

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – ZÁŘÍ

Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

8

200

200

200

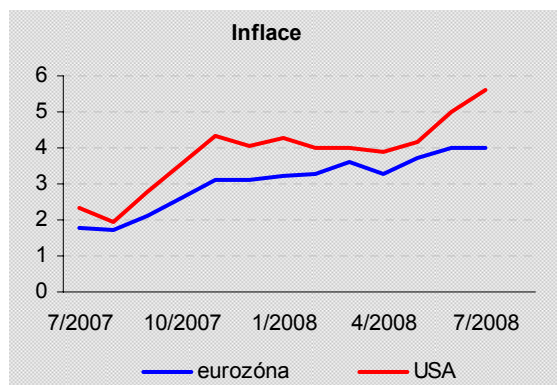
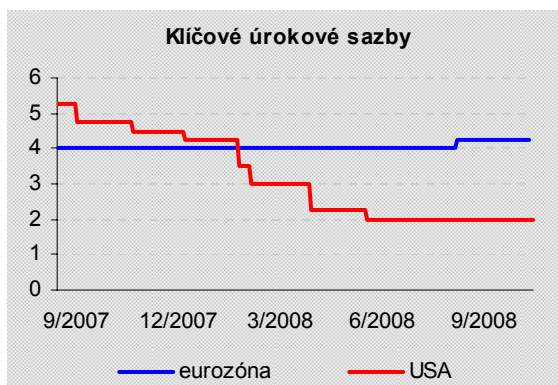
## V tomto čísle

I uplynulé tři měsíce byly poznamenány jen pomalu odeznívající finanční krizí, přičemž došlo ke korekcím u cen ropy a některých zemědělských komodit. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme významu cen nemovitostí pro měnovou politiku a jejich praktickému uchopení v některých centrálních bankách. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Alana Bollarda, guvernéra RBNZ, o flexibilitě a limitech inflačního cílování.

## 1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

### ECB a Fed

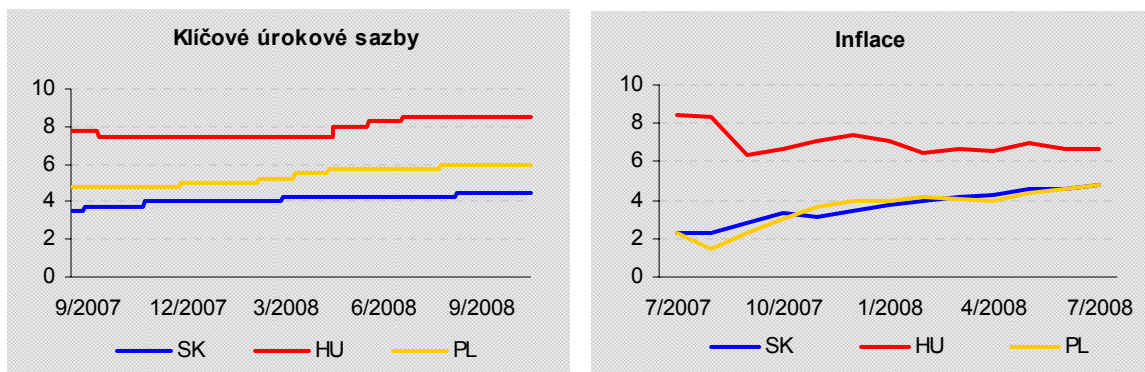
	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	
<i>inflační cíl</i>	< 2 % <sup>1</sup>	n.a.	<ul style="list-style-type: none"> <li>ECB v červenci zvýšila sazbu o 0,25 p.b. na 4,25% v obavě z možných sekundárních dopadů vyšší inflace způsobené zejména růstem cen potravin a energií a ve snaze udržet inflační očekávání ukotvená.</li> <li>Fed ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu na stávající úrovni 2%.</li> </ul>
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	3. července (+0,25) 7. srpna (0,00) 4. září (0,00)	24.-25. června (0,00) 5. srpna (0,00)	
<i>aktuální klíčová sazba</i>	4,25 %	2,00 %	
<i>poslední inflace</i>	3,8 % (srpen 2008) <sup>2</sup>	5,6 % (červenec 2008)	
<i>očekávaná MP zasedání</i>	2. října 6. listopadu 4. prosince	16. září 28. – 29. října	
<i>další očekávané události</i>	4. prosince zveřejnění prognózy	15. října, 3. prosince zveřejnění Beige Book	
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	



