

Bank of England v srpnu snížila sazby, poprvé od července 2003. Zatímco pokles sazeb BoE byl očekáván, razantní snížení sazeb Riksbanky bylo pro trh překvapením. Ve snižování sazeb pokračovaly i maďarská (MNB) a polská (NBP) centrální banka, které shodně snížily klíčové sazby o 1 procentní bod. Opačný trend zvyšování sazeb udržuje Fed, když na svých zasedáních pokračoval v politice pravidelného zvyšování sazeb. V Tématu pod lupou se věnujeme novému inflačnímu cíli MNB. Nově přinášíme vybraný projev centrálního bankéře, tentokrát projev Donalda L. Kohna na téma rizikové prémie.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (červen 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%	2,1 (srpen 2005) ⁴	2,00%	7. července/0,00 1. září/0,00 →	6. října 3. listopadu 1. prosince →	1. prosince zveřejněna nová prognóza
Švédsko (Sveriges Riksbank)	2,0%	0,3% (červenec 2005)	1,50%	20. června/-0,50 23. srpna/0,00 →	19. října 1. prosince →	20. října zveřejnění IR ⁵
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0%	2,3% (červenec 2005)	4,50%	6.-7. července/0,00 3.-4. srpna/-0,25 7.-8. září/0,00 →	5.-6. října 9.-10. listopadu 7.-8. prosince →	16. listopadu – zveřejnění IR ⁵ včetně nové prognózy
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	4,0%	3,7% (červenec 2005)	6,25%	20. června/-0,25 18. července/-0,25 22. srpna/-0,50 ↘	19. září 24. října 28. listopadu ↘	28. listopadu – zveřejnění IR ⁵ včetně nové prognózy
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5%	1,3% (červenec 2005)	4,50%	28.-29. června/-0,50 26.-27. července/-0,25 30.-31. srpna/-0,25 ↘	27.-28. září 25.-26. října 29.-30. listopadu ↘	30. listopadu zveřejněna nová IR ⁵
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	3,5%	2,0% (červenec 2005)	3,00%	23. června/0,00 29. července/0,00 26. srpna/0,00 →	30. září ⁶ 25. října ⁶ 29. listopadu ⁶ ↘	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	3,2% (červenec 2005)	3,50%	29.-30. června/+0,25 9. srpna//+0,25 ↗	20. září 1. listopadu ↗	19. října a 30. listopadu zveřejní Beige Book
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0%	2,8% (2Q2005)	6,75%	28. července/0,00 →	27. října →	15. září a 8. prosince zveřejní Monetary Policy Statement

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

2. Zajímavé události

[General Council ECB jedná v širším složení...](#)

V důsledku podepsání přístupových dohod Bulharska a Rumunska se počínaje červnem účastní zasedání General Councilu i guvernérů bulharské a rumunské centrální banky. Jejich úloha je však omezena statutem pozorovatele. Stejný statut byl přidělen i expertům bulharské a rumunské centrální banky, kteří mohou navštěvovat výbory ESCB.

[... a ECB čelí žalobě kvůli bezpečnostním prvkům eurobankovek](#)

ECB byla začátkem srpna zažalována americkou společností Document Security Systems (DSS). Ta viní ECB z toho, že bez řádné licence použila na eurobankovky ochranu proti jejich padělání, na kterou DSS vlastní patent od roku 2004. DSS požaduje po ECB "rozumné odškodnění". ECB se zatím k žalobě nevyjádřila.

Banca d'Italia s novými stanovami

V reakci na kauzu guvernéra italské centrální banky Antonia Fazia vláda na začátku září schválila několik změn v fungování této instituce. Hlavní změnou je zavedení sedmiletého funkčního období guvernéra a převedení hlavních rozhodovacích pravomocí z guvernéra na bankovní radu. Současného guvernéra, který disponuje doživotním mandátem, se však tyto změny ještě nedotknou.

[MNB stanovila nový cíl](#)

V srpnu MNB spolu s vládou stanovila nový střednědobý inflační cíl. Tím je meziroční růst CPI ve výši 3%. Narozdíl od předchozích cílů, které byly stanoveny pro konce roků, platí nový cíl kontinuálně. Nový cíl MNB je tak shodný s cílem ČNB. Z tohoto důvodu a s ohledem na skutečnost, že v blízké budoucnosti bude v souvislosti se vstupem do eurozóny měnová politika MNB vystavena před stejné výzvy jako měnová politika ČNB, věnujeme se této události podrobněji v Tématu pod lupou.

