

V posledních třech měsících pokračoval Fed a ECB ve zpřísnování měnové politiky. Nárůst inflačních rizik je patrný především v eurozóně, kde inflace vzrostla na 2,5 % v květnu. Ještě výrazněji vzrostla inflace na Slovensku, na což reagovala NBS zvýšením sazeb o 0,50 p.b. Ostatní námi sledované centrální banky ponechaly své sazby beze změny. V Tématu pod lupou se věnujeme konvergenčním zprávám Evropské komise a ECB, které vyústily v doporučení přijmout Slovensko, nikoliv však Litvu, do eurozóny. Ve vybraném projevu přinášíme projev Axela A. Webera o ropných šocích a měnové politice.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (březen 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 %	2,5 % (květen 2006) ⁴	2,75 %	6. dubna/0,00 4. května/0,00 8. června/+0,25 ↗	6. července 31. srpna ↗	31. srpna zveřejnění nové prognózy
Švédsko (Sveriges Riksbank)	2,0 %	1,5 % (duben 2006)	2,00 %	27. dubna/0,00 ↗	19. června 29. srpna ↗	20. června zveřejnění IR ⁵
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0 %	2,0 % (duben 2006)	4,50 %	5.-6. dubna/0,00 3.-4. května/0,00 7.-8. června/0,00 →	5.-6. července 2.-3. srpna 6.-7. září →	9. srpna zveřejnění IR ⁵
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,5 %	2,3 % (duben 2006)	6,00 %	20. března/0,00 24. dubna/0,00 22. května/0,00 →	19. června 24. července 28. srpna →	28. srpna zveřejnění IR ⁵
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	0,7 % (duben 2006)	4,00 %	28.-29. března/0,00 25.-26. dubna/0,00 30.-31. května/0,00 →	27.-28. června 25.-26. července 29.-30. srpna →	30. srpna zveřejnění IR ⁵
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,5 %	4,4 % (duben 2006)	4,00 %	27. března/0,00 25. dubna/0,00 30. května/+0,50 ↗	27. června ⁶ 25. července ⁶ 29. srpna ⁶ →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	3,5 % (duben 2006)	5,00 %	27.-28. března/+0,25 10. května/+0,25 ↗	28.-29. června 8. srpna ↗	14. června, 26. července a 6. září zveřejnění Beige Book
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	3,3 % (1Q2006)	7,25 %	27. dubna/0,00 8. června/0,00 →	27. 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 NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy.

2. Zajímavé události

[ECB a Evropská komise vyhodnotila připravenost Litvy a Slovinska na euro](#)

V polovině května zveřejnily [Evropská centrální banka](#) a [Evropská komise](#) své konvergenční zprávy, hodnotící připravenost Litvy a Slovinska k přijetí společné evropské měny. Dle těchto zpráv Slovinsko splnilo všechny podmínky stanovené Maastrichtskou smlouvou, Litva kritéria splnila s výjimkou inflačního kritéria. Detaily tohoto vyhodnocení a příčiny nesplnění inflačního kritéria v případě Litvy podrobněji rozebíráme v Tématu pod lupou.

[ECB změnila předpoklady prognózy,...](#)

Počínaje červnovou prognózou bude makroekonomická prognóza ECB založena na předpokladu budoucího vývoje krátkodobých úrokových sazeb v souladu s tržním očekáváním. Do března prognóza ECB předpokládala konstantní krátkodobé úrokové sazby. Tato technická změna má zvýšit kvalitu a vnitřní konzistenci prognóz. I nadále bude prognóza ECB sestavována zaměstnanci ECB a nebude se tak muset shodovat s názory členů Rady guvernérů, kteří prognózu používají jako jeden ze vstupů do rozhodování.