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

### Středoevropské ekonomiky

	<u>Slovensko (NBS)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<i>inflační cíl</i>	<2 %	3,0 %	2,5 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	24. června (0,00) <sup>4</sup> 29. července (0,00) 26. srpna (0,00)	23. června (0,00) 21. července (0,00) 25. srpna (0,00)	24.-25. června (+0,25) 29.-30. července (0,00) 26.-27. srpna (0,00)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	4,25 %	8,50 %	6,00 %
<i>poslední inflace</i>	4,8 % (červenec 2008)	6,7 % (červenec 2008)	4,8 % (červenec 2008)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	30. září 28. října 25. listopad	29. září 20. října 24. listopadu	23. -24. září 28. - 29. října 25. -26. listopadu
<i>další očekávané události</i>	23. září Zpráva o měnovém vývoji za 1.pololetí 2008	24. listopadu zveřejnění IR <sup>5</sup>	30. října zveřejnění IR <sup>5</sup>
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	→



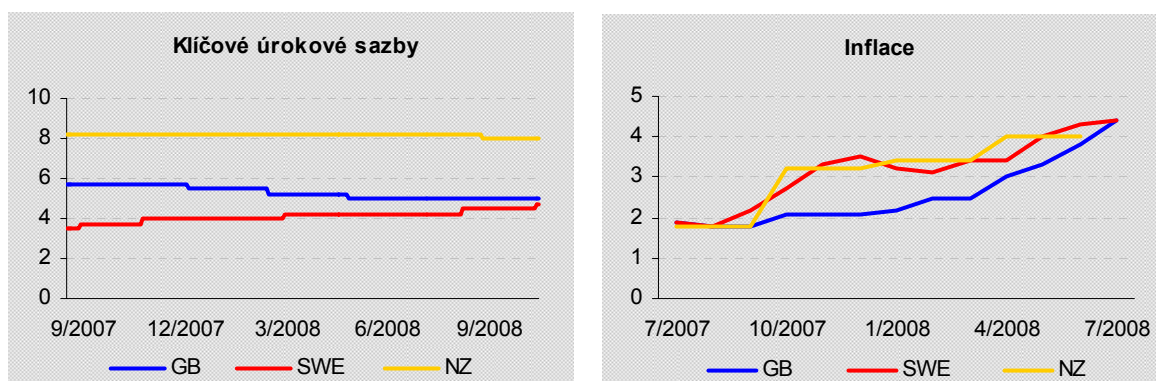
<sup>4</sup> NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy

<sup>5</sup> Inflation Report (Zpráva o inflaci)

NBP zvýšila klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 6,00 % v reakci na rostoucí míru inflace z titulu mzdovénákladových tlaků a v obavách z přetrvání vysokých inflačních očekávání. MNB prozatím ukončila zpříšňování měnové politiky, tedy nenavázala na předchozí trojí zvyšování sazeb a ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 8,50 %. NBS rovněž ponechala sazby na stávající úrovni 4,25 % a vzhledem ke zvýšení sazby v eurozóně o 0,25 p.b. jsou nyní sazby v obou těchto měnových oblastech shodné.

#### Další vybrané země s režimem inflačního cílování

	<u>Velká Británie (BoE)</u>	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2 %	2 %	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	9.-10. července (0,00) 6.-7. srpna (0,00) 3.-4. září (0,00)	2. července (+0,25) 3. září (+0,25)	24. července (-0,25)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	5,00 %	4,75 %	8,00 %
<i>poslední inflace</i>	4,4 % (červenec 2008)	4,4 % (červenec 2008)	4,0 % (2Q 2008)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	8.-9. října 5.-6. listopadu 3.-4. prosince	22. října	11. září 4. prosince
<i>další očekávané události</i>	12. listopadu zveřejnění IR <sup>5</sup>	23. října zveřejnění Monetary Policy Report	11. září a 4. prosince zveřejnění Monetary Policy Statement
<i>očekávaný vývoj sazeb<sup>3</sup></i>	→	→	→



Riksbank v reakci na přetrvávající vysoké nákladové tlaky (ceny potravin, energií a mzdy), vyšší inflační očekávání a ve snaze navrátit ve střednědobém horizontu inflaci ke svému cíli zpříšnila klíčovou sazbu dvakrát za sebou o 0,25 p.b. na 4,75 %. Naproti tomu RBNZ snížila sazbu o 0,25 p.b. ve snaze předejít zpomalení ekonomického růstu na pozadí nepříznivých vyhlídek ekonomického růstu světové ekonomiky. BoE ponechala sazbu na nezměněné úrovni (5,00 %).