[Polsko zveřejnilo plán přijetí eura](#)

Polské ministerstvo financí zveřejnilo materiál „Proces integrace Polska do eurozóny: podmínky členství a strategie managementu tohoto procesu“. Materiál identifikuje čtyři fáze procesu integrace, a to před vstupem do ERM II, od vstupu do ERM II po rozhodnutí Ecofinu o přijetí Polska do eurozóny, od tohoto rozhodnutí po vstup do eurozóny a od vstupu do eurozóny po ukončení oběhu domácí měny. V každé z těchto fází nastiňuje potřebné ekonomické a administrativní kroky a jejich případná rizika. Podrobnější postup v jednotlivých fázích bude v blízké budoucnosti zveřejněn v dokumentu Národní strategie přijetí eura.

[Národní banka Slovenska publikuje analýzu konvergence slovenské ekonomiky s EU...](#)

Analýza hodnotí aktuální stav konvergence slovenské ekonomiky v rámci působení v EU, identifikuje hlavní podmínky a souvislosti plnění kritérií vstupu SR do eurozóny, na Slovensku dosažené výsledky a výhled budoucího plnění kritérií porovnává s ostatními zeměmi Vyšegrádské čtyřky. Závěrem analýzy je, že Slovensko bude v roce 2007 plnit všechna maastrichtská kritéria a bude moci přijmout jednotnou měnu k 1. lednu 2009.

[... a slovenská vláda schválila plán zavedení eura v SR](#)

Vláda na svém červencovém zasedání schválila Národní plán zavedení eura. Ten předpokládá vstup Slovenska do ERM II v první polovině příštího roku, splnění ostatních Maastrichtských kritérií v roce 2007 a přijetí eura k 1. lednu 2009.

[Fed bude asi pokračovat ve zvyšování sazeb i po hurikánu Katrina](#)

Podle slov Anthonyho Santomera, prezidenta Reserve Bank of Philadelphia, ekonomické následky hurikánu Katrina budou pouze krátkodobé a neohrozí expanzi americké ekonomiky. Fed tak bude moci pokračovat ve své politice pomalého zvyšování sazeb. Opačný názor vyjádřil Robert McTeer, bývalý prezident Reserve Bank of Dallas, který prohlásil, že by Fed v reakci na následky hurikánu Katrina mohl snížit sazby. Trh v současnosti očekává do konce roku jedno až dvě zvýšení sazeb.

[Čínská lidová banka mírně revalvovala jüan](#)

Čínská centrální banka přistoupila koncem července k symbolické revalvaci jüanu vůči dolaru o dvě procenta po značném mezinárodním tlaku na zpružnění své kurzové politiky. Zároveň přestala vázat jüan pouze na dolar a začala ho vázat na koš měn, ve kterém je zastoupen americký dolar, euro, japonský jen, korejský won, singapurský dolar, anglická libra, malajský ringit, ruský rubl, australský dolar, thajský baht a kanadský dolar.

[Rumunská centrální banka začala cílovat inflaci](#)

Rumunská centrální banka (NBR) v srpnu zveřejnila svoji první [Zprávu o Inflaci](#). V tomto dokumentu zveřejnila nový inflační cíl, který má podobu klesajícího pásma a který na konci tohoto roku činí 7,5%±1 procentní bod a na konci roku 2006 5%±1 procentní bod. Oznamení explicitního cíle je vyvrcholením postupného přechodu NBR od posuvného zavěšení kurzu k cílování inflace.

3. Téma pod lupou: Nový cíl Magyar Nemzeti Bank

V srpnu MNB spolu s vládou stanovila nový střednědobý inflační cíl. Tím je meziroční růst CPI ve výši 3%. Narozdíl od předchozích cílů, které byly stanoveny pro konce roků, platí nový cíl kontinuálně. Nový cíl MNB je tak shodný s cílem ČNB. Z tohoto důvodu a s ohledem na skutečnost, že v blízké budoucnosti bude v souvislosti se vstupem do eurozóny měnová politika MNB vystavena před stejnými výzvami jako měnová politika ČNB, věnujeme se této události podrobně v Tématu pod lupou.

Předchozí inflační cíle

Magyar Nemzeti Bank přijala režim inflačního cílení v roce 2001. V souladu se svým hlavním posláním, kterým je dle Zákona o MNB dosažení a udržení cenové stability, stanovila MNB spolu s vládou zpočátku takové inflační cíle, aby v krátkém časovém období snížila inflaci a umožnila tak brzké splnění maastrichtských konvergenčních kritérií a vstup Maďarska do eurozóny. Pro konec roku 2002 stanovila cíl na $4,5\% \pm 1$ procentní bod, pro konec roku 2003 $3,5\% \pm 1$ procentní bod a pro rok 2005 inflaci pod 3% tak, aby bylo splněno maastrichtské inflační kritérium.

