



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM



**PROČ JE PRO
VÁS DŮLEŽITÁ
STABILITA CEN?**



OBSAH



Předmluva	5
Proč je pro vás důležitá stabilita cen?	6
Shrnutí	6


I Kapitola 1 Úvod	11
--------------------------	-----------



2 Kapitola 2 Stručná historie peněz	15
2.1 Funkce peněz	16
2.2 Podoby peněz	18



3 Kapitola 3 Význam cenové stability	23
3.1 Co je cenová stabilita?	24
3.2 Měření inflace	25
3.3 Výhodnost cenové stability	29



RÁMEČKY

3.1 Měření inflace – jednoduchý příklad	26
3.2 Vztah mezi očekávanou inflací a úrokovou mírou – tzv. Fischerův efekt	28
3.3 Hyperinflace	31
3.4 Poptávka po hotovosti	32



4	Kapitola 4	
	Faktory ovlivňující vývoj cen	35
4.1	Čeho měnová politika může dosáhnout a čeho naopak dosáhnout nemůže – přehled	36
4.2	Peníze a úroková míra – jak může měnová politika ovlivnit úrokovou míru?	38
4.3	Jak změny úrokových sazeb ovlivňují rozhodnutí spotřebitelů a podniků o výdajích?	38
4.4	Faktory určující vývoj cen v kratším období	44
4.5	Faktory určující vývoj cen v delším období	46

RÁMEČKY

4.1	Proč mohou centrální banky ovlivňovat reálné úrokové míry ex ante? Jakou roli hraje strnulost cen?	39
4.2	Jak ovlivňují změny agregátní poptávky hospodářskou aktivitu a vývoj cen?	40
4.3	Kvantitativní teorie peněz	47



5	Kapitola 5	
	Měnová politika ECB	49
5.1	Stručný historický přehled	50
5.2	Institucionální rámec	53
5.3	Strategie měnové politiky ECB	57
5.4	Popis operačního rámce Eurosystemu	71

RÁMEČKY

5.1	Cesta k euru	51
5.2	Kritéria konvergence	54
5.3	Výpočet HICP a jeho charakteristika	60
5.4	Ochranné pásmo proti deflaci	61
5.5	Střednědobá orientace měnové politiky ECB	62
5.6	Reálné ekonomické a finanční ukazatele	64
5.7	Makroekonomické projekce pro eurozónu	66
5.8	Peněžní agregáty	67
5.9	Referenční hodnota ECB pro růst peněžní zásoby	68

Slovníček	74
Bibliografie	76

PODĚKOVÁNÍ

Ke vzniku této publikace svými návrhy a jazykovými úpravami výrazně přispěli moji kolegové v ECB, kterým tímto velmi děkuji. Především bych rád vyjádřil své poděkování členům Výboru pro vnější komunikaci Evropského systému centrálních bank (ESCB) a skupině pedagogických odborníků, kolegům z Odboru jazykových služeb a Odboru úředních publikací a knihovny a Informačnímu a tiskovému odboru. Dále děkuji H. Ahnertovi, W. Bierovi, D. Blenckovi, J. Cuvryové, G. Deschampsovi, L. Dragomirové, S. Ejerskovovi, G. Faganovi, A. Ferrandové, L. Ferrarovi, S. Keuningovi, H. J. Klöckersovi, prof. Dr. D. Lindenlaubovi, A. Lojschové, K. Masuchovi, W. Moderymu, P. Moutotovi, H. Pillovi, C. Pronkové, B. Roffiové, C. Rogersovi, P. Sandarsovi, D. Schackisovi, prof. Dr. H. J. Schlösserovi, G. Vitalemu a C. Zilioliové.

Dieter Gerdesmeier

Frankfurt nad Mohanem, duben 2008

PŘEDMLUVA



Jean-Claude Trichet

Euro používá jako svou měnu více než 320 milionů lidí v patnácti evropských zemích. Za jednotnou měnovou politiku v těchto zemích, které jsou souhrnně označovány jako eurozóna, odpovídá Rada guvernérů Evropské centrální banky (ECB). Eurosystém, který se skládá z ECB a národních centrálních bank zemí eurozóny, má na základě Smlouvy o založení Evropského společenství jasně vymezený mandát: jeho hlavním cílem je udržovat cenovou stabilitu v eurozóně. Jinak řečeno, Rada guvernérů ECB je pověřena udržováním kupní síly eura. Tento mandát vychází z obecné shody ve společnosti, že měnová politika, která zajišťuje cenovou stabilitu, výrazně přispívá k udržitelnému růstu a hospodářskému blahobytu a k tvorbě pracovních míst.

Eurosystému byla k plnění jeho mandátu dána nezávislost. Rada guvernérů pro provádění jednotné měnové politiky zvolila a zveřejnila strategii k zajištění cenové stability a používá efektivní a dobře fungující postupy. Eurosystém má tedy k dispozici všechny nástroje i zkušenosti odborníků, které jsou k provádění úspěšné měnové politiky nezbytné.

Eurosystém však stejně jako jakákoliv jiná významná a nezávislá instituce v moderní společnosti musí mít blízko k veřejnosti a je nezbytné, aby občané jeho povinnosti chápali. Je proto důležité, aby jeho mandát a měnová politika byly obecně srozumitelné. Tato publikace si klade za cíl podat podrobný a srozumitelný přehled důvodů, proč je cenová stabilita důležitá pro zajištění dlouhodobé prosperity, a ukázat, jak ECB pomocí své měnové politiky plní svůj mandát.

A handwritten signature in blue ink, which appears to be 'J. C. Trichet'. The signature is written in a cursive style and is positioned above the printed name and title.

Jean-Claude Trichet
Prezident Evropské centrální banky

PROČ JE PRO VÁS DŮLEŽITÁ



SHRNUTÍ

Smlouva o založení Evropského společenství pověřila Eurosystem¹ – který se skládá z Evropské centrální banky a národních centrálních bank zemí, které zavedly euro jako svou měnu – udržováním cenové stability. Udržování cenové stability bylo zvoleno jako hlavní cíl Eurosystemu na základě přesvědčivých ekonomických argumentů. Je výsledkem zkušeností z minulosti a vychází z ekonomické teorie a výzkumů, jež ukazují, že měnová politika, která udržuje cenovou stabilitu, výrazně přispívá k hospodářskému blahobytu včetně vysoké úrovně hospodářské aktivity a zaměstnanosti.

Vzhledem k obecné shodě o výhodnosti cenové stability považujeme za vhodné vysvětlit především mladým lidem, proč je cenová stabilita důležitá, jak jí lze nejlépe dosáhnout a jak její udržování přispívá k plnění obecnějších hospodářských cílů Evropské unie.

Výhody cenové stability i náklady spojené s inflací a deflací úzce souvisejí s penězi a jejich funkcemi. Kapitola 2 se proto věnuje funkcím a historii peněz. Vysvětluje se v ní, že ve světě, kde neexistují peníze, tedy v barterové ekonomice (neboli ekonomice se směnným obchodem), by náklady spojené se směnou zboží a služeb (např. náklady na získání informací, na vyhledání vhodného zboží a na dopravu) byly velmi vysoké. Tato kapitola dále ukazuje, že peníze usnadňují směnu zboží, a tím zvyšují obecný blahobyt. Po tomto úvodu následuje podrobnější rozbor tří základních funkcí peněz. Peníze slouží jako prostředek směny, uchovatel hodnoty a zúčtovací jednotka. Podoby peněz používané v různých společnostech se s postupem času měnily. Za zmínku stojí zejména komoditní peníze, kovové peníze, papírové peníze a elektronické peníze. V této kapitole jsou také popsána hlavní období v historii peněz.

¹ Ve Smlouvě o založení Evropského společenství ani ve statutu Evropského systému centrálních bank (ESCB) a Evropské centrální banky (ECB) se pojem Eurosystem neobjevuje. Oba tyto dokumenty hovoří o cílech a úkolech ESCB, který se skládá z ECB a národních centrálních bank všech členských států EU. Dokud však budou v EU existovat státy, které nezavedly euro, nebudou se na ně vztahovat ustanovení o cílech a úkolech ESCB. V této souvislosti je proto běžné odkazovat na Eurosystem, tedy na ECB a národní centrální banky členských států, které zavedly euro. Používání pojmu Eurosystem podporuje také Rada guvernérů ECB.

STABILITA CEN?

Kapitola 3 se podrobněji zaměřuje na význam cenové stability. Vysvětluje, že inflace a deflace jsou ekonomické jevy, které mohou mít výrazně negativní dopady na ekonomiku. Nejdříve se v této kapitole inflace a deflace definují. Inflace je v zásadě definována jako celkový nebo všeobecný růst cen zboží a služeb během delšího období, který následně vede k poklesu hodnoty peněz, a tudíž i k poklesu jejich kupní síly. Deflace je pak situace, kdy celková cenová hladina po delší období klesá.

Po krátkém popisu některých problémů souvisejících s měřením inflace se tato kapitola zabývá výhodami cenové stability. Cenová stabilita přispívá k vyšší životní úrovni tím, že snižuje nejistotu ohledně budoucího vývoje cen, a zvyšuje tak transparentnost cenového mechanismu. V cenově stabilním prostředí si spotřebitelé i podniky snáze všimnou změny ceny zboží, které nejsou důsledkem obecného vývoje všech cen (a jedná se tedy o tzv. změny relativních cen). Cenová stabilita navíc přispívá k obecnému blahobytu tím, že snižuje rizikové prémie obsažené v úrokových sazbách, omezuje nutnost zajištění proti inflačním rizikům a zmírňuje rušivé vlivy systémů zdanění a sociální péče. V neposlední řadě zabráňuje cenová stabilita nepřirozenému rozdělení bohatství a příjmů, ke kterému například dochází, když inflace snižuje reálnou hodnotu nominálních pohledávek (např. ve formě bankovních vkladů, státních dluhopisů nebo nominálních mezd). Velká znehodnocení reálného bohatství a příjmů v důsledku inflace mohou dokonce vyvolat sociální nepokoje a politicky nestabilní situaci. Proto centrální banky, tím že udržují cenovou stabilitu, přispívají k dosažení obecnějších ekonomických cílů a k obecné politické stabilitě.

Kapitola 4 se zabývá faktory, které ovlivňují vývoj cen. Začíná krátkým popisem úlohy a možností měnové politiky a pokračuje vysvětlením, jak mohou centrální banky ovlivňovat krátkodobou úrokovou míru. Centrální banka je monopolním (tedy jediným) poskytovatelem bankovek a vkladů u centrální banky. Vzhledem k tomu, že komerční banky potřebují bankovky pro své klienty a musí splňovat požadavek povinných minimálních rezerv (tedy ukládat prostředky u centrální banky), půjčují si obvykle od centrální banky peníze. Centrální banka stanoví úrokovou sazbu, kterou účtuje při poskytování úvěrů bankám, a tím ovlivňuje ostatní tržní úrokové sazby.

Změny tržních úrokových sazeb mají vliv na výdajová rozhodnutí podniků a domácností, a tím v konečném důsledku ovlivňují také úroveň hospodářské aktivity a inflace. Vyšší úrokové sazby například zvyšují náklady na investice a obvykle tedy způsobují pokles investiční aktivity. Dále také obecně zvyšují výhodnost spoření a snižují spotřební poptávku. Za normálních okolností lze tedy očekávat, že zvýšení úrokových sazeb povede k poklesu spotřeby a investičních výdajů, a v důsledku toho by se (pokud se ostatní faktory nezmění) měly také snížit inflační tlaky. Měnová politika tak sice může ovlivnit reálnou hospodářskou aktivitu, tento její vliv je však pouze přechodný. Naopak dlouhodobě může ovlivnit vývoj cen, a tedy také inflaci.



PROČ JE PRO VÁS DŮLEŽITÁ



Ve strategii ECB jsou měnová rozhodnutí založena na komplexní analýze rizik ohrožujících cenovou stabilitu.

Čtvrtá kapitola se dále podrobněji zabývá faktory, které mají vliv na vývoj inflace v kratším období. Pomocí poměrně jednoduchého modelu využívajícího agregátní nabídku a agregátní poptávku je v ní ukázáno, že změnu cenové hladiny v krátkém období může způsobit řada ekonomických faktorů, například posílení spotřeby a investic, růst vládních rozpočtových deficitů nebo vyšší objem čistých vývozů. K tlaku na růst inflace mohou navíc vést vyšší ceny vstupů (např. energie) nebo růst mezd, kterému neodpovídá zvýšení produktivity.

V této souvislosti je kladen velký důraz na skutečnost, že měnová politika nemůže zcela ovlivňovat krátkodobý vývoj cen. Je zde však také vysvětleno, že v dlouhodobějším horizontu je inflace peněžním jevem. Proto nelze zpochybnit, že měnová politika může prostřednictvím reakcí na rizika ohrožující cenovou stabilitu ovlivňovat inflaci ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu.

Závěrečná kapitola přináší krátký přehled měnové politiky ECB. Začíná popisem procesu, který vedl ke vzniku Hospodářské a měnové unie a dále se věnuje institucionálnímu rámci jednotné měnové politiky, strategii měnové politiky ECB a měnověpolitickým nástrojům, které používá Eurosystem. Pro přesnější vymezení cíle Eurosystemu, tedy udržování cenové stability tak, jak ho stanoví Smlouva, vyhlásila Rada guvernérů ECB v roce 1998 tuto kvantitativní definici: „cenová stabilita se definuje jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. Cenová stabilita má být zachována ve střednědobém horizontu.“ V květnu 2003 Rada guvernérů dále upřesnila, že v rámci této definice hodlá udržet míru inflace pod 2 %, avšak že se „bude úrovni 2 % ve střednědobém horizontu přibližovat“.

STABILITA CEN?

Ve strategii ECB jsou měnová rozhodnutí založena na komplexní analýze rizik ohrožujících cenovou stabilitu. Tato analýza je uspořádána podle dvou navzájem se doplňujících pohledů na posouzení cenového vývoje. První hledisko se zabývá hodnocením krátkodobých až střednědobých faktorů cenového vývoje, se zaměřením na reálnou aktivitu a finanční podmínky v ekonomice. Bere v úvahu skutečnost, že cenový vývoj je v uvedených časových horizontech ovlivňován z velké míry vztahem nabídky a poptávky na trzích zboží, služeb a výrobních faktorů (práce a kapitálu). ECB pro tuto část používá označení hospodářská analýza. Druhé hledisko, tzv. měnová analýza, se zaměřuje na dlouhodobější výhled a zkoumá dlouhodobý vztah mezi množstvím peněz v oběhu a cenami. Ve střednědobém až dlouhodobém výhledu slouží měnová analýza zejména jako prostředek k ověření krátkodobých až střednědobých ukazatelů pro měnovou politiku, které pocházejí z hospodářské analýzy.

Na základě těchto hodnocení Rada guvernérů ECB určuje, jaká úroveň úrokových sazeb může eliminovat vliv inflačních a deflačních tlaků a zajistit cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu.

ÚVOD

Občané evropských států v průzkumech veřejného mínění na otázky týkající se hospodářské situace často uvádějí, že chtějí žít v prostředí, kde neexistuje inflace ani deflace. Smlouva o založení Evropského společenství pověřila Eurosystem udržováním cenové stability. Péče o cenovou stabilitu dává z ekonomického hlediska smysl. Toto pověření odráží zkušenosti z minulosti a vychází z ekonomické teorie i výzkumů, jež ukazují, že měnová politika, která udržuje cenovou stabilitu, nejvíce přispívá k hospodářskému blahobytu včetně vysoké úrovně hospodářské aktivity a zaměstnanosti.