---

---

## 2. Zajímavé události

### Evropská centrální banka vydala Přehled o mezinárodní roli eura

9. července ECB zveřejnila již sedmé číslo každoročně vydávaného přehledu o mezinárodním využívání eura na finančních trzích a v bankovním sektoru za rok 2007. Přehled analyzuje trendy ve využívání eura nerezidenty, zahrnuje jeho roli ve světové ekonomice i jeho používání v jednotlivých zemích mimo eurozónu. Zpráva potvrzuje klesající podíl používání eurových instrumentů na dluhopisových trzích a v segmentu mezinárodních bankovních depozit. Neměnná situace je na devizovém trhu a rostoucí tendence ve využívání eura byla zjištěna v segmentu mezinárodních bankovních úvěrů a devizových rezerv. Přehled přináší i poznatky o počátcích turbulencí od poloviny roku 2007 a pokles na mezinárodním trhu s dluhovými instrumenty je právě částečně vysvětlován turbulentním vývojem v té době.

### Fed nadále provádí aktivity zaměřené na podporu fungování finančních trhů....

Fed nadále pokračuje v aktivitách, které by měly napomáhat fungování finančního trhu a rovněž přispívat k „nápravě“ likvidity a rozvah komerčních bank. Navíc byly zavedeny dva nové instrumenty. Prvním je aukční opce na 50 mld. USD vystavená na tzv. Term Security Lending Facility (**TSLF**), druhým je z hlediska splatnosti doplňková tzv. Term Auction Facility (**TAF**) na 84 dní.

### ... a představil novou tvář ve Výboru guvernérů ...

V minulém čísle Monitoringu jsme informovali o odchodu Fredericka Mishkina z Výboru guvernérů. Nyní přinášíme informaci o jeho nástupkyni, nové člence Výboru guvernérů Federálního rezervního systému, kterou byla jmenována Elizabeth A. Duke. Svého mandátu se ujala 5. srpna 2008 a její mandát vyprší 31. lednem 2012. Krátké představení nové členky naleznete [zde](#).

### ... a spolupořádal tradiční konferenci v Jackson Hole

Každoročně pořádaná konference bývá ekonomy vyhledávanou událostí. Letošní ročník se uskutečnil v průběhu 21. až 23. srpna a byl zaměřený na udržování stability v měnicím se finančním systému, tj. věnoval se zejména problematice finančních krizí s důrazem na nedávné události. Úvodního slova se ujal Ben Bernanke, který hovořil o možnostech regulace jako prevence finančních krizí. Zazněla i témata dotýkající se historie finančních krizí, asymetrických informací, likviditních problémů a kreditního cyklu. Závěrečné slovo dostal guvernér centrální banky Izraele Stanley Fischer.

### Analytici polské centrální banky představili nový model

Dne 30. června 2008 polská centrální banka představila nový prognostický model NECMOD. Ten navazuje na předchozí model, přičemž lépe odráží strukturální a ekonomické změny polské ekonomiky posledních let. Model má bohatší strukturu nabídkové strany a byl rozšířen a upraven zejména v oblastech trhu práce a trhu nemovitostí. Nový model dále umožňuje zapracovat vliv strukturálních fondů EU a modelovat komoditní šoky. Stejně tak dovoluje upravovat apreciační trend polského zlotého ve světle změn reálného rovnovážného měnového kurzu.

### Švédská centrální banka zvyšuje velikost repo operací ...

Riksbank bude od 8. září denně na devizovém trhu nakupovat švédské koruny přibližně po dobu jednoho měsíce v objemu 5mld., aby je půjčovala komerčním bankám, a tím zvýšila objem týdenních repo operací. Nákupem švédských korun Riksbank zvýší potřebu komerčních bank si půjčovat švédské koruny v repo operacích. Podle Riksbank nemá tato aktivita měnověpolitické důvody, nýbrž má pouze z praktických důvodů podpořit aktivitu komerčních bank v repo tendrech.

