

*Uplynulé tři měsíce byly ve znamení růstu inflačních rizik ve většině námi sledovaných ekonomik. Americký Fed pokračoval v postupném zvyšování sazeb, které se zřejmě nezastaví ani s příchodem nového předsedy Bena S. Bernankeho. Také ECB na základě březnové prognózy zvýšila úrokové sazby, stejně jako Riksbank, SNB a RBNZ. BoE a MNB ponechaly své sazby beze změny, naopak ke snížení sazeb přistoupila NBP. V Tématu pod lupou se věnujeme rostoucí transparentnosti hlasování centrálních bank ve střední Evropě. Ve vybraném projevu přinášíme první projev Stefana Ingvese v pozici guvernéra Riksbank, a to o roli švédské centrální banky v ekonomice.*

## 1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (prosinec 2005) 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% (únor 2006) <sup>4</sup>	2,50%	12. ledna/0,00 2. února/0,00 2. března/+0,25 →	6. dubna 4. května 8. června ↗	8. června zveřejnění nové prognózy
<b>Švédsko</b> (Sveriges Riksbank)	2,0%	0,6% (leden 2006)	1,75%	19. ledna/+0,25 22. února/+0,25 ↗	27. dubna ↗	
<b>Velká Británie</b> (Bank of England, BoE)	2,0%	1,9% (leden 2006)	4,50%	11.-12. ledna/0,00 8.-9. února/0,00 8.-9. března/0,00 ↘	5.-6. dubna 3.-4. května 7.-8. června →	10. května zveřejnění IR <sup>5</sup> včetně nové prognózy
<b>Maďarsko</b> (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,5%	3,2% (leden 2006)	6,00%	19. prosince/0,00 23. ledna/0,00 27. února/0,00 ↘	20. března 24. dubna 22. května →	22. května zveřejnění IR <sup>5</sup> včetně nové prognózy
<b>Polsko</b> (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5%	0,7% (leden 2006)	4,00%	20.-21. prosince/0,00 30.-31. ledna/-0,25 27.-28. února/-0,25 →	28.-29. března 25.-26. dubna 30.-31. května →	31. května zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Slovensko</b> (Národná banka Slovenska, NBS)	<2,5%	3,5% (leden 2006)	3,50%	20. prosince/0,00 31. ledna/0,00 28. února/+0,50 →	28. března <sup>6</sup> 25. dubna <sup>6</sup> 30. května <sup>6</sup> ↗	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
<b>USA</b> (Federal Reserve System, Fed)	n/a	4,0% (leden 2006)	4,50%	13. prosince/+0,25 31. ledna/+0,25 ↗	27.-28. března 10. května ↗	15. března a 26. dubna zveřejnění Beige Book
<b>Nový Zéland</b> (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0%	3,2% (4Q2005)	7,25%	8. prosince/+0,25 26. ledna/0,00 9. března/0,00 →	27. dubna 8. června →	8. června zveřejnění Monetary Policy Statement

<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 projednávání Situační zprávy.

## 2. Zajímavé události

### [ECB přibližuje svoji měnovou politiku studentům](#)

Evropská centrální banka ve spolupráci s národními centrálními bankami eurozóny připravila soubor informačních materiálů s názvem „Proč je pro vás důležitá stabilita cen?“, který je určen pro studenty a učitele a je k dispozici ve všech úředních jazycích Evropské unie. Soubor se skládá z osmiminutového animovaného filmu, brožur pro studenty a z výukového materiálu pro učitele. Hlavními postavami filmu jsou dva středoškolští studenti Anna a Alex, kteří se snaží dozvědět více o cenové stabilitě. Materiály byly distribuovány do 50 000 středních škol v celé eurozóně a lze je stáhnout z internetových stránek ECB.

### [Riksbank rozdělila svůj zisk](#)

Švédská centrální banka v loňském roce dosáhla zisku 4,3 mld. švédských korun. V souladu s platnou legislativou by mělo být do státního rozpočtu převedeno 5,3 mld. korun, které představují 80% průměrného zisku v posledních pěti letech.

### [MNB zkracuje Zprávu o inflaci](#)

Počínaje rokem 2006 MNB nahrazuje únorovou a srpnovou Zprávu o inflaci kratší verzí, která popisuje aktualizaci makroekonomické prognózy z listopadu, resp. května. Květnová a listopadová Zpráva o inflaci zůstává ve své dřívější podobě a rozsahu. Kratší verze Zprávy obsahuje nové odhady vývoje inflace a HDP, vývoj ostatních makroekonomických ukazatelů je popsán pouze v tom případě, že se odchýlí od předchozí prognózy.