ÚVOD



Vzhledem k obecné shodě o výhodnosti cenové stability je důležité, aby všichni, a především mladí lidé, chápali její význam a věděli, jak lze cenové stability nejlépe dosáhnout a jak udržování stabilních cen přispívá k dosažení obecnějších hospodářských cílů Společenství.

Tato kniha je tematicky rozdělena do kapitol, které lze číst odděleně, bez nutnosti studovat ostatní části. Kapitoly 4 a 5 jsou však oproti těm předcházejícím poněkud složitější a pro úplné pochopení kapitoly 5 je třeba si pečlivě pročíst kapitolu 3 a zejména kapitolu 4. Některým konkrétním tématům jsou věnovány zvláštní rámečky.

Výhody cenové stability a náklady spojené s inflací nebo deflací úzce souvisejí s penězi a jejich funkcemi. Kapitola 2 se proto zabývá funkcemi a historií peněz. Popisuje se v ní, že ve světě bez peněz, tedy v barterové ekonomice (neboli ekonomice se směnným obchodem), jsou transakční náklady související se směnou zboží a služeb velmi vysoké. Dále tato kapitola ukazuje, jak peníze usnadňují směnu zboží, a tím zvyšují blahobyt spotřebitelů. Tyto informace jsou podrobněji rozebrány v popisu role a základních funkcí peněz v části 2.1. Podoba peněz používaných v různých společnostech se v dějinách měnila. Základní historický vývoj peněz je stručně popsán a vysvětlen v části 2.2.

Kapitola 3 vysvětluje význam cenové stability. Nejdříve se zde definují pojmy inflace a deflace (část 3.1). Po krátké části ilustrující problematiku měření inflace (část 3.2) jsou zde pak podrobně popsány výhody cenové stability a zároveň s tím negativní dopady inflace a deflace (část 3.3).

Kapitola 4 se zaměřuje na faktory ovlivňující vývoj cen. Začíná krátkým přehledem (část 4.1), dále popisuje ovlivňování úrokové míry pomocí měnové politiky (část 4.2) a následně ilustruje vliv změn úrokových sazeb na výdajová rozhodnutí podniků a domácností (část 4.3). Poté tato kapitola podává přehled faktorů, které ovlivňují inflaci v kratším období (část 4.4). Důraz je kladen především na skutečnost, že měnová politika není jediným faktorem, který určuje vývoj cen v krátkém horizontu, a že na inflaci má v tomto období vliv také řada dalších ekonomických faktorů. Dále se však v této kapitole konstatuje, že měnová politika určuje inflaci v delším časovém období (část 4.5).

V závěrečné kapitole naleznete krátký popis měnové politiky ECB. Po poměrně podrobném přehledu o vzniku Hospodářské a měnové unie (část 5.1) je v následujících částech této kapitoly věnována pozornost institucionálnímu rámci jednotné měnové politiky (část 5.2), strategii měnové politiky ECB (část 5.3) a operačnímu rámci Eurosystemu (část 5.4).

Pro možnost vyhledání podrobnějších informací byl na konec knihy připojen glosář a seznam použité literatury.



Tato kniha je tematicky rozdělena do kapitol, které lze číst odděleně, bez nutnosti studovat ostatní části.

STRUČNÁ HISTORIE PENĚŽ

2.



Peníze jsou nepostradatelnou součástí moderního života. V této kapitole se budeme zabývat otázkami, co peníze jsou, proč je potřebujeme, proč jsou všeobecně přijímány a jak dlouho již existují.

2.1 vysvětluje funkce peněz.

2.2 přináší přehled různých druhů zboží, které se v minulosti používaly jako peníze.

STRUČNÁ HISTORIE



2.1 Funkce peněz

2.2 Podoby peněz

2.1 FUNKCE PENĚŽ

Co jsou peníze? Máme-li dnes definovat peníze, napadnou nás nejprve bankovky a mince. Tyto předměty jsou považovány za peníze, jelikož jsou likvidní. To znamená, že jsou kdykoliv přijímány a že je možné je používat k placení. Nelze pochybovat o tom, že funkci peněz plní bankovky a mince. V současnosti však existuje celá řada jiných podob majetku, které jsou velmi likvidní a které lze snadno přeměnit na hotovost nebo jen s nízkými náklady použít k platbám. Jedná se například o vklady do druhého dne nebo některé jiné typy vkladů u bank.² Tyto nástroje jsou proto také zahrnovány do definic tzv. širokých peněz, nebo peněz v širším pojetí.

Peníze měly v dějinách různé podoby. Papírové peníze a bankovní vklady neexistují odjakživa. Je proto vhodné definovat peníze obecněji. Peníze lze považovat za zvláštní druh zboží, které plní některé základní funkce. Především musí sloužit jako prostředek směny, uchovatel hodnoty a zúčtovací jednotka. Dalo by se tudíž říct, že peníze jsou vše, za co si můžeme nakoupit zboží nebo služby nebo čím můžeme splatit dluhy.

Abychom lépe ukázali funkce peněz, představme si, jak asi lidé obchodovali před vznikem peněz. Bez peněz museli přímo směňovat zboží nebo služby za jiné zboží nebo služby. I když v barterové ekonomice (neboli ekonomice se směnným obchodem) mohlo docházet k určité dělbě práce, existovala praktická omezení a při každé směně vznikaly vysoké transakční náklady.

² Vklady do druhého dne jsou prostředky, které lze okamžitě použít k transakcím. Je třeba zmínit, že elektronické peníze na předplacených kartách se také zahrnují do vkladů do druhého dne.



Jednoznačným problémem barterové ekonomiky je, že lidé musejí vždy najít někoho, kdo potřebuje přesně to zboží nebo službu, které oni sami nabízejí, a kdo jim naopak může nabídnout to, co potřebují oni. Jinými slovy, k úspěšnému směnnému obchodu musí existovat vzájemná shoda potřeb. Pekař, který by si například chtěl nechat ostříhat vlasy výměnou za několik bochníků chleba, by musel najít holiče, který by ho byl ochotný za jeho chléb ostříhat. Kdyby pak například tento holič potřeboval boty, musel by počkat do doby, než by byl obuvník ochotný vyměnit boty za ostříhání. Při směnném obchodu tedy zjevně vznikají výrazné náklady spojené s vyhledáváním vhodných směnných partnerů, s čekáním a s kumulací zásob.

Peníze jako prostředek směny

Aby se předešlo nepříjemnostem, které vznikají v důsledku směnného obchodu, může se jeden druh zboží vyčlenit jako prostředek směny. Zboží používané jako prostředek směny se nazývá komoditní peníze. Na první pohled se může zdát, že systém, kdy se jedna věc vymění za peníze a ty se následně vymění za jinou věc, transakce pouze komplikuje. Při pečlivějším pohledu je však zjevné, že použití jednoho statku jako prostředku směny celý proces výrazně usnadňuje, protože pro směnu zboží a služeb už není nutná vzájemná shoda potřeb. Jednou z podmínek pro to, aby mohl tento druh zboží plnit funkci peněz, nepochybně je, že musí být jako prostředek směny přijímán v celé ekonomice, ať již na základě tradice, neformálních konvencí nebo zákona.

Zároveň je zjevné, že zboží, které slouží jako prostředek směny, musí mít určité vlastnosti. Zboží používané jako komoditní peníze musí být především snadné přenášet, musí být trvanlivé,

musí jej být možné rozdělit na menší části a jeho pravost musí jít snadno ověřit. Z ekonomického hlediska by tudíž roli peněz měl zastávat nějaký vzácný statek, jelikož pouze vzácné statky jednoznačně mají hodnotu.

Peníze jako uchovatel hodnoty

Pokud si statek, který se používá jako peníze, uchovává v čase svou hodnotu, je možné jej držet po delší období. Tato vlastnost peněz je užitečná především proto, že umožňuje oddělit nákup jedné věci od prodeje věci jiné. V takovém případě plní peníze funkci uchovatele hodnoty.

Právě z tohoto důvodu jsou jako peníze vhodnější ty druhy zboží, které slouží jako uchovatel hodnoty, a ne pouze ty, které mohou fungovat jako prostředek směny. Například květiny nebo rajčata by v zásadě mohly sloužit jako prostředek směny. Nebyly by však vhodné pro uchování hodnoty, a tudíž by nejspíš nebyly používány jako peníze. Pokud tedy tato funkce peněz není naplněna (tedy například když zboží, které se používá jako peníze, s časem ztrácí hodnotu), začnou lidé používat jiné zboží jako uchovatel hodnoty, nebo v některých výjimečných případech přejdou zpět ke směnnému obchodu.

Peníze jako zúčtovací jednotka

Stejně důležitá je i funkce peněz jako zúčtovací jednotky. Tu si můžeme ukázat pomocí našeho předchozího příkladu. I kdyby se při směnném obchodu překonal problém vzájemné shody potřeb, lidé by stále museli najít přesný poměr, za jaký se má například směňovat chléb za ostříhání vlasů nebo ostříhání za boty. Tento směnný poměr, tedy například počet bochníků chleba, který odpovídá jednomu ostříhání, se nazývá relativní cena nebo také směnná relace. Na trhu by bylo

STRUČNÁ HISTORIE

2.2 PODOBY PENĚŽ

nutné určit relativní cenu u každé dvojice zboží nebo služeb a každý, kdo by se účastnil směny, by musel znát všechny informace o směnných relacích mezi všemi druhy zboží. Snadno lze dokázat, že pro směnu dvou druhů zboží existuje jen jedna relativní cena, pro tři druhy zboží jsou to tři relativní ceny (tedy ceny pro výměnu chleba za ostříhání vlasů, ostříhání vlasů za boty a chleba za boty). V případě deseti druhů zboží však již existuje 45 relativních cen a u 100 druhů zboží to je 4950^3 relativních cen. Čím více druhů zboží se tedy vyměňuje, tím složitější je získávání informací o všech možných směnných poměrech. Získávání a zapamatování si informací o směnných relacích vytváří pro subjekty v barterové ekonomice vysoké náklady a tyto náklady rostou nepoměrně rychleji než počet vyměňovaných druhů zboží. Tyto prostředky by bylo možné využívat efektivněji na jiné účely, pokud by se jeden druh zboží vyčlenil jako zúčtovací jednotka. V takovém případě je možné vyjádřit cenu všech druhů zboží pomocí této jedné zúčtovací jednotky a počet údajů o cenách, které musejí spotřebitelé získat a zapamatovat si, se výrazně sníží.⁴ Z toho vyplývá, že vyjádření všech cen pomocí peněz výrazně usnadňuje transakce. Obecněji řečeno, pomocí peněz lze vyjádřit nejen ceny zboží, ale vlastně jakéhokoliv aktiva. Všechny hospodářské subjekty v příslušné měnové oblasti pak vypočítávají náklady, ceny, mzdy, příjmy a další částky ve stejných peněžních jednotkách. A stejně jako u výše popsanych funkcí peněz platí i v případě této funkce, že čím méně stabilní a předvídatelná je hodnota peněz, tím obtížněji mohou peníze tuto funkci plnit. Obecně přijímaná a spolehlivá zúčtovací jednotka tedy tvoří základní předpoklad pro výpočty cen a nákladů, a tudíž zvyšuje jejich transparentnost a předvídatelnost.


S postupem času se měnila podoba zboží, které plnilo roli peněz. Obecně platí, že hlavní využití těchto statků ve funkci peněz bylo často jiné, než jejich původní účel. Je pravděpodobné, že určité typy zboží byly vyčleněny jako peníze, protože je bylo možné běžně a snadno skladovat, měly vysokou hodnotu, ale relativně malou hmotnost, bylo možné je snadno přepravovat a byly trvanlivé. Tyto obecně poptávané druhy zboží bylo možné snadno směnít, a proto začaly být přijímány jako peníze. Proto lze konstatovat, že vývoj peněz závisí na mnoha faktorech, například na relativním významu obchodu a na rozvinutosti ekonomiky.

Komoditní peníze

Jako komoditní peníze se používala celá řada různých věcí. Indiáni například používali korálky z mušlí nazývané wampum, v Indii to zase byly pestrobarevné mušličky kauri, na Fidži se používaly velrybí zuby, v prvních severoamerických koloniích sloužil jako komoditní peníze tabák, na tichomořském ostrově Jap velké kamenné kotouče a v Německu po druhé světové válce alkohol a cigarety.

³ Obecně pro n druhů zboží existuje $\frac{n \times (n-1)}{2}$ relativních cen.

⁴ Konkrétně na $n - 1$ absolutních cen.



Peníze slouží jako prostředek směny, uchovatel hodnoty a zúčtovací jednotka.



Jako komoditní peníze se používala celá řada různých věcí, například pestré barevné mušličky.

Kovové peníze

Zavedení kovových peněz byl způsob, kterým se lidé v minulosti pokusili vyřešit problémy spojené s používáním netrvanlivých komodit v roli peněz. Není přesně známo, kdy a kde byly kovové peníze použity poprvé. Ví se však, že v Asii se kovové peníze používaly kolem roku 2000 př. n. l., i když jejich hmotnost tehdy zřejmě nebyla standardizována a jejich hodnota nebyla tehdejšími vládci ověřována. Jako komoditní peníze se používaly kousky nebo pruty zlata a stříbra, jelikož se snadno přepravovaly, jejich hodnota s časem neklesala a bylo možné je víceméně snadno rozdělit na menší části. Navíc se daly roztavit a použít k výrobě šperků.

Kovové mince

Obyvatelé Evropy byli jedni z prvních, kdo začal používat standardizované kovové mince, jejichž kvalita byla ověřována. Staří Řekové zavedli stříbrné mince kolem roku 700 př. n. l. Prvními řeckými městskými státy, které začaly razit vlastní mince, byly Egina (595 př. n. l.), Atény (575 př. n. l.) a Korint (570 př. n. l.). Obsah stříbra v aténské drachmě, známé minci s vyobrazením sovy, zůstal stabilní po téměř 400 let. Řecké mince byly proto velice rozšířené (a jejich oblibu ještě zvýšil Alexandr Veliký), archeologové je našli na územích od Španělska až po dnešní Indii. Římané původně jako peníze používali poněkud nepraktické bronzové destičky aes signatum, později však přijali řeckou inovaci – používání oficiálních mincí – a jako první zavedli bimetalismus, kdy se používal stříbrný denár i zlatý aureus.

Za císaře Nerona v prvním století našeho letopočtu se začal obsah drahých kovů v mincích snižovat, jelikož císařské mincovny stále častěji nahrazovaly zlato a stříbro slitinami, aby mohly

vyrobit více mincí na financování obrovského deficitu Římské říše. S tím, jak klesala vnitřní hodnota mincí, začaly růst ceny zboží a služeb. Následoval obecný růst cen, který mohl být jedním z důvodů pádu Západořímské říše. Stablnější východořímský solidus, který zavedl Konstantin Veliký ve čtvrtém století našeho letopočtu, si udržel svou původní hmotnost a nezměněný obsah drahých kovů až do poloviny 11. století, a získal tak důvěryhodnost, která z něj učinila nejdůležitější platidlo v mezinárodním obchodě po více než pět století. Byzantské mince se používaly jako mezinárodní platidlo a archeologové je dokonce našli až v Altaji v Mongolsku. V polovině 11. století však došlo ke zhroucení byzantského měnového systému. Nahradil jej systém nový, který byl používán po celé 12. století, a ukončilo jej až dobytí Konstantinopole křižáky v roce 1204, kdy také končí historie starého řeckého a římského mincovnictví.

Řekové a Římané rozšířili používání mincí a technologii ražby na obrovském území. Po velkou část středověku byly hlavním platebním prostředkem místní zlaté a stříbrné mince, stále častěji však byly také používány mince měděné. V roce 793 n. l. Karel Veliký zreformoval a standardizoval francký měnový systém, když zavedl měnový standard, na základě kterého se jedna francká stříbrná libra (408 g) rovnala 20 šilinkům nebo 240 pencím. Tento standard zůstal v platnosti ve Spojeném království a v Irsku až do roku 1971.