[...určila kompetence členů Výkonné rady...](#)

Výkonná rada ECB se začátkem června rozhodla rozdělit mezi své členy kompetence za jednotlivé oblasti řízení ECB. V kompetenci prezidenta Jean-Claude Tricheta je např. komunikace a interní audit, viceprezidenta Lucase D. Papademosse finanční stabilita a dohled a výzkum, ekonomie a informační systémy jsou v kompetenci nového člena Výkonné rady Jürgena Starka.

[... a již nebude prodávat zlato](#)

ECB koncem března oznámila, že ukončila program prodeje svých zlatých rezerv, který dosáhl objemu 57 tun. Tyto prodeje byly v souladu s dohodou 15 evropských centrálních bank o prodeji zlata ze září 2004 (Central Bank Gold Agreement). ECB dále uvedla, že nemá v úmyslu prodávat své zlato ve druhém roce dohody, počínajícím 27. září 2005 a končícím 26. září 2006.

[Riksbank publikuje tři zprávy ročně...](#)

Výkonná rada Riksbank v březnu rozhodla zveřejňovat ročně pouze tři zprávy o inflaci, a to počínaje letošním rokem. Dvě podzimní zprávy, které Riksbank publikovala v relativně krátké době za sebou (koncem října a začátkem prosince), budou nahrazeny jednou zprávou. Inflační zprávy tak budou lépe rozprostřeny v rámci kalendářního roku a dojde k efektivnějšímu využití predikčních kapacit banky.

[... a mění strukturu svých devizových rezerv](#)

Riksbank v dubnu oznámila, že změnila strukturu svých devizových rezerv ve prospěch eura (z předchozích 37 % na 50 %). V portfoliu Riksbank se též nově objevila norská koruna (10 %), dále se mírně zvýšil podíl australského (ze 3 % na 5 %) a kanadského dolaru (ze 4 % na 5 %). Naopak poklesl podíl amerického dolaru a z portfolia zcela zmizel japonský jen. Účelem této realokace portfolia je snížení vlivu fluktuací měnových kurzů na hodnotu devizových rezerv ve švédských korunách. Riksbank zdůraznila, že výběr nové alokace byl založen na základě volatility vzájemných měnových kurzů a nikoliv na očekávání budoucí apreciac/depreciace měnového kurzu.

BoE mění implementaci měnové politiky

Od poloviny května jsou povinné rezervy bank a stavebních spořitelen u BoE úročeny. Výše rezerv bude nově počítána na základě průměrné výše v rámci měsíce. Operace na peněžním trhu bude BoE provozovat na týdenní (do května byly prováděny na denní) bázi. Cílem těchto změn je podle BoE přiblížit krátké úrokové sazby referenční sazbě, snížit jejich kolísavost a celkově zlepšit systém řízení likvidity.

NBS bude odprodávat výnosy ze svých devizových rezerv,...

Bankovní rada NBS rozhodla na svém dubnovém zasedání o odprodeji výnosů ze svých devizových rezerv. Jako důvod uvedla dostatečnou výši devizových rezerv, která činí pětinasobek průměrného měsíčního dovozu do Slovenské republiky. Konverze bude NBS provádět mimo domácí devizový trh a takovým způsobem, aby se minimalizoval jejich vliv na slovenskou korunu. Předpokládaný objem těchto operací bude průměrně činit 1 % denního objemu na trhu se slovenskou korunou a neměl by překročit 3 % tohoto obrátu. Objemy těchto transakcí bude NBS zveřejňovat ve svých situačních zprávách o měnovém vývoji.

...zveřejnila analýzu přínosů a nákladů přijetí eura...

NBS koncem března zveřejnila analýzu kvantifikující jednotlivé typy přínosů a nákladů přijetí eura. Např. vliv ztráty autonomní měnové politiky byl kvantifikován přibližně na 0,04 % HDP. V součtu dle této analýzy přínosy přijetí eura na Slovensku převažují nad jeho náklady. Zároveň materiál konstatuje, že k plnému využití výhod eura na Slovensku je nutné zvýšit flexibilitu slovenské ekonomiky.

