

Uplynulé tři měsíce byly pro centrální banky vesměs ve znamení růstu inflačních rizik z důvodu rekordně vysokých cen ropy. Tento vývoj spolu s rostoucími poptávkovými tlaky přiměl ECB ke zvýšení sazeb. V postupném zvyšování sazeb pokračuje i Fed. Ke zvýšení sazeb přikročila také RBNZ, která sazby zvýšila na 7%. Ostatní banky ponechaly sazby beze změny. V Tématu pod lupou se věnujeme překvapivě brzkému vstupu Slovenska do kurzového mechanismu ERM II. Ve vybraném projevu přinášíme pohled Bena S. Bernankeho na budoucí měnovou politiku, ze kterého plyne, že s jeho nástupem do čela Fedu lze očekávat další zvyšování transparentnosti.

1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (září 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%	2,4% (listopad 2005) ⁴	2,25%	6. října/0,00 3. listopadu/0,00 1. prosince/+0,25 →	12. ledna 2. února 2. března →	2. března zveřejněna nová prognóza
Švédsko (Sveriges Riksbank)	2,0%	0,5% (říjen 2005)	1,50%	19. října/0,00 1. prosince/0,00 →	19. ledna 22. února ↗	23. února zveřejněna IR ⁵
Velká Británie (Bank of England, BoE)	2,0%	2,3% (říjen 2005)	4,50%	5.-6. října/0,00 9.-10. listopadu/0,00 7.-8. prosince/0,00 →	11.-12. ledna 8.-9. února 8.-9. března/ ↘	15. února zveřejněna IR ⁵ včetně nové prognózy
Maďarsko (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	4,0%	3,2% (říjen 2005)	6,00%	19. září/-0,25 24. října/0,00 28. listopadu/0,00 ↘	19. prosince 23. ledna 27. února ↘	27. února zveřejněna IR ⁵ včetně nové prognózy
Polsko (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5%	1,6% (říjen 2005)	4,50%	27.-28. září/0,00 25.-26. října/0,00 29.-30. listopadu/0,00 ↘	20.-21. prosince 30.-31. ledna 21.-22. února →	22. února zveřejněna nová IR ⁵
Slovensko (Národná banka Slovenska, NBS)	3,5%	3,5% (říjen 2005)	3,00%	30. září/0,00 25. října/0,00 29. listopadu/0,00 ↘	20. prosince ⁶ 31. ledna ⁶ 28. února ⁶ →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
USA (Federal Reserve System, Fed)	n/a	4,3% (říjen 2005)	4,00%	20. září/+0,25 1. listopadu/+0,25 ↗	13. prosince 31. ledna ↗	
Nový Zéland (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0%	3,4% (3Q2005)	7,00%	27. října/+0,25 →	26. ledna ↗	9. března 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 NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají projednávání Situační zprávy. Odhad termínů, harmonogram na příští rok zatím nezveřejněn.

2. Zajímavé události

[Riksbanka začala používat prognózu založenou na tržních úrokových sazbách...](#)

Počínaje říjnovou Zprávou o inflaci švédské centrální banky je základní scénář prognózy budoucího vývoje úrokových sazeb založen na předpokladu vývoje repo sazby v souladu s tržním očekáváním. Tuto prognózu Riksbanka v minulosti publikovala pouze nepravidelně. Prognóza s konstantními sazbami je nadále sestavována, avšak je označována jako alternativní scénář prognózy. Dle [slov viceguvernéry Irmy Rosenberg](#) má tento posun zvýšit transparentnost Riksbanky a usnadnit vyhodnocování přesnosti prognóz. Zároveň zdůraznila, že implikované budoucí sazby nepředstavují závazek Riksbanky měnit sazby podle výnosové křivky. Základní scénář prognózy založený na tržním očekávání používá od roku 2004 Bank of England, až do června 2005 ho také používala Bank of Norway.

[...a má nového guvernéra](#)

S příchodem Nového roku opustí křeslo guvernéra Lars Heikensten, a to před vypršením svého mandátu. Důvodem je jeho nominace na místo švédského zástupce v Evropském účetním dvoře. Jeho místo zaujme Stefan Ingves, který nastupuje z vrcholové pozice v Mezinárodním měnovém fondu a který má bohaté zkušenosti s měnovou politikou z dob svého působení v Riksbance v letech 1994 - 1999 na pozici viceguvernéra.