Po pádu Konstantinopole zavedly italské městské státy Janov a Florencie v roce 1252 své zlaté mince, janovský genoin a florentskou fiorinu (nebo florin). V patnáctém století je v jejich pozici vystřídal benátský dukát.

STRUČNÁ HISTORIE



Papírové peníze se začaly používat v Číně kolem roku 800 a udržely se po několik století.

Papírové peníze

Papírové peníze se začaly používat v Číně kolem roku 800 za vlády císaře Te-Cunga a udržely se po několik století. Papírové peníze nepředstavovaly žádné zboží nebo komodity, a neměly tedy žádnou vnitřní hodnotu, byly to peníze pouze na základě císařského výnosu, tedy takzvané neplnohodnotné peníze. Papírové peníze byly v Číně nejrozšířenější kolem roku 1000, používat se přestaly kolem roku 1500, kdy došlo v čínské společnosti k úpadku po dobytí Mongoly.

Obligace

Dokud bylo možné uchovávat hodnotu pouze prostřednictvím komodit nebo mincí, bylo obchodování na dálku poměrně složité. Proto italské městské státy jako první zavedly dlužní úpisy (obligace, cizí směnky) jako platební prostředek.

Obchodníci si pro snížení rizika krádeže hotovosti brali obligace s sebou na cesty. Na těchto dokumentech byl uveden dlužník i poskytovatel půjčky, byl stanoven den splatnosti a byl zde zaznamenán objem zlata nebo stříbra. Obchodní bankéři s těmito obligacemi brzo začali obchodovat. První doklady o obchodech s obligacemi pocházejí z roku 1156.

Obligace používali i nadále především italští obchodníci a bimetalismus zůstal hlavním systémem až do třicetileté války. Vzhledem ke zmatku, který do ekonomiky válka vnesla, začali někteří panovníci – jako například švédští králové – dávat přednost papírovým penězům. Papírové peníze pak v roce 1694 zavedla Bank of England a v roce 1716 francouzská Banque générale. Vzestup papírových neplnohodnotných peněz v Evropě představoval novou etapu ve vývoji peněz. Odpovědnost za zřízení a regulaci systému neplnohodnotných peněz v jednotlivých zemích si ponechal stát, avšak jiné soukromé i veřejné instituce, jako například centrální banky nebo finanční ústavy, hrály stále důležitější roli pro úspěšnost národní měny.

Zlatý standard

Od zavedení neplnohodnotných peněz před zhruba dvěma stoletími se měnový systém výrazně změnil. Papírové peníze byly (a stále jsou) zákonným platidlem pouze v důsledku rozhodnutí příslušného orgánu. Vydávaly se v pevně určených jednotkách národní měny a měly jasně stanovenou nominální hodnotu. Po dlouhou dobu si národní státy v centrálních bankách udržovaly zlaté rezervy, aby tak zajistily důvěryhodnost své měny. Tento systém se nazývá zlatý standard. Mince a neplnohodnotné papírové peníze bylo možné vyměnit za zlato v pevně stanoveném poměru. Jako první země na světě zavedla zlatý standard Velká Británie roku 1816 se směnným kurzem 3,811 liber šterlinků za unci zlata, tedy v poměru, který stanovil sám sir Isaac Newton už v roce 1717.

PENĚŽ

Na začátku první světové války začala řada zemí tisknout stále více a více peněz k financování válečných nákladů. V Německu například počet bankovek vydaných Říšskou bankou vzrostl z 2 593 milionů kusů obíhajících v roce 1913 na 92 844 720,7 miliard k 18. listopadu 1923. To nevyhnutelně vedlo k hyperinflaci.⁵ S rostoucím objemem obíhajících peněz většina zemí zrušila směnitelnost svých měn za zlato, a celkový objem peněz už nebyl krytý státními zlatými rezervami.

Standard zlaté devizy

Britský zlatý standard se definitivně rozpadl roku 1931, ale v roce 1944 byl oživen na mezinárodní konferenci, která se konala v Bretton Woods v americkém státě New Hampshire. Zde byl schválen upravený zlatý standard, ve kterém byly národní měny nejsilnějších ekonomik zavěšeny na americký dolar a ten byl směnitelný za zlato za pevně stanovený kurz 35 USD za unci zlata. Brettonwoodský měnový systém se proto někdy také označuje jako standard zlaté devizy, standard zlaté měny nebo zlatý měnový standard. Centrální banky byly v tomto systému ochotné měnit národní měnu za dolary a naopak.

Brettonwoodský systém se rozpadl v roce 1971 a od té doby jsou měny hlavních světových ekonomik čistě neplnohodnotnými neboli nekrytými penězi. Většina zemí od té doby kurzy svých měn nestanoví a nechává je volně plout.

Vývoj peněz se však nezastavil. Od 90. let 20. století se objevují různé podoby nehmotných peněz, například takzvané elektronické peníze (e-penize) nebo elektronické platební prostředky. Tyto formy peněz lze používat k platbám za zboží a služby na internetu nebo prostřednictvím jiných elektronických médií. Po schválení platby kupujícím kontaktuje prodejce banku, která elektronický platební prostředek vydala, a peněžní prostředky jsou mu převedeny. V současnosti funguje v Evropě řada systémů využívajících elektronické peníze uložené na různých kartách a tyto systémy provozují finanční instituce.



Státy si v centrálních bankách udržovaly zlaté rezervy, aby tak zajistily důvěryhodnost své měny.



Nyní se objevují různé podoby nehmotných peněz, například tzv. elektronické peníze.

⁵ Podrobnější přehled uvádí Davies (1994, s. 573).

VÝZNAM CENOVÉ STABILITY

3



Tato kapitola obsahuje podrobnější informace, které nám pomohou odpovědět na otázky, co je cenová stabilita, inflace a deflace, jak se inflace měří, jaký je rozdíl mezi nominální úrokovou mírou a reálnou výnosností a jaké jsou výhody cenové stability, nebo, jinak řečeno, proč je důležité, aby centrální banky cenovou stabilitu zajišťovaly. Část 3.1 vysvětluje některé základní ekonomické pojmy jako inflace, deflace a cenová stabilita.

3.1 vysvětluje některé základní ekonomické pojmy jako inflace, deflace a cenová stabilita.

3.2 se zaměřuje na problémy spojené s měřením inflace.

3.3 podává přehled výhod cenové stability.

VÝZNAM CENOVÉ



3.1 Co je cenová stabilita?

3.2 Měření inflace

3.3 Výhodnost cenové stability

3.1 CO JE CENOVÁ STABILITA?

Inflace a deflace

Inflace a deflace jsou významné ekonomické jevy, které mají negativní vliv na ekonomiku. Inflace je v zásadě definována jako celkový nebo všeobecný růst cen zboží a služeb během delšího období, který vede k poklesu hodnoty peněz, a tudíž i k poklesu jejich kupní síly.

Deflace se často definuje jako opak inflace, tedy jako situace, kdy celková cenová hladina po delší období klesá.

Pokud nedochází k inflaci ani k deflaci, můžeme tvrdit, že existuje cenová stabilita, tedy že ceny s časem ani nerostou ani neklesají, ale zůstávají stabilní. Pokud si například lze za 100 eur koupit stejný koš zboží, jaký bylo za tuto částku možné pořídit před rokem nebo před dvěma lety, dá se tato situace nazvat absolutní cenovou stabilitou.

Změny jednotlivých cen a celkové cenové hladiny

Je důležité rozlišovat mezi změnami cen jednoho konkrétního zboží nebo jedné služby a změnami celkové cenové hladiny. V tržní ekonomice jsou časté změny jednotlivých cen běžné, i když panuje obecná cenová stabilita. Změny v nabídce nebo poptávce jednotlivých druhů zboží nebo služeb nevyhnutelně vedou také ke změnám jejich cen. Během posledních let jsme například byli svědky výrazného poklesu cen počítačů a mobilních telefonů, který byl především důsledkem technického pokroku. V rozmezí od začátku roku 1999 do poloviny roku 2006 však naopak došlo k výraznému vzestupu cen ropy a energií, který byl částečně způsoben obavami ohledně dodávek energie v budoucnu a částečně zvýšenou poptávkou po energiích, především v rychle rostoucích ekonomikách. Celkově však zůstala inflace ve většině průmyslových zemí nízká a stabilní. I v prostředí, v němž je celková cenová hladina stabilní, totiž může docházet k výrazným změnám jednotlivých cen. Pokud se poklesy a vzestupy cen různých druhů zboží navzájem vykompenzují, obecná cenová hladina se nezmění.

3.2 MĚŘENÍ INFLACE

Problematika měření inflace

Jak se měří inflace? V ekonomice existují miliony cen jednotlivých věcí. Tyto ceny se neustále mění a jejich změny jsou v podstatě odrazem změn v nabídce a poptávce po jednotlivých statcích a službách, a tudíž ukazují jejich „relativní vzácnost“. Je zjevné, že zkoumání změn všech cen není prakticky možné a ani se nevyžaduje. Zkoumání pouze několika z nich však také není vhodné, protože nemusejí vypovídat o obecné cenové hladině.

Index spotřebitelských cen

Ve většině zemí se k měření inflace používá jednoduchá a logická metoda, inflace se měří pomocí takzvaného indexu spotřebitelských cen (často označovaného zkratkou CPI podle anglického consumer price index).⁶ Při této metodě se zkoumá nákupní chování spotřebitelů a zjišťuje se tak, jaké zboží a služby spotřebitelé obvykle kupují, a jaké zboží a služby lze tedy považovat za reprezentativní pro průměrného spotřebitele v ekonomice. Nepočítá se přitom pouze s běžnými nákupy věcí, které si pořizujeme často (např. chléb nebo ovoce), ale také s nákupy dlouhodobých statků (např. automobil, počítač, pračka atd.) a s pravidelnými transakcemi (např. platba nájemného). Sestavení takového nákupního

seznamu položek a zvážení jejich důležitosti v rozpočtu spotřebitele vede ke vzniku takzvaného spotřebního koše.⁷ Každý měsíc velká skupina inspektorů zjišťuje ceny těchto položek v různých prodejnách. Vývoj ceny tohoto koše se pak sleduje s postupem času a z tohoto sledování vzejde časová řada cenového indexu. Roční míru inflace pak lze vypočítat tím, že v procentech vyjádříme změnu ceny spotřebního koše v současnosti oproti ceně stejného koše před rokem.

Vývoj cenové hladiny vyjádřený pomocí tohoto koše však vyjadřuje situaci pouze pro průměrného nebo reprezentativního spotřebitele. Pokud se však něčí nákupní chování výrazně odlišuje od průměru, a tudíž i od spotřebního koše, na kterém je index založen, mohou se životní náklady tohoto člověka měnit jinak, než jak by naznačoval vývoj indexu spotřebitelských cen. Proto budou vždy existovat lidé, pro něž bude míra inflace jejich osobního spotřebního koše vyšší nebo nižší. Jinak řečeno, inflace měřená pomocí indexu spotřebitelských cen je vhodným ukazatelem průměrné situace v ekonomice. Není však stejná jako celkové změny cen zboží, které nakupuje jeden konkrétní spotřebitel.



⁶ Index spotřebitelských cen, kterým se měří změny cen spotřebního zboží a služeb, však není jediným ekonomickým cenovým indexem. Dalším indexem, který má podobný hospodářský význam, je index cen výrobců. Pomocí něj se s postupem času měří změny cen, za které domácí výrobci prodávají své zboží a služby.

⁷ Přesněji řečeno, těmto statkům se přiřazují váhy podle podílů na konečných peněžních výdajích domácností. V praxi jsou váhy přiřazené v koši jednotlivým položkám pravidelně upravovány, aby tento koš skutečně odrážel nákupní chování spotřebitelů.

RÁMEČEK 3.1 MĚŘENÍ INFLACE – JEDNODUCHÝ PŘÍKLAD

Výše popsanou problematiku lze ilustrovat pomocí jednoduchého početního příkladu. Předpokládejme, že reprezentativní spotřební koš celoročních výdajů studenta střední školy obsahuje 100 hamburgerů, 50 limonád, deset energetických nápojů a jedno horské kolo.

	Množství	Cena (1. rok)	Cena (2. rok)	Cena (3. rok)
Hamburgery	100	EUR 1,00	EUR 1,20	EUR 0,90
Limonády	50	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,70
Energetické nápoje	10	EUR 1,50	EUR 1,70	EUR 1,20
Horské kolo	1	EUR 160,00	EUR 173,00	EUR 223,00
Cena spotřebního koše		EUR 300,00	EUR 330,00	EUR 360,00
Cenový index		100,00	110,00	120,00

Celkovou cenu spotřebního koše dostaneme, když vynásobíme množství jednotlivých výrobků jejich cenou

v daném roce a výsledky pak sečteme. Z výsledků je patrné, že cena tohoto spotřebního koše vzrostla mezi prvním a druhým rokem ze 300 EUR na 330 EUR, tedy o 10 %. Mezi prvním a třetím rokem vzrostla ze 300 EUR na 360 EUR, tedy o 20 %.

Jinou možností, jak tento nárůst vyjádřit, je cenový index. Při jeho výpočtu se cena spotřebního koše za sledované období vydělí cenou koše za základní období a výsledek se vynásobí 100. V naší tabulce je základním obdobím první rok. Cenový index pro třetí rok tedy vypočteme následujícím způsobem:

$$\text{Cenový index} = (\text{Cena}_3 / \text{Cena}_1) \times 100 = (360 : 300) \times 100 = 120,00$$

Cenový index je tedy pokusem o vyjádření, co se děje s velkým množstvím cen v ekonomice. Jak je z tohoto příkladu patrné, cenový index může růst, přestože některé ceny klesají.

Problémy s měřením inflace

Jakýkoliv pokus o vyjádření celkové změny cen jedním číslem vždy z různých důvodů doprovázejí obtíže.

Zprv, existující koš se s časem stává méně a méně reprezentativním, jelikož spotřebitelé stále častěji nahrazují dražší zboží jiným druhem zboží, které je levnější. Například kvůli vyšším cenám benzínu mohou někteří lidé začít jezdit méně automobilem a místo toho nakupovat více jiných věcí. Pokud pak nejsou upraveny váhy přiřazené jednotlivým druhům zboží, může index mírně nadsazovat skutečný nárůst cen. Zadruhé, do cenového indexu je často obtížné zahrnout změny

kvality. Pokud se s časem zlepší kvalita výrobku a zároveň vzroste jeho cena, část zvýšení ceny je důsledkem zvýšení kvality. Zvýšení cen způsobená změnou kvality nelze započítávat jako podnět k inflaci, jelikož nesnižují kupní sílu peněz. Změny v kvalitě zboží v průběhu dlouhého období jsou běžné. Dnešní automobily se například výrazně liší od těch, které se vyráběly v 70. letech 20. století, a ty se zase liší od vozů vyráběných v 50. letech. Statistické úřady pečlivě provádějí úpravy, kterými se snaží zohlednit změny kvality, avšak určení rozsahu a velikosti těchto úprav je ze samé podstaty věci velice obtížné.

STABILITY

3



Vedle nových druhů existujícího zboží (např. zavedení nového druhu jogurtu) představují výrazný a nesnadný úkol nové výrobky. Například po zahájení prodeje DVD přehrávačů existovala nevyhnutelná prodleva, než mohly být tyto přístroje zahrnuty do cenových statistik, protože bylo třeba získat informace o tržních podílech, hlavních způsobech distribuce, nejoblíbenějších značkách atd. Pokud však zahrnutí nového výrobku do cenového indexu trvá příliš dlouho, pak tento cenový index neodráží přesně skutečné průměrné změny cen, které pocítují spotřebitelé.

