

Zatímco americký Fed pokračoval v politice postupného zvyšování sazeb, sazby ECB zůstávají stabilní na úrovni 2%. Maďarská centrální banka pokračuje v poměrně razantním snižování sazeb, ve srovnání s začátkem roku však mírně zvolnila tempo. Snižováním sazeb reagovala Polská národní banka na klesající inflaci. V Tématu pod lupou se věnujeme vstupu Kypru, Lotyšska a Malty do kurzového mechanismu ERM II.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (březen 2005) 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%	2,0% (květen 2005) ⁴	2,00%	7. dubna/0,00 4. května/0,00 2. června/0,00 →	7. července 1. září →	1. září zveřejněna nová interim prognóza
Švédsko (Sveriges Riksbank)	2,0%	0,3% (duben 2005)	2,00%	14. března/0,00 28. dubna/0,00 →	20. června 23. srpna →	21. června zveřejnění IR ⁵
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0%	1,9% (duben 2005)	4,75%	6.-7. dubna/0,00 4.-5. května/0,00 8.-9. června/0,00 →	6.-7. července 3.-4. srpna 7.-8. září →	10. srpna – zveřejnění IR včetně nové prognózy
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	4,0%	3,9% (duben 2005)	7,25%	29. března/-0,50 25. dubna/-0,25 23. května/-0,25 ↘	20. června 18. července 22. srpna ↘	22. srpna – zveřejnění IR včetně nové prognózy
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5%	3,0% (duben 2005)	5,50%	29.-30. března/-0,50 26.-27. dubna/-0,50 24.-25. května/0,00 →	28.-29. června 26.-27. července 30.-31. srpna ↘	
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	3,5%	2,5% (duben 2005)	3,00%	24. března/0,00 ⁶ 29. dubna/0,00 ⁶ 24. května/0,00 ⁶ ↘	23. června ⁶ 29. července ⁶ 26. srpna ⁶ →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	3,5% (duben 2005)	3,00%	22. března/+0,25 3. května/+0,25 ↗	29.-30. června 9. srpna ↗	
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0%	2,8% (1Q2005)	6,75%	28. dubna/0,00 9. června/0,00 →	28. července →	

¹ inflační cíl platný pro aktuální období, v případě Maďarska a 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 (Inflační Zpráva)

⁶ Bankovní rada NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají projednávání Situační zprávy o měnovém vývoji

2. Zajímavé události

ERM II se rozrostlo o další tři země

Začátkem května vstoupily do kurzového mechanismu ERM II další tři země - Kypr, Lotyšsko a Malta. Okolnostem přistoupení a výhledu úspěšného splnění kurzového kritéria v těchto zemích se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

ECB zaujala kritický postoj k revizi Paktu stability a růstu,...

V reakci na v březnu navržené (a následně schválené) změny v Paktu stability a růstu ECB uvedla: „Rada guvernérů ECB má vážné obavy ohledně navrhovaných změn Paktu stability a růstu. Je třeba zabránit tomu, aby změny korekčních nástrojů narušily důvěru ve fiskální rámec Evropské unie a v udržitelnost veřejných financí v členských státech, které tvoří eurozónu.“ Dále ECB ubezpečila veřejnost i trhy, že je i nadále odhodlána udržovat cenovou stabilitu.

...prodává své zlato...

V souladu s dohodou mezi 15 evropskými centrálními bankami o prodeji zlata (Central Bank Gold Agreement) prodala ECB v prvním roce dohody 47 tun zlata ze svých rezerv. Zároveň prohlásila, že až do konce prvního roku dohody koncem září nebude prodávat další zlato.

...a podílí se na vydávání nového časopisu

Evropská centrální banka spolu s dalšími sponzorskými institucemi v květnu zahájila vydávání nového čtvrtletního časopisu International Journal of Central Banking (IJCB), jehož plné znění lze bezplatně nalézt na adrese www.ijcb.org. Nové periodikum se zaměřuje na výzkumné práce z oblasti teorie a praxe centrálních bank, s důrazem na měnovou a finanční stabilitu. Redakci časopisu vede Ben S. Bernanke, v současnosti člen rady guvernérů Fedu a nominovaný ekonomický poradce G. Bushe.