[MNB začala zveřejňovat jmenovité hlasování](#)

V říjnu začala Magyar Nemzeti Bank publikovat v zápisech z jednání Měnové rady jmenovité hlasování jejích členů. Zápisy začala MNB publikovat v prosinci minulého roku a do letošního října v nich uváděla pouze poměr hlasování. Posun v komunikaci nebyl ze strany MNB komentován, v souvislosti s velkým počtem členů Rady (od jara letošního roku 13) však lze tento krok považovat za snahu zvýšit individuální odpovědnost členů Rady.

[Slovensko vstoupilo do kurzového mechanismu ERM II,...](#)

Na konci listopadu vstoupila slovenská koruna do kurzového mechanismu ERM II s centrální paritou na úrovni tržního kurzu ze dne vyhlášení tohoto kroku (1 EUR = 38,4550 SKK). Slovensko se při vstupu do ERM II zavázalo provádět zdravou fiskální politiku a podporovat takový růst mezd, který bude v souladu s růstem produktivity. Účast v ERM II je nezbytnou podmínkou pro splnění maastrichtského kurzového kritéria, kterým je podmíněn vstup země do eurozóny. Slovensko plánuje přijmout společnou evropskou měnu k 1.lednu 2009. Vstupu Slovenska do ERM II se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

[... bankovní rada NBS se rozroste na 11 členů...](#)

V říjnu schválená novela zákona o NBS rozšiřuje počet členů Bankovní rady NBS z osmi na jedenáct. Guvernéra a dva viceguvernéry bude i nadále volit parlament, zbylých osm členů rady bude jmenováno vládou na návrh guvernéra NBS. Zároveň se novelou sjednotí pod centrální banku dohled nad různými institucemi finančního trhu. Novela zákona nabude účinnosti 15. prosince 2005.

[... a NBS již připravuje podobu slovenských euromincí](#)

NBS v listopadu vyhlásila veřejnou anketu o [výtvarných návrzích](#) na národní stranu budoucích slovenských euromincí. Občané mohli hlasovat prostřednictvím internetu, SMS zpráv či telefonu. V anketě zvítězil návrh v podobě dvojkříže na trojvrší. O definitivní podobě mincí rozhodne Bankovní rada NBS na svém prosincovém zasedání.

[Bernanke nástupcem Greenspana v čele Fedu](#)

President USA George W. Bush nominoval Bena S. Bernankeho na funkci předsedy Rady guvernérů Federálního rezervního systému (Fed). Bernanke je v současnosti předsedou sboru ekonomických poradců, předtím působil šest let v Radě guvernérů Fedu. Bernanke se ujme funkce 1. února 2006. V poslední části této publikace přinášíme vybrané body nominačního proslvu Bena Bernankeho před ekonomickým výborem Senátu.

[Bank of Norway změnila způsob tvorby své prognózy](#)

V listopadové Zprávě o Inflaci Bank of Norway v základním scénáři prognózy upustila od předpokladu budoucího vývoje úrokových sazeb v souladu s tržním očekáváním a začala publikovat trajektorii sazeb, založenou na vyhodnocení Výkonné rady. Toto vyhodnocení bere v potaz nejen vývoj norské ekonomiky, ale i rovnováhu mezi různými cíli měnové politiky. Tato trajektorie je zveřejňována ve formě vějířového grafu.

[Turecko se explicitně přihlásilo k cílování inflace](#)

Turecká centrální banka začátkem prosince oznámila, že počínaje příštím rokem začne oficiálně cílovat inflaci. Pro rok 2006 byl cíl stanoven na úrovni $5\% \pm 2$ procentní body, pro roky 2007 a 2008 na úrovni 4%. Sureyya Serdengeçti, guvernér banky, zároveň prohlásil, že by o nastavení úrokových sazeb měl rozhodovat Výbor pro měnovou politiku. Turecko v minulosti provádělo měnovou politiku v režimu tzv. „implicitního cílování inflace“, kdy sice zveřejňovalo své inflační cíle, avšak nikoliv prognózu či důvody svých měnověpolitických rozhodnutí. Rok 2005 byl přechodným rokem, kdy turecká centrální banka začala zveřejňovat tyto informace a celkově zvýšila svoji otevřenost vůči veřejnosti.