Celá řada ekonomických výzkumů v minulosti ukázala mírnou kladnou odchylku v měření národních indexů spotřebitelských cen, což naznačuje, že měřená míra inflace, která je dejme tomu nižší než půl procentního bodu, by ve skutečnosti mohla ukazovat na situaci, kdy panuje skutečná cenová stabilita. Přesné odhady takovéto odchylky pro eurozónu (tedy všechny členské státy EU, které zavedly euro jako svou měnu) nejsou k dispozici. Ze dvou důvodů však lze předpokládat, že tato odchylka je poměrně malá. Zaprvé, harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP podle anglického Harmonised Index of Consumer Prices), tedy index spotřebitelských cen harmonizovaný pro všechny země eurozóny, je poměrně nový koncept. Zadruhé, Eurostat, jakožto agentura Evropské komise, která na úrovni EU odpovídá za tuto oblast statistiky, se pokusil předejít odchylce v měření HICP tím, že stanovil vhodné statistické standardy.

Nominální a reálné proměnné

Jak již bylo vysvětleno výše, lze v inflačním prostředí za stejnou částku s postupujícím časem koupit stále méně zboží. Dalo by se také říct, že

klesá hodnota peněz nebo jejich kupní síla. Tento poznatek nás přivádí k dalšímu zásadnímu ekonomickému tématu, k rozdílu mezi nominálními a reálnými proměnnými. Nominální proměnná je údaj vyjádřený v běžných, aktuálních cenách. Tyto proměnné se obvykle mění se změnami cenové hladiny, a tudíž s inflací. Jinými slovy, dopady inflace v nich nejsou zohledňovány. V případě reálných proměnných, například reálného příjmu nebo reálných mezd, se naopak jedná o údaje, které byly sníženy o dopady inflace, neboli vliv inflace z nich byl odstraněn.

Předpokládejme, že příjmy pracovníka vzrostou ročně v nominálním (tedy peněžním) vyjádření o 3 %, že se tedy jeho měsíční mzda z roku na rok zvýší z například 2000 eur na 2060 eur. Předpokládejme dále, že obecná cenová hladina se ve stejném období zvýší o 1,5 %, což je totéž, jako kdybychom řekli, že roční míra inflace je 1,5 %. Růst reálné mzdy tohoto zaměstnance pak dosahuje $(103 : 101,5) \times 100 \% \approx 1,48 \%$ (nebo přibližně $3 \% - 1,5 \% = 1,5 \%$). Lze tedy říci, že čím vyšší bude inflace při daném nominálním zvýšení mzdy, tím méně věci si bude pracovník moci za svou mzdu koupit.

Dále je důležité rozlišovat nominální a reálné úrokové míry (viz také rámeček níže). Předpokládejme například, že si můžete koupit dluhopis se splatností jeden rok, který má nominální výnosnost stanovenou na 4 % na konci ročního období. Pokud za něj na začátku roku zaplatíte 100 eur, na konci roku dostanete 104 eur, váš dluhopis je tedy úročen nominální úrokovou sazbou ve výši 4 %. Je třeba si uvědomit, že úrokovou sazbou se myslí nominální úroková sazba, není-li dohodnuto něco jiného.

RÁMEČEK 3.2 VZTAH MEZI OČEKÁVANOU INFLACÍ A ÚROKOVOU MÍROU – TZV. FISCHERŮV EFEKT

Úrokovou sazbu, kterou vyplácí banka, nebo která je uvedena na dluhopisu, nazývají ekonomové nominální úroková míra. Reálná úroková míra je definována jako zvýšení kupní síly, které tato investice přináší. Pokud i označuje nominální úrokovou míru, r reálnou úrokovou míru a π míru inflace, pak lze vztah mezi těmito proměnnými zapsat takto:⁸

$$r = i - \pi$$

Z toho je patrné, že reálná úroková míra je rozdílem mezi nominální úrokovou mírou a mírou inflace. Pokud tuto rovnici uspořádáme jinak, vidíme, že nominální úroková míra je součtem reálné úrokové míry a míry inflace:

$$i = r + \pi$$

Co nám tedy tato rovnice říká o faktorech určujících nominální úrokové míry?

Když se žadatel o úvěr (například na nákup nového automobilu) a poskytovatel úvěru (například banka) dohodnou na vyšší nominální úrokové míry, nevědí přesně, jaká bude po dobu trvání úvěru míra inflace. Je proto důležité rozlišovat mezi dvěma pojetími reálných úrokových měr: reálnou úrokovou mírou, kterou poskytovatel i příjemce úvěru očekávají, když je úvěr sjednán, tedy takzvanou reálnou úrokovou mírou ex ante (r^*), a skutečně realizovanou reálnou úrokovou mírou při uplynutí doby splatnosti, tedy takzvanou reálnou úrokovou mírou ex post (r).

Ačkoliv příjemci ani poskytovatelé úvěrů nedokáží přesně předpovědět vývoj inflace v budoucnu, je celkem zjevné, že mají nějaká očekávání o budoucí míře inflace. Pokud skutečnou realizovanou míru inflace označíme π a očekávanou míru inflace π^e , pak reálná úroková míra ex ante

je $i - \pi^e$ a reálná úroková míra ex post je $i - \pi$. Tyto dvě úrokové míry budou odlišné, když se skutečná realizovaná inflace bude lišit od inflace očekávané.

Úroveň nominální úrokové míry zjevně nemůže být ovlivněna skutečnou budoucí mírou inflace, protože ta není známa, když se nominální úroková míra určuje. Při stanovení nominální úrokové míry lze tedy zohlednit pouze očekávanou inflaci.

$$i = r^* + \pi^e$$

Takto vyjádřené rovnici se podle ekonomů Irvinga Fischera (1867–1947) říká Fischerova rovnice. V podstatě ukazuje, že nominální úroková míra se může změnit ze dvou důvodů – kvůli změnám očekávané reálné úrokové míry (r^*) nebo kvůli změnám očekávané míry inflace (π^e). Přesněji řečeno tato rovnice stanoví, že za daných očekávaných úrokových měr (ex ante) se nominální úrokové míry i pohybují přesně podle změn očekávané inflace π^e . Tato provázanost mezi očekávanou mírou inflace a nominální úrokovou mírou se nazývá Fisherův efekt, a ukazuje, že vyšší míra inflace vede k vyšším nominálním úrokovým měrám.

Vysoká nominální úroková míra u bankovních vkladů nebo státních dluhopisů může proto být výrazem vysokých inflačních očekávání a nemusí nutně ukazovat, že se u této investice očekává vysoká reálná výnosnost. Pochopení tohoto vztahu je důležité pro všechny, kdo si půjčují peníze nebo půjčky poskytují.

Je třeba také poznamenat, že za určitých okolností mohou úrokové sazby obsahovat také rizikové prémie. Tyto rizikové prémie se většinou skládají z inflačních premií, premií za kurzové riziko a premií za riziko nesplacení.

⁸ Je třeba poznamenat, že tento vztah je pouze aproximací, kterou lze považovat za poměrně přesnou pouze pro relativně malá r , i a π . Ve skutečnosti lze dokázat, že $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ nebo $r = i - \pi - r \times \pi$. Pro malé hodnoty r a π je však součin $r \times \pi$ zanedbatelný, a tudíž se používá zjednodušená rovnice $r = i - \pi$.

STABILITY

3

Předpokládejme však dále, že v daném roce dosahuje míra inflace úrovně 1,5 %. To je totéž, jako kdybychom řekli, že koš zboží, který dnes stojí 100 eur, bude za rok stát 101,5 eur. Když si za 100 eur koupíte dluhopis s nominální úrokovou sazbou 4 %, za rok ho prodáte za 104 eur a pak si koupíte koš zboží za 101,5 eur, zbudou vám 2 eura a 50 centů. Po započtení inflace vám tedy dluhopis za 100 eur přinese reálný výnos ve výši zhruba 2,50 eur, takže jeho reálná úroková míra je zhruba 2,5 %. Je zjevné, že pokud v ekonomice dochází k inflaci, jsou reálné úrokové míry nižší než nominální.

3.3 VÝHODNOST CENOVÉ STABILITY

Cenová stabilita podporuje vyšší životní úroveň, protože pomáhá...

Předchozí text už ukázal, proč jsou inflace a deflace obecně nežádoucí jevy. Inflace i deflace skutečně přinášejí výrazné nevýhody a náklady. Cenová stabilita vzniku takových nákladů brání a přináší všem podstatné výhody. Napomáhá k dosažení vyšší úrovně ekonomického blahobytu, například díky zajištění vyšší zaměstnanosti, a to několika způsoby.

...snížit nejistotu ohledně obecného vývoje cen, a tím také přispívá ke zvýšení transparentnosti relativních cen...

Zaprvé, cenová stabilita lidem usnadňuje sledování změn cen určitých statků vyjádřených jako množství jiných statků (tedy relativních cen), jelikož tyto změny se neskryjí do změn celkové cenové hladiny. Předpokládejme například, že cena určitého výrobku vzroste o 3 %. V prostředí se stabilní cenovou hladinou si spotřebitelé snadno všimnou, že relativní cena tohoto výrobku stoupla, a mohou se proto rozhodnout kupovat jej

v menším množství. V prostředí s vysokou a nestabilní inflací je určení relativní ceny výrobku mnohem složitější, jeho relativní cena může i klesnout. V takové situaci může být pro spotřebitele výhodnější kupovat si těchto výrobků relativně více, když jejich cena vzrostla „pouze“ o 3 %.

V případě obecné deflace si spotřebitelé nemusí uvědomovat, že pokles ceny jednoho zboží jednoduše odráží celkový vývoj cen a ne pokles relativní ceny tohoto zboží. V důsledku toho pak mohou omylem kupovat tohoto zboží příliš mnoho.

Je tedy zjevné, že pokud jsou ceny stabilní, podniky a spotřebitelé nepodstupují riziko, že si chybně vyloží změny celkové cenové hladiny jako změny relativních cen, a mohou na základě přesnějších informací přijímat lepší rozhodnutí o své spotřebě nebo investicích.

Nejistota týkající se míry inflace v budoucnu může také vést podniky k přijímání chybných rozhodnutí o zaměstnávání pracovníků. Představme si, že v prostředí s vysokou inflací podnik chybně vyhodnotí vzestup tržní ceny svých výrobků o dejme tomu 5 % a bude se domnívat, že jde o relativní pokles této ceny, protože nebude vědět, že míra inflace nedávno poklesla ze 6 % na 4 %. Tento podnik by se mohl rozhodnout méně investovat a propustit některé zaměstnance, aby snížil své výrobní kapacity. Předpokládal by totiž, že bez těchto změn by se vzhledem k domnělému poklesu relativní ceny svého výrobku dostal do ztráty. Toto rozhodnutí by se však ukázalo jako chybné, protože nominální mzdy zaměstnanců mohou být díky nižší inflaci zvýšeny méně, než o kolik podnik předpokládá. Ekonomové by tento



Cenová stabilita lidem usnadňuje sledování změn v cenách zboží.

VÝZNAM CENOVÉ



Dlouhodobá cenová stabilita zvyšuje celkovou efektivitu ekonomiky, a tudíž i bohatství domácností.

jev označili jako nesprávnou alokaci zdrojů. V podstatě to ukazuje, že za této situace dochází k plýtvání zdroji (kapitálem, prací atd.), protože část zaměstnanců je propuštěna pouze kvůli nestabilnímu vývoji cen.

K podobnému plýtvání zdroji by mohlo dojít v případě, kdy zaměstnanci a odboráři nedokáží odhadnout vývoj inflace v budoucnu, a raději proto požadují větší zvýšení nominálních mezd, aby předešli tomu, že by případná vysoká inflace v budoucnu způsobila výrazný propad jejich reálných mezd. Pokud by v takové situaci podniky očekávaly nižší inflaci než zaměstnanci nebo odbory, pravděpodobně by takovéto zvýšení nominální mzdy považovaly také za poměrně velké zvýšení reálné mzdy, a mohly by se proto rozhodnout snížit počet zaměstnanců nebo přinejmenším najmout méně pracovníků, než kolik by zaměstnaly, pokud by neexistoval tento dojem vysokého růstu reálných mezd.

Cenová stabilita snižuje nejistotu spojenou s budoucím vývojem inflace, a pomáhá tak zabránit chybné alokaci zdrojů, jak je popsáno výše. Dlouhodobá cenová stabilita pomáhá trhům zjistit, kde mohou být zdroje využívány neefektivněji. Zvyšuje tak celkovou efektivitu ekonomiky, a tudíž i bohatství domácností.

...dále pomáhá snížit prémie za inflační riziko obsažené v úrokových sazbách...

Zadruhé, pokud mohou mít věřitelé jistotu, že ceny zůstanou do budoucna stabilní, nebudou požadovat dodatečný výnos (takzvanou prémii za inflační riziko), který by jim vynahradil inflační riziko spojené s držbou nominálních aktiv po delší dobu (podrobněji viz rámeček 3.2). Cenová stabilita tyto rizikové prémie snižuje, a přináší tak i nižší nominální úrokové sazby. Tím výrazně

přispívá k efektivnější alokaci zdrojů na kapitálových trzích, a zvyšuje proto ochotu investovat. A to opět podporuje vznik nových pracovních míst a obecněji hospodářský blahobyť.

...předcházet zbytečnému zajišťování...

Zatřetí, důvěryhodné udržování cenové stability také snižuje pravděpodobnost, že lidé i podniky převedou část zdrojů z výrobní činnosti na ochranu (zajištění, hedging) proti inflaci nebo deflaci, například tím, že ve smlouvách zavedou indexování nominálních částek podle vývoje cen. Vzhledem k tomu, že v prostředí s vysokou inflací není úplná indexace možná, nebo je příliš nákladná, subjekty jsou často nuceny skladovat zboží, protože za těchto okolností si zboží uchovává svou hodnotu lépe než peníze nebo některá jiná finanční aktiva. Vytváření velkých zásob zboží však rozhodně není vhodným investičním rozhodnutím, a navíc brzdí hospodářský růst i růst reálných příjmů.

...snížit rušivé vlivy daňových systémů a systémů sociálního zabezpečení...

Začtvrté, daňové systémy a systémy sociálního zabezpečení mohou vytvářet podněty k neekonomickému chování. V mnoha případech takové poruchy ještě prohlubuje inflace nebo deflace, protože fiskální systémy většinou neumožňují indexaci daňových sazeb nebo příspěvků na sociální zabezpečení podle míry inflace. Například zvýšení mezd, jehož cílem je upravit mzdy podle vývoje inflace, může způsobit, že zaměstnanec bude zdaňován vyšší daňovou sazbou – tento jev se někdy označuje jako studená progresa. Cenová stabilita omezuje rušivé vlivy související s dopady inflace nebo deflace na zdanění a systémy sociálního zabezpečení.

RÁMEČEK 3.3 HYPERINFLACE

Situace, kdy inflace je velmi vysoká nebo neustále roste a nakonec již není zvládnutelná, se nazývá hyperinflace. Ze společenského hlediska je hyperinflace velmi nepříznivý jev, který má dalekosáhlé dopady pro jednotlivce i pro celou společnost. Neexistuje sice všeobecně uznávaná definice hyperinflace, většina ekonomů se však shoduje, že pokud měsíční míra inflace přesáhne 50 %, lze hovořit o hyperinflaci.

Ve dvacátém století byla několikrát zaznamenána hyperinflace nebo velmi vysoká inflace. Zde je několik příkladů zemí, v nichž vystoupila roční míra inflace na takto vysokou úroveň, a údaje o dosažené míře inflace v daném roce:

1922	Německo	5 000 %
1985	Bolívie	více než 10 000 %
1989	Argentina	3 100 %
1990	Peru	7 500 %
1993	Brazílie	2 100 %
1993	Ukrajina	5 000 %

Ukažme si v krátkosti dopady hyperinflace. Míra inflace ve výši 50 % za měsíc znamená, že během jednoho roku se cenová hladina zvýší více než stonásobně a během tří let ceny oproti své původní hodnotě obecně dosáhnou násobku více než dvou milionů. Nelze pochybovat, že taková úroveň míry inflace je obrovským společenským problémem.

