropská komise své konvergenční zprávy hodnotící připravenost Kypru a Malty k přijetí společné evropské měny. Dle těchto zpráv Kypr splnil všechny podmínky stanovené Maastrichtskou smlouvou a dostal následně kladné doporučení Evropské komise. V případě Malty zpráva Evropské komise konstatovala dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence, a tedy splnění jedné z hlavních podmínek pro zavedení eura v této zemi. Vyznění konvergenčních zpráv se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

[...a odprodala další část svého zlata](#)

ECB v průběhu dubna a května prodala 37 tun zlata ze svých rezerv. Prodej je v souladu s dohodou mezi 15 evropskými centrálními bankami o prodeji zlata (Central Bank Gold Agreement), která byla uzavřena v září 2004. Spolu s prodejem 23 tun na podzim loňského roku dosáhl prodej zlata ECB ve třetím roce platnosti dohody výše 60 tun. ECB nebude do konce září prodávat další zlato.

[Sveriges Riksbank má nové členy výkonné rady...](#)

V souvislosti s vypršením mandátu Kristiny Persson a s rezignací prvního zástupce guvernéra Evy Srejber jmenovala generální rada Riksbank dva nové členy výkonné rady. Stali se jimi Lars E. O. Svensson, profesor na Princeton University, a Barbro Wickman-Parak, hlavní ekonomka SBAB (Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag). Generální rada zároveň jmenovala do funkce prvního zástupce guvernéra Irmu Rosenberg.

[...a je více transparentní](#)

V souvislosti s nedávným rozhodnutím Riksbank zveřejňovat svoji prognózu úrokových sazeb (viz březnové číslo Monitoringu) dojde k několika dalším změnám v komunikaci Riksbanky. Za prvé, tisková konference po skončení jednání výkonné rady bude svolávána bez ohledu na to, zda dojde či nedojde ke změně úrokových sazeb. Do současnosti byly konference svolávány pouze při změně sazeb nebo při publikování nové prognózy. Za druhé, členové výkonné rady budou signalizovat budoucí vývoj úrokových sazeb pouze při svém zasedání a nikoliv v mezidobí mezi zasedáními. Výjimkou z tohoto pravidla mohou být situace, kdy dochází k radikální změně v ekonomické situaci. Poslední změnou je uvádění jmenovitých argumentů v zápisech z jednání výkonné rady.

[BoE napsala první dopis ministru financí](#)

Britská inflace dosáhla v březnu hodnoty 3,1 %, a překročila tak poprvé v desetileté historii nezávislé Bank of England o více než jeden procentní bod její cíl, stanovený na 2 %. BoE byla v této situaci povinna poslat otevřený dopis britskému ministru financí vysvětlující důvody přestřelení, reakci BoE a očekávané datum navrácení inflace k cíli.

[NBP založila kancelář pro integraci s eurozónou](#)

Hlavním úkolem nově založené Kanceláře pro integraci s eurozónou je příprava zprávy o plném členství Polska ve třetí etapě hospodářské a měnové unie (EMU). Tato zpráva má obsahovat analýzu nákladů a přínosů členství v eurozóně, zhodnocení dosavadního fungování eurozóny a konkretizaci podmínek pro přijetí eura v Polsku. Vyznění zprávy bude konzultováno s akademickými a finančními institucemi, se zástupci zaměstnanců i zaměstnavatelů a dalšími veřejnými institucemi.

[Revalvace parity slovenské koruny](#)

Na žádost Slovenska a po dohodě ministrů financí členských zemí eurozóny a zemí účastnících se kurzového mechanismu ERM II došlo v březnu k revalvaci centrální parity slovenské koruny. Nová centrální parita byla stanovena na 35,4424 SKK/EUR, tj. je silnější o 8,5 %. Dle vyjádření NBS je revalvace parity v souladu s rovnovážným vývojem fundamentálních veličin, neboť za apreciací nominálního měnového kurzu slovenské koruny stojí vysoký růst produktivity.

Alan Bollard znovu jmenován guvernérem RBNZ

Novozélandský ministr financí Michael Cullen znovu jmenoval Alan Bollarda guvernérem RBNZ na příštích pět let. Zároveň ministr financí s guvernérem uzavřeli novou dohodu o cílech RBNZ (Policy Targets Agreement), jejíž znění se oproti předchozí dohodě nezměnilo, neboť dle vyjádření obou stran již stávající znění dohody zaručuje transparentnost a dostatečnou odpovědnost ve výkonu měnové politiky RBNZ.