...a etický kodex podnikatelů pro zavedení eura

V dubnu NBS na svých stránkách publikovala etický kodex podnikatelů pro zavedení eura vytvořený ve spolupráci zplnomocněnce vlády SR pro zavedení eura a Podnikatelské aliance Slovenské republiky. Kodex zavazuje podnikatele mimo jiné k tomu, že nezneužijí zavedení eura k neodůvodněným cenovým pohybům, že zavedou duální oceňování zboží a služeb co nejdříve po zveřejnění konverzního poměru koruny vůči euru a že se předzásobí dostatečným objemem hotovosti v euru.

Fed spustil laické stránky o měnové politice

Cílem stránek je zábavnou formou učit studenty středních škol o fungování Rady guvernérů Fedu. Základní informace o měnové politice Fedu jsou sděleny formou jednoduchých otázek a odpovědí, stránky též obsahují kvíz.

3. Téma pod lupou: Konvergenční zprávy hodnotí připravenost Litvy a Slovinska na euro

V polovině května zveřejnily ECB a Evropská komise (dále jen Komise) své konvergenční zprávy, hodnotící připravenost Litvy a Slovinska k přijetí společné evropské měny. Dle těchto zpráv Slovinsko splnilo všechny podmínky stanovené Maastrichtskou smlouvou, Litva kritéria splnila s výjimkou inflačního kritéria.

Pobaltské státy mají vyšší inflaci

Litva a Slovinsko požádaly v březnu ECB a Komisi o vypracování mimořádné konvergenční zprávy tak, aby bylo v těchto zemích možné přijmout euro začátkem příštího roku. Estonsko, třetí kandidátská země, která by již v letošním roce splnila podmínku dvouleté účasti v kurzovém mechanismu ERM II, tuto žádost nepodala. Důvodem byla vysoká míra inflace, která začátkem roku výrazně přesahovala 4 %, tj. dosahovala hodnot neslučitelných se splněním inflačního kritéria.

S problémem vysoké inflace se potýkají všechny pobaltské státy. Ještě vyšší inflace než Estonsko dosahuje Lotyšsko, kde na začátku roku inflace přesahovala 7 %. Nejnižší inflace je tak v Litvě, která se spoléhala na brzké vypracování konvergenční zprávy a těsné splnění inflačního kritéria. Nicméně 12-měsíční průměr inflace v březnu, obsažený v hodnocení (2,7 %), přesáhl o desetinu procentního bodu referenční hodnotu (2,6 %). Konvergenční zpráva Komise shledala inflační kritérium v případě Litvy za nesplněné.

Vysoká inflace v Pobaltí souvisí s fixním kurzem

Za vysokou inflaci v pobaltských státech lze spatřovat fixní kurzové režimy v těchto zemích, které neumožňují absorbovat inflační tlaky prostřednictvím kurzové apreciacie. Estonsko a Litva udržují tzv. režim měnového výboru (Estonsko od roku 1992, Litva od roku 1994), který implikuje zcela fixní kurz a Lotyšsko udržuje kurz ve velmi úzkém rozpětí ± 1 % vůči euru. Tyto režimy fixních kurzů s sebou přinášejí nutnost udržovat úrokové sazby blízko úrovně sazeb ECB, tj. na relativně nízkých hodnotách. Zároveň však jsou pobaltské státy, stejně jako ostatní ekonomiky střední a východní Evropy, vystaveny dlouhodobému posilování reálného kurzu, které se v režimu pevného kurzu projevuje vyšší inflací. V podmínkách vyšší inflace a nízkých nominálních sazeb dochází k situacím, kdy jsou reálné úrokové sazby příliš nízké nebo dokonce záporné (viz Graf 1). Takto uvolněné úrokové sazby dále působí (skrze podporu ekonomického růstu) směrem k vyšší inflaci.