### [NBP přestala oznamovat tzv. „bias“ měnové politiky](#)

V průběhu přípravy Pravidel měnové politiky pro rok 2006 se Výbor NBP rozhodl již dále nepublikovat „bias“ (indikaci budoucího vývoje) měnové politiky. Důvodem tohoto rozhodnutí je, že tento typ komunikace mohl snižovat flexibilitu prováděné měnové politiky. Namísto zveřejňování biasu bude Výbor NBP komunikovat své vyhodnocení rizik prognózy a vývoje faktorů, které nejsou přímo v prognóze obsaženy.

### [NBS začala zveřejňovat poměr hlasování](#)

Počínaje prosincovým zasedáním Bankovní rada NBS zveřejňuje poměr svého hlasování v den přijetí rozhodnutí. Poměr hlasů je zveřejněn jak na tiskové konferenci tak v Komentáři bankovní rady k určení výše úrokových sazeb, který je zveřejněn v den rozhodnutí a který shrnuje hlavní důvody rozhodnutí. Dále Rada v lednu rozhodla, že vzhledem k členství v kurzovém mechanismu ERM II nebude ve svých vyjádřeních komentovat vývoj nominálního kurzu. Rostoucí transparentnosti hlasování centrálních bank ve střední Evropě se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou.

### [George W. Bush navštívil Fed](#)

President George W. Bush se začátkem února zúčastnil slavnostní přísahy nového předsedy FOMC Bena S. Bernankeho. Stal se tak třetím prezidentem, který v historii Spojených států navštívil centrální banku. Jeho předchůdci byli v roce 1937 Franklin D. Roosevelt a v roce 1975 Gerald R. Ford. George W. Bush ve svém projevu ocenil zásluhy Alana Greenspana na dlouhodobém ekonomickém růstu americké ekonomiky a vyjádřil své přesvědčení, že nový předseda Rady guvernérů bude stejně úspěšný.

### 3. Téma pod lupou: Rostoucí transparentnost hlasování centrálních bank ve střední Evropě

*Počínaje prosincovým zasedáním Bankovní rada NBS zveřejňuje poměr svého hlasování v den přijetí rozhodnutí. Poměr hlasů je zveřejněn jak na tiskové konferenci tak v Komentáři bankovní rady kurčení výše úrokových sazeb, který je zveřejněn v den rozhodnutí a který shrnuje hlavní důvody rozhodnutí. Podobný posun v transparentnosti hlasování učinily v nedávné době i další dvě banky v regionu střední Evropy – Maďarská národní banka a Česká národní banka. MNB začala v říjnu loňského roku zveřejňovat se zhruba třítýdenním zpožděním jmenovité hlasování členů Měnové rady (předtím zveřejňovala pouze poměr hlasování), ČNB od února zveřejňuje poměr hlasování již v den rozhodnutí Bankovní rady (předtím zveřejňováno s týdenním zpožděním spolu s minutes).*

#### **Možná souvislost s počtem členů rozhodovací komise**

Ke zvýšení transparentnosti hlasování MNB a NBS došlo nedávno poté, co byl rozšířen počet členů rozhodovacích komisí těchto bank. Měnový výbor MNB byl rozšířen na jaře loňského roku z devíti na třináct členů, Bankovní rada NBS se rozrostla v lednu letošního roku z osmi na jedenáct členů. Z této časové souslednosti se lze domnívat, že vyšší transparentnost hlasování může souviset s vyšším počtem členů komise.

Čím větší je počet členů komise, tím menší je individuální odpovědnost jednoho člena na společném rozhodnutí. V případě, že je zveřejňován poměr hlasování, je s rostoucím počtem členů obtížnější odhadnout, kdo jak hlasoval. Zvýšení transparentnosti ohledně hlasování členů může být nástrojem, kterým se zvýší odpovědnost členů, resp. zviditelní jejich postoje. Tuto myšlenku podporuje i graf 1, který vztahuje transparentnost hlasování na svislé ose vůči počtu členů komise na vodorovné ose pro 14 vybraných zemí cílujících inflaci.

#### **Zvýšila se predikovatelnost měnové politiky?**

Nepříjemným důsledkem toho, že k nárůstu transparentnosti hlasování MNB a NBS dochází nedlouho poté, co byl rozšířen počet členů komise, je nemožnost odděleně zkoumat vliv těchto dvou efektů na predikovatelnost měnové politiky. Zatímco zveřejňování jmenovitého hlasování, resp. jeho poměru usnadňuje predikci budoucích změn sazeb, větší počet členů komise ji naopak může komplikovat. I s vědomím tohoto problému lze říci, že bezprostředně nedošlo k výraznému posunu v predikovatelnosti měnové politiky, a to ani v Maďarsku, ani na Slovensku.

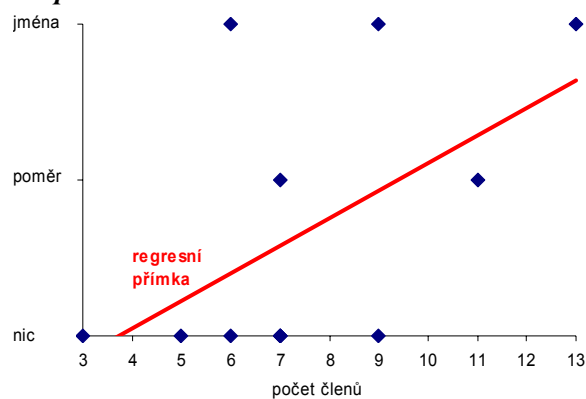
V případě Maďarska nedošlo od začátku zveřejňování jmenovitého hlasování ke změně úrokových sazeb. Říjnové hlasování bylo v poměru 10:2 ve prospěch zachování sazeb, hlasování na následujících čtyřech zasedáních Rady (listopad, prosinec, leden, únor) byla jednomyslná. Se zveřejňováním jmenovitého hlasování nedošlo k výraznému zlepšení predikovatelnosti měnové politiky, alespoň jak lze vyčíst z vývoje sazeb na peněžním trhu a jejich odchylek od repo sazby MNB. Graf 2 ukazuje, že výše odchylky dvoutýdenní mezibankovní sazby BUBOR od repo sazby ve dnech zasedání Rady se v posledních měsících výrazně nesnížila, a to i navzdory stabilitě repo sazby v tomto období. Tento závěr není překvapivý, případný růst predikovatelnosti rozhodnutí Rady lze očekávat až v delším období, kdy trh na základě předchozích hlasování jednotlivých členů odhadne nejpravděpodobnější reakci členů Rady na různé ekonomické situace.

V souvislosti s výsledkem dosavadních hlasování Rady MNB lze spekulovat o tom, že zveřejňování jmenovitého hlasování vede k více konsensuálnímu rozhodování. Tuto domněnku lze opřít o úvahu, že člen komise, který hlasoval proti většině, je následně vystaven většímu tlaku vysvětlit svůj odlišný postoj než člen komise hlasující v souladu s většinou. Pro zajímavost, podobnou jednomyslnost lze

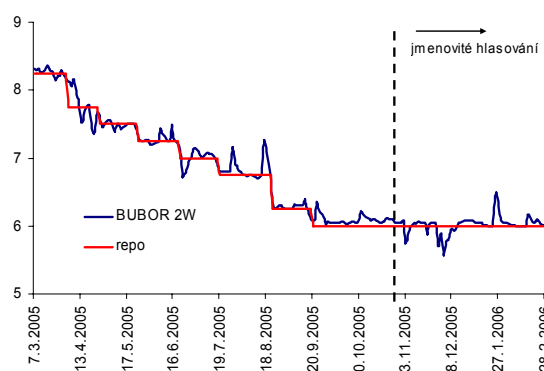
nalézt i v prvním půlroce hlasování a zveřejňování jmenovitých hlasování MPC Bank of England, další hlasování však již byla většinou nejednomyslná.

Na Slovensku lze hodnotit pouze jedno (únorové) zasedání, před kterým měl trh k dispozici poměr hlasování z předchozího (lednového) zasedání. Výsledek lednového hlasování byl velmi těsný. Pro návrh zvýšit sazby hlasovalo 5 členů Bankovní rady, 2 hlasovali proti návrhu a 3 byli nepřítomni. Ačkoliv pro návrh hlasovala většina přítomných členů, nebylo dosaženo ze zákona potřebné většiny jmenovaných členů. Na únorovém zasedání byli přítomni všichni jmenovaní členové Bankovní rady (10) a pro návrh zvýšit sazby o 0,5 p.b. se vyslovilo 7 členů, proti byli 3 členové. Z následné reakce úrokových sazeb i analytiků bylo zřejmé, že trh očekával růst sazeb maximálně ve výši čtvrt procentního bodu, růst sazeb o půl procentního bodu byl pro ně překvapením.

**Graf 1: Vztah mezi počtem členů komise a transparentností hlasování**



**Graf 2: Dvoutýdenní BUBOR a repo sazba MNB**



Zdroj: MNB, Bloomberg, vlastní výpočty

#### 4. Vybraný projev: Stefan Ingves o roli Riksbank v ekonomice

*V této části ve zkratce přibližujeme projev Stefana Ingvese, v lednu jmenovaného guvernéra centrální banky Švédského království (Sveriges Riksbank), který přednesl na [univerzitě v Umeå dne 6. února 2006](#).*

V úvodní části projevu Stefan Ingves nejprve upozornil na významné změny, které se v Riksbank udály od roku 1999, tj. od doby jeho posledního působení v Riksbank. Šlo zejména o změnu řízení a rozhodování uvnitř banky a zvýšení její nezávislosti. Guvernér Ingves své vystoupení zaměřil zejména na to, jak Riksbank zabezpečuje dosahování cenové a finanční stability. Za hlavní teze svého vystoupení označil:

- (i) Charakteristiku měnové politiky Riksbank jako flexibilního inflačního cílení. To znamená, že Riksbank cíluje inflaci s ohledem na vývoj ostatních částí ekonomiky. Zároveň však Riksbank nepřipustí příliš velkou odchylku inflace od svého cíle, neboť by tak mohla ohrozit věrohodnost cíle.
- (ii) Odhodlání banky pokračovat v rozvoji metod prognózování. Za jeden z možných budoucích kroků označil prognózování a publikování vlastních odhadů vývoje budoucích úrokových sazeb. V současnosti se prognózy Riksbank opírají o vývoj úrokových sazeb v souladu s tržním očekáváním.
- (iii) Důležitost pokračovat v legislativní práci týkající se řízení komerčních bank, které se dostaly do potíží. Tento projekt začal ve Švédsku již před mnoha lety a dle Ingvese je ho zapotřebí dokončit.
- (iv) Svoji osobní ambici, aby Riksbank zůstala na špici při dosahování cenové a finanční stability, tj. aby byla malou a efektivní centrální bankou respektovanou doma i v zahraničí.

Ingves ve svém proslovu zdůraznil důležitost nízké a stabilní inflace pro výkonnost ekonomiky. Poukázal mimo jiné na skutečnost, že v 60. a 70. letech minulého století se obecně věřilo, že akceptování mírně vyšší inflace povede k dosažení vyšší udržitelné zaměstnanosti a nižší nezaměstnanosti. Vývoj však ukázal, že to byl mylný předpoklad. Následně shrnul historické zkušenosti s různými měnověpolitickými režimy, zejména pak s režimem fixního měnového kurzu. Tento režim měl podpořit zahraniční obchod a nízkou inflaci na úrovni inflace obchodních partnerů. Režim fixních měnových kurzů byl však během 70. a 80. let pod značným napětím a Švédsku nepřinesl nižší a stabilní inflaci. Naopak, švédská inflace byla mnohem vyšší než u obchodních partnerů, což vedlo k oslabení konkurenceschopnosti švédských producentů.

Globální pokles inflace v poslední dekádě Ingves přisoudil zejména růstu konkurenceschopnosti vlivem deregulace na finančních trzích a trzích zboží a služeb, stejně jako vlivem integrace dříve relativně uzavřených ekonomik do globální ekonomiky. V Evropě k tomu dále přispěl proces vytváření evropské měnové unie. V neposlední řadě došlo i k posunu v aplikaci hospodářských politik, například zavedením inflačních cílů.

V závěru svého vystoupení se Ingves věnoval otázce finanční stability a jejímu vztahu k cenové stabilitě. Zatímco rizika cenové stability lze kvantifikovat prognózou, rizika finanční stability nelze prognózovat běžnými prognostickými metodami. To může vést k situacím, kdy je časování změny úrokových sazeb ovlivněno zohledňováním dopadů této změny na finanční stabilitu. Rozhodování dle Ingvese též komplikuje relativně krátká zkušenost Riksbank s liberalizovanými finančními a měnovými trhy, která se omezuje na několik ekonomických cyklů.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 9. března 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](mailto:info@cnb.cz)