

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a strategie

Ze sledovaných osmi centrálních bank polovina ponechala své sazby beze změny (MNB, NBP, NBS a Fed), druhá polovina je zvýšila (ECB, SR, BoE a RBNZ). Rekordmanem ve zvyšování sazeb byla tentokrát SR, která ve dvou krocích zvýšila sazby celkem o 0,50 p.b. Ostatní centrální banky zvýšily sazby shodně o 0,25 p.b. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme změnám při provádění švédské měnové politiky. Ve vybraném projevu přinášíme projev Jarle Berga o norské zkušenosti s projekcí úrokových sazeb.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (prosinec 2006) 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 % | 1,8 % (únor 2007) ⁴ | 3,75 % | 11. ledna/0,00 8. února/0,00 8. března/+0,25 ↗ | 12. dubna 10. května 6. června ↗ | 6. června zveřejnění nové prognózy |
| Švédsko (Sveriges Riksbank, SR) | 2,0 % | 1,9 % (leden 2007) | 3,25 % | 14. prosince/+0,25 14. února/+0,25 ↗ | 29. března 3. května ↗ | |
| Velká Británie (Bank of England, BoE) | 2,0 % | 2,7 % (leden 2007) | 5,25 % | 10.-11. ledna/+0,25 7. - 8. února/0,00 7. - 8. března/0,00 ↗ | 4.-5. dubna 9.-10. května 6.-7. června ↗ | 16. května zveřejnění IR ⁵ |
| Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB) | 3,0 % | 7,8 % (leden 2007) | 8,00 % | 18. prosince/0,00 22. ledna /0,00 26. února/0,00 → | 26. března 23. dubna 21. května → | 21. května zveřejnění IR ⁵ |
| Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP) | 2,5 % | 1,7 % (leden 2007) | 4,00 % | 19.-20. prosince/0,00 30.-31. ledna/0,00 27.-28. února/0,00 → | 27.-28. března 24.-25. dubna 29.-30. května → | 30. dubna zveřejnění IR ⁵ |
| Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS) | < 2,0 % | 2,2 % (leden 2007) | 4,75 % | 19. prosince/0,00 30. ledna/0,00 27. února/0,00 → | 27. března ⁶ 27. dubna 29. května → | v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled |
| USA (Federal Reserve System, Fed) | n/a | 2,1 % (leden 2007) | 5,25 % | 12. prosince/0,00 30.-31. ledna/0,00 ↘ | 20.-21. března 9. května → | 25. dubna zveřejnění Beige Book |
| Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ) | 2,0 % | 2,6 % (4Q 2006) | 7,50 % | 25. ledna/0,00 8. března/+0,25 → | 26. dubna 7. června → | |

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

[Eurozóna se rozšířila o Slovinsko,...](#)

Dne 1. ledna 2007 Slovinsko zavedlo euro a stalo se tak třináctým členským státem Evropské unie, který přijal jednotnou měnu, a tedy také prvním z nových členských států, který se plně zapojil do evropské Hospodářské a měnové unie. Zavedením eura ve Slovinsku se Banka Slovenije stala členem Eurosystemu a má stejná práva a povinnosti jako ostatních dvanáct národních centrálních bank členských států Evropské unie, které už euro zavedly. Podle článku 49 Statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky splatila Banka Slovenije zbývající část svého podílu na základním kapitálu ECB. Banka Slovenije převedla na ECB příslušný podíl svých devizových rezerv.

[...EU o Bulharsko a Rumunsko,...](#)

Dne 1. ledna 2007 došlo k rozšíření Evropské unie o dva nové členské státy – Bulharsko a Rumunsko. S platností od tohoto dne jsou národní centrální banky těchto zemí součástí Evropského systému centrálních bank (ESCB) a jejich guvernéři se stávají členy Generální rady ECB. Odborníci z těchto národních centrálních bank navíc mají status členů ve výborech ESCB vždy, když tyto výbory budou zasedat na úrovni celého ESCB. Bulharsko vstoupilo do EU s režimem měnového výboru, který chce uplatňovat až do okamžiku vstupu do eurozóny. Od roku 2004 má vypracovanou společnou [strategii vlády a centrální banky k přejetí eura](#), která počítá se zapojením do ERM II co nejdříve po vstupu do EU. Rumunsko uplatňuje od roku 2006 režim cílování inflace v kombinaci s plovoucím kurzem. Strategii k přijetí eura zatím zpracovanou nemá, protože v [Konvergenčním programu](#) uvádí, že vzhledem k nutným reformám není možné počítat se zapojením do ERM II dříve než v roce 2012.