3. Téma pod lupou: vstup Slovenska do ERM II

Na konci listopadu vstoupila slovenská koruna do kurzového mechanismu ERM II s centrální paritou na úrovni tržního kurzu ze dne vyhlášení tohoto kroku (1 EUR = 38,4550 SKK). Slovensko se při vstupu do ERM II zavázalo provádět zdravou fiskální politiku a podporovat takový růst mezd, který bude v souladu s růstem produktivity. Účast v ERM II je nezbytnou podmínkou pro splnění maastrichtského kurzového kritéria, kterým je podmíněn vstup země do eurozóny. Slovensko plánuje přijmout společnou evropskou měnu k 1. lednu 2009.

Dřívější vstup oproti očekávání

Rozhodnutí NBS vstoupit do ERM II již v letošním roce bylo překvapením, neboť bylo všeobecně očekáváno, že ke vstupu Slovenska dojde až v první polovině příštího roku. S pozdějším vstupem do ERM II počítal i Měnový program NBS do roku 2008, který byl přijat v prosinci minulého roku, a ve kterém se NBS přihlásila k tzv. cílování inflace v podmínkách ERM II. Dřívější než plánovaný vstup vysvětlil ministr financí Ivan Mikloš tím, že Slovensko bude mít více času na přípravu přijetí eura, a potřebou izolovat korunu od pohybů měnových kurzů ve středoevropském regionu.

Parita stanovena na posledním kurzu

Slovensko se, stejně jako většina jeho předchůdců v ERM II, rozhodlo stanovit centrální paritu na úrovni tržního kurzu ze dne vstupu do ERM II. V pátek 25.11. byl uzavírací kurz slovenské koruny vůči euru na úrovni 38,455 SKK/EUR. NBS explicitně nesdělila, zda tuto paritu považuje za odpovídající rovnovážné hladině, avšak sdělila, že „...členství v ERM II a stanovená centrální parita by měly přispět k stabilizaci kurzového vývoje slovenské koruny a k nominální konvergenci. Zároveň podpoří stabilní růst slovenské ekonomiky.“ Tím se výrazně odlišuje od současné pozice České národní banky a Národní banky Polska, které ERM II nevnímají jako stabilizující prvek.

Silná reakce koruny

Na nečekaný krok zareagoval kurz slovenské koruny prudkým posílením (viz Graf 1) o více jak dvě procenta, aby vzápětí mírně korigoval. Tento vývoj byl zřejmě důsledkem určité asymetrie maastrichtského kurzového kritéria, které umožňuje výraznější apreciaci kurzu, nikoliv však jeho depreciaci. Očekávání budoucího posilování slovenské koruny bylo podpořeno i úvahou, že posílení koruny bude pro NBS příhodné z pohledu splnění jejích inflačních cílů (rovněž asymetricky definovaných). Od té doby se kurz pohybuje v relativně úzkém rozmezí 20 haléřů (viz Graf 2).

NBS ústy svého guvernéra upozornila, že NBS bude intervenovat na devizovém trhu - i v rámci pásma - takovým způsobem, aby kurz odpovídal vývoji ekonomiky. NBS má s intervencemi relativně bohatou zkušenost, naposledy intervenovala v říjnu proti oslabování koruny v celkové výši 220 mil. EUR. Stejným směrem intervenovala NBS i v dubnu letošního roku, zatímco v prvním čtvrtletí naopak intervenovala v neprospěch koruny.

Potenciální rozpor mezi kurzovým a zbývajících kritérii

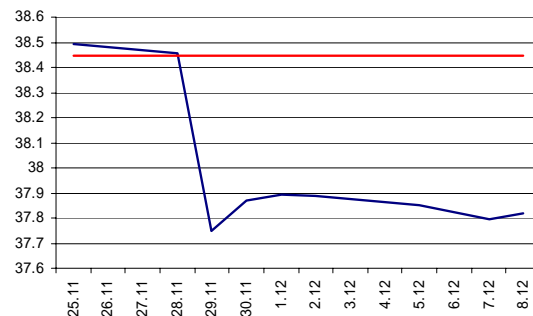
Do značné míry fixní ukotvení slovenské měny vůči euru může v případě nenadálých šoků představovat hrozbu nesplnění ostatních kritérií, především pak kritéria cenové stability. V případě Slovenska je však hrozba nesplnění kurzového a inflačního kritéria nízká, a to z následujících důvodů. Za prvé, Slovensko má vysoce otevřenou a na státy eurozóny navázanou ekonomiku, ve které zafixování kurzu koruny může významně snížit kolísavost dovozních cen, a tím napomoci stabilizaci domácí cenové hladiny. Za druhé, reálný kurz slovenské koruny bude v nejbližších letech rovnovážně

apreciovat, což snižuje pravděpodobnost výrazné deprecie nominálního kurzu. Za třetí, Slovensko zatím udržuje a pravděpodobně bude i v průběhu členství v ERM II udržovat pozitivní úrokový diferencíál vůči euru (v současnosti ve výši 0,75%), který činí slovenskou měnu atraktivní, a navíc zpřísňuje domácí měnové podmínky, čímž podporuje splnění inflačních cílů NBS.