[... a její ekonomové zkoumali vztah cen nemovitostí a ekonomiky](#)

Výzkum se soustředil na prostředí švédské ekonomiky (1986-2007) a pro empirické testování byl použit částečně odlišný model než tzv. RAMSES, jenž slouží jako hlavní prognostický model Riksbank. Závěry zkoumání lze shrnout tak, že změny na trhu nemovitostí mají pouze malý vliv na inflaci a HDP. Tyto efekty a jejich význam pro měnovou politiku jsou zesilovány v případech, kdy nemovitosti slouží jako zástava hypotečních úvěrů. V tématu pod lupou se věnujeme významu cen nemovitostí pro měnovou politiku a jejich praktickému uchopení v některých centrálních bankách.

### 3. Téma pod lupou: Význam cen nemovitostí pro měnovou politiku a jejich praktické uchopení ve vybraných centrálních bankách

*V tomto čísle monitoringu se dotýkáme významu cen nemovitostí pro měnovou politiku. Po stručném vymezení postavení cen nemovitostí v transmisním mechanismu měnové politiky se dále zaměříme na jednotlivé aspekty praktického uchopení cen nemovitostí při provádění měnové politiky ve vybraných centrálních bankách. Diskutujeme přitom zejména otázku zahrnutí výdajů souvisejících s nemovitostmi do spotřebitelských cenových indexů.*

Ceny nemovitostí vstupují do [transmisního mechanismu](#) měnové politiky zejména prostřednictvím **kanálu bohatství** (klíčová je hodnota čistého jmění domácností, firem) a skrze **bilance bankovního sektoru**. Jmenovitě tedy tento vliv může být zprostředkován přes: (i) spotřebu domácností prostřednictvím kanálu bohatství, jelikož růst cen nemovitostí je vnímán jako růst bohatství a zdrojů pro financování spotřeby a/nebo skrze (ii) bilance bankovního sektoru, přičemž ceny nemovitostí působí často v roli zástavy při úvěrových operacích<sup>1</sup>. Ačkoliv tyto dva kanály nejsou jedinými a patrně ani dominantními kanály měnové transmise (fungují dále kanály kurzový, úrokový<sup>2</sup> a úvěrový), plyne síla měnové politiky právě ze vzájemné provázanosti všech uvedených kanálů. Je přitom nasnadě, že různé ekonomiky mají uvedené kanály rozdílně silné v jejich působení na reálnou ekonomiku a v závislosti na tom pak jsou či nejsou ceny aktiv zahrnuty v prognostickém rámci (např. BoE zohledňuje kanál vlivu cen aktiv i nemovitostí). Tabulka (viz níže) se věnuje pozici nemovitostí a výdajů spojených s jejich užíváním v měnové politice vybraných centrálních bank.

*Jak mohou centrální banky zohledňovat ceny nemovitostí? Prvním* způsobem je trh a ceny nemovitostí pouze sledovat, nijak na ně nereagovat a nezasahovat do jejich „chodu“, a to ani v případě nerovnovážného vývoje. Protipólem je **druhý** způsob spočívající v zařazení cen nemovitostí přímo do rozhodovacího (úrokového) pravidla neboli do tzv. reakční funkce centrální banky jako další z komponent nad rámec odchylky inflace od inflačního cíle atd. Nicméně ani tento způsob není vhodný, jelikož dualita cíle vnáší dodatečnou volatilitu do vývoje ekonomiky a patrně i z toho důvodu žádá z námi monitorovaných centrálních bank necíluje resp. nereaguje bezprostředně na vývoj cen nemovitostí. Další možnosti se pohybují někde mezi těmito dvěma uvedenými krajními přístupy **Třetí** možnost spočívá v explicitním zohlednění cen nemovitostí resp. jejich výše naznačeného transmisního kanálu přímo v analytickém a prognostickém rámci centrální banky a navazujících podkladech pro měnověpolitické rozhodování. **Čtvrtá** možnost pak nabízí zahrnutí výdajů spojených s užíváním nemovitostí do spotřebitelských cenových indexů např. skrze tzv. koncept imputovaného nájemného. V tomto pojetí nejsou ve spotřebitelských cenách přímo zohledněny ceny nemovitostí, nýbrž tam vstupují ceny spotřeby služeb resp. užítku hypoteticky realizovaného vlastníky nemovitostí, což je v souladu s metodickou podstatou indexů spotřebitelských cen. **Pátým** přístupem je metodologické rozšíření konceptu spotřebitelských indexů přímo o ceny aktiv (včetně nemovitostí) tak, aby indexy měřily životní náklady prostřednictvím cen současných i budoucích statků.<sup>3</sup> Poslední dva přístupy přitom předpokládají příslušnou náplň indexů spotřebitelských cen, tj. určitou koordinaci mezi centrální bankou a statistickým úřadem zodpovědným za metodiku, sběr a publikaci dat o spotřebitelských cenách.

