

*Zpříšňování měnové politiky bylo hlavním rysem uplynulých tří měsíců. Ze sledovaných osmi centrálních bank ponechaly své sazby beze změny pouze polská a novozélandská. Rekordmanem byla MNB, která ve třech krocích zvýšila sazby celkem o 1,25 p.b. Celkem o 0,5 p.b. se sazby zvýšily také ve Švédsku a na Slovensku. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme pravděpodobnému vývoji měnové politiky v USA. Ve vybraném projevu přinášíme projev Kennetha Rogoffa o globalizaci a měnové politice.*

## 1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (červen 2006) a očekávané budoucí informace

	inflační cíl <sup>1</sup>	poslední inflace	aktuální základní sazba	datum MP zasedání/změna sazeb/očekávání <sup>2</sup>	příští MP zasedání/očekávání <sup>3</sup>	další očekávané události
<b>eurozóna</b> (European Central Bank, ECB)	< 2,0 %	2,3 % (srpen 2006) <sup>4</sup>	3,00 %	6. července/0,00 3. srpna/+0,25 31. srpna/0,00 ↗	5. října 2. listopadu 7. prosince ↗	7. prosince zveřejnění nové prognózy
<b>Švédsko</b> (Sveriges Riksbank)	2,0 %	1,7 % (červenec 2006)	2,50 %	19. června/+0,25 29. srpna/+0,25 ↗	25. října 14. prosince ↗	26. října zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Velká Británie</b> (Bank of England, BoE)	2,0 %	2,4 % (červenec 2006)	4,75 %	5.-6. července/0,00 2.-3. srpna/+0,25 6.-7. září/0,00 →	4.-5. října 8.-9. listopadu 6.-7. prosince →	15. listopadu zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Maďarsko</b> (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,5 %	3,0 % (červenec 2006)	7,25 %	19. června/+0,25 24. července /+0,50 28. srpna/+0,50 ↗	25. září 24. října 20. listopadu →	20. listopadu zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Polsko</b> (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	1,1 % (červenec 2006)	4,00 %	27.-28. června/0,00 25.-26. července/0,00 29.-30. srpna/0,00 →	26.-27. září 24.-25. října 28.-29. listopadu →	30. října zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Slovensko</b> (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,5 %	5,0 % (červenec 2006)	4,50 %	27. června/0,00 25. července/+0,50 25. srpna/0,00 ↗	26. září <sup>6</sup> 31. října <sup>6</sup> 28. listopadu <sup>6</sup> →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
<b>USA</b> (Federal Reserve System, Fed)	n/a	4,1 % (červenec 2006)	5,25 %	28.-29. června/+0,25 8. srpna/0,00 ↗	20. září 24.-25. října ↗	12. října a 29. listopadu zveřejnění Beige Book
<b>Nový Zéland</b> (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	4,0 % (2Q 2006)	7,25 %	27. července/0,00 →	14. září 26. října 7. prosince →	

<sup>1</sup> inflační cíl platný pro aktuální období, v případě Maďarska a Slovenska cíl pro konec roku

<sup>2</sup> směr očekávání změny sazeb v uplynulých třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ

<sup>3</sup> předběžné termíny zasedání. Směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu z šetření RBNZ.

<sup>4</sup> předběžný odhad

<sup>5</sup> Inflation Report (Inflační zpráva)

<sup>6</sup> NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy.

## 2. Zajímavé události

### [ECB udělila status pozorovatele](#)

Rada guvernérů ECB rozhodla začátkem července udělit status pozorovatele guvernérovi slovinské centrální banky v Radě guvernérů. Rozhodnutí souvisí s přijetím Slovinska do eurozóny k 1. lednu 2007.

### [Riksbank vydá knihu o své historii](#)

Výkonná rada rozhodla v červnu o vydání knihy shrnující podrobnou historii Riksbank. Taková publikace zatím neexistovala. Kniha bude vydána ve švédštině a angličtině a měla by být hotova do konce roku 2008.

### [NBS zveřejnila Analýzu konvergence slovenské ekonomiky](#)

Odbor výzkumu NBS vypracoval a zveřejnil v červenci „Analýzu konvergence slovenské ekonomiky“. Analýza konstatuje, že při zodpovědné politice a absenci negativních šoků by Slovensko mělo být schopné plnit v roce 2007 všechna maastrichtská konvergenční kritéria a zavést euro v plánovaném termínu k 1. lednu 2009. V rámci analýzy je poprvé také hodnocena regionální soudržnost.

### [Fed opustil člen Rady guvernérů...](#)

Mark W. Olsen rezignoval s účinností od 30. června na členství v Radě guvernérů, jejímž členem byl od 7. prosince 2001. Důvodem rezignace byl odchod do funkce předsedy neziskové organizace Public Company Accounting Oversight Board.