K těmto poptávkovým faktorům vyšší inflace se navíc v poslední době přidaly nákladové faktory v podobě změn nepřímých daní a regulovaných cen (v případě Litvy odhadován příspěvek těchto cen v roce 2005 na 0,8 procentního bodu) a růstu světových cen energií. Tyto nákladové faktory budou navíc působit i v následujících letech z důvodu další harmonizace spotřebních daní a zvyšování dovozních cen energetických surovin ze strany Ruska, které v současnosti dodává tyto suroviny pobaltským zemím pod světovými cenami.

Poslední slovo bude mít ECOFIN

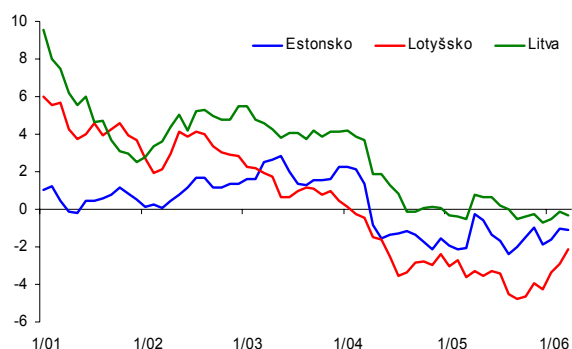
Konečné rozhodnutí o přijetí či nepřijetí nových zemí do eurozóny přijme Rada ve složení ministrů financí členských zemí EU (tzv. ECOFIN) v červenci. Přijetí Litvy do eurozóny je však nepravděpodobné už z toho prostého důvodu, že ECOFIN může rozhodnout o přijetí dané země do eurozóny pouze na základě formálního návrhu Komise. Komise podala tento návrh u Slovinska, nikoli však u Litvy, takže v případě Litvy vlastně nemá ECOFIN o čem rozhodovat.

Úmyslem Litvy nicméně zůstává vstoupit do eurozóny co nejdříve. Guvernér litevské centrální banky oznámil, že v případě odložení přijetí eura centrální banka vytvoří novou ekonomickou prognózu a na základě této prognózy stanoví nové datum pro reálné přijetí eura. Pokud se však naplní jarní prognóza Komise, nebude pro Litvu reálné přijmout euro dříve než v roce 2009.

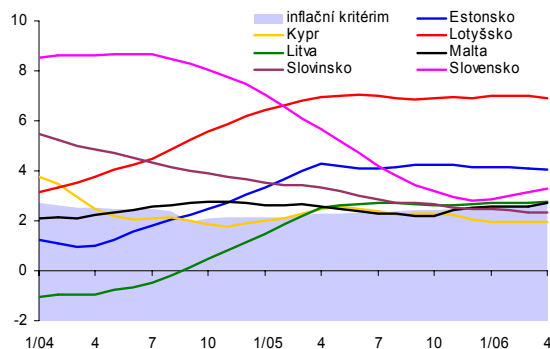
Problémy s inflací mají i ostatní země v ERM II

Problémy s plněním inflačního kritéria mají nejen pobaltské státy, ale i mnohé další země usilující v brzké době o vstup do eurozóny (viz Graf 2). Úplně nejvyšší inflaci v rámci Evropské unie má v současnosti Lotyšsko (6,1 % v dubnu), následované Slovenskem (4,4 %) a Estonskem (4,3 %). K tomu, aby tyto země splnily inflační kritérium v příštím roce (Lotyšsko a Estonsko plánují vstup do eurozóny na začátku roku 2008), resp. v roce 2008 (Slovensko plánuje vstup začátkem roku 2009), bude zapotřebí výrazného snížení inflace. Avšak ani Malta (inflace 3,5 % v dubnu) si zdaleka nemůže být jista splněním inflačního kritéria v příštím roce.