[...ECB stanovila nový klíč pro upisování základního kapitálu,...](#)

Podle článku 29 Statutu ESCB a ECB jsou váhy podílů národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu ECB stanoveny rovným dílem podle podílu příslušného členského státu na celkovém počtu obyvatel a na hrubém domácím produktu EU. Při výpočtu se vychází z údajů, které ECB poskytne Evropská komise. Tyto vážené podíly jsou upravovány jednou za pět let a kdykoli nový členský stát přistoupí k EU. S přistoupením bulharské centrální banky a rumunské centrální banky k Evropskému systému centrálních bank (ESCB) došlo 1. ledna 2007 k úpravě klíče pro upisování základního kapitálu ECB. V souladu s článkem 49 odst. 3 Statutu ESCB se upsaný základní kapitál ECB automaticky zvyšuje, když k EU přistoupí nový členský stát a příslušná národní centrální banka se stane členem ESCB. Dne 1. ledna 2007 tak upsaný základní kapitál ECB činil 5 761 mil. EUR.

[...a Kypr a Malta požádaly o vypracování Konvergenční zprávy](#)

Kypr (13. února) a Malta (27. února) oficiálně požádaly o vstup do eurozóny k 1. lednu 2008. EK a ECB do května 2007 vypracují pro tyto země mimořádnou Konvergenční zprávu, která zhodnotí, zda Kypr a Malta splňují podmínky pro zavedení jednotné měny eura.

Sveriges Riksbank začala zveřejňovat prognózu měnověpolitických sazeb

Na svém zasedání dne 16. ledna 2007 přijala výkonná rada (Executive Board) některá opatření k větší transparentnosti a účinnosti měnové politiky. Počínaje únorem 2007 se dosavadní Zpráva o inflaci (Inflation Report) mění na Zprávu o měnové politice (Monetary Policy Report), která má jinou strukturu a částečně i obsah. Dosud v prognóze používané úrokové sazby odvozené z tržních výnosových křivek byly nahrazeny vlastní projekcí měnověpolitických sazeb, založené na aktuální prognóze a na aktuálním vnímání budoucího vývoje úrokových sazeb výkonnou radou. Těmto změnám se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

10 let MPC ve Velké Británii

Před 10 lety, v červnu 1997, bylo měnověpolitické rozhodování ve Velké Británii svěřeno nově ustanovenému měnověpolitickému výboru (Monetary Policy Committee – MPC). Při této příležitosti vydaná publikace mapuje historii britské měnové politiky s důrazem na změny po ustanovení MPC.

NBP má nového guvernéra...

Dne 10. ledna 2007 jmenoval Sejm Polské republiky novým guvernérem polské centrální banky Sławomira Skrzypeka. V letech 2002-2005 jako zástupce varšavského starosty zodpovídal, mimo jiné, za finanční politiku, investiční projekty a řízení společností. Od prosince 2005 pracoval v představenstvech a dozorčích radách obchodních bank. Od května 2006 byl předsedou dozorčí rady Polské televize.

... a bude zveřejňovat více informací z jednání MPC

Počínaje lednovou Zprávou o inflaci obsahuje kapitola věnovaná měnové politice více podrobností z diskuzí vedených při jednání MPC. Od května 2007 budou zveřejňovány záznamy (minutes) z jednání MPC, a v souvislosti s tím se změní i formát tiskového prohlášení, zveřejňovaného po skončení jednání.

B. Bernanke – globalizace významně ovlivňuje inflaci v USA

Ve svém projevu předneseném dne 2. března 2007 na 4. ekonomickém summitu ve Stanfordu se předseda rady guvernérů FED zabýval vlivem globalizace na měnovou politiku, finanční trhy a inflaci v USA. Dochází k závěrům, že globalizace nesnižuje schopnost FED ovlivňovat finanční podmínky a provádět měnovou politiku v USA. Na druhé straně globalizace významně ovlivňuje inflaci. Rostoucí dovoz hotových výrobků z Číny, Indie a jiných rychle se rozvíjejících zemí sice stabilizuje nebo snižuje část spotřebitelských cen, ale rozvoj těchto zemí dramaticky zvyšuje světové ceny energií a jiných komodit.