Například v Německu měla hyperinflace, která následovala po první světové válce a dosáhla vrcholu v roce 1923, nejen ničivé hospodářské a sociální dopady, ale, jak se obecně soudí, také politické důsledky.

Skutečnost, že hodně lidí přišlo o své úspory, vedla k tomu, že výrazně zchudly velké skupiny společnosti. Když si lidé uvědomili, že ceny neustále rostou, vznikl začarovaný kruh. Všichni pochopitelně požadovali vyšší mzdy, protože předpokládali, že cenová hladina bude v budoucnosti vyšší. Tato očekávání se pak naplnila, protože kvůli vyšším mzdám vzrostly výrobní náklady a kvůli nim pak samozřejmě i ceny. Se stejnou logikou se pak lidé začali zbavovat svých peněz, které ztrácely hodnotu, a stále rychleji a rychleji je utráceli.

Vláda na klesající hodnotu peněz reagovala tak, že na bankovky připisovala stále více a více nul. To však již po nějakém čase s výbušnou rychlostí růstu cenové hladiny nebylo možné. Nakonec se náklady hyperinflace staly neúnosnými. Peníze úplně přestaly fungovat jako uchovatel hodnoty, zúčtovací jednotka nebo prostředek směny. Lidé místo oficiálních papírových peněz začali běžněji používat směnný obchod nebo jiné druhy peněz (například cigarety), které kvůli inflaci neztrácely svou hodnotu.

VÝZNAM CENOVÉ

...zvýšit výhody držení hotovosti...

Zapáté, inflaci lze vnímat také jako skrytou daň za držbu hotovosti. Jinak řečeno, s růstem cenové hladiny lidem, kteří drží hotovost (nebo vklady, které se neúročí za tržní sazby), klesá reálná hodnota jejich peněz a tedy jejich celkového finančního bohatství, stejně jako kdyby jejich peníze někdo zdaňoval. Čím vyšší je tedy očekávaná míra inflace (a čím vyšší jsou v důsledku

toho nominální úrokové sazby – viz rámeček 3.2), tím nižší je poptávka domácností po hotovosti. (Rámeček 3.4 ukazuje, proč vyšší nominální úrokové sazby způsobují pokles poptávky po (neúročených) penězích.) K tomu dochází, i když nepanuje nejistota ohledně budoucí inflace a když je inflace zcela očekávaná. Pokud však lidé drží menší objem hotovosti, musejí častěji chodit do banky a vybírat si tam peníze. Tak vznikají

RÁMEČEK 3.4 POPTÁVKA PO HOTOVOSTI

Díky své likviditě peníze ulehčují transakce. Kdyby peníze tento účel neplnily, lidé by zjevně neměli důvod držet hotovost, která není úročená. Tím, že lidé drží hotovost, jim vznikají takzvané náklady ušlé příležitosti, jelikož držba jiných aktiv by jim přinášela kladný výnos ve formě úroku, který při držbě hotovosti nedostanou. Očekávání vyšší míry inflace, a tedy i vyšší nominální úroková míra (viz rámeček 3.2), tudíž mají obvykle negativní vliv na poptávku po penězích.

Představme si situaci, kdy krátkodobá úroková míra, kterou jsou úročeny bankovní vklady nebo vládní dluhopisy, dosahuje výše 2 %. V tomto případě představuje vlastnictví 1000 eur v bankovkách ztrátu ve výši 20 eur za rok. Úrok z případného investování těchto peněz představuje náklady ušlé příležitosti při držbě bankovek.

Nyní předpokládejme, že kvůli vyšší inflaci vzroste nominální úroková míra a váš bankovní účet bude úročen sazbou 10 % namísto 2 %. Pokud budete i nadále držet 1000 eur v hotovosti, vaše náklady ušlé příležitosti vzrostou na 100 eur za rok, neboli zhruba 2 eura za týden. V takovém případě se můžete rozhodnout zmenšit objem hotovostních peněz, které držíte, na řekněme 500 eur, a tudíž zvýšit své úrokové příjmy o zhruba 1 euro týdně neboli přibližně o 50 eur ročně. Jinak řečeno, čím vyšší je úroková míra, tím nižší je poptávka po bankovkách. Ekonomové v tomto případě hovoří o úrokové elasticitě poptávky po penězích.

STABILITY



Ekonomiky s nízkou mírou inflace rostou v dlouhém období v reálném vyjádření průměrně rychleji.

nepříjemnosti a náklady spojené s menší ochotou držet hotovost. Tyto náklady by se kvůli opotřebení podrážek při neustálém chození do banky daly metaforicky nazvat „podrážkové“ náklady inflace. Obecněji lze říct, že menší držba hotovosti způsobuje vyšší transakční náklady.

...zabránit nepřírozenému přerozdělení bohatství a příjmů...

Zašesté, udržování cenové stability zabraňuje vzniku výrazných hospodářských, sociálních a politických problémů spojených s nepřírozeným přerozdělením bohatství a příjmů, ke kterému dochází v době inflace nebo deflace. To platí především pro změny cenové hladiny, které lze jen těžko očekávat, a pro ty skupiny ve společnosti, které mají potíže s ochranou svých nominálních pohledávek před inflací. Pokud například dojde k neočekávanému nárůstu inflace, všichni, jejichž pohledávky jsou stanoveny nominálně (jako například dlouhodobé dohody o mzdách, bankovní vklady nebo vládní dluhopisy), zaznamenají ztrátu reálné hodnoty těchto pohledávek. Bohatství je pak uměle přerozdělováno od poskytovatelů úvěrů nebo vkladatelů k dlužníkům, protože za částku, kterou nakonec splatí, si není možné nakoupit tolik zboží, kolik věřitel při uzavírání dohody o úvěru předpokládal.

Pokud by došlo k neočekávané deflaci, mohou z ní těžít lidé s nominálně vyjádřenými pohledávkami, jelikož reálná hodnota jejich pohledávek (např. mzdových pohledávek nebo vkladů) s deflací roste. Při deflaci však často dlužníci nejsou schopni splácet své dluhy a mohou se ocitnout v konkurzu. To by mohlo poškodit celou společnost a především pak věřitele a zaměstnance bankrotujících firem.

Nejchudší skupiny ve společnosti obvykle pocítují negativní dopady inflace nebo deflace nejvíce,

protože mají nejméně možností, jak se před inflací chránit. Stabilita cen tudíž přispívá k udržení sociální soudržnosti a stability. Jak se několikrát během 20. století ukázalo, vysoká míra inflace často přináší společenskou a politickou nestabilitu, protože skupiny, na které má inflace největší dopad, se cítí podvedeny, když je neočekávaná inflace jako dodatečná daň připraví o velkou část jejich úspor.

...zajistit finanční stabilitu

Zasedmé, náhlé změny hodnoty aktiv v důsledku neočekávaného vývoje inflace mohou poškodit rozvahovou pozici bank. Předpokládejme například, že banka poskytuje dlouhodobé úvěry s pevně stanoveným úrokem, které financuje pomocí krátkodobých vkladů. Pokud inflace neočekávaně vzroste, dojde k poklesu reálné hodnoty aktiv této banky. V důsledku toho může být ohrožena solventnost banky a toto narušení by mohlo vyvolat negativní řetězovou reakci. Pokud měnová politika zajišťuje cenovou stabilitu, nedochází k inflačním nebo deflačním šokovým změnám reálné hodnoty aktiv, a to ve svém důsledku přispívá k zajištění finanční stability.

Tím, že centrální banky udržují cenovou stabilitu, přispívají také k obecnějším hospodářským cílům

Všechny tyto argumenty naznačují, že centrální banka, která udržuje cenovou stabilitu, výrazně přispívá k dosažení obecnějších hospodářských cílů, jakými jsou například vyšší životní úroveň, vysoká a stabilnější úroveň hospodářské aktivity a zaměstnanost. K tomuto závěru vedou také ekonomické důkazy, které za řadu zemí a období a za použití různých metodik naznačují, že ekonomiky s nízkou mírou inflace rostou v dlouhém období v reálném vyjádření průměrně rychleji.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ VÝVOJ CEN

4

Tato kapitola poskytuje podrobnější informace, které nám pomohou vysvětlit, co určuje obecnou cenovou hladinu, jaké jsou hlavní faktory způsobující inflaci, jak může centrální banka – nebo, přesněji řečeno, měnová politika – zajistit cenovou stabilitu, jaká je role fiskální politiky a zda by se měnová politika měla přímo zaměřit na posílení reálného růstu nebo snížení zaměstnanosti. Jinak řečeno, pokusíme se ukázat, čeho měnová politika může dosáhnout a čeho naopak dosáhnout nemůže.

- 4.1 nabízí krátký přehled možností měnové politiky.
- 4.2 se zabývá otázkou, jak může měnová politika ovlivňovat úrokovou míru.
- 4.3 ukazuje vliv změn úrokové míry na rozhodnutí o výdajích, které přijímají domácnosti a podniky.
- 4.4 podává přehled faktorů, které v krátkém časovém období určují vývoj cen.
- 4.5 se zabývá faktory, které určují vývoj cen ve středně dlouhém až dlouhém období, a ukazuje, že pro tato časová období má měnová politika vhodné nástroje k ovlivnění cen. Měnová politika proto přímo určuje trend inflace.





FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

4.1 Čeho měnová politika může dosáhnout a čeho naopak dosáhnout nemůže – přehled

4.2 Peníze a úroková míra – jak může měnová politika ovlivnit úrokovou míru?

4.3 Jak změny úrokových sazeb ovlivňují rozhodnutí spotřebitelů a podniků o výdajích?

4.4 Faktory určující vývoj cen v kratším období

4.5 Faktory určující vývoj cen v delším období

V předchozích částech jsme se zaměřili na problematiku měření inflace a na výhody cenové stability. Nezabývali jsme se však přímo tím, co ovlivňuje obecný vývoj cen. Následující text se zaměří na příčiny inflace, tedy obecného a celkového růstu cen zboží a služeb, který odpovídá poklesu kupní síly peněz. Než však začneme toto téma rozebírat podrobněji, krátce nastíníme roli a vliv měnové politiky. To nám umožní pohlížet na ostatní faktory v širší perspektivě.

4.1 ČEHO MĚNOVÁ POLITIKA MŮŽE DOSÁHNOUT A ČEHO NAOPAK DOSÁHNOUT NEMŮŽE – PŘEHLED

Jak může měnová politika ovlivnit cenovou hladinu? Tato otázka naráží na něco, čemu ekonomové obvykle říkají „transmisní proces“, tedy proces, jehož prostřednictvím se opatření centrální banky promítají do ekonomiky a v konečném důsledku do cen. Tento proces je velice složitý, mění se s postupem času, je odlišný pro každou ekonomiku a není ještě dopodrobna prozkoumán, jeho základní prvky jsou však dnes již dobře známy. Způsob, jakým měnová politika ovlivňuje ekonomiku, lze vysvětlit takto: centrální banka je jediným emitentem bankovek a bankovních rezerv, je tedy monopolním poskytovatelem takzvané měnové báze. Díky tomuto monopolu může ovlivňovat podmínky na peněžním trhu a vývoj krátkodobých úrokových sazeb.

V krátkém období může centrální banka ovlivnit vývoj reálných ekonomických ukazatelů

V krátkém období uvede změna úrokových sazeb na peněžním trhu (tedy krátkodobých úrokových sazeb), kterou vyvolá centrální banka, do pohybu řadu mechanismů, především proto, že tato změna má dopady na rozhodování domácností a podniků o výdajích a úsporách. Vyšší úrokové sazby za jinak stejných podmínek například povedou k tomu, že pro domácnosti a podniky budou úvěry méně zajímavou možností financování vlastní spotřeby nebo investic. Vyšší úrokové sazby také vedou domácnosti k tomu, aby své běžné příjmy spíše uspořily, než utratily. A v neposlední řadě, vyhlášené úrokové sazby mohou ovlivnit nabídku úvěrů. Tyto změny pak mohou následně s určitým zpožděním ovlivnit vývoj reálných ekonomických proměnných, jako je například celkový produkt.

V dlouhém období ovlivní změny nabídky peněz celkovou cenovou hladinu...

Na výše popsanych dynamických procesech se v různých fázích podílí řada mechanismů a aktivit hospodářských subjektů. Velikost a síla dopadů jednotlivých změn úrokových sazeb se může lišit v závislosti na aktuální situaci ekonomiky. Proto většinou trvá poměrně dlouho, než se změna měnové politiky promítne do vývoje cen. Ekonomové se však obecně shodují, že v dlouhém

VÝVOJ CEN

4



Měnová politika, která dokáže důvěryhodně udržovat cenovou stabilitu, má velmi příznivý vliv na bohatství.

období, tedy poté, co proběhnou všechny přizpůsobovací procesy, se za jinak stejných okolností změna množství peněz poskytovaných centrální bankou promítne pouze do změny obecné cenové hladiny a nezpůsobí trvalé změny reálných proměnných, např. celkového produktu nebo nezaměstnanosti. Změna množství peněz v oběhu, kterou vyvolá centrální banka, v konečném důsledku odpovídá změně hodnoty zúčtovací jednotky (a tedy celkové cenové hladiny), přičemž všechny ostatní proměnné se nezmění. Vlastně je to obdobné, jako kdybychom změnili standardní délkovou míru (např. kdybychom namísto kilometrů začali používat míle) – skutečná vzdálenost mezi dvěma místy by se nezměnila.

...neovlivní však úroveň reálných příjmů nebo zaměstnanosti

Tento obecný princip, kterému se říká dlouhodobá neutralita peněz, je východiskem pro všechny základní makroekonomické úvahy a teorie. Jak již bylo zmíněno výše, měnová politika, která dokáže důvěryhodně udržovat cenovou stabilitu, má velmi příznivý vliv na bohatství a reálnou hospodářskou aktivitu. Mimo tohoto příznivého vlivu cenové stability mají však v dlouhém období na reálné příjmy a úroveň zaměstnanosti vliv především reálné faktory (na straně nabídky) a nelze je posílit pomocí expanzivní měnové politiky.⁹

Hlavními faktory, které ovlivňují dlouhodobou zaměstnanost a reálné příjmy, jsou technologie, růst počtu obyvatel a všechny aspekty institucionálního ukotvení ekonomiky (zejména majetkové právo, daňová politika, sociální politika a další předpisy ovlivňující pružnost trhů a motivaci nabízet práci a kapitál a investovat do lidských zdrojů).

Inflace je v konečném důsledku peněžní jev

Inflace je v konečném důsledku peněžní jev. Jak potvrdila celá řada empirických studií, dlouhá období vysoké inflace většinou souvisejí s velkým růstem peněžní zásoby (viz graf níže). I když ostatní faktory (jako například změny agregátní poptávky, technický rozvoj nebo šokové změny cen komodit) mohou částečně ovlivnit vývoj cen v krátkém horizontu, s postupem času vykompenzuje jejich vliv přizpůsobovací proces měnové politiky. V tomto ohledu mohou tedy centrální banky řídit dlouhodobější trendy vývoje cen nebo inflace.

V tomto krátkém přehledu jsme nastínili řadu otázek, které si zasluhují podrobnější rozbor. Vzhledem k tomu, že inflace je v konečném důsledku peněžní jev, je nutné vysvětlit si podrobněji, jak měnová politika ovlivňuje ekonomiku a v konečném důsledku vývoj cen. Toto vysvětlení je vhodné rozdělit na tři části.