Riksbanka rozšiřuje sbor poradců o Kennetha Rogoffa

Kenneth Rogoff je profesorem na Harvardské univerzitě a je jedním z nejvýznamnějších vědců v oblasti měnové politiky, směnných kurzů a mezinárodních kapitálových toků. Zároveň má zkušenosti s praktickou aplikací měnové politiky ze svého působení v Fedu a Mezinárodním měnovém fondu. Externí poradci pomáhají Výkonné radě Riksbanky vyhodnocovat ekonomický vývoj, dávají konkrétní doporučení a zároveň napomáhají bance udržet kontakt s mezinárodní vědeckou komunitou.

BoE: Paul Tucker znovujmenován do MPC

Paul Tucker, výkonný ředitel oddělení finančních trhů, byl jmenován guvernérem Bank of England Mervynem Kingem po konzultaci s ministrem financí Gordonem Brownem na další tříleté funkční období do Výboru pro měnovou politiku (Monetary Policy Committee, MPC). Další členka výboru Marian Bell, které v červnu vypršel mandát, bude nahrazena Davidem Waltonem, hlavním evropským ekonomem investiční banky Goldman Sachs.

[Narodowy Bank Polski zavádí nový prognostický model](#)

Počínaje květnem je prognóza NBP založena na novém modelovém aparátu, pojmenovaném ECMOD. Model obsahuje pět navzájem propojených modulů – reálné ekonomiky (poptávková i nabídková strana), nominálních veličin, vnějšího vývoje, fiskálního vývoje a pravidel tvůrců politik. Model celkem obsahuje 100 rovnic, z toho 15 behaviorálních. Zároveň s přechodem na nový model NBP začala publikovat prognózu HDP ve formě vějířového grafu. Zveřejňované prognózy jsou i nadále založeny na předpokladu neměnných úrokových sazeb.

[Národná banka Slovenska začne publikovat vějířové grafy...](#)

V odborném časopisu BIATEC, vydávaném NBS, byl zveřejněn článek, podle kterého by NBS měla v letošním roce začít publikovat střednědobou prognózu vývoje inflace ve formě vějířových grafů. Podoba grafu byla prezentována spolu s dubnovou predikcí NBS, která indikuje podstřelení letošního cíle a zhruba naplnění cíle v roce 2006. Dle tohoto grafu bude meziroční inflace na konci roku 2006 s 90% pravděpodobností mezi 0,2 % a 4,0 %.

[... založené na novém modelovém aparátu...](#)

V předchozím čísle stejného časopisu byl publikován i související článek, popisující nový střednědobý model NBS, sestavený za technické pomoci MMF a ČNB. Jedná se o tzv. „gapový“ model, založený na odhadu odchylek veličin od jejich rovnovážných hodnot. Model obsahuje zhruba 100 rovnic, z toho 8 behaviorálních, včetně reakční funkce centrální banky. Zatím však není zřejmé, zda prognózy NBS budou v sobě obsahovat i modelově prognózovaný vývoj měnové politiky.

[...a spolu s Ministerstvem financí SR zveřejnila plán zavedení eura v SR](#)

Plán je zveřejněn na [stránkách Ministerstva financí SR](#) k mezirezortnímu připomínkovému řízení. Předpokládaným termínem zavedení eura je 1. leden 2009, a to jak do bezhotovostního tak hotovostního styku. Vstup do ERMII je očekáván v první polovině příštího roku, splnění ostatních Maastrichtských kritérií v roce 2007.

3. Téma pod lupou: Kypr, Lotyšsko a Malta vstupují do ERM II

Začátkem května vstoupily do kurzového mechanismu ERM II další tři země - Kypr, Lotyšsko a Malta. „Nováčci“ mají mnoho společného se třemi zeměmi, které do ERM II vstoupily již před rokem – jedná se o malé otevřené ekonomiky s fixním kurzovým režimem a s odhodláním setrvat v ERM II pouze po nezbytně dlouhou dobu. V případě Kypru a Lotyšska byla parita stanovena na úrovni dřívější centrální parity, Malta pak zafixovala paritu na úrovni posledního kurzu.