Z výše uvedeného mj. vyplývá, že koncepční rozlišení „zda je nákup resp. užívání nemovitosti investicí či spotřebou, je důležité z hlediska zařazení cen v oblasti nemovitostí do spotřebitelských cenových indexů (CPI). Nemovitost přitom může být vnímána jednak jako zboží dlouhodobé spotřeby, které poskytuje službu domácnostem, ale stejně tak může být pořízení nemovitosti považováno za investici. Záleží pouze na vlastníkově, zda se rozhodne budoucím prodejem realizovat

<sup>1</sup> Rostou-li ceny nemovitostí, pravděpodobná ztráta z realizace zástavy hypotečního úvěru se snižuje, což pomyslně zvyšuje kapitál banky a umožní jí zvýšit objem investic a úvěrů. Ovšem při razantním poklesu cen nemovitostí může dojít až k rozsáhlým úvěrovým omezením, zmražení úvěrového trhu (*credit crunch*) a negativnímu vlivu na ekonomickou aktivitu.

<sup>2</sup> Sem spadá i vliv úrovně úrokových sazeb na náklady na financování bydlení. Nízké sazby zvyšují poptávku po rezidentském bydlení a jeho cenu. Rostoucí cena bydlení relativně vůči stavebním a jiným výrobním nákladům vede k rostoucí výstavbě. To zvyší agregátní poptávku a celkovou ekonomickou aktivitu.

<sup>3</sup> Takové měření naráží na problematiku aproximace budoucích cen statků formou cen aktiv.

potenciální zisk resp. jak s danou investicí v průběhu držby naloží (zda inkasuje výnos formou nájemného atd.). Ovšem bereme-li v úvahu výdaje spojené s užíváním nemovitostí (náklady na údržbu, opotřebení atd.), pak tyto lze kvalifikovat jako spotřebu a stejně tak s nimi zpravidla zacházejí i statistické úřady, když koncipují indexy spotřebitelských cen.

Zmíněný koncept imputovaného nájemného zachycující ceny hypotetického toku služeb, jež nemovitosti poskytují svým majitelům, se zdá být obecně přijatelným a používaným. Při jeho používání pak vývoj cen nemovitostí může přímo ovlivňovat ceny spotřebitelských výdajů zejména přes náklady spojené s vlastnickým bydlením. Tyto výdaje zahrnují pořízení nemovitostí, náklady spojené s financováním nákupu (např. pojištění), běžnou údržbu, náklady na rekonstrukci apod..

Ve statistické praxi jsou běžně používány čtyři metody pro stanovení imputovaného nájemného, přičemž jejich metodologická odlišnost pramení z míry reflektování reálné transakční ceny nemovitostí v indexu spotřebitelských cen. Tzv. *net acquisition* přístup oproti ostatním přístupům (*user cost*, *rental equivalence* a *payment*) kalkuluje imputované nájemné na základě výdajů na pořízení a údržbu bydlení vynakládaných novými vlastníky v čase, ve kterém se výdaje aktuálně realizují. Tato metoda tak reflektuje reálné transakční ceny. Metody *user cost* a *payment* počítají imputované nájemné mimo jiné započtením úroků z hypotečních úvěrů, splátek hypotečních úvěrů (pouze *payment přístup*), nákladů příležitosti - ztráty budoucích úrokových příjmů, amortizace (pouze *user cost přístup*). Tyto položky představují komponenty s vysokou potenciální volatilitou. Úskalím *rental equivalence* přístupu je možnost vzniku podstatné výchylky indexu imputovaného nájemného od indexu cen rezidenčních nemovitostí, protože v důsledku vlivu dlouhodobých nájemních kontraktů a tržní regulace jsou změny nájemného obvykle pozvolnější.