Zprv, v části 4.2 probereme, jak může měnová politika ovlivňovat úrokové sazby. Zadruhé, v části 4.3 se budeme zabývat otázkou, jaký vliv mohou mít změny úrokových sazeb na rozhodování spotřebitelů a podniků o jejich výdajích. A zatřetí pak podrobně posoudíme, jak tyto změny v agregátní poptávce ovlivňují vývoj cen. V této souvislosti se také budeme věnovat jiným, tedy neměnovým neboli reálným faktorům, které mohou ovlivnit vývoj cen v kratším období. To nám může pomoci pochopit celkovou neboli agregátní nabídku a poptávku po zboží v ekonomice (viz rámeček 4.2) a rozlišovat mezi krátkodobými a dlouhodobými vlivy (části 4.4 a 4.5).

⁹ Faktory na straně nabídky jsou faktory ovlivňující nabídku zboží a služeb v ekonomice. Především jde o množství a kvalitu kapitálu a práce, technický pokrok a podobu strukturální politiky.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

4.2 PENÍZE A ÚROKOVÁ MÍRA – JAK MŮŽE MĚNOVÁ POLITIKA OVLIVNIT ÚROKOVOU MÍRU?

Centrální banka může určit krátkodobou nominální úrokovou sazbu pro úvěry, které poskytuje komerčním bankám. Komerční banky si od centrální banky půjčovat potřebují, jelikož potřebují bankovky pro své klienty. Navíc si u centrální banky musejí ukládat peníze jako povinné minimální rezervy.

Vzhledem k tomu, že centrální banky jsou jedinými institucemi, které mohou vydávat bankovky (a bankovní rezervy), tedy vzhledem k tomu, že jsou monopolním poskytovatelem peněz prostřednictvím měnové báze, mohou v rámci své měnové politiky určovat základní úrokové sazby, tedy krátkodobou nominální úrokovou míru pro úvěry poskytované bankám. Očekávání týkající se budoucího vývoje

základních sazeb vyhlášených centrální bankou pak ovlivňuje řadu dlouhodobějších bankovních a tržních úrokových sazeb.

4.3 JAK ZMĚNY ÚROKOVÝCH SAZEB OVLIVŇUJÍ ROZHODNUTÍ SPOTŘEBITELŮ A PODNIKŮ O VÝDAJÍCH?

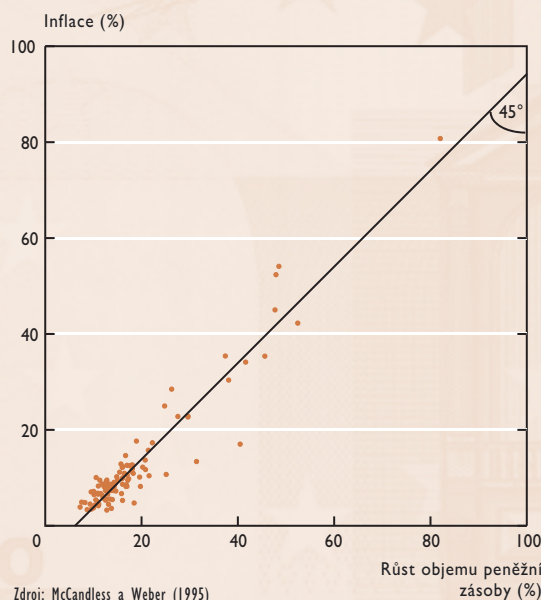
Z pohledu domácností je vyšší reálná úroková míra podnětem ke spoření, protože výnosnost úspor je vyšší, a umožňuje tedy zvýšení budoucí spotřeby. Vyšší reálná úroková míra proto obvykle způsobuje pokles běžné spotřeby a nárůst úspor. Z pohledu podniku povede vyšší úroková míra za jinak stejných okolností k poklesu investic, jelikož méně dostupných investičních příležitostí bude nabízet takovou výnosnost, která by pokryla zvýšené náklady na získání investovaného kapitálu.

Obecně lze tedy shrnout, že zvýšení úrokových sazeb bude pro domácnosti podnětem ke snížení stávající spotřeby a podniky odradí od běžných investic. Z dopadů na podniky i domácnosti vyplývá, že zvýšení úrokových sazeb v rámci měnové politiky povede ke snížení běžných výdajů v ekonomice jako celku (pokud se ostatní proměnné nezmění). Ekonomové říkají, že takováto změna měnové politiky vede k poklesu agregátní poptávky, a často proto v této souvislosti hovoří o „zprísňení“ měnové politiky.

Je důležité si uvědomit, že v tomto procesu dochází k časovým zpožděním. Může trvat měsíce, než firma přijde s novým investičním plánem. Investice do staveb nových výrobních prostor nebo do zvláštního vybavení mohou dokonce trvat roky. Také investice do bytových nemovitostí reagují na změnu úrokových sazeb se

GRAF: PENÍZE A INFLACE

Průměrná roční tempa růstu
M2 a spotřebitelských cen
v letech 1960–1990
ve 110 zemích



VÝVOJ CEN

4



zpožděním. A také mnoho spotřebitelů nezmění své spotřební plány bezprostředně po změně úrokových sazeb.

Panuje proto obecná shoda, že celkový transmisní proces měnové politiky nějakou dobu trvá. Měnová politika proto v krátkém období nemůže určovat obecnou poptávku po zboží a službách. Jinak

řečeno, mezi změnou měnové politiky a jejím dopadem na ekonomiku existuje výrazné časové zpoždění.

RÁMEČEK 4.1 PROČ MOHOU CENTRÁLNÍ BANKY OVLIVŇOVAT REÁLNÉ ÚROKOVÉ MÍRY EX ANTE? JAKOU ROLI HRAJE STRNULOST CEN?

Jak už bylo podrobněji vysvětleno v rámečku 3.2, reálná úroková míra ex ante představuje reálnou výnosnost, jaká se u určitého finančního aktiva očekává. Byla definována jako nominální úroková míra minus očekávaná inflace po dobu, na kterou je úroková míra sjednána. Vliv měnové politiky na krátkodobou reálnou úrokovou míru souvisí se dvěma faktory: měnová politika určuje krátkodobou nominální úrokovou míru, ceny jsou v krátkém období strnulé.

Co to znamená, že ceny jsou strnulé? Zkušenosti ukazují, že ceny jsou většinou stanoveny na určitou dobu. Firmy často neupravují ceny, které si účtují, okamžitě po změně nabídky nebo poptávky. Ve skutečnosti se některé ceny mění velice často (například ceny benzínu), jiné jsou naopak upravovány pouze jednou za měsíc nebo jednou za rok. Pro tuto skutečnost může existovat několik důvodů. Zaprvé, ceny jsou někdy určeny na základě dlouhodobých smluv mezi podniky a zákazníky, čímž se snižuje nejistota a náklady spojené s častým vyjednáváním o nových cenách. Zadruhé, podniky mohou udržovat ceny stabilní, aby si jejich neustálými změnami neodradily pravidelné zákazníky. Zatřetí, ceny jsou strnulé kvůli struktuře trhů – jakmile jednou nějaký

podnik vytiskne a rozešle svůj katalog nebo ceník, jsou změny cen velmi nákladné. A v neposlední řadě, i samotné vypočtení nových cen představuje náklad.

V dlouhém období se však ceny upravují podle nové situace v nabídce nebo poptávce. Jinak řečeno, v dlouhém období jsou ceny plně pružné.¹⁰

Předpokládejme nyní, že centrální banka zvýší nabídku peněz. Vytiskne například nové peníze a nakoupí státní dluhopisy. Lidé jsou ochotni držet více peněz a menší objem dluhopisů, pouze pokud klesne výnosnost dluhopisů, tedy úroková míra. Pokud tedy centrální banka zvýší nabídku peněz, nominální úroková sazba musí klesnout, aby lidé byli ochotni držet větší objem peněz. A vzhledem k tomu, že ceny jsou v krátkém období strnulé, krátkodobá inflační očekávání se prakticky nezmění. V důsledku toho změna krátkodobých nominálních úrokových sazeb vyvolá změnu očekávaných reálných úrokových sazeb (viz také rámeček 3.2). Měnová politika tedy může ovlivnit očekávané reálné úrokové sazby (neboli reálné úrokové sazby ex ante) u krátkodobých nástrojů.

¹⁰ S výjimkou regulovaných cen, u nichž lze očekávat jen málo změn.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

RÁMEČEK 4.2 JAK OVLIVŇUJÍ ZMĚNY AGREGÁTNÍ POPTÁVKY HOSPODÁŘSKOU AKTIVITU A VÝVOJ CEN?

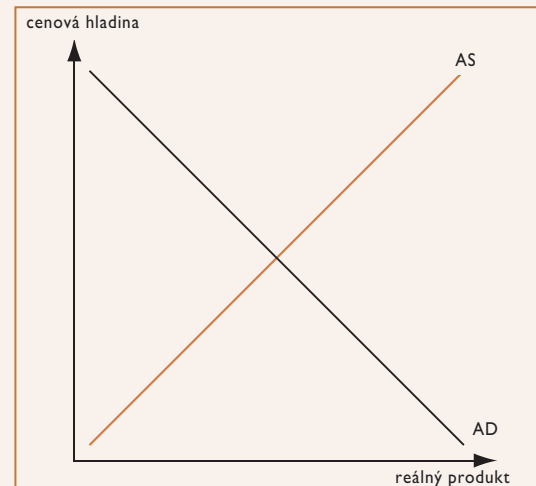
Vliv agregátní poptávky na vývoj cen můžeme snadno ilustrovat pomocí jednoduchého modelu, který ukazuje agregátní nabídku a poptávku v celé ekonomice.

Pro tuto ilustraci použijeme pouze jednoduchou analýzu a popisované vztahy si ukážeme na grafech. Podstatou našeho modelu bude pokus o popsání vztahu mezi reálným množstvím zboží a služeb nabízeným a poptávaným v ekonomice na jedné straně a obecnou cenovou hladinou na straně druhé.

Agregátní nabídka a poptávka – krátkodobá rovnováha

Následující graf ukazuje vztah mezi agregátní nabídkou (AS, podle anglického aggregate supply) a agregátní poptávkou (AD, podle anglického aggregate demand) zachycených na grafu, kde svislá osa představuje cenovou hladinu a vodorovná osa reálný produkt (výstup).

GRAF I: AGREGÁTNÍ POPTÁVKA A KRÁTKODOBÁ AGREGÁTNÍ NABÍDKA



Agregátní poptávka a cenová hladina

Pro pochopení sklonu křivky agregátní poptávky je třeba se zamyslet nad tím, jaký vliv má změna cenové hladiny na reálná rozhodnutí o výdajích za předpokladu, že ostatní proměnné se nezmění. Lze tak ukázat, že křivka agregátní poptávky je klesající. Použijme příklad nabídky a poptávky reálných peněžních zůstatků. Pokud se zvýší ceny, avšak nominální nabídka peněz je pevně dána, pocítí lidé snížení reálných peněžních zůstatků, což znamená, že budou mít peníze pouze k financování menšího objemu transakcí. Naopak pokud cenová hladina klesne, reálné peněžní zůstatky vzrostou, což umožní větší objem transakcí – po reálném produktu tedy bude větší poptávka.

Agregátní nabídka a cenová hladina v krátkém období

Agregátní nabídka, jak už naznačuje její název, zachycuje nabídku zboží a služeb podniků. Ukažme si nejdříve, jak celková cenová hladina souvisí s celkovou úrovní výstupu v krátkém období, tedy za předpokladu, že všechny ostatní faktory (výrobní technologie, nominální mzdy atd.) zůstanou nezměněny. Jak ovlivní změna cenové hladiny reálnou produkci nebo reálný výstup podniků? Pokud jsou nominální mzdy dány, způsobí zvýšení cenové hladiny v podstatě pokles reálných mezd. Výsledkem snížení reálných mezd je, že pro podniky se stává výhodnějším najímat nové zaměstnance a zvyšovat objem výroby. Jinými slovy, reálné mzdy jsou hlavním faktorem, který určuje zaměstnanost. Pokud se zvýší ceny, ale všechny ostatní faktory (jako např. výrobní technologie nebo nominální mzdy) zůstanou beze změny, zvýší podniky počty svých zaměstnanců i objem výroby. Proto je křivka agregátní nabídky pro krátké období rostoucí.

Průsečík těchto dvou křivek označuje takzvaný rovnovážný bod. V ekonomii je koncept rovnováhy naprosto zásadní. Rovnovážný bod označuje situaci, kdy se shodují přání subjektů na straně nabídky i na straně poptávky, a nikdo se proto nesnaží o další změnu. V takovém případě rovnovážný bod zároveň určuje objem reálného produktu a cenovou hladinu v dané ekonomice.

Co se děje v ekonomice, která není v rovnováze? Předpokládejme například, že cenová hladina v dané ekonomice je vyšší než rovnovážná cenová hladina. V takové situaci je v porovnání s rovnovážným stavem agregátní nabídka příliš vysoká a agregátní poptávka zase příliš nízká.

K čemu to povede? Pokud je cenová hladina nad rovnovážnou úrovní, budou zákazníci nakupovat méně, než chtějí výrobci prodat. Někteří výrobci proto sníží své ceny, což povede k růstu agregátní poptávky. Nižší ceny však budou zároveň znamenat vyšší reálné mzdy (jelikož nominální úroveň mezd je v krátkém období daná), a jelikož reálné mzdy jsou pro podniky součástí nákladů, podniky sníží objem výroby, a tak dojde k poklesu agregátní nabídky. Tento proces bude pokračovat, dokud nebude dosaženo rovnovážného stavu, tedy situace, kdy přání a plány kupujících odpovídají při určité cenové hladině a celkovém objemu výstupu přáním a plánům prodávajících.

Agregátní nabídka v dlouhém období

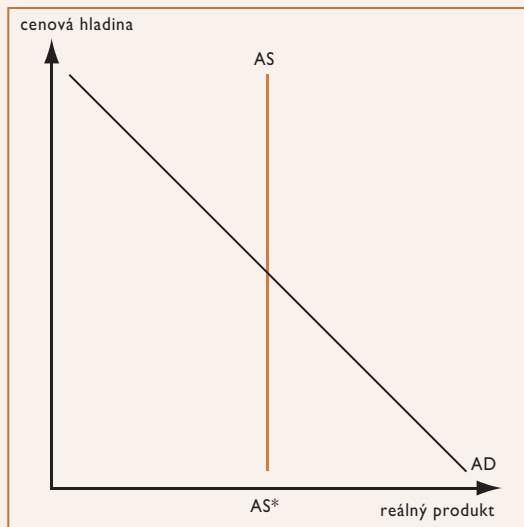
Proč jsme doposud mluvili o nabídkové křivce v krátkém období? Příznivý vliv vyšší cenové hladiny na reálný produkt potrvá, dokud se nezmění nominální (a s nimi i reálné) mzdy. Ve skutečnosti jsou nominální mzdy obvykle stanoveny na období jednoho roku, v některých případech až na dva roky. Pokud pracovníci nebo odboráři nebudou ochotni zachovat nižší reálné mzdy způsobené vyšší inflací, budou během příštích mzdových vyjednávání požadovat kompenzaci v podobě vyšší mzdy. Pokud se reálné mzdy vrátí na stejnou úroveň, na jaké byly před nárůstem cenové hladiny (a pokud nedojde ke změně výrobní technologie), nebude už pro podniky výhodné, aby udržovaly vyšší úroveň objemu výroby a zaměstnanosti, a rozhodnou se propouštět a omezovat výrobu. Jinak řečeno, pokud vyšší inflace nesnižuje reálné mzdy v dlouhém období, jsou zaměstnanost a objem výroby v dlouhém období nezávislé na vývoji cen. To znamená, že křivka agregátní nabídky v dlouhém období je svislá.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

Dlouhodobá rovnováha

GRAF 2: AGREGÁTNÍ POPTÁVKA

A AGREGÁTNÍ NABÍDKA V DLOUHÉM OBDOBÍ



Průsečík křivky agregátní nabídky (**AS**) s vodorovnou osou (bod **AS*** v grafu 2) označují ekonomové jako potenciální úroveň výstupu nebo potenciální produkt. Potenciální produkt představuje objem zboží nebo služeb určených k finální spotřebě, které se za dané technické úrovně a za dané strukturální podoby hospodářství (např. omezení na trhu práce, systému sociálního zabezpečení a důchodového pojištění) v ekonomice vyrobí, pokud jsou využity všechny zdroje.

