

**Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a strategie**

Uplynulé tři měsíce byly ve znamení nejistot ohledně dopadů krize na světových finančních trzích a přetrvávající investorské nervozity. Fed v této situaci sáhl ke dvojímu snížení klíčové úrokové sazby (kumulativně o 0,75 p.b.) v obavách před přelitím negativních efektů do reálné ekonomiky. Další bankou, která snížila sazby, byla BoE a MNB. ECB spíše vyčkávala a sazby nezměnila, stejně tak jako RBNZ. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme změnám v komunikaci měnové politiky Fedu. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Jürgena Starke týkající se měnověpolitických výzev pro nové členské země EU.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (září 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 %	3,0 % (listopad 2007) ⁶	4,00 %	4. října / 0,00 8. listopadu / 0,00 6. prosince / 0,00 ↗	10. ledna 7. února 6. března ↘	6. března zveřejnění prognózy
Švédsko (Sveriges Riksbank, SR)	2,0 %	2,7 % (říjen 2007)	4,00 %	29. října / + 0,25 ↗	18. prosince 12. února →	13. února publikován Monetary Policy Report
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0 %	2,1 % (říjen 2007)	5,50 %	3.-4. října / 0,00 7.-8. listopadu / 0,00 5.-6. prosince / -0,25 →	9.-10. ledna 6.-7. února 5.-6. března ↘	13. února zveřejnění IR ⁴
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,0 %	6,7 % (říjen 2007)	7,50 %	24. září / -0,25 29. října / 0,00 26. listopadu / 0,00 ↘	17. prosince 28. ledna 25. února ↘	25. února publikován IR
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	3,1 % (říjen 2007)	5,00 %	25.-26. září / 0,00 30.-31. října / 0,00 27.-28. listopadu / +0,25 ↗	18.-19. prosince 29.-30. ledna 26.-27. února ↗	31. ledna publikován IR
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,0 %	2,4 % (říjen 2007)	4,25 %	25. září ⁵ / 0,00 30. října / 0,00 27. listopadu / 0,00 →	18. prosince 29. ledna 26. února →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	3,5 % (říjen 2007)	4,50 %	18. září / -0,50 30.-31. října / -0,25 →	11. prosince 29.-30. ledna →	
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	1,8 % (3Q 2007)	8,25 %	13. září / 0,00 25. října / 0,00 6. prosince / 0,00 →	24. ledna 6. března →	6. března zveřejnění Monetary Policy statement

¹ inflační cíl platný pro aktuální období, v případě Slovenska cíl pro konec roku 2008

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

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

⁴ Inflation Report (Zpráva o inflaci)

⁵ NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy

⁶ předběžný odhad

2. Zajímavé události

Švédská centrální banka (Riksbank) přejmenovala míru inflace...

Doposud využívaná jádrová míra inflace UNDI_X byla po dohodě centrální banky a statistického úřadu přejmenována na CPI_X. Jedná se pouze o přejmenování, nikoliv o změnu postupu výpočtu. Nové označení míry inflace vstoupilo v platnost 12. listopadu 2007 při zveřejnění pravidelných dat o inflaci. Důvodem přejmenování je zkrácení a zjednodušení označení míry inflace, což usnadní její používání.

... a aktualizuje prognózu pro každé měnověpolitické zasedání

Riksbank se rozhodla aktualizovat prognózu repo sazby a několika klíčových proměnných vždy před každým ze šesti měnověpolitických zasedání. Důvodem k tomuto kroku byly rozporuplné reakce analytiků a trhů na komunikaci zveřejněných trajektorií endogenních úrokových sazeb v únorové a červnové prognóze. Aktualizace prognózy v období mezi jednotlivými měnověpolitickými zasedáními má spolu s nedávným rozhodnutím publikovat jmenovité argumenty jednotlivých členů řídicího boardu (tzv. „attributed minutes“) přispět k většímu porozumění měnové politice Riksbank ze strany trhů.

Slovensko završilo druhý rok v ERM II

Jsou tomu dva roky, co slovenská koruna vstoupila do mechanismu směnných kurzů ERM II (28. listopadu 2005). Slovensko tedy již absolvovalo minimální nutnou dobu pobytu v ERM II (2 roky) během níž byla koruna jednou revalvována z centrální parity z 38,4550 EUR/SKK na 35,4424 EUR/SKK. Dalším krokem Slovenska na jeho cestě do eurozóny bude vypracování Konvergenčních zpráv (KZ) Evropskou komisí a ECB na jaře příštího roku. Následně na základě těchto zpráv bude probíhat vyhodnocení připravenosti vstupu v období od května do června 2008.