### [...a nový člen byl jmenován](#)

Známý ekonom a dlouholetý pracovník Fedu Frederic S. Mishkin složil 5. září přísahu nového člena Rady guvernérů. Frederic Mishkin byl nominován prezidentem Bushem 30. června a Senát nominaci schválil 26. července. Mishkin vystřídá Rogera W. Fergusona, který rezignoval 28. dubna. Funkční období Frederica Mishkina skončí 31. ledna 2014.

### [RBNZ má knihu o své historii...](#)

V červnu vyšla kniha „Innovation and Independence: the Reserve Bank of New Zealand 1973 – 2002“. Autorem knihy je John Singleton, spoluautory Gary Hawke a Arthur Grimes. Autoři zdůrazňují, že RBNZ byla průkopníkem nových přístupů v centrálním bankovníctví. Jako první centrální banka definovala svoji autonomii smluvním vztahem guvernéra s vládou a jako první rovněž zavedla inflační cílování.

### [...a otevřela muzeum](#)

Muzeum RBNZ bylo oficiálně otevřeno 6. září Peterem Hillarym v zastoupení Sira Edmunda Hillaryho, jediného žijícího Novozélandčana, který je vyobrazen na novozélandských bankovkách. Muzeum se nachází v přízemí budovy RBNZ ve Wellingtonu. Jedná se o první muzeum na Novém Zélandu, které je zaměřeno na novozélandskou ekonomiku, roli centrální banky a emise platidel. Veřejnost bude mít také poprvé v historii možnost spatřit cennou sbírku historických bankovek a mincí.

### 3. Téma pod lupou: Pravděpodobný vývoj měnové politiky v USA

*Na posledním zasedání Federal Open Market Committee (FOMC) dne 8. srpna se poprvé po 17 zvýšeních v řadě úrokové sazby nezměnily. To vyvolává řadu spekulací o budoucím směřování měnové politiky v USA.*

#### Dosavadní vývoj

Inflace v USA dosáhla v červenci hodnoty 4,1 % a základní úroková sazba Fedu se zastavila na hodnotě 5,25 %. Podle řady analytiků se pro budoucí rozhodování Fedu, který nepoužívá řízení měnové politiky pomocí inflačního cílování, stane dominantním ukazatelem vývoj ekonomického růstu. Existují však i opačné názory, které tvrdí, že personální změny v Radě guvernérů reprezentované osobami Bena S. Bernankeho a Frederica S. Mishkina budou naopak znamenat výraznější orientaci na inflaci při realizaci měnové politiky.

#### Různé názory na budoucnost

Problematicke se v poslední době podrobně věnovaly např. investiční banky Goldman Sachs a Lehman Brothers.

Ekonomové z Goldman Sachs předpokládají, že Fed přistoupí po stagnaci sazeb na současné úrovni k jejich snižování teprve za podmínky většího zpomalení hospodářského růstu. Inflace jako faktor rozhodování by se ocitla na vedlejší koleji. K prvnímu uvolnění měnové politiky by mohl Fed přistoupit již v prvním čtvrtletí 2007. Z historických zkušeností s měnovou politikou v režii Fedu vyplývá, že Fed reaguje velmi pružně na zvyšování nezaměstnanosti. Podle analýzy provedené v Goldman Sachs přistoupil Fed od poloviny roku 1960 ke snížení sazeb vždy, když nezaměstnanost vzrostla o více než jednu šestinu procentního bodu mezičtvrtletně. Analýza končí závěrem, že základní měnověpolitická sazba by mohla do konce roku 2007 klesnout ze současných 5,25 % až na úroveň okolo 4 %.

K dosti odlišným závěrům docházejí v Lehman Brothers. Zde nevyklučují ještě další zvyšování základní měnověpolitické sazby až na úroveň 5,75 %. Teprve poté by měla nastoupit stagnace trvající nejméně jeden rok a potom případné snižování nejdříve v posledním čtvrtletí roku 2007. Podle Lehman Brothers zatím americká ekonomika tolik nezpomaluje a inflace nadále roste. Uvolnění měnové politiky se dá očekávat teprve v případě, že dojde ke zpomalení meziročního růstu HDP o více než 1 p.b. a současně se zastaví růst inflace nebo dojde k jejímu poklesu. Potom může začít hrát velkou roli tzv. „Taylorovo pravidlo“ (měnová politika rezignuje na práci s prognózou a pracuje s aktuálními daty).