Doposud jsme se zabývali pohyby po křivkách v situaci, kdy se všechny faktory kromě cen a reálného produktu nemění. Nyní si ukážeme, co se stane, když se tyto ostatní faktory změní. Taková změna v podstatě vede k posunu celých křivek doprava nebo doleva.

Faktory ovlivňující agregátní nabídku a agregátní poptávku

V jednoduchém modelu, který jsme doposud používali, určují vztahy mezi agregátní nabídkou a poptávkou kombinaci cen a reálných příjmů v ekonomice. V této souvislosti je na místě otázka, jaké faktory způsobují pohyb křivek agregátní nabídky a poptávky.

Mezi faktory, které vedou ke zvýšení agregátní poptávky (tedy k posunu křivky **AD** nahoru nebo doprava), patří zvýšení vládních výdajů, snížení daní, depreciační domácí měny nebo zvýšení reálného bohatství (např. zvýšení cen akcií nebo nemovitostí), tedy faktory, které způsobují zvýšení soukromé spotřeby a investičních výdajů.

Soukromou spotřebu a investice mohou také ovlivnit očekávání. Pokud například podniky očekávají vyšší zisky v budoucnu, budou mít tendenci ke zvýšení investičních výdajů. A pokud domácnosti očekávají vyšší reálné příjmy v důsledku očekávání vyšší produktivity práce, vzrostou spotřební výdaje. Proto je zvýšení důvěry spotřebitelů a investorů obvykle spojeno se zvýšením agregátní poptávky.

50 EURO EYE

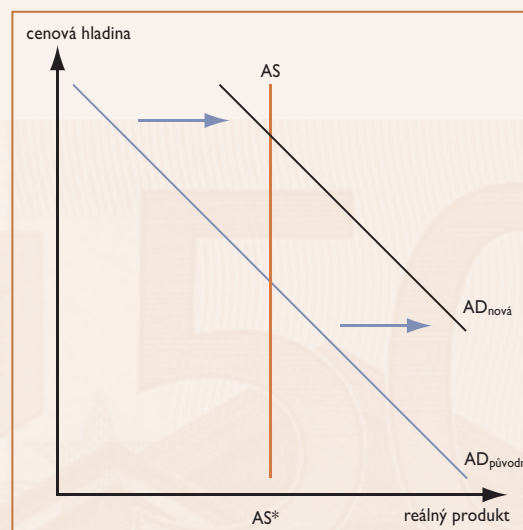
Pokud jde o dopady měnové politiky, lze vysledovat, že zvýšení nabídky peněz a s ním související pokles reálných úrokových sazeb povede ke zvýšení agregátní poptávky, a posune tedy poptávkovou křivku doprava.¹¹ Pokud dojde u těchto proměnných k posunu v opačném směru, agregátní poptávka se sníží (a křivka **AD** se tedy posune doleva).

Pokud jde o agregátní nabídku, je zřejmé, že zvýšení cen výrobních faktorů, jako například mezd, nebo zvýšení cen ropy povede k posunu křivky agregátní nabídky doleva. Naopak technický pokrok nebo zvýšení produktivity posune křivku agregátní nabídky doprava, jelikož tyto změny umožní větší objem výroby při stejných nákladech a daném objemu práce.

Tato analýza ukazuje, že změnu celkové cenové hladiny mohou vyvolat posuny křivky nabídky, křivky poptávky nebo obou zároveň. Například pokud zůstanou všechny ostatní faktory stabilní, bude snížení agregátní nabídky (a tedy posun křivky **AS** doleva) spojeno s krátkodobým poklesem reálného výstupu a s růstem cen. Naopak zvýšení poptávky (posun křivky **AD** doprava) se projeví krátkodobým zvýšením reálné hospodářské aktivity a vzestupem cen.

Dlouhodobý model ukazuje, že vývoj agregátní poptávky je zásadní pro úroveň obecné cenové hladiny v ekonomice v dlouhém období. Pokud je křivka agregátní nabídky svislá, změny agregátní poptávky se projeví na cenách, ale nebudou mít vliv na výši výstupu. Pokud by například vzrostla nabídka peněz, křivka agregátní poptávky by se posunula doprava a situace v ekonomice by se v dlouhém období ustálila na novém rovnovážném bodě se stejným reálným výstupem, avšak vyššími cenami.

GRAF 3: ZMĚNY AGREGÁTNÍ POPTÁVKY A DLOUHODOBÉ AGREGÁTNÍ NABÍDKY



Inflace byla definována jako celkový a všeobecný růst cen zboží a služeb. Inflace tedy může vzniknout jen při trvalém růstu agregátní poptávky v čase. A k tomuto růstu může dojít, pouze pokud měnová politika takový vývoj v ekonomice umožňuje nízkými úrokovými sazbami a vysokým růstem peněžní zásoby.

¹¹ Ekonomové často vyjadřují pokles poptávky po penězích pomocí zrychlení oběhu peněz. Rychlost oběhu peněz lze definovat jako rychlost, jakou se peníze přesouvají mezi jejich jednotlivými držiteli, a určuje tedy, kolik peněz je potřeba pro určitý objem transakcí. Ve skutečnosti je tyto dva pojmy třeba vnímat jako dvě strany jedné mince. Pokud chtějí lidé držet menší množství peněz, bude muset daná peněžní zásoba za předpokladu stále nabídky peněz více obíhat, peníze budou muset jít rychleji z ruky do ruky. To znamená vyšší rychlost oběhu peněz. K této problematice se vrátíme později.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

4.4 FAKTORY URČUJÍCÍ VÝVOJ CEN V KRATŠÍM OBDOBÍ

Nyní se zaměříme na některé faktory, které určují vývoj cen v krátkém období. Jak bylo podrobně vysvětleno v rámečku 4.2, inflaci (tedy trvalý růst cenové hladiny) mohou způsobit dva odlišné faktory nebo jejich kombinace. Ceny obecně porostou, pokud v průměru roste agregátní poptávka nebo klesá agregátní nabídka. Jinak řečeno, inflační tlaky mohou být důsledkem změn (pokud se jedná o neočekávané změny nebo neočekávaný vývoj, hovoří ekonomové často o šocích), které přimějí spotřebitele, aby zvýšili své výdaje, nebo donutí podniky, aby omezily produkci. V prvním z těchto případů, kdy vzroste poptávka, a to vyvolá inflaci, se v ekonomické literatuře často hovoří o „poptávkové inflaci“ nebo „inflaci tažené poptávkou“. V druhém případě, kdy vzrostou náklady, a tím klesne nabídka, což opět vyvolá inflaci, se často hovoří o „nabídkové inflaci“ nebo „nákladové inflaci“. K opačné situaci, tedy ke vzniku deflačních tlaků, dojde, když klesne agregátní poptávka nebo vzroste agregátní nabídka. Měnová politika musí často na takovýto vývoj reagovat, aby zajistila cenovou stabilitu. V případě inflačních tlaků centrální banka většinou zvýší (reálnou) úrokovou míru, aby zabránila situaci, kdy by se z inflačního tlaku stalo trvalejší odchylení od cenové stability.

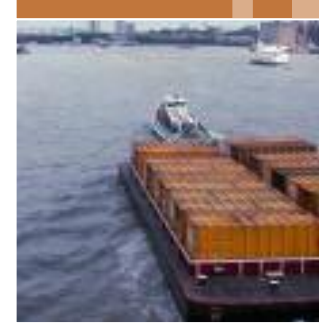
Růst cen, ke kterému dojde v důsledku zvýšení agregátní poptávky, může být důsledkem mnoha různých faktorů zvyšujících agregátní poptávku. Vedle měnové politiky (zvýšení nabídky peněz) mezi nejdůležitější z těchto faktorů patří zvýšení vládních nákupů (vládní spotřeby), znehodnocení směnného kurzu a zvýšení poptávky po domácích výrobcích jinde ve světě (růst vývozu). K růstu agregátní poptávky může také dojít v důsledku zvýšení důvěry. Je například pravděpodobné, že podniky, které očekávají vyšší zisky v budoucnu, budou více investovat. Růst agregátní poptávky obvykle povede ke zvýšení cenové hladiny a dočasně také k nárůstu celkové produkce (viz rámeček 4.2).

Jaké konkrétní faktory mohou způsobit pokles agregátní nabídky, a tudíž vyšší ceny v krátkém období? Hlavním důvodem pro pokles agregátní nabídky je obvykle snížení produktivity, zvýšení výrobních nákladů (například zvýšení reálných mezd nebo cen surovin, především cen ropy) nebo vyšší zdanění podniků ze strany státu. Za předpokladu, že všechny ostatní faktory se nezmění, platí, že čím vyšší jsou výrobní náklady, tím nižší bude množství výrobků vyrobených za stejnou cenu.

Pokud při dané cenové hladině rostou mzdy nebo ceny surovin (například ropy), podniky jsou nuceny snížit počet zaměstnanců a omezit objem výroby. Inflace, ke které v důsledku těchto změn na straně nabídky dojde, se často označuje jako nákladová inflace.

VÝVOJ CEN

4



Zvýšení vnější poptávky po vyváženém zboží by mohlo mít vliv na současnou spotřebu a investice.

K růstu cen surovin a vstupních zdrojů potřebných k výrobě, může dojít z různých důvodů. Například objem nabídky surovin (např. ropy) může být nižší, než se očekávalo, nebo může vzrůst celosvětová poptávka po surovinách. Také zvýšení reálných mezd (které nedoprovází odpovídající růst produktivity) povede k poklesu agregátní nabídky a ke snížení zaměstnanosti. K tomuto zvýšení mezd může dojít v důsledku snížení nabídky práce, kterou může například způsobit vládní nařízení omezující motivaci pracovat (např. vyšší zdanění příjmů z práce). Také posílení moci odborů může vést k růstu reálných mezd.

Pokud budou výše popsané faktory působit v opačném směru, dojde ke zvýšení agregátní nabídky. Například zvýšení produktivity (např. v důsledku zavedení nových technologií) bude při zachování ostatních faktorů mít za následek nižší ceny a vyšší zaměstnanost v krátkém období, jelikož pro podniky bude najímání dalších pracovníků při dané mzdě výhodnější. Pokud by však reálné mzdy rostly v souladu s růstem produktivity, zaměstnanost by se nezměnila.

Význam očekávané inflace

Když podniky dojednávají mzdy se svými zaměstnanci nebo když stanoví ceny svých výrobků, snaží se často odhadnout, jaká by mohla být úroveň inflace v následujícím období, například během příštího roku. V okamžiku stanovení mezd je očekávaná inflace důležitá, jelikož růst cen v budoucnu sníží množství zboží a služeb, které bude možné za danou nominální mzdu koupit. Proto mohou zaměstnanci v případech, kdy se očekává vysoká inflace, požadovat při mzdových vyjednáváních větší navýšení nominální mzdy. Pokud jsou sjednány takové mzdy, které vycházejí z těchto očekávání, zvýší se celkové náklady podniků a tyto

náklady by se pak v podobě vyšších cen mohly přenést na zákazníky. Podobně lze uvažovat i o procesu, kdy podniky stanoví ceny svých výrobků. Jelikož řada jednotlivých cen je vždy pevně stanovena pro určité období (například na jeden měsíc nebo jeden rok, viz rámeček 4.1), mohou podniky, které plánují zveřejnění nového ceníku, do svých cen již s předstihem zahrnout očekávané zvýšení obecné cenové hladiny nebo mezd v budoucnu. Tudíž lze tvrdit, že pokud lidé očekávají inflaci v budoucnu, jejich chování může vyvolat zvýšení inflace v současnosti. A to je další důvod, proč je velmi důležité, aby měnová politika důvěryhodně plnila svůj cíl udržování cenové stability. Tím totiž stabilizuje dlouhodobá inflační očekávání na nízké úrovni, která odpovídá cenové stabilitě.

Lze tedy shrnout, že cenovou hladinu může v krátkém období ovlivnit celá řada faktorů a šoků. Patří mezi ně změny agregátní poptávky a jejich jednotlivých složek, včetně změn fiskální politiky. Dále se může jednat o změny cen výrobních vstupů, nákladů a produktivity, změny směnných kurzů a změny ve světové ekonomice. Všechny tyto faktory mají vliv na reálnou hospodářskou aktivitu a na ceny během kratších období. Co se ale děje během delších časových období?

To je otázka, která nás upozorňuje na další hledisko, podle kterého je třeba rozlišovat ekonomické veličiny. Ekonomové obecně rozlišují mezi krátkým a dlouhým obdobím (viz také rámeček 4.2).

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ

4.5 FAKTORY URČUJÍCÍ VÝVOJ CEN V DELŠÍM OBDOBÍ

Jaký je relativní význam výše zmiňovaných faktorů v delších obdobích? Nebo jinými slovy – mají stejný vliv na dlouhodobé inflační trendy? Na tuto otázku existuje jednoznačná odpověď – ne. Jak uvidíme, zásadní roli zde hraje měnová politika.

Jak už bylo zmíněno v předchozích odstavcích, změna měnové politiky má na ceny dopad se zpožděním v rozsahu zhruba jednoho až tří let. Z toho vyplývá, že měnová politika nemůže zabránit neočekávanému vývoji reálné ekonomiky nebo šokům v jejich krátkodobém vlivu na inflaci. Ekonomové se však obecně shodují, že měnová politika může určovat cenový vývoj v delším časovém období, a tudíž i „trend“ inflace, tedy vývoj cenové hladiny v ekonomice, kde již pominul vliv krátkodobých výkyvů.

V dlouhém období jsou ceny pružné a mohou plně reagovat na změny nabídky a poptávky. V krátkém období je však naopak řada jednotlivých cen strnulá a tyto ceny se po určitou dobu nemění (viz rámeček 4.1).

Jaký vliv má tento rozdíl na naše závěry? Aniž bychom zabíhali příliš do podrobností, lze tvrdit, že v dlouhém období nemá cenová hladina vliv na celkový produkt. Jeho velikost určuje objem kapitálu, kvalita a množství dostupné práce, strukturální politika, která ovlivňuje motivaci k práci a k investicím, a technický pokrok ve výrobních odvětvích. Jinak řečeno, dlouhodobá úroveň výstupu závisí na řadě reálných nebo nabídkových faktorů. Tyto faktory určují přesnou polohu křivky agregátní nabídky.

Další křivka, která určuje rovnovážný stav ekonomiky, je křivka agregátní poptávky. Ukázali jsme si, že zvýšení agregátní poptávky mohou způsobit různé faktory. Jedná se například o zvýšení vládních výdajů nebo vnější poptávky po vývozech, nebo o vyšší očekávání budoucího růstu produktivity, které může mít vliv na současnou spotřebu a investice. I když mnoho z těchto ukazatelů může vzrůst i na poměrně dlouhou dobu, je zřejmé, že trvalé zvýšení cenové hladiny může v dlouhém období způsobovat pouze trvale expanzivní měnová politika. Tato skutečnost se často připomíná, když se zmiňuje známé tvrzení, že „inflace je vždy a všude peněžní jev“. Řada empirických studií tuto hypotézu potvrdila. Základním důvodem pro inflační tlaky v dlouhém období je tedy trvalý růst nabídky peněz neboli trvale expanzivní měnová politika.