Federální rezervní systém (Fed) vykročil k větší otevřenosti své měnové politiky

V polovině listopadu Federal Open Market Committee (FOMC) učinil další krok ke zvýšení transparentnosti měnové politiky Fedu. FOMC rozhodl zvýšit nejen frekvenci svých ekonomických projekcí, ale rovněž začít publikovat projekce celkové inflace a prodloužit časový horizont těchto projekcí. – více v „Tématu pod lupou“.

RNBZ vydala Zprávu o finanční stabilitě...

Centrální banka Nového Zélandu vydala v listopadu Zprávu o finanční stabilitě a vyjádřila se v ní mimo jiné k pokračující krizi na finančních trzích. Ve zprávě zdůrazňuje důležitost likvidity pro instituce a finanční systém jako celek. V doprovodném projevu zaznělo z úst guvernéra Bollarda, že rozsáhlý dluh vůči zahraničí činí Nový Zéland silně závislým na zahraničních kapitálových trzích. Nedávné události poukázaly na to, že v případě zvýšené nejistoty a problémů s hodnocením rizika je na úvěrových trzích obtížné získávat potřebné finanční prostředky. Tyto události si vynutily zvýšenou pozornost RNBZ a vyústily v zahájení prací na metodickém manuálu pro komerční banky „Specific Liquidity Policy“ s plánovaným zveřejněním v roce 2008.

... a bude vysílat svá měnověpolitická prohlášení

Tisková konference oznamující měnověpolitická rozhodnutí bude dostupná na internetových stránkách banky. Rozhodnutí o tomto kroku předcházely zkušební přenos v září 2007 následně vyhodnocený na základě dotazníkového šetření mezi externím publikem. Na základě jeho jednoznačně kladného přijetí RNBZ rozhodla o schválení přenosu. Důvodem k tomuto kroku je zajištění dostupnosti informací o měnověpolitických rozhodnutích a finanční stabilitě pro domácí i mezinárodní publikum.

3. Téma pod lupou: Federální rezervní systém (Fed) udělal další krok k větší otevřenosti

V polovině listopadu Federal Open Market Committee (dále jen FOMC) učinil další krok ke zvýšení transparentnosti měnové politiky Fedu. FOMC rozhodl zvýšit nejen frekvenci svých ekonomických projekcí, ale rovněž začít publikovat projekce celkové inflace a prodloužit časový horizont těchto projekcí.

Frekvence prognóz

Doposud byly projekce FOMC připravovány a zveřejňovány dvakrát ročně jako součást Zprávy o měnové politice (*Monetary Policy Report*) předkládané Kongresu v únoru a červenci. Nově budou rozšířené ekonomické projekce publikovány čtyřikrát ročně (v únoru, červenci a pak vždy na začátku druhého a čtvrtého kvartálu, pro rok 2008 v dubnu a říjnu) společně s tzv. *Minutes*, které jsou zveřejňovány přibližně dvacet dní po měnověpolitickém zasedání FOMC. První čtvrtletně publikovaná byla projekce ekonomického vývoje ze zasedání FOMC ve dnech 30. – 31. října 2007, [zveřejněné 20. listopadu 2007](#).

Projekce celkové inflace, delší horizont

Vedle zvýšení frekvence projekcí dojde rovněž k rozšíření prognózovaných veličin o celkovou inflaci. Projekce tak obsahuje očekávaný budoucí vývoj celkové inflace, jádrové inflace (jádrová inflace vylučuje volatilní položky spotřebního koše, tj. ceny potravin a energií), růstu reálného HDP a míry nezaměstnanosti. Horizont projekcí je rozšířen ze dvou na tři roky. *Minutes* rovněž nově obsahují hlubší diskuzi jednotlivých názorů a rizik spojených s ekonomickým výhledem. FOMC si od těchto kroků slibuje zejména to, že bude „více pochopena“ ze strany domácností a firem a že její kroky v měnověpolitickém rozhodování budou snáze předvídatelné.

„Summary of Economic Projections“ – 19 projekcí

Jedná se o expertní projekce 19 členů (12 prezidentů Rezervních bank a 7 guvernérů Fedu), jenž se aktivně podílejí na zasedáních FOMC. Tito členové utvářejí expertní projekce nezávisle na sobě v souladu s naplněním duálního mandátu Fedu (viz dále). Jinými slovy, projekce ekonomického vývoje FOMC nepředstavují výsledek „typického prognostického procesu“ realizovaného týmem prognostiků Fedu, ale odráží osobní, nezávislý výhled každého z členů FOMC zvlášť. Expertní projekce ukazatelů jsou vzhledem k možné rozmanitosti výhledů členů publikovány formou rozpětí a centrální tendence. Rozpětí daného ukazatele tvoří interval od nejmenší do největší projektované hodnoty, naproti tomu centrální tendence nabízí užší rozpětí tím, že vylučuje tři nejvyšší a tři nejnižší projektované hodnoty. Grafická podoba výhledů je publikována ve formě histogramů, ve kterých lze snadno vyčíst četnost zastoupení a hodnoty ukazatelů jednotlivých názorů všech účastníků expertních projekcí. V dokumentu je rovněž možné porovnat aktuální projekci s projekcí předchozí.