**Tabulka: Přístupy vybraných centrálních bank k pozici cen nemovitostí v měnové politice**

	Fed	ECB	NBS	MNB	NBP	BoE	Riksbank	RBNZ
Inflační cíl nebo sledovaný agregát	PCE <sup>1</sup>	HICP	HICP	CPI	CPI	CPI (konceptně HICP)	CPI	CPI
Nemovitosti explicitně v analytickém a prognostickém rámci	n.a.	NE	NE	ANO <sup>2</sup>	ANO <sup>3</sup>	ANO <sup>4</sup>	NE <sup>5</sup>	NE <sup>6</sup>
Imputované nájemné součástí cílovaného či sledovaného cenového indexu	ANO <sup>7</sup> rental equivalence	NE snsnaha o zavedení	NE snsnaha o zavedení	ANO rental equivalence	NE	NE	ANO user costs	ANO net acquisition
Náklady na údržbu a opravy nemovitostí, finanční náklady <sup>8</sup> součástí cenového indexu	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO
Zahrnutí úroků z hypoték do cílované inflace	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE <sup>9</sup>
Tržní resp. regulované nájemné ( <i>actual rentals for housing</i> ) v cílované inflaci	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO
Ceny nemovitostí přímo v cílované inflaci	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO <sup>10</sup>	ANO <sup>11</sup>

**Zdroje:** oficiální stránky vybraných centrálních bank a statistických úřadů

**Poznámky:** všechny uvedené banky monitorují vývoj cen nemovitostí, žádná ze sledovaných nezahrnuje ceny nemovitostí

<sup>4</sup> Prohlášením z 9. června 2008 rozhodla o postupném opouštění cenového indexu CPIX.

do rozhodovacího pravidla (pokud je zahrnuto v modelovém rámci jako takovém), n.a. uvedená informace nebyla k dispozici.

<sup>1</sup> Míra inflace v USA je měřena pomocí PCE (*personal consumption expenditure*), což je koncept ve vybraných oblastech širší než CPI.

<sup>2</sup> Maďarský QPM (*Quarterly Projection Model*) obsahuje spotřební funkci, která modeluje i nemovitostní bohatství (*housing effect*), dále do modelu vstupují investice do nemovitostí a ceny nemovitostí.

<sup>3</sup> Polská centrální banka v 30. června 2008 představila nový makroekonomický model NECMOD, do kterého byl zakomponován trh nemovitostí a je v něm modelována nabídková i poptávková strana tohoto trhu.

<sup>4</sup> V hlavním modelu (BEQM) je přímo zahrnut kanál cen aktiv, jenž modeluje efekt bohatství a kromě finančních aktiv jsou zahrnuty i nemovitosti.

<sup>5</sup> V hlavním modelu Riksbank (RAMSES) nejsou ceny nemovitostí zahrnuty, nicméně je vyvíjen podpůrný analytický nástroj zaměřený na sektor nemovitostí.

<sup>6</sup> V modelu mezera výdajů domácností silně ovlivňuje mezeru výstupu vzhledem k silnému zastoupení domácností na celkovém důchodu (cca 66%), působení na výdaje domácností jde směrem přes změny úrokových sazeb k ovlivnění úroků z hypoték a investic do nemovitostí, ceny nemovitostí ani vývoj na trhu nemovitostí nejsou zahrnuty, nicméně finanční bohatství a dluh domácností je modelován.

<sup>7</sup> S vlastnickým bydlením (*owner-occupied housing*) v PCE je zacházeno tak, jako by si majitel sám sobě účtoval nájem.

<sup>8</sup> Rozumí se ceny finančních služeb jako jsou pojištění, poplatky a určité daně související s nemovitostí.

<sup>9</sup> Úroky z hypoték a ostatní náklady financování nejsou zahrnuty v CPI, ale jsou sledovány a reportovány jako „CPI všechny položky plus úroky“.

