

*Poslední opatření vedoucích centrálních bank (Evropské centrální banky a Fedu) nebyla překvapivá. Toto nelze říci o ostatních centrálních bankách, z nichž většina (s výjimkou RBNZ) zaujala uvolněnější postoj než předpokládal trh. K samotnému snížení sazeb došlo v Maďarsku, a to v reakci na rychlejší než očekávaný pokles inflace, obdobný krok na Slovensku byl motivován posilováním slovenské koruny. Slovensku se věnujeme i v Tématu pod lupou, konkrétně Měnovému programu NBS do roku 2008, ve kterém se NBS explicitně přihlásila k cílování inflace.*

## 1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (prosinec 2004) 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%	2,0% (únor 2005) <sup>4</sup>	2,00%	13. ledna/0,00 3. února/0,00 3. března/0,00 →	7. dubna 4. května 2. června →	2. června zveřejněna nová prognóza
<b>Švédsko</b> (Sveriges Riksbank)	2,0%	0,0% (leden 2005)	2,00%	27. ledna/0,00 ↗	14. března 28. dubna →	15. března zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Velká Británie</b> (Bank of England, BoE)	2,0%	1,6% (leden 2005)	4,75%	12.-13. ledna/0,00 9.-10. února/0,00 9.-10. března/0,00 ↗	6.-7. dubna 4.-5. května 8.-9. června →	11. května – zveřejnění IR včetně nové prognózy
<b>Maďarsko</b> (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	4,0%	4,1% (leden 2005)	8,25%	20. prosince/-,050 24. ledna/-0,50 21. února/-0,75 ↘	29. března 25. dubna 23. května ↘	23. května – zveřejnění IR včetně nové prognózy
<b>Polsko</b> (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5%	4,0% <sup>4</sup> (leden 2005)	6,50%	21.-22. prosince/0,00 25.-26. ledna/0,00 24.-25. února/0,00 ↗	29.-30. března 26.-27. dubna 24.-25. května →	
<b>Slovensko</b> (Národná banka Slovenska, NBS)	3,5%	3,1% (leden 2005)	3,00%	21. prosince/0,00 28. ledna/0,00 25. února/-1,00 →	24. března <sup>6</sup> 29. dubna <sup>6</sup> 24. května <sup>6</sup> ↘	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
<b>USA</b> (Federal Reserve System, Fed)	n/a	3,0% (leden 2005)	2,50%	14. prosince/+0,25 1.-2. února/+0,25 ↗	22. března 3. května ↗	
<b>Nový Zéland</b> (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0%	2,7% (4Q2004)	6,75%	27. ledna/0,00 10. března/+0,25 →	28. dubna 9. června →	9. června zveřejněna nová prognóza

<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> Bankovní rada NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené datумы odpovídají projednávání Situační zprávy o měnovém vývoji

## 2. Zajímavé události

### [ECB vyhodnocuje finanční stabilitu eurozóny...](#)

ECB v prosinci zveřejnila svůj první Přehled finanční stability (Financial Stability Review), připravený Výborem pro bankovní dohled. Poprvé tak jsou zastřešeny zprávy o finanční stabilitě, zpracováváné na úrovni členských zemí eurozóny (v současnosti v 7 ze 12 členských zemí). Přehled konstatuje zlepšení finanční stability v posledním roce, zároveň však upozorňuje na některé potenciální zdroje ohrožení finanční stability. Jedná se například o vysoké ceny ropy, nerovnováhy v americké ekonomice, vysoké ceny nemovitostí a s nimi spojené vysoké zadlužení evropských domácností, či o snahu finančních institucí investovat do aktiv s vyšším výnosem i za cenu vyššího rizika.

### [... a spouští přímý přenos z tiskových konferencí.](#)

Počínaje březnem je videozáznam z tiskové konference ECB po zasedání Rady guvernérů přenášén živě, a to na internetových stránkách ECB. S určitým zpožděním je k dispozici i televizní signál. Průběh konference je simultánně překládán do tří jazyků: angličtiny, francouzštiny a němčiny.