Podle analýz Lehman Brothers je velmi dobrým indikátorem nastupující recese vývoj nezaměstnanosti. Recese začala ohrožovat americkou ekonomiku vždy poté, co mezičtvrtletní míra nezaměstnanosti vzrostla o více než jednu třetinu procentního bodu. Závěrem analýz je tvrzení, že Fed začne ignorovat inflaci teprve tehdy, až meziroční růst HDP klesne pod 2 % a současně bude růst nezaměstnanost.

Velmi rozdílné závěry analytiků specializovaných na americkou ekonomiku ukazují na značnou nejistotu ohledně dalšího chování Fedu, které do jisté míry ovlivňuje chování ostatních centrálních bank a budoucí vývoj světové ekonomiky.

#### 4. Vybraný projev: Kenneth Rogoff na sympóziu v Jackson Hole

*V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení amerického ekonoma Kennetha Rogoffa pod názvem „Dopad globalizace na měnovou politiku“, které přednesl na tradičním sympóziu centrálních bankéřů v Jackson Hole konaném pod záštitou Federální rezervní banky Kansas City, ve dnech 24. – 26. srpna 2006.*

Kenneth Rogoff rozdělil své vystoupení na tři vzájemně provázané části, jejichž společným jmenovatelem byl fenomén globalizace. Diskutovány byly: (i) dopady globalizace na celosvětový inflační vývoj, (ii) vztah mezi globalizací a volatilitou cen aktiv a (iii) fenomén otevřenosti a jeho implikace pro praktické provádění měnové politiky.

Odrasovým můstkem pro diskusi prvního tématu byl rozbor populárního tvrzení, že: „Čína vyváží deflaci“, které považuje K. Rogoff za poměrně naivní. Autor uznává, že nízké čínské mzdové náklady vyvolávají neúprosné tlaky na pokles mezd a cen v ostatních zemích, avšak druhým dechem dodává, že vysoce konkurenceschopný čínský vývoz pouze ovlivňuje relativní ceny. Protistranou nízkých cen čínského zboží jsou nutně tlaky na růst cen jiného zboží, zejména pak ropy a ostatních surovin. Z této perspektivy pak K. Rogoff vyvozuje, že Čína je naopak exportérem inflace.

Druhá část příspěvku vychází z toho, že proces globalizace byl v uplynulém čtvrtstoletí doprovázen přetrvávajícím poklesem kolísavosti reálného produktu, který byl podporován úspěšnějším prováděním měnové politiky a silněji integrovanými finančními trhy. Nicméně snížení kolísavosti produktu a inflace nebylo doprovázeno nižší kolísavostí cen aktiv, zejména akcií a měnových kurzů. Důvodem může být např. zvýšená citlivost cen aktiv na změnu rizika, nikoliv však na velikost rizika. Právě správné uchycení vztahu mezi kolísavostí cen aktiv a reakcí měnové politiky bylo K. Rogoffem označeno za největší výzvu stojící v současnosti před centrálními bankéři.

Závěrečná část vystoupení byla věnována odpovědi na častou otázku, zda má měnový kurz nebo směnné relace přímo vstupovat do měnověpolitického pravidla centrální banky. V případě měnového kurzu se k této možnosti K. Rogoff staví zamítavě. Svoji argumentaci zakládá na tom, že měnový kurz se svým chováním spíše přibližuje vývoji cen aktiv než cenám obchodovatelného zboží. Na rozdíl od řady jiných ekonomů tedy nesvazuje vývoj měnového kurzu s fundamentálními determinanty ekonomiky a tvrdí, že měnové kurzy reagují na ekonomický vývoj pouze v případě extrémních ekonomických výkyvů. Závěr o odmítnutí přítomnosti měnového kurzu v měnověpolitickém pravidle pak zobecňuje na všeobecné odmítnutí přítomnosti všech ostatních cen aktiv. V případě směnných relací však vyznívá jejich zahrnutí do měnověpolitického pravidla příznivěji. Směnné poměry jsou totiž schopny postihnout chování fundamentálních determinant ekonomiky mnohem lépe, než je toho schopen měnový kurz, resp. jiné ceny aktiv. Toto tvrzení je zároveň potvrzováno z dat uplynulého čtvrtstoletí, kdy se kolísavost směnných poměrů snížila.

Čtenáře rovněž odkazujeme na koreferující příspěvek [Charlese Beana](#) (Bank of England), jenž k uvedenému vystoupení uvádí řadu navazujících podnětných argumentů.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. září 2006. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z <a href="http://www.cnb.cz">www stránek ČNB</a> , oddíl Měnová politika. Kontakt: <a href="http://www.cnb.cz">http://www.cnb.cz</a> nebo <a href="mailto:info@cnb.cz">info@cnb.cz</a>
--