Čína rozšířila flukтуаční pásmo

Čínská lidová banka (PBC) v květnu rozšířila denní flukтуаční pásmo kurzu domácí měny vůči dolaru na $\pm 0,5$ %. Dosavadní pásmo činilo $\pm 0,3$ % a bylo ho dosaženo pouze výjimečně. Toto opatření je dle vyjádření PBC dalším krokem v postupném uvolňování kurzového režimu s cílem posílit cenotvornou úlohu finančních institucí a jejich risk management.

3. Téma pod lupou: Konvergenční zprávy hodnotí připravenost Kypru a Malty na euro

V polovině května zveřejnily [ECB](#) a [Evropská komise](#) (dále jen Komise) své konvergenční zprávy hodnotící připravenost Kypru a Malty k přijetí společné evropské měny. Dle těchto zpráv Kypr splnil všechny podmínky stanovené Maastrichtskou smlouvou a dostal následně kladné doporučení Komise. V případě Malty zpráva Komise konstatovala dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence, a tedy splnění jedné z hlavních podmínek pro zavedení eura v této zemi. Na rozdíl od Kypru bylo však doporučení Komise v tomto případě podmíněno zrušením procedury nadměrného deficitu, která se na tuto zemi podle zpráv ECB i Komise vztahovala. Současně s konvergenční zprávou přitom Evropská komise předala Radě EU ve složení ministrů financí členských zemí (dále jen ECOFIN) návrh na zrušení procedury nadměrného schodku pro Maltu. ECOFIN tomuto návrhu na svém červnovém zasedání vyhověl a proceduru ukončil, a kritérium stability veřejných financí je tak Maltou splněno. Konečné rozhodnutí o přijetí či nepřijetí nových zemí do eurozóny přijme ECOFIN v červenci.

Kritérium cenové stability bez problémů plněno v obou zemích

Kypr a Malta požádaly v únoru ECB a Komisi o vypracování mimořádných konvergenčních zpráv tak, aby bylo v těchto zemích možné přijmout euro začátkem příštího roku. Míra harmonizované inflace byla na Kypru resp. Maltě za sledované období (duben 2006 – březen 2007) 2,0 % resp. 2,2 %, a byla tak o 1,0 resp. 0,8 p.b. nižší než referenční hodnota daná průměrem třech zemí EU s nejnižší inflací (v tomto případě 3 %). Podle zprávy Komise i ECB tak obě země s rezervou splnily konvergenční kritérium cenové stability, přičemž inflace byla v těchto zemích relativně stabilní i v předchozích letech. Rovněž v případě obou zemí Komise konstatuje, že v příštích měsících zůstane inflace pravděpodobně pod referenční hodnotou. Nepatrná proinflační rizika tohoto výhledu v případě Kypru souvisejí zejména se sekundárními dopady minulého vývoje cen energetických surovin a očekávanou harmonizací sazeb DPH. V případě Malty je z hlediska budoucnosti určitým proinflačním rizikem zejména obnovení růstu cen energetických surovin a současný rychlý růst úvěrů.

Plnění kritéria dlouhodobých úrokových sazeb taktéž nečiní nejmenší potíže

Jak na Kypru (4,2 %), tak na Maltě (4,3 %) byly v hodnoceném období dlouhodobé úrokové sazby hluboko pod referenční hodnotou (6,4 %). Hodnocení koresponduje s tím, že sazby byly v obou zemích prakticky na úrovni úrokových sazeb ve třech zemích EU s nejnižší inflací a vůči průměru sazeb v eurozóně byly jen o málo vyšší.

Úspěšný pobyt obou zemí v kurzovém mechanismu ERM II

Stejně tak bylo v obou zemích v referenčním období (květen 2005 - duben 2007) plněno bez větších potíží kurzové konvergenční kritérium. Obě země se v tomto období účastnily kurzového mechanismu ERM II. Kyperská centrální banka udržovala kurz měny velmi blízko centrální parity v apreciačním pásmu a v případě centrální banky Malty se v souladu s jejím prohlášením před vstupem do ERM II dokonce jednalo o udržování kurzu přímo na stanovené centrální paritě. Kurz byl v obou zemích proto v daném období stabilní i přes v posledních letech vysoký deficit běžného účtu platební bilance. Čistý odliv portfoliových investic zaznamenaný v posledních dvou letech byl zejména v případě Malty více než financován čistým přílivem přímých a zejména ostatních investic.