Dosavadní zkušenost předchůdců

Je tomu právě rok, co do ERM II vstoupily první tři země ze skupiny nových členských států Evropské unie – Estonsko, Litva a Slovinsko. Jejich pobyt v kurzovém mechanismu je doposud úspěšný, jejich měny nebyly vystaveny vážnějším spekulativním útokům. Co se týče ekonomického vývoje a výhledu splnění ostatních maastrichtských kritérií, v případě Estonska došlo k mírnému snížení schodku běžného účtu (12,7% v roce 2004), avšak zároveň k výraznému zvýšení inflace (4,7% v dubnu 2005). K obdobnému zvýšení inflace došlo i v Litvě (3,2% v dubnu 2005), doprovázenému prohloubením schodku běžného účtu (7,1% HDP v roce 2004). Naopak v případě Slovinska došlo k mírnému snížení inflace (2,7% v dubnu), schodek běžného účtu zůstává velmi nízký (0,4% v roce 2004).

Stanovení parit nepřekvapilo

Další členské státy EU vstoupily do ERM II s účinností ode dne 2. května 2005. Klíčovým rozhodnutím při vstupu do kurzového mechanismu ERM II je stanovení centrální parity. Ta byla v případě Kypru stanovena na úrovni předchozí parity (viz Tab.1), stejně tak zůstalo zachováno široké flukuační pásmo $\pm 15\%$. Podobně Lotyšsko zachovalo svůj předchozí režim měnového výboru, když přijalo paritu na úrovni předchozího ukotvení spolu s jednostranným závazkem udržet kurz v úzkém rozpětí $\pm 1\%$. Maltská lira byla před vstupem do ERM II pevně navázána na koš tří měn (euro, dolar, libra), centrální parita ERM II tak byla stanovena jako poslední kurz liry vůči euru. Malta se jednostranně rozhodla pokračovat v předchozí praxi a udržovat kurz na takto stanovené paritě.

Potencionální rozpor mezi fixním kurzem a zbývajícími kritérii

Fixní ukotvení měn vůči euru může potencionálně představovat rozpor s inflačním kritériem. V případě nových členů klubu ERM II však lze argumentovat, že tato hrozba je nízká. Za prvé, tyto země mají vysoce otevřenou a na státy eurozóny navázanou ekonomiku, zafixování kurzu tak pomáhá stabilizovat domácí cenovou hladinu. Za druhé, všechny země mají relativně dlouhou zkušenost s fixním kurzem, a tato zkušenost ukazuje schopnost snížit inflaci i v tomto režimu. Zatřetí, všechny země udržují pozitivní úrokový diferenciel vůči euru (Kypr ve výši 1,75%, Lotyšsko 2,00%, Malta 1,25%), který zpřísňuje domácí měnové podmínky a zamezuje nadměrnému cenovému růstu. Jedinou zemí, které zřetelně hrozí problém nesplnění inflačního kritéria, je Lotyšsko, které má nejnižší cenovou hladinu (55% průměru EU v roce 2003) a které v roce 2004 zaznamenalo nejvyšší inflaci (průměrně 6.2%).

Mnohem větší překážkou může být splnění fiskálních kritérií. Kypr a Malta měly shodně v roce 2004 schodek ve výši 5,2% HDP a jejich vládní dluh výrazně překračuje 60% HDP (v roce 2004 Kypr 74,9%, Malta 73,2%). Přístupová dohoda proto explicitně uvádí závazek Malty a Kypru provádět zdravou fiskální politiku a snižovat své zadlužení.

V případě Lotyšska může být potenciální překážkou vstupu do eurozóny příliš vysoký schodek běžného účtu, který by mohl být interpretován jako výrazné pnutí ohrožující úspěšnou účast v eurozóně. Dle odhadu ECB byl schodek běžného účtu v roce 2004 v Lotyšsku více jak 12% (dlouhodobě udržitelný schodek odhadla ECB na max. 9,7%). Kypr a Malta mají v současnosti výrazně nižší schodky, a to především díky přebytku v oblasti služeb.