MNB se podařilo splnit inflační cíl pro konec roku 2002, když inflace poklesla z výše okolo 10% v době stanovení cílů na necelá 4% na jaře roku 2003. V létě 2003 však inflace začala znovu narůstat. Nový střednědobý inflační cíl MNB, vyhlášený v říjnu 2003, stanovil inflaci na konci roku 2005 na $4\% \pm 1$ procentní bod. V listopadu 2004 byl střednědobý inflační cíl aktualizován na $3,5\% \pm 1$ procentní bod na konci roku 2006. Graf 1 přibližuje vývoj inflace a plnění inflačních cílů MNB v předchozích letech.

Nový inflační cíl

Nový cíl ve výši $3\% \pm 1$ procentní bod plynule navazuje na předchozí cíle. Narozdíl od předchozích cílů, které byly stanoveny pro konec roků, je nový cíl stanoven kontinuálně. Jeho plnění tak bude možné hodnotit průběžně. MNB tak bude pravidelně činit v čtvrtletní Zprávě o Inflaci a ve Výroční zprávě. Platnost nového cíle není explicitně časově omezena, jeho výše ale bude znovu zvažována při příležitosti vstupu Maďarska do ERM II nebo po uplynutí tří let.

Inflační cíl MNB ve výši 3% implikuje inflační diferenciál vůči zemím eurozóny ve výši zhruba jednoho procentního bodu. Tento diferenciál je ospravedlněn nominální konvergencí maďarské ekonomiky, především pak v sektoru domácích služeb. S ohledem na deklarované zpoždění transmise měnové politiky MNB do ekonomiky v délce 5-8 čtvrtletí Měnová rada MNB již na svém srpnovém zasedání rozhodovala na základě nového cíle. Ačkoliv se střed srpnové prognózy MNB, podmíněné stabilitou úrokových sazeb, nacházel od roku 2007 na třech procentech (viz Graf 2), Měnová rada v srpnu snížila referenční sazbu o půl procentního bodu. Z prohlášení Měnové rady lze vyčíst, že za srpnovým rozhodnutím stálo prognózované podstřelení cíle v roce 2006 a značná nejistota ohledně inflačního vývoje v delším horizontu.

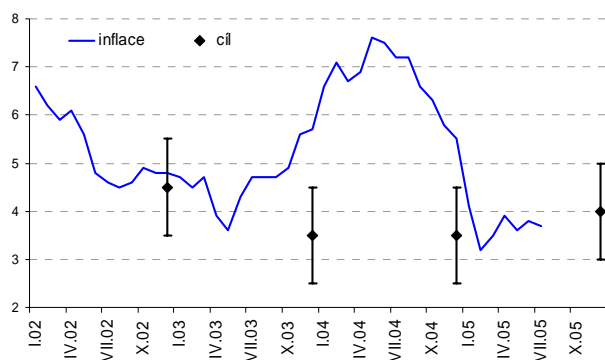
Konzistence cíle s plněním maastrichtských kritérií

Nový inflační cíl byl MNB označen jako vhodný výchozí bod pro splnění Maastrichtských kritérií. Zároveň však bylo uvedeno, že při vstupu do ERM II bude cíl přehodnocen a v případě potřeby změněn. S ohledem na již zmiňovanou délku zpoždění transmise měnové politiky na inflaci a způsob výpočtu hodnoty inflačního kritéria jako dvanáctiměsíčního klouzavého průměru by případná změna inflačního cíle měla vliv na výši inflačního kritéria teprve po uplynutí tří let. Je však otázkou, zda bude Maďarsko chtít setrvat v ERM II takto dlouho dobu.