Fed a jeho postoj k cenové stabilitě

Fed je pověřen tzv. duálním mandátem, jenž vytyčuje cíl nejen v podobě cenové stability, ale také v podpoře maximální zaměstnanosti, přičemž oběma cílům má Fed přikládat stejnou váhu. Inflační cílování není slučitelné s rovnocenným postavením obou těchto cílů, a tudíž Fed jej nepoužívá a nedefinuje svůj inflační cíl. Analytici společně s širokou veřejností se mohou pouze domnívat, jaká úroveň míry inflace je považována Fedem za míru, jenž je podle FOMC „žádoucí“ z hlediska cenové stability. Současné rozšíření horizontu projekcí společně se zahájením zveřejňování celkové inflace ovšem mohou napovědět o „žádoucí“ míře inflace, jelikož ekonomické projekce jsou vypracovávány pod podmínkou tzv. „appropriate monetary policy stance“. Projekce inflace v delších horizontech za tohoto předpokladu zachycuje představu členů o žádoucí míře inflace. Z říjnových projekcí plyne, že se tato žádoucí inflace pohybuje mezi 1,5-2,0 %. Prodloužení horizontu projekcí a zahájení zveřejňování projekce celkové inflace tak přispěje k ukotvení inflačních očekávání ekonomických subjektů, a tím i k celkovému fungování ekonomiky.

CPI versus PCE

Míra inflace není měřena indexem spotřebitelských cen (CPI), tak jak je tomu u většiny statistických úřadů, ale je měřena pomocí cenového indexu *Personal Consumption Expenditures* (PCE) – cenový index výdajů na osobní spotřebu. Hlavní rozdíly mezi těmito cenovými indexy jsou následující: (i) PCE odráží širší koš spotřebních výdajů než CPI, např. výdaje na lékařskou péči jsou silně zastoupeny a tvoří přibližně 1/5 všech výdajů, (ii) CPI má relativně neměnné složení spotřebního koše (v USA změny přibližně každé dva roky), naproti tomu skladba výdajů v PCE je proměnlivá kvartálně. Lze konstatovat, že výhodou PCE je, že lépe zohledňuje relativní změny cen spotřebovávaných statků a služeb, jelikož „koš“ pružně mění svůj obsah podle změn v chování spotřebitelů. Dále se indexy liší v samotné konstrukci, tj. (iii) váhy CPI jsou odvozeny z průzkumu domácností, avšak váhy v PCE jsou odvozeny z firemních průzkumů, (iv) PCE je řetězový index Fisherova typu (geometrický průměr běžného a předcházejícího období), naproti tomu CPI je odvozen podle Laspeyresova vzorce (s pevně stanoveným výchozím obdobím).

Další možné porovnání PCE a CPI říká, že PCE obsahuje přibližně 3/4 CPI a zbývající 1/4 je zastoupena dalšími cenovými indexy, např. indexem cen průmyslových výrobců (PPI). Zatímco podíl výdajů na bydlení v CPI činí přibližně 42 %, tak v PCE je tento podíl znatelně menší a dosahuje 23 %. Připomeňme, že *relativní* srovnání položek CPE oproti CPI se mění, vzhledem k proměnlivé skladbě koše v PCE. Nelze jednoduše říci, který z cenových indexů spotřebitelských výdajů je „lepší“, avšak znalost jejich odlišností je důležitá pro možná srovnání s ostatními ekonomikami.

Greenspan versus Bernanke

Alan Greenspan – předchůdce současného předsedy FOMC Bena Bernakeho – byl považován za osobnost se silným individuálním vlivem, schopností zapůsobit na finanční trhy svými prohlášeními a rovněž za kritika inflačního cílování. Rozšíření frekvence, počtu projektovaných veličin a horizontu ekonomických projekcí má význam zejména proto, že přeměňují měnovou politiku Fedu na politiku s „otevřenějšími kartami“. Zahájení zveřejňování celkové inflace naznačuje pootočení kormidla Fedu směrem k transparentnější měnové politice, tj. ve směru, jakým je prováděna v bankách cílujících inflaci.