### [Riksbanka začne zveřejňovat prognózu založenou na tržních sazbách...](#)

Lars Heikensten, guvernér Riksbanky, nastínil ve svém únorovém proslovu změny, které by se měly objevit již v březnové Zprávě o inflaci. Jde především o přechod k publikování projekce založené na předpokladu tržních úrokových sazeb (dříve Riksbanka používala předpoklad konstantních úrokových sazeb). Mezi hlavní přínosy této změny bude dle Heikenstena patřit zkvalitnění podkladů pro rozhodování, možnost diskuse budoucího nastavení sazeb a zvýšení transparency rozhodování. Změna zároveň umožní sestavení projekce pro delší časový horizont.

### [... a prodává své zlato](#)

Riksbanka dále v únoru oznámila, že od obnovení dohody v září 2004 o prodeji zlata mezi 15 evropskými centrálními bankami (Central Bank Gold Agreement) prodala 15 tun zlata. Celkem jí dohoda umožňuje prodej 60 tun zlata po dobu pěti let. V současnosti činí zlaté rezervy Riksbanky zhruba 170 tun.

### [BoE zveřejnila rovnice svého nového modelu ...](#)

Od roku 2003 používá BoE pro tvorbu makroekonomických projekcí model, nazývaný Bank of England Quarterly Model (BEQM). V létě loňského roku BoE zveřejnila základní atributy modelu a v lednu tohoto roku i jednotlivé rovnice modelu včetně jejich parametrizace. BEQM vychází z předpokladu chování agentů na mikroúrovni, tj. implicitně obsahuje produkční a spotřební funkci. Obsahuje mimo jiné rovnice desagregující HDP, popisující trh práce, trh nemovitostí či hospodaření vlády. Výsledky modelu vstupují do úvah Monetary Policy Committee, zveřejněná projekce je však založena i na expertním posouzení členy MPC a je i nadále založena na technickém předpokladu konstantních sazeb (resp. tržních sazeb).

### [... a pozměňuje své operace na peněžním trhu](#)

V únoru BoE provedla první z plánovaných změn v provádění operací na peněžním trhu, jejichž cílem je zpružnit, zefektivnit a zprůhlednit implementaci měnové politiky. S působností od 11. března je výpůjčka do druhého dne (overnight repo) úročena základní repo sazbou +25 b.b., úložka do druhého dne základní repo sazbou -25 b.b. K základní repo sazbě je nyní indexována i reverzní repo sazba.

### Magyar Nemzeti Bank: Rada má nové členy...

Předseda vlády Ferenc Gyurcsány začátkem února jmenoval čtyři nové členy měnové rady. Jsou jimi Judit Neményi, bývalá ředitelka výzkumu v MNB, Tamás Bánfi a Csaba Csáki z Corvinus University a Péter Bihari, bývalý hlavní ekonom Budapest Bank. Gyurcsány sdělil tato jména guvernérovi MNB Zsigmondovi Járaiovi pouze hodinu před jejich zveřejněním, což vyvolalo reakci MNB v podobě tiskového prohlášení vyjadřujícího nesouhlas s jednorázovým rozšířením počtu členů Rady a s některými z nominovaných osob. Nominaci ještě musí formálně schválit prezident Ferenc Mádl.

### ... a začíná zveřejňovat záznamy ze svého jednání

MNB začala zveřejňovat zápisy se zasedání Rady, a to počínaje jejím prosincovým zasedáním. Zápisy jsou zveřejňovány pravidelně před následujícím zasedáním Rady a jsou rozděleny na dvě části. První diskutuje ekonomický a finanční vývoj na základě podkladů zaměstnanců banky, druhá část obsahuje zhodnocení současných ekonomických podmínek členy Rady a samotné měnověpolitické rozhodnutí. Zápisy obsahují hlasovací poměr, nikoli však jmenovité hlasování. Zveřejňování zápisů nemá přímou souvislost s jmenováním nových členů Rady, neboť zápisy byly připravovány ve zkušebním režimu již od června loňského roku.

### Narodowy Bank Polski se shoduje s vládou na strategii vstupu do eurozóny

Začátkem února se konalo setkání zástupců MPC a vlády, na kterém došlo ke shodě, že Polsku účast v eurozóně pomůže k urychlení ekonomického růstu. Za podmínku úspěšného splnění maastrichtských kritérií byl označen vhodný mix fiskální a měnové politiky, jak byl proklamován v Konvergenčním programu vlády. Zároveň se vláda a NBP shodly na tom, že pobyt v mechanismu ERM II by měl být co nejkratší, dále že by bylo žádoucí nezahrnovat náklady spojené se zavedením penzijní reformy do hodnoceného deficitu veřejných financí a že kurzové kritérium mělo být vykládáno způsobem, který zamezí vzniku zbytečného makroekonomického rizika.