Graf 1: Kurz SKK/EUR 28.11.2005



Graf 2: Kurz SKK/EUR 25.11.2005 – 8.12.2005



Zdroj: NBS, Bloomberg

4. Vybraný projev: nominační řeč Bena S. Bernankeho před Senátem USA

V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Bena S. Bernankeho, předsedy Rady ekonomických poradců prezidenta USA, který byl Georgem W. Bushem nominován na pozici člena a předsedy Rady guvernérů Federálního rezervního systému, přednesené na půdě amerického Senátu před [Výborem pro bankovníctví, bytovou výstavbu a urbanismus dne 15. listopadu 2005](#).

V úvodní části projevu Ben S. Bernanke ujistil přítomné senátory, že v případě potvrzení své nominace se bude striktně zasazovat za pokračující politickou nezávislost a nestrannost Fedu v rámci mandátu daného Kongresem USA a bude prosazovat zájmy veřejnosti. Poté vyslovil ujištění, že pokud jde o provádění měnové politiky, bude jeho prioritou kontinuita politiky a strategie prováděné pod řízením A. Greenspana, současného předsedy Rady guvernérů Fedu. Následně upozornil na několik aspektů měnové politiky a strategie, které se rozvinuly během Greenspanova předsednictví, s počátkem již v předsednictví P. Volckera. V této souvislosti se Bernanke vyjádřil, že pokud bude na nominované pozici potvrzen, bude spolu s kolegy z Federálního výboru pro volný trh (FOMC) prosazovat: (i) zaměření na dlouhodobou cenovou stabilitu jako nejvyšší přínos měnové politiky z hlediska dosažení obecné ekonomické prosperity a maximální zaměstnanosti; (ii) uplatňování vyváženého úsudku ohledně možných rizik působících na ekonomiku a odpovídající flexibilitu reakcí na nové informace a neočekávané vývojové trendy, neboť měnová politika je efektivní, když je srozumitelná, konzistentní a předvídatelná; (iii) vzrůstající transparentnost měnové politiky vzhledem k veřejnosti a finančním trhům, tedy pokračování trendu Fedu prosazovaného pod vedením A. Greenspana.

Následně Bernanke nastínil další možný krok v dosažení vyšší transparentnosti měnové politiky, který spatřuje v stanovení explicitního numerického inflačního cíle nebo inflačního pásma konsistentního s dlouhodobou cenovou stabilitou. Toto opatření podporoval již dříve ve svých akademických publikacích, stejně jako měnověpolitických projevech. Při této příležitosti zdůraznil, že v žádném případě nebude prosazovat ukvapené kroky vedoucí ke kvantifikaci definice dlouhodobé cenové stability, neboť ta si vyžaduje další zkoumání na půdě Fedu, stejně jako jiné rozsáhlé diskuse a konzultace. Stanovení explicitně vyjádřeného inflačního cíle tedy bude možné přijmout, pokud bude panovat všeobecný konsensus, že toto opatření bude znamenat zvýšenou schopnost FOMC plnit svůj duální mandát, tj. dosahovat stabilního cenového vývoje spolu s maximální udržitelnou zaměstnaností.

V závěrečné části projevu poukázal na to, že stabilita národního finančního systému je předpokladem stability celé ekonomiky. V tomto kontextu Bernanke zejména zdůraznil roli Fedu spolu s ostatními regulátory při zajištění bezpečnosti a zdraví amerického bankovního systému, při dodržování principů privátnosti, dosažitelnosti srozumitelných informací a eliminace diskriminačních nebo nevhodných úvěrových praktik. Při této příležitosti rovněž připomněl, že Fed zvyšuje bohatství spotřebitelů skrze programy propagující finanční gramotnost a hospodářský rozvoj komunit.

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