Jestliže Bernanke hodlá v budoucnu hovořit o ekonomickém výhledu americké ekonomiky z postavení předsedy FOMC, nebude to již náhled na vývoj pouze jednoho muže, ale bude to náhled celé FOMC. Tento krok k otevřenější měnové politice je prvním tohoto druhu pod taktovkou Bernankeho, ale zřejmě ne krokem posledním.

4. Vybraný projev: Jürgen Stark o měnověpolitických výzvách pro nové členské země EU

V této části ve zkratce přibližujeme projev Jürgena Starka, člena výkonné rady ECB na téma: „[Rychle, ale udržitelně? Výzvy a možnosti politik v procesu dohánění zemí Střední a Východní Evropy](#)“, který přednesl ve Frankfurtu nad Mohanem, 1. října 2007.

Jürgen Stark zaměřil svůj projev na problematiku dosahování silné a udržitelné ekonomické konvergence nových členských zemí EU k zemím eurozóny, což označil za jednu z hlavních hospodářskopolitických výzev. V první části projevu se J. Stark věnoval popisu zkušeností předchozích přistupujících (tzv. kohezních) zemí (Řecko, Irsko, Portugalsko a Španělsko) z procesu dohánění a jejich porovnání s vývojem v nových členských zemích EU. Za hlavní shodný rys označil relativně nízkou úroveň HDP na hlavu v okamžiku vstupu do EU. Kohezní země rovněž prodělaly silnou konvergenci vlivem vysokého hospodářského růstu a zaznamenaly přitom inflační diferenciaci vůči zakládajícím zemím EU. Tyto země byly vystaveny také silnému růstu úvěrů a zažily rozsáhlou nerovnováhu běžného účtu platební bilance. Významným rozdílem je, že (i) všechny kohezní země byly schopny využít měnové a kurzové politiky k přizpůsobení se, tj. zmírnit inflační dopady reálné konvergence nominální apreciací, (ii) jejich proces dohánění byl delší, což může vysvětlit, proč se zdá být jejich konvergenční proces plynulejší v porovnání s vývojem nových členských zemí EU.

Druhá část projevu byla orientována na současné makroekonomické a finanční výzvy, kterým čelí nové členské země EU. J. Stark upozornil, že země aplikující pevné měnové kurzy (Bulharsko, Estonsko, Litva a Lotyšsko) v průměru za uplynulé dvouleté období vykázaly téměř dvojnásobný hospodářský růst, avšak s téměř jeden a půl násobně vyšší mírou inflace oproti zemím s vyšší mírou flexibility kurzových režimů (Česká republika, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Slovensko). Tento makroekonomický vývoj není dle J. Starka v souladu s poznatky ekonomické teorie a ani neodráží empirická pozorování v jiných dohánějících ekonomikách, včetně kohezních zemí. Ekonomická výkonnost by totiž neměla podstatně záviset na uplatňovaném kurzovém režimu. Navíc, vliv kurzového režimu na inflaci obvykle ukazuje, že země s fixními kurzy vykazují lepší výsledky v boji s inflací oproti zemím s volnými měnovými kurzy. Eurokandidáti s pevnými měnovými kurzy tedy dle J. Starka stojí před třemi hlavními výzvami: (i) prudkým růstem inflace, zejména vlivem vývoje na trhu práce, (ii) silným růstem poskytnutých úvěrů podporovaným velmi příznivými finančními podmínkami, včetně efektu negativních reálných úrokových sazeb a (iii) značnou externí nerovnováhou plynoucí z robustního růstu soukromé spotřeby. Klíčové výzvy pro země s volnějším kurzovým uspořádáním jsou J. Starkem spatřovány (a) ve velmi uvolněné fiskální politice s dosavadním poměrně omezeným úsilím k nápravě a (b) v inflačních tlacích plynoucích z reálné konvergence, které pravděpodobně mohou nabývat na síle.

Ve třetí části projevu byly J. Starkem formulovány možné hospodářskopolitické zásahy vedoucí k řešení výše uvedených výzev, a to v oblasti politiky fiskální, strukturální, politiky finanční stability, a v neposlední řadě i politiky měnové a kurzové. Právě podstatnou otázkou dle J. Starka je, jaká měnová politika a kurzový režim jsou vhodné k zabezpečení rychlého a stabilního konvergenčního procesu a pro zvládnutí specifických hospodářskopolitických výzev dané země.

Závěrem J. Stark zdůraznil, že by bylo chybné předpokládat, že současné problémy nových členských zemí mohou být snadno vyřešeny přistoupením k eurozóně. Podle Starka by naopak nové členské země měly přijmout euro až po dosažení plně udržitelné úrovně konvergence.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 6. prosince 2007. 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