RBNZ uvažuje o zdanění hypotečních úvěrů

RBNZ ve spolupráci s ministerstvem financí připravila materiál, který se zabývá možností využití dodatečných nástrojů na ovlivnění domácí poptávky. RBNZ se nachází v specifické situaci, kdy v důsledku růstu cen nemovitostí čelí vysoké domácí poptávce, a je tudíž nucena udržovat vysokou úroveň úrokových sazeb. Tím však v souvislosti s nízkou úrovní úrokových sazeb v ostatních světových ekonomikách vytváří značný tlak na posílení kurzu novozélandského dolaru, což má nepříznivý dopad na obchodovatelný sektor. RBNZ proto uvažuje o možnosti zavést zvláštní daň z úrokových sazeb hypotečních úvěrů, tzv. Mortgage Interest Levy. Ta by byla uplatňována pouze za takto výjimečných okolností jako dodatkový instrument řízení poptávky a mohla by přispět ke snížení fluktuací jak klíčových úrokových sazeb, tak měnového kurzu.

3. Téma pod lupou: Změny v provádění švédské měnové politiky

Na svém zasedání dne 16. ledna 2007 přijala výkonná rada (Executive Board) švédské centrální banky (dále Riksbank) některá opatření, která jdou zčásti podobným směrem jako doporučení z materiálu [„An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005“](#), který byl vypracován [Francescem Giavazzim](#) a [Fredericem Mishkinem](#) v průběhu roku 2006 na objednávku Finančního výboru švédského parlamentu (Riksdag) z listopadu 2005 (viz prosincové číslo Monitoringu). Přímá souvislost však ani u jednoho z přijatých opatření nebyla uvedena, naopak úmysl zveřejňovat vlastní projekci úrokových sazeb Riksbank zveřejnila již před zveřejněním „Vyhodnocení“.

Dne 22. února 2007 zaslala výkonná rada Finančnímu výboru švédského parlamentu svoji podrobnou [písemnou reakci na „Vyhodnocení“](#). Z té vyplývá, že Riksbank s naprostou většinou navržených doporučení souhlasí, zároveň však dodává, že začala připravovat opatření sama již v předstihu před zveřejněním „Vyhodnocení“. Riksbank striktně odmítla pouze dvě doporučení:

- dlouhodobější podstřelování či přestřelování inflačního cíle by mělo být kompenzováno následným záměrným přestřelováním či podstřelováním ve stejné výši;
- používat pro vyjádření inflačního cíle jiný cenový index než CPI

Ve Finančním výboru Rikstagu přednesl k celé problematice [projev](#) guvernér Riksbank Stefan Ingves.

Opatření přijatá výkonnou radou lze shrnout do následujících bodů:

- Počínaje únorem 2007 se dosavadní Zpráva o inflaci (Inflation Report) nazývá Zpráva o měnové politice (Monetary Policy Report). [První Zpráva o měnové politice](#) byla zveřejněna 15. února 2007.
- Dosud v prognóze používané úrokové sazby odvozené z tržních výnosových křivek byly nahrazeny vlastní projekcí měnověpolitických sazeb, založené na aktuální prognóze a na aktuálním vnímání budoucího vývoje úrokových sazeb výkonnou radou.
- Počínaje únorem má tedy výkonná rada možnost měnit prognózu úrokových sazeb, předloženou aparátem Riksbank. Z tohoto důvodu bude *tištěná* Zpráva o měnové politice publikována s dvoudenním zpožděním po zasedání výkonné rady. *Internetová* Zpráva o měnové politice bude zveřejňována jako dosud následující den po zasedání výkonné rady.
- Takto sestrojená trajektorie repo sazby je publikována ve Zprávě o měnové politice ve formě vějířového grafu s horizontem 3 let a také ve formě tabulky pro jednotlivá čtvrtletí.
- Ve srovnání s dosavadní Zprávou o inflaci doznala Zpráva o měnové politice i obsahových a strukturálních změn s cílem dále zvýšit efektivitu a transparentnost komunikace. Ještě před obsahem je zařazena stránková informace o provádění měnové politiky ve Švédsku. Samotná zpráva začíná minutes z předchozích zasedání Executive Boardu. První kapitola Zprávy je věnována prognóze a jejím změnám v porovnání s předchozí Inflační zprávou. Druhá kapitola se zabývá alternativními scénáři a riziky. Ve třetí kapitole je zhodnocena současná ekonomická situace. Původní bílá obálka se změnila na zelenou.
- V [minutes](#), které budou jako dosud zveřejňovány zhruba dva týdny po zasedání, je podrobná pasáž věnovaná diskuzi o budoucí trajektorii repo sazby. Výhrady k předložené prognóze sazeb nejsou zveřejňovány se jmény, jako je tomu u hlasování o aktuálním nastavení sazeb.