### Národná banka Slovenska vyhlásila cílování inflace...

Na konci prosince NBS zveřejnila Měnový program do roku 2008, tj. do data plánovaného vstupu do eurozóny. V dokumentu je měnová politika NBS označena za „cílování inflace v podmínkách ERM II“. Novému měnověpolitickému režimu NBS se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

### ...zavádí týdenní režim zasedání a...

Bankovní rada NBS koncem ledna oznámila, že bude zasedat jednou týdně (předtím zasedala jednou měsíčně). Obsahem těch zasedání, na kterých nebude projednávána Situační zpráva (zachována v měsíční frekvenci), bude „posouzení aktuální situace na finančním trhu a schválení výsledků pravidelných sterilizačních repo tendrů“. Tento krok má bankovní radě poskytnout prostor k pružnějšímu a operativnějšímu rozhodování. Zatím jediná v tomto týdenním režimu provedená změna sazeb NBS (-1,0 p.b.) se odehrála při příležitosti projednání únorové Situační zprávy.

### ...bojuje proti posilování kurzu.

Pokračující tlak na apreciaci slovenské koruny donutil NBS v dosavadním průběhu roku několikrát intervenovat na devizovém trhu. Vzhledem k omezené účinnosti těchto intervencí NBS v únoru přikročila i k nestandardnímu nástroji, kterým je pozastavení stahování likvidity prostřednictvím repo tendrů. Tímto krokem chce odradit především krátkodobý spekulativní kapitál, který byl ukládán z větší části právě do repo tendrů. Důsledkem tohoto opatření je, že se v současnosti sazby na peněžním trhu ve všech splatnostech nacházejí zhruba 100 b.b. pod referenční sazbou NBS, která od konce února činí 3,0 %.

### 3. Téma pod lupou: Národní banka Slovenska zavádí cílování inflace

*Na konci prosince NBS zveřejnila Měnový program do roku 2008, tj. do data plánovaného vstupu do eurozóny. Měnová politika NBS je v tomto dokumentu označena za „cílování inflace v podmínkách ERM II“. Inflační cíle NBS předpokládají postupný pokles inflace na takovou úroveň, která zaručí splnění maastrichtského inflačního kritéria.*

#### Důvody pro přijetí cílování inflace

Hlavní důvodem explicitního přijetí cílování inflace je ambice Slovenské republiky v brzké době (v horizontu let 2008-2009) přistoupit k eurozóně. Tato ambice byla formulována v červenci 2003 v „Společném vyhlášení Vlády SR a NBS k postupu při vstupu do eurozóny“, schválené při příležitosti projednání „Strategie přijetí eura“. Slovenská strategie byla upřesněna v září loňského roku, kdy vláda schválila materiál „Konkretizace strategie přijetí eura v SR“. Na základě výsledků analýz a pokročilým reformám tento materiál konstatuje, že je reálné zavést euro již v roce 2009.

Konkretizace časování přistoupení SR k eurozóně umožnilo NBS sestavit harmonogram, ve kterém bude NBS odpovědná za splnění inflačního a kurzového kritéria. NBS plánuje vstup do ERM II v první polovině roku 2006 a splnění inflačního kritéria na začátku roku 2008. Tomuto plánu odpovídá trajektorie vyhlášených cílů, která předpokládá průměrnou 12-měsíční inflaci pod 2% v době hodnocení inflačního kritéria. Účast v ERM II není vnímána jako omezení, naopak NBS deklaruje, že ERM II vytváří vhodný rámec pro nominální a reálnou konvergenci a že poskytuje dostatek prostoru pro přizpůsobení se šokům.

NBS považuje explicitní stanovení inflačních cílů za nástroj, který napomůže splnění inflačního kritéria. NBS se tak bude ve větší míře orientovat na formování inflačních očekávání veřejnosti a očekává, že cíle poskytnou ekonomickým subjektům transparentnější a jednoznačnější prostředí pro jejich rozhodování v oblasti úspor či investic a pro jejich mzdové vyjednávání.