Splnění výše uvedených třech konvergenčních kritérií je zejména důsledkem pro podmínky těchto zemí vhodně zvolené měnové politiky soustředící se de facto na udržování fixního kurzu. Primárně prostřednictvím něj měnová politika usiluje o dosažení a udržení nízké inflace a úrokových sazeb. Tento režim je vhodný pro země, které již dosáhly relativně vysoké úrovně reálné konvergence vůči jádru EU, a které proto zaznamenávají pouze nízké tempo rovnovážného posilování svých národních měn. Velmi podobné měnověpolitické aranžmá jako v případě těchto dvou relativně vyspělých ekonomik vede nicméně v jiných zemích, které ho uplatňují (např. pobaltské státy), k vysoké inflaci

a neplnění inflačního kritéria. V těchto méně vyspělých ekonomikách s rovnovážně posilujícími měnami totiž fixní kurzové režimy neumožňují prostřednictvím nominální apreciacie absorbovat inflační tlaky plynoucí z dohánění cenové a ekonomické úrovně vyspělých zemí.

S plněním fiskálního kritéria Malta zápasila do posledního okamžiku

V případě Kypru byla kritéria v oblasti veřejných financí splněna. Procedura nadměrného deficitu pro Kypr byla ukončena v červenci 2006. Deficit veřejných financí činil v roce 2006 1,5 % HDP a byl značně pod úrovní referenčního kritéria (3 %). Pro rok 2007 se očekává další mírné zlepšení. Veřejný dluh v roce 2006 činil 65,3 % HDP, a převyšoval tak úroveň referenčního kritéria (60 %). Pro rok 2007 se očekává poměrně značné zlepšení, takže pod hranici 60 % by se měl veřejný dluh v poměru k HDP dostat na přelomu let 2008 až 2009. Tento vývoj lze považovat z hlediska plnění daného kritéria za dostačující. Komise má řadu námětů na další zlepšení i mnoho připomínek k vládnímu scénáři, ale celkově zlepšující trend veřejného dluhu nezpochybňuje.

V případě Malty jsou rovněž vykazovány zlepšující se výsledky ve srovnání se situací k datu vstupu země do EU. Deficit veřejných financí činil za rok 2006 2,6 % HDP, a byl tak pod referenční úroveň kritéria. Pro rok 2007 se očekává jeho další mírný pokles. Veřejný dluh v roce 2006 činil 66,5 % HDP, a převyšoval tak referenční úroveň kritéria. Pro rok 2007 se přitom očekává pouze mírný pokles podílu veřejného dluhu na HDP. Konvergenční zpráva ECB si všímá i faktu, že část zlepšení deficitu veřejných financí v roce 2005 a 2006 je nutno připsat vlivu jednorázových opatření. ECB ve své zprávě očekává, že pokles celkové zadluženosti pod úroveň 60 % bude trvat ještě řadu let. Součástí konvergenčních kritérií je i podmínka, že na zemi se nesmí vztahovat rozhodnutí ECOFIN o nadměrném schodku. Zpráva ECB i Komise přitom konstatovala, že na Maltu se vztahovala procedura nadměrného schodku. Na rozdíl od Kypru tak bylo doporučení Komise v tomto případě podmíněno zrušením procedury nadměrného deficitu. Současně s konvergenční zprávou však Evropská komise předala Radě EU ve složení ministrů financí členských zemí (dále jen ECOFIN) návrh na zrušení procedury nadměrného schodku pro Maltu. ECOFIN tomuto návrhu na svém červnovém zasedání vyhověl a proceduru ukončil, a kritérium stability veřejných financí je tak Maltou splněno.

Kompatibilita národní legislativy dosaženo v obou zemích

Ve zprávě ECB i Komise je uvedeno, že národní legislativa obou zemí je slučitelná s požadavky Smlouvy o založení ES a Statutem ESCB a ECB. V případě Malty je však ve zprávě Komise konstatována existence nedokonalosti zákona o centrální bance v oblasti zákazu měnového financování. Nedokonalost se týká možnosti poskytnout úvěr maltským bankám za účelem zachování finanční stability a v dalších výjimečných případech. Podle Komise může jít v tomto případě o veřejnou podporu, kterou by neměl poskytovat stát. Nicméně tento fakt neměl vliv na celkové hodnocení tohoto kritéria.

Poslední slovo bude mít ECOFIN

Konečné rozhodnutí o přijetí či nepřijetí nových zemí do eurozóny přijme ECOFIN v červenci. V případě jeho pozitivního rozhodnutí budou pro každou zemi určeny trvalé přepočítací koeficienty mezi eurem a národní měnou. Obě země mají zavést euro k 1. lednu 2008 podle jednorázového scénáře (tzv. Big Bang), který spočívá v současném zavedení eura v bezhotovostní i hotovostní podobě.