Výjimky

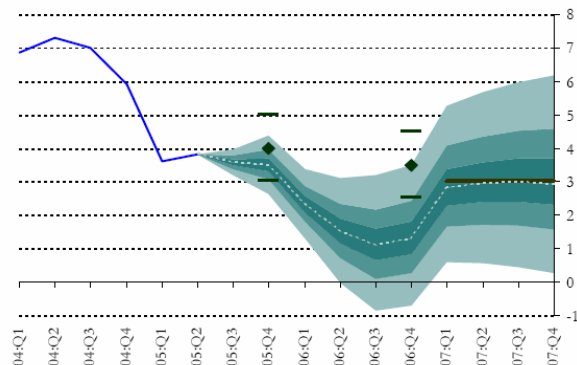
Nový inflační cíl umožňuje MNB nereagovat na primární efekty přechodných vnějších šoků a vládních opatření (materiál popisující nový cíl explicitně jmenuje regulované ceny, ceny nezpracovaných potravin a ceny pohonných hmot). Na sekundární efekty těchto jednorázových šoků však MNB bude reagovat tak, aby nedošlo k růstu inflace v delším období. Možnost MNB výjimkovat krátkodobé šoky je však omezena intervalem o šíři 2 procentních bodů okolo 3% cílované inflace. Pouze inflace pohybující se v takto vymezeném intervalu je totiž dle dohody MNB a vlády slučitelná s cenovou stabilitou.

Graf 1: Plnění střednědobých cílů MNB



Zdroj: MNB, Statistický úřad Maďarska

Graf 2: Srpnová prognóza MNB



4. Vybraný projev: Donald L. Kohn na téma rizikové prémie

V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Donalda L. Kohna, člena Rady guvernérů amerického Fedu, které pronesl na [Konferenci o rizikových premiích finančního trhu ve Washingtonu dne 21. července 2005](#).

Příspěvek Donalda L. Kohna upozorňuje na to, jak mohou odhady rizikových premií ovlivnit měnověpolitické rozhodování centrálních bankéřů, a jak naopak tvůrci měnové politiky mohou na výši a vývoj rizikové prémie působit. Ta je autorem definována jako: „...*dodatečná kompenzace požadovaná investory za to, že drží rizikový cenný papír (tj. cenný papír s nejistými výnosy), která je vyšší než kompenzace poptávaná rizikově neutrálními investory, jejichž zájmem je pouze získání očekávaného výnosu*“.

Fed pravidelně monitoruje vývoj rizikových premií akcií, korporátních dluhopisů a vládních cenných papírů. Nicméně, jak Kohn uvádí, je poměrně složité odlišit rizikovou premii a očekávaný výnos z tržní ceny aktiva, neboť každé rozdělení je založeno na specifických modelových předpokladech. Jako příklad uvádí dlouhodobý výnos podnikového dluhopisu, který se skládá z dílčích kompenzací a k nim jednotlivě přiřazených rizikových premií za podstoupenou nejistotu jejich vzniku. Ideální model by měl být schopen tyto dvě složky oddělit od sebe a vysvětlit. V praxi se však naráží na vzájemnou závislost jednotlivých kompenzací a k nim se vážících rizikových premií. Proto by si měli být centrální bankéři vědomi teoretických a empirických limitů při interpretaci pohybů tržních cen. To však nikterak nepopírá důležitost rizikových premií ve výkonu měnové politiky. Jedním z důvodů je, že centrální bankéři simultánně ovlivňují výši a trajektorii rizikové prémie. Zvýšení transparentnosti měnověpolitického procesu vede ke snížení nejistoty, a tím i ke snížení rizikových premií.

Kohn dále zdůrazňuje, že tvůrci měnové politiky by měli při svém rozhodování brát v úvahu výši a vývoj rizikové prémie v kontextu celého ekonomického vývoje, nikoli na ní pohlížet izolovaně. Rizikovou premii lze vnímat třemi způsoby – jako: (i) indikátor nejistoty, (ii) indikátor ekonomických podmínek nebo (iii) nástroj monitoringu finanční stability. Na příkladě odhadu rizikových premií akciového a dluhopisového trhu dále ukazuje, že mnohdy divergentní vývoj rizikových premií na daných trzích není z historického pohledu neobvyklý. Následně diskutuje tezi, že snížení kolísavosti ekonomického růstu spolu s poklesem inflace a její stabilizace na nízkých hodnotách od 80. let minulého století snížilo odchylky ekonomických a finančních proměnných od jejich očekávaných hodnot, a tedy vedlo k poklesu rizikových premií.

Závěrem příspěvku Donald L. Kohn upozorňuje na další výzvu, před kterou stojí centrální bankéři. Podstatné pro formulování měnové politiky je, zda je změna rizikové prémie změnou trendu, nebo jen dočasným výkyvem. Právě na odlišení trendu od dočasného výkyvu ve vývoji rizikové prémie, včetně korelací její výše napříč jednotlivými trhy, by měli centrální bankéři primárně zaměřit svoji pozornost.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. září 2005. 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