Graf 1: Reálné úrokové sazby (1-roční sazby na peněžním trhu-meziroční růst HICP)



Graf 2: Inflace ve vybraných zemích (1-roční klouzávy průměr meziprocentních růstů HICP)



Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

4. Vybraný projev: Axel A. Weber o ropných šocích a měnové politice eurozóny

V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Axela A. Webera, prezidenta centrální banky SRN (Deutsche Bundesbank), které přednesl 11. května 2006 v Dublinu na půdě irské centrální banky (The Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

Axel Weber přednesl svůj projev jako tzv. Whitakerovu přednášku, která se koná ve jménu významného irského ekonomy a bývalého guvernéra irské centrální banky Kennetha Whitakera.

První část přednášky byla věnována srovnání současného cenového vývoje ropy s předchozími ropnými šoky. Ze srovnání vyplynulo, že vývoj na trhu s ropou (od poloviny roku 2003) je porovnatelný s prvním ropným šokem (1973-74) – „učebnicovým“ případem nabídkového šoku, který způsobil silnou stagflaci v zemích dovážejících ropu; druhým ropným šokem (1978-79) a obdobím po napadení Kuvajtu (1990). Nicméně vzápětí Weber zdůraznil, že předchozí ropné šoky byly na rozdíl od toho současného doprovázeny znatelnými poklesy globálního ekonomického růstu v zemích dovážejících ropu. Obdobně se jeví i porovnání vývoje inflace, kdy důsledkem prvního a druhého ropného šoku bylo její zdvojnásobení, zatímco v současné době sledujeme nejnižší globální inflaci za posledních 35 let.

Weber následně připomněl, že současný ropný šok je primárně tažen poptávkou (zejména USA a Číny), která naráží na limity volných kapacit v oblasti produkce a zpracování ropy. Zároveň je však poslední růst ceny ropy způsoben i pomalou reakcí producentů ropy na růst poptávky. Růst ceny ropy sice negativně ovlivňuje ekonomickou aktivitu v zemích dovážejících ropu. Nicméně důsledky ropných šoků se snižují s tím, jak producenti ropy utrací své příjmy za dovážené kapitálové statky, resp. investují na finančních trzích importérů ropy. Mezi další důvody omezeného vlivu cen ropy na současná hospodářství vyspělých zemí byl zařazen pokles podílu energeticky náročných odvětví na HDP, růst globální konkurence, nižší vyjednávací síla odborů a vyšší kredibilita centrálních bank.

Druhá část přednášky byla věnována otázce, zda-li současné příznivé prostředí ve světové ekonomice znamená, že vývoj cen ropy ztratil své potenciálně škodlivé efekty, a tím přestal být výzvou pro měnovou politiku. Weber zdůraznil, že dle jeho názoru tomu tak není, tedy měnová politika si stále nemůže dovolit přehlížet vývoj cen ropy. Možná volba (trade-off) mezi stabilizací inflace a výstupu je ovlivněna funkcí transmissních kanálů měnové politiky a existencí reálných rigidit. Z pohledu reálných rigidit na trhu práce platí, že čím jsou reálné mzdy pružnější, tím rychleji se ekonomika může vyrovnat s dopadem ropného šoku, tedy tím rychleji může být dosaženo uzavření výstupové mezery. Dále platí, že čím více jsou inflační očekávání ukotvená, tím menší jsou dopady ropného šoku do inflace. Weber také upozornil, že tento typ šoku neovlivňuje pouze aktuální výstup, ale i potenciální výstup. Weberova doporučení lze shrnout, že měnová politika by se při reakci na ropný šok měla soustředit na dosahování cenové stability, ukotvování inflačních očekávání a zároveň se nesnažit provádět tzv. politiku jemného ladění.

V eurozóně se dle Webera růst ceny ropy zatím projevil pouze ve vyšších cenách energií a nikoliv v cenách ostatního zboží a služeb. Ceny ropy jsou však pouze jedním, třebaže důležitým, faktorem přispívajícím k síle současných inflačních rizik eurozóny.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. června 2006. 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