4. Vybraný projev: Jarle Bergo o projekci úrokových sazeb v teorii a praxi

V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Jarle Berga, viceguvernéra Centrální banky Norska (Norges Bank) pod názvem „[Projekce úrokových sazeb v teorii a praxi](#)“, které přednesl na semináři Asociace norských ekonomů v Sanderstølen, dne 26. ledna 2007.

Jarle Bergo své vystoupení zejména zaměřil na zkušenosti s publikováním trajektorie úrokových sazeb v režimu flexibilního cílování inflace, determinanty úrokových sazeb a provádění optimální měnové politiky z pohledu pravidla versus diskrece.

Viceguvernér Bergo úvodem shrnul současné atributy měnové politiky v Norsku. Jde o orientaci na stabilní a nízkou inflaci (blízkou 2,5 % CPI) v režimu flexibilního inflačního cílení, které ze své podstaty umožňuje jak dlouhodobé ukotvování inflačních očekávání, tak i krátkodobou orientaci na stabilizaci ekonomického vývoje a zaměstnanosti. Více než roční zkušenost se zveřejňováním trajektorie úrokových sazeb pomocí vějířového grafu lze dle Berga hodnotit pozitivně. Očekávání budoucího vývoje měnověpolitické sazby ovlivňují spotřebitelské a investiční rozhodování ekonomických subjektů. Pokud má být měnová politika úspěšná, musí být schopna tato očekávání ovlivnit.

Při přípravě prognózy je nutné vědět, jakou úroveň úrokových sazeb lze označit za normální. V Norsku se za ní považuje úroveň dlouhodobých nominálních úrokových sazeb v intervalu 5 - 6 %. Tendence k vyšším úsporám a nižším investicím ve světě spolu s orientací zejména asijských centrálních bank (zejména Číny) na nákup USD a potažmo amerických vládních obligací jsou často citovanými důvody, které přispívají ke snížení současné úrovně dlouhodobých úrokových sazeb. Viceguvernér Bergo dále připomněl, že ekonomická teorie řadí mezi determinanty dlouhodobých reálných úrokových sazeb především růst produktivity, růst populace a dlouhodobé preference domácností ve spotřebě. Nicméně, v krátkodobém a střednědobém horizontu je ekonomika vystavována šokům, které působí na ekonomický vývoj, a tímto také na úrokové sazby. V realitě je proto možné sledovat i dlouhodobé odchylky úrokových sazeb od hodnot, které by očekávala teorie.

Následně byl připomenut přínos Kydlanda a Prescottta ekonomické teorii, kteří z důvodu tzv. časové nekonzistence diskreční politiky argumentovali ve prospěch politiky prováděné pomocí pravidel. Úspěšnost měnové politiky založené na pravidlech je však podmíněna její kredibilitou. Ekonomičtí agenti musejí poměrně jistě předpokládat, že tvůrci politiky budou následovat své, předem ohlášené, záměry. Desetiletá norská devalvační zkušenost (70. - 80. léta) ukázala, že diskreční politika může přivést ekonomiku na suboptimální cestu.

Závěrem viceguvernér Bergo poznamenal, že centrální bankéři v praxi stojí před mnohými výzvami, které nelze zachytit ekonomickými modely. Příkladem je neschopnost modelů plně zachytit nejistoty a rizika budoucího vývoje. Modely rovněž pracují s předpokladem kredibility inflačního cíle, avšak v praxi je nutné jeho kredibilitu často bránit. Modely a teorie tedy nemohou dát dokonalý recept, jak nastavovat úrokové sazby – jsou pouze nástroji.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. března 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