<sup>10</sup> Prostřednictvím indexu cen kapitálové zásoby (*capital stock index*), který zachycuje pořizovací hodnotu nemovitostí, přičemž změna ceny nemovitosti bude ovlivňovat index pouze tehdy, pokud nemovitost změní majitele.

<sup>11</sup> V CPI zahrnuto v podskupině vlastnické bydlení (*home ownership*) konkrétně jako pořízení domu (*purchase of housing*); od roku 1999 (9,85%) váha položky klesla na polovinu v roce 2006 (4,66%), navíc pro vyhlazení cykličnosti je používán tříletý průměr a nejde o přímé zahrnutí hodnoty pořízení nemovitosti, ale o zahrnutí hodnoty čistého nárůstu (změny) ve fondu vlastnického bydlení (*stock of owner-occupied housing*).

Nad rámec tabulkového přehledu je relevantní informací, že **Velká Británie** reportuje rovněž cenový index RPI tj. *retail price index*, který je metodologicky, složením i pokrytím odlišný od CPI (odpovídajícího konceptu HICP). Přitom při zahrnování imputovaného nájemného do RPI se používá přístup *user cost*. Od RPI je dále odvozen cenový index RPIX, který na rozdíl od RPI nezohledňuje úrokové platby hypoték a do prosince 2003 byl inflační cíl BoE stanoven pro tento index. Švédsko doposud rovněž využívá<sup>4</sup> „pomocného“ cenového indexu CPIX, který oproti CPI vylučuje úrokové výdaje spojené s hypotékou a další komponenty. Ačkoliv CPIX nikdy nebyl cílovaný, sloužil jako doprovodná informace ohledně vývoje inflace.

Zahrnutí (vyloučení) výdajů v podobě splátek hypoték z cílovaného indexu je důležité zejména proto, že pokud by byly úroky součástí inflace, pak by centrální banka v případě zvyšování nominálních sazeb v boji proti rostoucí inflaci paradoxně a kontraproduktivně způsobovala nárůst cílovaného cenového indexu. Rozsah tohoto nárůstu by záležel na váze uvedené položky v celkovém indexu, která váže na význam splátek hypoték z hlediska celkových výdajů domácností. Nepřímé zahrnutí cen nemovitostí prostřednictvím imputovaného nájemného vlastníků bytů a domů do standardních indexů spotřebitelských cen je poslední dobou v komunitě centrálních bank považováno za vhodné, jelikož zprostředkovává centrální bance signály o vývoji na trzích nemovitostí. Právě tímto směrem jde iniciativa ECB (ESCB), která podporuje záměr zahrnout náklady spojené s užíváním domů a bytů jejich soukromými vlastníky do HICP. V současnosti probíhá pilotní projekt, který tento přístup testuje.

Závěrem lze shrnout, že většina námi sledovaných bank věnuje vývoji v oblasti nemovitostí pozornost. Ceny nemovitostí vstupují přímo do spotřebitelských cenových indexů výjimečně, zpravidla jsou nahrazovány konceptem imputovaného nájemného. Stejně tak přímé zahrnutí cen nemovitostí v analytickém a prognostickém rámci je menšinově zastoupené. Nicméně výdaje spojené s nákupem nemovitostí ve vztahu ke spotřebě ekonomických subjektů i investiční rozhodování agentů bývá často obsaženo v makroekonomických modelech centrálních bank. Explicitně ceny nemovitostí v rozhodování centrální bank nehrají příliš důležitou roli, avšak spotřebitelské výdaje s nimi spojené jsou v řadě případů zachyceny v měnověpoliticky relevantních spotřebitelských cenových indexech.



#### 4. Vybraný projev: Alan Bollard o flexibilitě a limitech cílování inflace

*V této části ve zkratce přibližujeme projev Alana Bollarda, guvernéra Reserve Bank of New Zealand, který přednesl na téma: „Flexibilita a limity cílování inflace“ v Aucklandu, 30. června 2008.*

Projev A. Bollarda byl primárně zaměřen na zpětné ohlédnutí se za dosavadní aplikaci režimu cílování inflace, a to v kontextu současného vývoje ve světové a novozélandské ekonomice. A. Bollard nejprve připomněl, že cíl stanovený pro inflaci na bázi indexu spotřebitelských cen (CPI) je v současnosti hlavním proudem při plnění závazku centrálních bank udržovat cenovou stabilitu. Režim cílování inflace se stal jedním z úspěšných novozélandských exportů, když ho v aplikaci následovalo již dalších 26 zemí. Různorodost této skupiny zemí dokazuje, že cílování inflace je měnověpolitickým režimem, který se může vypořádat se širokou škálou okolností a šoků.