Zajímavé okolnosti

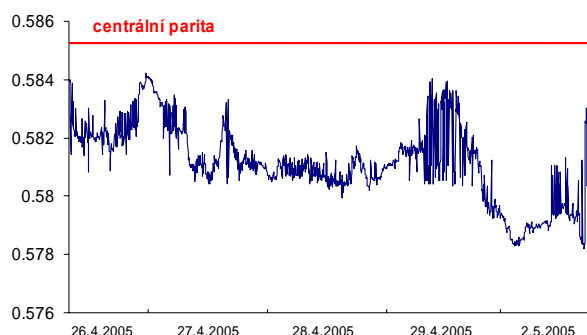
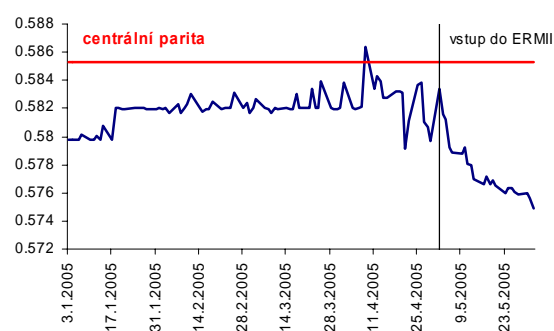
Navzdory přísnému utajení, které se dostává veškerým přípravným dokumentům ke vstupu zemí do ERM II, se 27. dubna v kyperském týdenním periodiku „Financial Mirror Newspaper“ objevila informace o tom, že Kypr spolu se dvěma dalšími členskými státy vstoupí do ERM II 2. května. Jako zdroj této informace byl označen výše postavený centrální bankéř. Kyperská centrální banka na tuto zprávu reagovala prohlášením, že o této skutečnosti nemá žádné informace.

Tento únik informací podle následné zprávy Dow Jones vedl k úvahám odložit vstup Kypru do ERM II. S odvoláním na výše postaveného diplomata v Bruselu měl Kypr vstoupit do ERM II až v srpnu. Nakonec však Kypr vstoupil do ERM II 2. května a tato skutečnost byla oficiálně oznámena 29. dubna.

Předčasné zveřejnění data vstupu může mít nepříznivé dopady na kurzovou stabilitu. Pokud je kurz plovoucí a pokud je centrální parita určena na základě posledního kurzu, může dojít k spekulativnímu tlaku na posílení (oslabení) aktuálního kurzu ze strany investorů s otevřenou dlouhou (resp. krátkou) pozicí v domácí měně. V případě Lotyšska a Malty však neplatil předpoklad plovoucího kurzu, fixace kurzu ve velmi úzkém (Lotyšsko), resp. nulovém (Malta) pásmu představovalo překážku v jakékoli spekulaci na posun parity. Výše popsany scénář se tak mohl realizovat pouze v případě Kypru, které mělo dostatečně široké flukтуаční pásmo. Vzhledem k všeobecnému očekávání, že centrální parita kyperské libry v ERM II bude zafixována na úrovni předchozí parity, byl však vliv předčasného zveřejnění data vstupu zanedbatelný (viz graf 1). Zveřejnění data vstupu vedlo k mírné depreciazi libry, páteční nejistota ohledně možného odkladu vstupu k značné rozkolísanosti kurzu. Po oznámení vstupu Kypru do ERM II 2.5.2005 se kurz vrátil zhruba na svoji výchozí pozici. V průběhu května pak kyperská libra posílila o 0,7% a nachází se tak 1,6% od centrální parity (viz graf 2).

Tabulka 1: Centrální parity

země	měna	centrální parita
Kypr	CYP	0,585274
Lotyšsko	LVL	0,702804
Malta	MTL	0,429300

Graf 1: Vývoj kurzu EUR/CYP před vstupem**Graf 2: Vývoj kurzu EUR/CYP po vstupu**

Zdroj: ECB, Bloomberg

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 9. června 2005. 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