4. Vybraný projev: Kate Barker o četnosti změn úrokových sazeb

V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Kate Barker, členky Monetary Policy Committee BoE (dále jen MPC), pod názvem „Změny úrokových sazeb – příliš mnoho nebo příliš málo?“, které přednesla na North East Dinner, Confederation of British Industry v Newton Aycliffe dne 20. března 2007.

Kate Barker ve svém projevu nejprve shrnula teoretické postoje a praktickou zkušenost s načasováním změn měnověpolitických sazeb během téměř desetiletého fungování MPC a svého šestiletého mandátu. Od svého prvního jednání (červen 1997) se členové MPC sešli celkem 119krát, úrokové sazby byly změněny na 34 jednáních, přičemž nejvyšší hodnoty dosáhly v červnu 1998 (7,5 %) a nejnižší v červenci 2003 (3,5 %). V této souvislosti Kate Barker nejprve odmítla časté rozdělování členů MPC na tzv. „holubice“ a „jestřáby“. Kdyby opravdu byli tvůrci měnové politiky náchylní k systematicky „měkkému“ nebo „tvrdému“ postoji při udržování nízké inflace, pak by selhávali v plnění svého hlavního úkolu, tj. cenové stability vyjádřené symetrickým inflačním cílem. Odlišné hlasování jednotlivých členů MPC tak spíše odráží rozdílné individuální vnímání ekonomického vývoje a nastíněných rizik, či odlišnou představu o vhodné měnověpolitické strategii.

Následně Kate Barker připomenula dva postoje související s časováním změn úrokových sazeb. Prvním je *gradualismus* (požadovaná změna úrokových sazeb je implementována postupně, nikoli naráz), druhým pak *vyčkávání* (změna úrokových sazeb je odložena na později). Vyčkávání je nejčastěji motivováno opatrností ohledně změny trendu v nastavení úrokových sazeb, avšak i vyčkáváním na určitou informaci nebo sofistikovanější analýzu nových dat. Ve prospěch gradualismu hovoří existence nejistoty o detailním fungování ekonomiky a míře schopnosti centrální banky ovlivňovat inflaci změnou úrokových sazeb, jakož i nejistot plynoucích z posléze revidovaných ekonomických dat. V neprospěch gradualismu naopak hovoří to, že příliš pomalá a opatrná reakce zvyšuje pravděpodobnost podstatné odchylky inflace od inflačního cíle a nutnosti silnější korekce v budoucnu. Časté zvraty v nastavení úrokových sazeb mohou dále snížit kredibilitu měnové politiky a zvýšit náklady mylného zásahu. Navíc povedou ke snížení schopnosti centrální banky ovlivňovat dlouhodobé úrokové sazby. V systému měnověpolitického rozhodování s měsíční frekvencí proto Kate Barker vždy upřednostňovala okamžitou změnu sazeb před vyčkáváním. Za výhodu svého postoje považuje Kate Barker možnost pokračovat v postupných změnách sazeb ve shodném směru, pokud si to nově přichodící data vyžadají, a snížení rizika budoucí potřeby prudké změny úrokových sazeb.

Empirické práce zkoumající chování MPC ve srovnání s výsledky predikcí podle jednoduchého Taylorova pravidla (výše úrokových sazeb závisí na výši inflace a mezeře výstupu) naznačují, že MPC se jeví jako relativně pohotově reagující na nové zprávy v porovnání s reakcí tvůrců měnové politiky v předchozích dvaceti letech. Taylorovo pravidlo rozšířené o proměnné zastupující finanční podmínky nebo používání dat v reálném čase vedlo k výsledku, že desetileté fungování MPC se jeví jako méně gradualistické. Obdobné závěry pramení z výsledků vpředhledicího Taylorova pravidla. Ze zkušenosti 8 vybraných centrálních bank cílujících inflaci plyne, že se tvůrci měnové politiky: (i) více obávají změny úrokových sazeb v novém směru (hrozba ztráty kredibility), (ii) uchylují častěji ke změnám úrokových sazeb při projednávání nové makroekonomické prognózy.

Závěrem Kate Barker poznamenala, že MPC se stalo za posledních 10 let méně aktivistickým, a to i díky změně ekonomického prostředí. Dále uvedla, že jeho externí členové byli v průměru více aktivní při hlasování o úrokových sazbách v porovnání s interními členy. Zastoupení externích členů nejen rozšiřuje škálu názorů, ale i preventivně zabraňuje riziku uzavření se do sebe.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. června 2007. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz