

**Sekce měnová a statistiky  
Odbor měnové politiky a strategie**

*Zpříšňování měnové politiky zůstalo hlavním rysem i v uplynulých třech měsících. Ze sledovaných osmi centrálních bank ponechaly své sazby beze změny opět polská a novozélandská a nově také Fed. Rekordmanem ve zvyšování sazeb byla znovu MNB, která ve dvou krocích zvýšila sazby celkem o 0,75 p.b. Ostatní centrální banky zvýšily sazby shodně o 0,25 p.b. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme konferenci ECB o současné úloze peněz při provádění měnové politiky. Ve vybraném projevu přinášíme projev Erkki Liikanena o finské zkušenosti s účastí v eurozóně.*

## 1. Vývoj od posledního vydání monitoringu (září 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 %	1,6 % (říjen 2006) <sup>4</sup>	3,50 %	5. října/+0,25 2. listopadu/0,00 7. prosince/+0,25 ↗	11. ledna 8. února 8. března ↗	8. března zveřejnění nové prognózy
<b>Švédsko</b> (Sveriges Riksbank)	2,0 %	1,3 % (říjen 2006)	2,75 %	25. října/+0,25 ↗	14. prosince 14. února ↗	15. února zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Velká Británie</b> (Bank of England, BoE)	2,0 %	2,4 % (říjen 2006)	5,00 %	4.-5. října/0,00 8.-9. listopadu/+0,25 6.-7. prosince/0,00 →	10.-11. ledna 7.-8. února 7.-8. března ↗	14. února zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Maďarsko</b> (Magyar Nemzeti Bank, MNB)	3,5 %	6,3 % (říjen 2006)	8,00 %	25. září/+0,50 24. října /+0,25 20. listopadu/+0,00 →	18. prosince 22. ledna 26. února →	26. února zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Polsko</b> (Narodowy Bank Polski, NBP)	2,5 %	1,2 % (říjen 2006)	4,00 %	26.-27. září/0,00 24.-25. října/0,00 28.-29. listopadu/0,00 →	19.-20. prosince 30.-31. ledna 27.-28. února →	29. ledna zveřejnění IR <sup>5</sup>
<b>Slovensko</b> (Národná banka Slovenska, NBS)	< 2,5 %	3,1 % (říjen 2006)	4,75 %	26. září/+0,25 31. října/0,00 28. listopadu/0,00 →	19. prosince <sup>6</sup> 30. ledna 27. února →	v uvedených dnech zasedání BR vydáván Měnový přehled
<b>USA</b> (Federal Reserve System, Fed)	n/a	1,3 % (říjen 2006)	5,25 %	20. září/0,00 24.-25. října/0,00 ↗	12. prosince 30.-31. ledna ↘	17. ledna zveřejnění Beige Book
<b>Nový Zéland</b> (Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)	2,0 %	3,5 % (3Q 2006)	7,25 %	14. září/0,00 26. října/0,00 7. prosince →	25. ledna 8. března →	

<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 zveřejnila Konvergenční zprávu za rok 2006,...

5. prosince ECB, stejně jako Evropská komise (EK), zveřejnila Konvergenční zprávu, ve které hodnotí hospodářskou a právní konvergenci v devíti členských státech EU, konkrétně v České republice, v Estonsku, na Kypru, v Lotyšsku, v Maďarsku, na Maltě, v Polsku, na Slovensku a ve Švédsku. Vypracováním této zprávy ECB splňuje požadavky článků 122 odst. 2 a 121 odst. 1 Smlouvy o založení Evropského společenství, podle nichž je povinna nejméně jednou za dva roky, nebo na žádost daného členského státu, podat Radě Evropské unie (Radě EU) zprávu „o pokroku dosaženém členskými státy při plnění jejich závazků týkajících se uskutečňování hospodářské a měnové unie“. V současnosti se 13 členských států EU neúčastní plně Hospodářské a měnové unie. Dva z těchto států, Dánsko a Spojené království, mají zvláštní postavení v souladu s podmínkami příslušných protokolů přiložených ke Smlouvě. V důsledku toho musejí být konvergenční zprávy pro tyto dva členské státy vypracovány pouze tehdy, pokud o to požádají. Další dva členské státy, Litva a Slovinsko, byly na základě své žádosti hodnoceny v konvergenční zprávě, která byla vydána v květnu 2006. Na základě této zprávy byl schválen vstup Slovinska do eurozóny od 1. ledna 2007 a naopak neschválen vstup Litvy. Prosincová zpráva konstatuje, že z 9 hodnocených zemí plní inflační kritérium ČR, Kypr, Polsko a Švédsko, kritérium veřejných financí Estonsko, Kypr, Lotyšsko a Švédsko, kurzové kritérium zatím pouze Estonsko a kritérium dlouhodobých úrokových sazeb plní všechny země s výjimkou Maďarska.

### ...studii o rozdílech v úrokových sazbách,...

ECB zveřejnila 20. září zprávu s názvem „Differences in MFI interest rates across euro area countries“. Tento dokument připravila skupina odborníků z národních centrálních bank zemí eurozóny a ECB na základě společného pověření od Výboru pro měnovou politiku a Výboru pro statistiku. Zpráva obsahuje první komplexní hodnocení rozdílů mezi různými druhy úrokových sazeb pro vklady a úvěry, které v jednotlivých zemích eurozóny nabízejí a účtují měnové a finanční instituce domácnostem a nefinančním podnikům. Zpráva konstatuje, že i přes značný stupeň dosažené konvergence se obdobné druhy úrokových sazeb v jednotlivých zemích eurozóny dosud značně liší. Pouze malou část rozdílů lze připsat na vrub statistice. Hlavním příčinou je přetrvávající heterogenita produktů, která ztěžuje metodické sjednocení jednotlivých kategorií na úrovni eurozóny. Svoji roli sehrává také způsob agregace dat, rozdílné úvěrové riziko a rozdílná struktura trhů v jednotlivých zemích eurozóny.

### ...spustila nové rozhraní pro statistické údaje...

21. září bylo spuštěno nové statistické rozhraní. Je určeno pro široký okruh uživatelů od jednorázových návštěvníků až po účastníky trhu, novináře, analytiky a výzkumníky. Je uživatelsky jednoduché a umožňuje rychle hledat, zobrazovat a získávat údaje a vytvářet grafy. Rozhraní je dostupné na adrese <http://sdw.ecb.int>.

### ...a uspořádala 4. konferenci centrálních bank

Ve dnech 9. a 10. listopadu se konala pod patronací ECB 4. konference centrálních bank, tentokrát na téma „Úloha peněz: peníze a měnová politika v 21. století“. Průběhu a závěrům konference se podrobněji věnujeme v „Tématu pod lupou“.

### Švédský parlament si objednal nezávislou zprávu o měnové politice

Finanční výbor švédského parlamentu zveřejnil 28. listopadu "Zhodnocení švédské měnové politiky 1995 – 2005" zpracovanou Fredericem S. Mishkinem a Francescem Giavazzim. Nezávislé zhodnocení si finanční výbor objednal na jaře 2005. Podle autorů vychází švédská centrální banka z hodnocení velmi dobře. Realizace měnové politiky se významně zlepšila od okamžiku zavedení inflačního cílování v režii nezávislé centrální banky. Nicméně v nedávných letech docházelo k soustavnému podstřelování inflačního cíle, což vedlo ke ztrátám produktu a k vyšší nezaměstnanosti. Centrální banka také nebyla dostatečně efektivní v komunikaci své strategie. Autoři proto zformulovali devět doporučení v oblastech řízení, provádění a komunikace měnové politiky.

### Adam Smith bude na bankovkách

Slavný britský filosof a ekonom Adam Smith bude zobrazen na nové 20-librové bankovce, kterou začne BoE vydávat na jaře příštího roku. Tato bankovka zahájí sérii nově navržených bankovek. Nové bankovky budou mít zdokonalené bezpečnostní prvky proti padělání a budou v počátku v oběhu spolu se staršími 20-librovými bankovkami.

### NBS schválila Komunikační strategii do roku 2009

Bankovní rada Národní banky Slovenska (NBS) schválila Komunikační strategii NBS do roku 2009, která formuluje hlavní cíle, cílové skupiny a navrhuje komunikační nástroje k dosahování stanovených cílů. Zvláště se věnuje komunikaci s odbornou a širokou veřejností v oblasti měnové politiky v návaznosti na plnění Měnového programu NBS. Veškerá komunikace s veřejností se bude řídit zásadami transparentnosti, předvídatelnosti a srozumitelnosti. V oblasti měnové politiky bude hlavním cílem vysvětlování maastrichtských kritérií pro inflaci a kurz, přičemž nadřazeným cílem bude dosažení stanovené úrovně inflace.

### Fed projednával možnost inflačního cílování

Na svém jednání 24. a 25. října FOMC projednal výhody a nevýhody stanovení kvantitativního inflačního cíle. Konstatoval, že se jedná o složitou problematiku, která vyžaduje další diskuzi. Projednávání této problematiky bude pokračovat na lednovém zasedání 2007.

### RBNZ vydala další zajímavou knihu

RBNZ ve spolupráci s ministerstvem financí vydala v říjnu knihu "Testing stabilisation policy limits in a small open economy". Kniha shrnuje příspěvky přednesené na konferenci ve Wellingtonu 12. června 2006. Ačkoliv makroekonomické politiky dosáhly v uplynulé dekádě na Novém Zélandu mnoha úspěchů, v některých obdobích výrazně narůstala vnější nerovnováha a docházelo k vysoké volatilitě kurzu domácí měny. Konference se zabývala možnostmi využití alternativních a stabilizačních politik. V tomto směru jsou některé příspěvky zajímavé i pro českého čtenáře. Na konferenci přednesli své příspěvky zástupci OECD, IMF, centrálních bank a universit.

### 3. Téma pod lupou: Konference ECB „Role peněz“

Ve dnech 9.-10. listopadu 2006 uspořádala ECB konferenci s názvem „[Role peněz: peníze a měnová politika v 21. století](#)“ v rámci cyklu konferencí centrálních bank pořádaných ECB každé dva roky. Zřejmě ne náhodou bylo toto téma zvoleno v roce, kdy z vedení ECB po osmi letech odešel Otmar Issing, považovaný za duchovního otce dvoupilířové měnověpolitické strategie ECB. Ten na konferenci také vystoupil s čestnou přednáškou, v níž volbu měnověpolitické strategie ECB obhajoval. Konference se účastnili významní představitelé řady centrálních bank, přední světoví ekonomové, finančníci a novináři.

Vrcholní představitelé ECB se ve svých projevech většinou zaměřili na vyzdvižení úspěchů, kterých ECB od svého vzniku dosáhla z hlediska zajišťování cenové stability, ačkoli to neměla jako nově vzniklá měnová autorita vůbec jednoduché. Několikrát v této souvislosti zaznělo, že měnový pilíř politiky ECB pomohl ukotvit inflační očekávání. Poměrně často byl rovněž použit argument, že měnová (*peněžní*) politika se musí o *peníze* zajímat již z definice, a že „inflace je v konečném důsledku vždy *peněžní* fenomén.“

Jürgen Stark vygradoval svůj uvítací projev výzvou, aby měnová politika byla vždy připravena poučit se z moderní ekonomické teorie, ale zároveň aby ekonomická teorie respektovala osvědčené pravdy (viz výše). Christian Noyer upozornil, že i kdyby peníze neměly přímý vztah k inflaci, mohou být užitečným předstihovým ukazatelem pro delší časové horizonty, než na jaké se obvykle zaměřují prognózy centrálních bank. Zároveň mohou přispět k včasnému identifikování vzniku budoucích finančních nerovnováh. Prezident ECB Jean-Claude Trichet ve svém vystoupení polemizoval s rozšířeným názorem, že se ECB v praxi měnovým pilířem dosud nikdy neřídila, pokud stejným směrem nemířil i pilíř ekonomické analýzy. Zároveň vyjádřil přesvědčení, že se ECB podařilo svou strategii dobře vysvětlit veřejnosti. Tuto jednomyslnost názorů ze strany členů řídicí rady ECB pak mírně narušil jen vizionářský výrok, v němž Lucas Papademos připustil splnutí obou pilířů měnové politiky ECB v jeden. Tento krok však podmínil tím, že se v budoucnosti podaří zkonstruovat makroekonomický model zahrnující jak přístup standardních stochastických modelů všeobecné rovnováhy, tak nedokonalosti finančního systému a informační hodnotu peněžních agregátů.

Významným příspěvkem ECB do programu konference byla dále studie autorského týmu pod vedením Lucrezie Reichlin, snažící se o vyhodnocení zkušeností ECB z let 1999-2006. Bylo zdůrazněno, že strategie ECB se v čase vyvíjela a reagovala na výzvy, kterým musela ECB v praxi čelit. Zvyšoval se mimo jiné podíl expertního úsudku v měnových analýzách ECB ve snaze zohlednit změny portfolií a poskytnout behaviorální vysvětlení měnového vývoje. Větší váhu také získaly prognózy založené na redukovaném vztahu mezi měnovým vývojem a inflací. Bylo demonstrováno, že průměrná chyba prognózy založené na peněžích má opačné znaménko než chyba prognózy založené na ekonomické analýze, takže oba typy prognóz se mohou vhodně doplňovat. Po očištění o změny portfolií dávají měnové agregáty navíc nevychýlenou prognózu inflace, avšak korelace s inflací je záporná. Naopak výrazně klesl význam přisuzovaný odhadům poptávky po peněžích a ECB se nyní daleko méně spoléhá na jejich stabilitu v čase. Na závěr bylo vyhodnoceno, do jaké míry se měnový pilíř doposud odrážel ve skutečném rozhodování o měnové politice ECB. Ve většině případů doporučení z obou pilířů mířila stejným směrem, a nevznikalo žádné dilema. Zdá se však, že v situacích rozporuplných signálů dávala ECB spíše přednost své ekonomické analýze.

Představitelé akademické sféry nebyli zdaleka tak jednotní jako zástupci ECB v hodnocení užitečnosti měnových analýz pro měnovou politiku. Symbolem tohoto rozporu bylo na jedné straně vystoupení Michaela Woodforda z Columbia University, jehož vyznění ještě dále umocnily poznámky koreferenta Haralda Uhliga z Humboldt-Universität Berlin, a na druhé straně Lawrence J. Christiana z Northwestern University. Woodford v souladu s očekáváním prezentoval standardní model spadající

do nové keynesovské ekonomie, v němž jsou peníze endogenní veličinou a mají nulovou přidanou informační hodnotu. Za tyto závěry si vysloužil kritickou poznámku v projevech několika představitelů ECB. Christiano naopak prezentoval model se strnulými mzdami a nedokonalostmi finančního trhu, v němž může cílování inflace destabilizovat ekonomiku. Za určitých okolností je pak vhodné použít institut výjimek a začít reagovat na vývoj úvěrů či peněžní zásoby. Někde uprostřed mezi těmito póly se pohyboval zřejmě převažující názor z pléna, že peněžním agregátům je nutno v měnové politice přisuzovat váhu do té míry, do jaké jsou užitečné při prognózování budoucího vývoje inflace. Několikrát v diskusi rovněž zaznělo, že analýzy peněz mohou být přínosné z hlediska identifikování rizik pro finanční stabilitu, zároveň však bylo připomenuto, že u těchto analýz není důvod soustředit se pouze na finanční instrumenty vstupující do měnových agregátů, ale je nutno brát v potaz i ostatní finanční aktiva a pasiva.

Závěr konference obstarala panelová diskuse představitelů nejvýznamnějších centrálních bank. Kromě prezidenta ECB Jean-Claudea Ticheta (viz výše) v ní vystoupil předseda amerického Fedu Ben Bernanke, guvernér čínské centrální banky Xiaochuan Zhou a viceguvernér japonské centrální banky Kazumasa Iwata. Bernanke se zaměřil na historickou zkušenost Fedu s používáním peněžních agregátů. Zdůraznil, že stabilita poptávky po penězích se v USA několikrát zhroutila, a Fed proto v současnosti měnový vývoj sice pečlivě analyzuje, ve svém rozhodování mu však přikládá poměrně malou váhu. Zhou popsal postupné budování standardního centrálního bankovníctví v Číně od roku 1985, včetně jeho současných výzev (postupná reforma devizového trhu apod.). Iwata diskutoval japonskou zkušenost s politikou kvantitativního uvolňování během období deflace.

Celkově je konferenci možno hodnotit jako užitečnou výměnu názorů na téma, které stále zůstává předmětem sporů teoretiků i praktiků měnové politiky.

#### 4. Vybraný projev: Erkki Liikanen o finské zkušenosti s účastí v eurozóně

*V této části ve zkratce přibližujeme vystoupení Erkki Liikanena, guvernéra Finské národní banky, které pod názvem „Finsko, EMU a zavádění eura“ přednesl na ekonomickém fóru Hospodářských novin v Bratislavě dne 20. října 2006.*

Erkki Liikanen rozdělil svoje vystoupení na tři vzájemně provázané části, jejichž společným jmenovatelem bylo retrospektivní ohlédnutí za téměř osmiletou účastí Finska v eurozóně. Diskutováno bylo zejména: (i) vnímání vhodnosti jednotné měnové politiky eurozóny pro Finsko vzhledem k jeho specifikům, (ii) praktické zkušenosti se zaváděním eura a (iii) stručné vyhodnocení fungování finské ekonomiky s eurem.

Před vstupem Finska do eurozóny probíhala intenzivní debata porovnávající přínosy a náklady tohoto kroku. Velká pozornost byla zejména věnována silné asymetričnosti finské ekonomiky (jak z časového hlediska, tak z hlediska velikosti ekonomických cyklů) vůči ekonomikám Německa, Francie a zemí Beneluxu, a s tím souvisejícím obavám, že jednotná měnová politika eurozóny nebude adekvátní potřebám finské ekonomiky. Asymetričnost byla zejména dána rozdílnou strukturou výroby (nadproporčně zastoupeno lesnictví a od počátku 90. let technologicky náročná odvětví mobilních telefonů a síťová odvětví) a orientací zahraničního obchodu na nečlenské země eurozóny (Švédsko, Velká Británie a Rusko). Finská ekonomika byla před vstupem do ERM silněji postižena ekonomickou krizí než ostatní eurokandidáti, což se projevilo vynucenou změnou kurzového režimu a růstem úrokových sazeb.

Zavedení bezhotovostního eura (počátek roku 1999) a hotovostního eura (počátek roku 2002) bylo provázeno postupným růstem důvěry s tím, jak rostla znalost projektu jednotné evropské měny. E.Liikanen popsál použití tzv. decentralizovaného přístupu při vedení kampaně ve Finsku, která se skládala z národní kampaně (vedená vládními autoritami a Evropskou komisí), širokou evropskou kampaní (vedená ECB a národními centrálními bankami Eurosystemu) a vlastní kampaní Finské národní banky. Výhody takto vedené kampaně spatřuje E. Liikanen v možnosti orientace na několik rozdílných cílových skupin zároveň a možnost tematického ladění kampaně. Nezbytnou nutností je však srozumitelnost kampaní a jejich vzájemná koordinace.

Zavedení hotovostního eura nevedlo ve Finsku k znatelnému zvýšení spotřebitelské inflace, přestože u některých dílčích položek byl patrný efekt zaokrouhlování. V době zavádění eurobankovek byly rovněž patrné vyšší rozdíly mezi vnímanou a skutečnou inflací, stejně jako v mnoha dalších zemích eurozóny. To dle E. Liikanena mohlo pramenit z monitorování jen některých položek spotřebitelského koše, z nepřesného sledování cenového vývoje uváděných v eurových cenách, samotného nedůsledného přepočtu eurových cen na původní národní měnu vlivem používání zaokrouhleného konverzního poměru a ze změn v praktikách prodejců při používání „psychologicky“ stanovených cen (zakončených číslicemi 5 až 9).

V závěrečné části projevu byla zhodnocena dosavadní účast Finska v eurozóně. Guvernér Liikanen uvedl, že i když finská ekonomika po vstupu do eurozóny prodělala mnohé z možných asymetrických šoků (výrazný cyklický vývoj v odvětví telekomunikací, silná deprecie a následně aprecie eura k dolaru, růst cen ropy), lze říci, že všechny tyto šoky zvládla. Data o vývoji inflace, HDP, zaměstnanosti a ziskovosti finského průmyslu dokonce nasvědčují tomu, že Finsku jednotná měnová politika spíše vyhovuje.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. prosince 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)