V další části svého projevu A. Bollard potvrdil, že zabezpečení cenové stability je nejlepším příspěvkem měnové politiky k dosažení ekonomického růstu a prosperity dané země. Rozsáhlá empirická evidence a výzkum v této oblasti vedly k nalezení tří hlavních ponaučení o vzájemném vztahu mezi inflací a ekonomickým růstem: (i) existuje mnoho determinant dlouhodobého ekonomického růstu, tj. výše inflace není jedinou relevantní proměnnou; (ii) snaha o trvalé podněcování růstu uvolněnou měnovou politikou bude pravděpodobně generovat vyšší úroveň inflace, která následně podkope růstové možnosti ekonomiky v dlouhém období; (iii) provádění měnové politiky, která nepreferuje dosažení a udržení cenové stability, pravděpodobně povede k vytváření výrazných ekonomických cyklů. Nicméně celková makroekonomická stabilita rovněž závisí na zdravé politice vlády (charakterizované fiskální omezitelností, vymahatelností práva a vhodným regulačním rámcem), která nepřispívá k ekonomickým fluktuacím a vzniku distorzí.

Uvedená ponaučení jsou podporována výsledky srovnání průměrné inflace a průměrného hospodářského růstu na osobu, respektive jeho volatility ve vybraných zemích OECD. Všechny sledované země OECD snížily míru inflace z vysokých hodnot zaznamenaných v 70. a 80. letech na nižší úroveň pozorované v posledních dvou dekadách, avšak jen některým se současně podařilo zachovat nebo zvýšit tempo hospodářského růstu. Rovněž tak byla ve všech sledovaných zemích s výjimkou Švédska nízká inflace spojena s nižší volatilitou hospodářského růstu. Všechny tyto země kromě USA a Japonska postupně následovaly Nový Zéland a aplikovaly režim cílování inflace.

Dále se A. Bollard věnoval problematice ekonomických šoků a možnostem cílování inflace v této oblasti. Nepredikovatelné a dočasné cenové šoky, jako je např. růst cen zeleniny vlivem špatné úrody, jsou pro měnovou politiku relativně jednoduchým problémem, neboť vznikají rychle a trvají dočasně, což snižuje riziko destabilizace ekonomiky. Ovšem na persistentní nebo dlouhotrvající šoky, jako je např. aktuálně doznívající ropný šok, je mnohem složitější nalézt odpovídající měnověpolitickou reakci. Za těchto okolností lze buď nechat dopadnout tyto šoky do inflace, nebo se je pokusit kompenzovat přísnější měnovou politikou. Pro čisté dovozce ropy, jako je Nový Zéland, přitom ropný šok snižuje disponibilní důchod a poptávku (vhodnou reakcí je uvolnění měnové politiky), ale rovněž má přímý dopad do zvýšení inflace, a představuje tak riziko rostoucích inflačních očekávání (vhodnou reakcí je pak zpřísnění měnové politiky). Následně A. Bollard diskutoval některé výzvy stojící před režimem cílování inflace. Za obecnou označil vliv cyklů cen aktiv na makroekonomickou stabilitu, pro případ malých otevřených ekonomik pak zejména jejich závislost na vývoji vnějšího prostředí.

Závěrem A. Bollard mimo jiné uvedl, že režimy monetárního a kurzového cílování se vyznačují značnou neflexibilitou. Rovněž cílování několika ekonomických veličin současně (např. hospodářského růstu, zaměstnanosti, exportu, platební bilance) není vhodné, neboť jediným instrumentem (úrokovou sazbou) není možné splnění všech těchto cílů dosáhnout. Naopak rámec cílování inflace funguje dle A. Bollarda relativně dobře a je dle jeho názoru nejlepším režimem měnové politiky, který byl nejen na Novém Zélandě doposud aplikován.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. září 2008. 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)