#### Základní atributy a specifika inflačních cílů NBS

Cíle jsou stanoveny pro meziroční růst spotřebitelských cen měřený indexem HICP ke konci roku, tj. v prosinci 2006, 2007 a 2008. Cíle mají asymetrický charakter, nižší inflace je považována za splnění cíle. Zároveň NBS stanovila i předpokládanou hodnotu inflace (opět pro HICP) v prosinci 2005 na úrovni  $3,5\% \pm 0,5\text{p.b.}$ , která má rovněž charakter cíle (viz graf 1). Slovenská inflace měřená HICP je v průměru o necelých 0,2 p.b. nižší než inflace měřená CPI (viz graf 2), indexem, jehož hodnotu NBS dříve implicitně cílovala.

Inflační cíl je v programu označen za jednoznačný závazek NBS, kterému podřídí výkon měnové politiky. Přesto si NBS ponechává prostor pro případné neplnění cíle a definuje okruh výjimek z plnění inflačního cíle. Jedná se o neočekávané situace, které jsou mimo vliv měnové politiky. Mezi ně patří:

- neplnění deklarované trajektorie fiskálních deficitů, které mají klesnout pod úroveň 3% v roce 2007
- administrativní zásahy s dopadem do cenové hladiny vyšším než 1 p.b. v roce 2005, 0,6 p.b. v roce 2006, 0,8 p.b. v roce 2007 a 1,1 p.b. v roce 2008
- výrazné výkyvy cen energií
- výrazný pohyb devizového kurzu, především pak kurzu vůči USD, který nesouvisí s opatřeními MP a vývojem ekonomických fundamentů
- ceny potravin
- rozsáhlé živelné pohromy

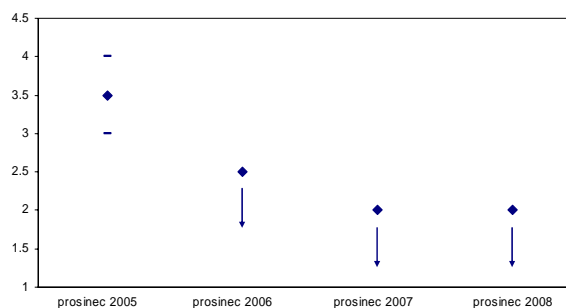
Kurzový režim slovenské koruny – řízené plování – zůstává nezměněn.

### Prognóza vývoje slovenské ekonomiky do roku 2008

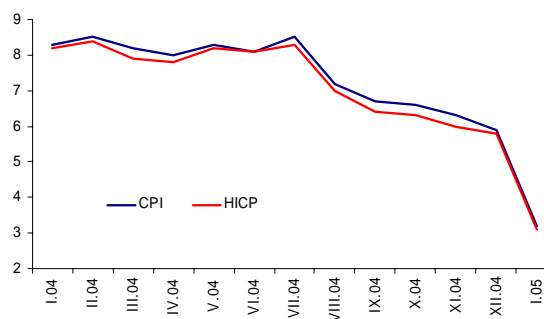
Měnový přehled obsahuje již tradičně prognózu ekonomického vývoje na horizontu 4 let. Prognóza cenového růstu je na úrovni stanovených cílů, růst HDP je předpokládán okolo 5% v letech 2005 a 2006, v roce 2007 dosáhne růst svého vrcholu na hodnotě 6,6% a v roce 2008 má slovenská ekonomika růst tempem „pouze“ 4,6%. Prognóza dále předpokládá umírněný růst nominálních mezd na úrovni zhruba odpovídající růstu produktivity práce, růst zaměstnanosti průměrným tempem 0,7 % a postupné snižování schodku běžného účtu po jeho prohloubení se v letošním roce. Prognóza je založena na předpokladu neměnných úrokových sazeb a apreciacie reálného rovnovážného kurzu.

V porovnání s předchozí zveřejněnou prognózou ( v květnu 2004 aktualizovaném měnovém programu na rok 2004) nejnovější prognóza předpokládá nižší cenový růst (i přes zohlednění výše zmíněného rozdílu mezi CPI a HICP) při vyšší dynamice HDP.

**Graf 1: Inflační cíle NBS**



**Graf 2: Inflace měřená CPI a HICP**



Zdroj: NBS, Štatistický úrad SR, šipky naznačují asymetrii cílů

Tento materiál vydává Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 10. března 2005. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika.  
kontakt: <http://www.cnb.cz>  
[info@cnb.cz](mailto:info@cnb.cz)