Měnová politika tedy v dlouhodobějším horizontu určuje, zda inflace vzroste, nebo bude udržena na nízké úrovni. Jinými slovy, centrální banka, která ovládá nabídku peněz a krátkodobé úrokové sazby, v konečném důsledku také určuje míru inflace v delším časovém období. Pokud centrální banka udržuje krátkodobé úrokové sazby na příliš nízké úrovni a nadměrně zvyšuje nabídku peněz, dojde

nakonec také k růstu cenové hladiny. Tento důsledek lze dobře ilustrovat pomocí kvantitativní teorie peněz, jednoho ze základních ekonomických vztahů, který podrobněji vysvětluje vztah mezi penězi a cenami (viz rámeček 4.3 níže).

RÁMEČEK 4.3 KVANTITATIVNÍ TEORIE PENĚŽ

Podle vztahu, který se obecně označuje jako kvantitativní rovnice, se změna objemu peněžní zásoby v ekonomice (ΔM) rovná změně nominálních transakcí (odvozené přibližně jako změna reálné hospodářské aktivity (ΔYR) plus změna cenové hladiny (ΔP)) minus změně rychlosti oběhu peněz (ΔV). Rychlost oběhu peněz lze přitom definovat jako rychlost, kterou jsou peníze předávány mezi jejich jednotlivými držiteli, a která tudíž určuje, jaké celkové množství peněz je potřeba pro určitou úroveň nominálních transakcí.¹² Zkráceně lze tento vztah zaznamenat takto:

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Jedná se o rovnost, tedy jasné vyjádření vztahů mezi veličinami. Tato rovnice tedy neukazuje, co je příčinou a co důsledkem. Příčinné vztahy si můžeme pouze odvodit, pokud vezmeme do úvahy další předpoklady týkající se proměnných použitých v této rovnici. Přeměnu kvantitativní rovnice

v kvantitativní teorii umožňují zejména následující dva předpoklady. Zaprvé, lze předpokládat, že výstup v dlouhém období určují reálné faktory, jako například výrobní možnosti společnosti, její požadavky a preference. Zadruhé, předpokládá se, že rychlost oběhu peněz určují v dlouhém období platební zvyklosti, finanční a hospodářské vztahy ovlivňující vypořádání transakcí a úroveň výnosů plynoucích z držby peněz v porovnání s držbou jiných aktiv. Z toho pak vyplývá, že objem nabídky peněz – který je výsledkem rozhodnutí měnových orgánů – souvisí v dlouhém období s úrovní cen. Jinak řečeno, v dlouhém období určují cenovou hladinu přímo změny objemu peněžní zásoby, přičemž ceny se vyvíjejí poměrně podle objemu peněz.

Jedním z důsledků tohoto tvrzení je, že orgán, který určuje nabídku peněz, tedy centrální banka, je v konečném důsledku odpovědný za dlouhodobý trend inflace.

¹² To vychází ze skutečnosti, že na levé straně kvantitativní rovnice máme celkové množství používaných peněz a na pravé straně objem transakcí.

MĚNOVÁ POLITIKA ECB

5.



Tato kapitola podrobně popisuje, jak vznikla Hospodářská a měnová unie, která instituce odpovídá za jednotnou měnovou politiku v eurozóně, jakou úlohu má Eurosystem a jak se snaží plnit své povinnosti.

- 5.1 přináší stručný historický přehled.
- 5.2 se zabývá institucionálním rámcem.
- 5.3 se zaměřuje na strategii měnové politiky ECB.
- 5.4 popisuje operační rámec Eurosystemu.



5.1 Stručný historický přehled

5.2 Institucionální rámec

5.3 Strategie měnové politiky ECB

5.4 Popis operačního rámce Eurosystemu

5.1 STRUČNÝ HISTORICKÝ PŘEHLED

Historie – tři etapy Hospodářské a měnové unie

Myšlenka společného, jednotného a stabilního měnového systému v Evropě není žádnou novinkou (viz rámeček 5.1). Po neúspěšném pokusu začátkem 70. let 20. století přišel rozhodný podnět k integraci v červnu 1988, když Evropská rada opětovně potvrdila záměr postupně dosáhnout hospodářské a měnové unie. Byl zřízen výbor, jehož úlohou bylo posoudit možnosti a navrhnout konkrétní etapy vedoucí k takové unii. Jeho předsedou byl Jacques Delors, tehdejší předseda Evropské komise. Zpráva tohoto výboru (tzv. Delorsova zpráva) předložená v dubnu 1989 navrhovala zavedení Hospodářské a měnové unie (HMU) ve třech samostatných, avšak na sebe navazujících krocích.

První etapa Hospodářské a měnové unie

Po Delorsově zprávě rozhodla Evropská rada v červnu 1989, že první etapa HMU bude zahájena 1. července 1990. Zároveň byly Výboru guvernérů centrálních bank členských států Evropského hospodářského společenství, který od svého vzniku v květnu 1964 hrál stále významnější úlohu v měnové spolupráci, svěřeny další úkoly.

K realizaci druhé a třetí etapy HMU a zavedení potřebné institucionální struktury bylo třeba změnit Smlouvu o založení Evropského společenství (tzv. Římskou smlouvu). Za tímto účelem se v roce 1991 konala mezivládní konference o HMU, která probíhala souběžně s mezivládní konferencí o politické unii. Výbor guvernérů předložil mezivládní konferenci návrh statutu ESCB a ECB. Jednání vyústila ve Smlouvu o Evropské unii. Smlouva pak byla dojednána v prosinci 1991 a 7. února 1992 byla podepsána v Maastrichtu. Vzhledem ke zdlouhavému ratifikačnímu procesu však nabyla účinnosti až 1. listopadu 1993.

RÁMEČEK 5.1 CESTA K EURU

- 1962** Evropská komise předkládá svůj první návrh hospodářské a měnové unie (tzv. Marjolinův plán).
- květen **1964** Vzniká Výbor guvernérů centrálních bank členských zemí Evropského hospodářského společenství (EHS). Jeho úlohou je institucionalizovat spolupráci mezi centrálními bankami zemí EHS.
- 1970** Wernerova zpráva přináší plán na uskutečnění hospodářské a měnové unie ve Společenství do roku 1980.
- duben **1972** Je zaveden systém progresivního zužování flukтуаčních pásem mezi měnami členských států Evropského hospodářského společenství (tzv. had).
- duben **1973** Je zřízen Evropský fond měnové spolupráce (EMCF), který má zajišťovat řádné fungování tzv. hada.
- březen **1979** Vzniká Evropský měnový systém (EMS).
- únor **1986** Je podepsán Jednotný evropský akt.
- červen **1988** Evropská rada pověřuje výbor odborníků pod vedením Jacquesa Delorse (tzv. Delorsův výbor), aby předložil návrh na realizaci HMU.
- květen **1989** Evropské radě je předložena tzv. Delorsova zpráva.
- červen Evropská rada souhlasí s realizací HMU ve třech etapách.
- červenec **1990** Je zahájena první etapa HMU.
- prosinec Je zahájena mezivládní konference pro přípravu druhé a třetí etapy HMU.
- únor **1992** Je podepsána Smlouva o Evropské unii (tzv. Maastrichtská smlouva).
- říjen **1993** Jako sídlo Evropského měnového institutu a ECB je vybrán Frankfurt nad Mohanem a je navržen prezident EMI.
- listopad Smlouva o Evropské unii nabývá účinnosti.
- prosinec Prezidentem EMI, který má vzniknout 1. ledna 1994, je jmenován Alexandre Lamfalussy.
- leden **1994** Je zahájena druhá etapa HMU a vzniká EMI.
- prosinec **1995** Evropská rada na zasedání v Madridu rozhoduje o názvu jednotné měny a určuje scénář jejího zavedení a výměny hotovosti.
- prosinec **1996** EMI předkládá Evropské radě návrhy bankovek.
- červen **1997** Evropská rada schvaluje tzv. Pakt stability a růstu.
- květen **1998** Belgie, Německo, Španělsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Rakousko, Portugalsko a Finsko jsou vyhodnoceny jako země, které splňují podmínky nezbytné pro zavedení eura jako jednotné měny. Jsou jmenováni členové Výkonné rady ECB.
- červen Je zřízena ECB a ESCB.
- říjen ECB vyhláší strategii a operační rámec jednotné měnové politiky, kterou bude provádět od ledna 1999.
- leden **1999** Je zahájena třetí etapa HMU, euro se stává jednotnou měnou eurozóny, jsou neodvolatelně stanoveny přepočítací koeficienty mezi eurem a původními národními měnami zúčastněných členských států, v eurozóně je prováděna jednotná měnová politika.
- leden **2001** Řecko jako dvanáctý člen vstupuje do eurozóny.
- leden **2002** Přejechod na hotovostní euro – zavádějí se eurobankovky a mince a v eurozóně se od konce února 2002 stávají jediným zákonným platidlem.
- květen **2004** Národní centrální banky deseti nových členských států EU se stávají členy ESCB.
- leden **2007** Vstupem Bulharska a Rumunska se zvyšuje celkový počet členských států EU na 27. Obě země se současně stávají členy ESCB. Slovinsko je třináctým členským státem EU, který vstupuje do eurozóny.
- leden **2008** Do eurozóny vstupují Malta a Kypr, a počet jejich členů se tak zvyšuje na 15.

Zdroj: Scheller (2004), s. 16, aktualizováno autorem



V prosinci 1996 byl představen vybraný návrh série eurobankovek.

Druhá etapa HMU – vznik EMI a ECB

Založení Evropského měnového institutu (EMI) 1. ledna 1994 znamenalo zahájení druhé etapy HMU. Se založením EMI zanikl Výbor guvernérů. Přechodná existence EMI byla odrazem stavu měnové integrace uvnitř Společenství: EMI neodpovídal za provádění měnové politiky v Evropské unii (měnová politika zůstala v působnosti národních orgánů) ani neměl pravomoci k provádění devizových intervencí.

Dva hlavní úkoly EMI spočívaly zaprvé v posílení spolupráce a koordinace měnové politiky mezi centrálními bankami a zadruhé v přípravě na založení Evropského systému centrálních bank (ESCB), na provádění jednotné měnové politiky a vytvoření jednotné měny ve třetí etapě.

V prosinci 1995 se Evropská rada na zasedání v Madridu shodla na názvu „euro“ pro evropskou měnovou jednotku, která má být zavedena při zahájení třetí etapy, a potvrdila, že třetí etapa HMU začne 1. ledna 1999. Pro přechod na euro byl předem ohlášen chronologický sled událostí. Tento scénář vycházel především z podrobných návrhů, které připravil EMI. Současně byl EMI pověřen, aby prováděl přípravné práce na budoucích měnových a kurzových vztazích mezi eurozónou a ostatními státy EU. V prosinci 1996 také předložil EMI Evropské radě zprávu, která tvořila základ usnesení Evropské rady o zásadách a hlavních prvcích nového mechanismu směnných kurzů (ERM II), které bylo přijato v červnu 1997.

V prosinci 1996 předložil EMI Evropské radě a následně také veřejnosti vybraný návrh série eurobankovek, které měly být 1. ledna 2002 uvedeny do oběhu.

K doplnění a vysvětlení těch ustanovení Smlouvy, která se týkala HMU, přijala Evropská rada v červnu 1997 tzv. Pakt stability a růstu, který má zajišťovat rozpočtovou kázeň ve vztahu k HMU. Pakt i příslušné závazky byly v květnu 1998 doplněny prohlášením Rady.

Dne 2. května 1998 Rada Evropské unie – ve složení hlav států nebo předsedů vlád – rozhodla, že jedenáct členských států (Belgie, Německo, Španělsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Rakousko, Portugalsko a Finsko) splnilo podmínky nezbytné pro přijetí jednotné měny 1. ledna 1999.

Současně ministři financí členských států, které přijímaly jednotnou měnu, souhlasili společně s guvernéry národních centrálních bank, Evropskou komisí a EMI, že pro stanovení neodvolatelných přepočítacích koeficientů pro euro budou použity centrální parity měn zúčastněných členských států v mechanismu směnných kurzů.

Dne 25. května 1998 jmenovaly vlády 11 zúčastněných členských států prezidenta, viceprezidenta a čtyři další členy Výkonné rady ECB. Jejich jmenování nabylo účinnosti 1. června 1998 a představovalo vznik ECB.

Tím EMI splnil svou úlohu. Podle článku 123 Smlouvy o založení Evropského společenství pak vstoupil do likvidace. Veškeré přípravné práce, jimiž byl EMI pověřen, byly včas dokončeny a ECB se po zbývající část roku věnovala závěrečným zkouškám systémů a postupů.

Třetí etapa HMU, neodvolatelné stanovení směnných kurzů

Neodvolatelným stanovením směnných kurzů měn 11 členských států, které se zpočátku účastnily měnové unie, a prováděním jednotné měnové politiky v působnosti ECB začala 1. ledna 1999 třetí a závěrečná etapa HMU.

Po vstupu Řecka do třetí etapy HMU vzrostl 12. ledna 2001 počet zúčastněných členských států na 12. Tento krok vycházel z rozhodnutí přijatého 19. června 2000, v němž bylo potvrzeno, že Řecko splnilo kritéria konvergence. V lednu 2007 vstoupilo do eurozóny Slovinsko, a počet zúčastněných zemí tak vzrostl na 13. Na základě rozhodnutí Rady EU z 10. července 2007 o zrušení dočasné výjimky Kypru a Malty pro zavedení eura se 1. ledna 2008 i tyto země staly součástí Eurosystemu.

5.2 INSTITUCIONÁLNÍ RÁMEC

Evropský systém centrálních bank

ECB vznikla 1. června 1998, a je tedy jednou z nejmladších centrálních bank na světě. Těží však z důvěryhodnosti a zkušeností všech národních centrálních bank, které společně s ECB provádějí měnovou politiku eurozóny.

Právní základ ECB a Evropského systému centrálních bank (ESCB) je dán Smlouvou o založení Evropského společenství. Podle ní se ESCB skládá z ECB a národních centrálních bank všech členských států EU (od 1. ledna 2007 jich je 27). Statut ESCB a ECB je připojen ke Smlouvě jako protokol.

Pověření ESCB

Podle Smlouvy je „prvořadým cílem ESCB udržovat cenovou stabilitu“ a dále, „aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky ve Společenství se záměrem přispět k dosažení cílů Společenství, jak jsou vymezeny v článku 2“. Článek 2 Smlouvy uvádí jako cíle Společenství mimo jiné „vysokou úroveň zaměstnanosti (...), trvale udržitelný a neinflační růst, vysoký stupeň konkurenceschopnosti a konvergenci ekonomické výkonnosti“. Smlouva tak určuje jasnou hierarchii cílů a přikládá nadřazený význam cenové stabilitě. Zaměřením měnové politiky ECB na tento prvořadý cíl Smlouva jednoznačně ukazuje, že zajištění cenové stability je nejvýznamnějším prvkem, kterým může měnová politika přispět k dosažení příznivého hospodářského prostředí a vysoké míry zaměstnanosti.



Eurosystém

Eurosystém tvoří 15 národních centrálních bank eurozóny společně s ECB. Název Eurosystém vybrala Rada guvernérů pro pojmenování systému, jehož prostřednictvím Evropský systém centrálních bank (ESCB) plní své úkoly v eurozóně. Dokud existují členské státy EU, které dosud nezavedly euro, je třeba rozlišovat mezi Eurosystémem a ESCB. Národní centrální banky 12 členských států EU, které euro v roce 2008 nezavedly, se neúčastní rozhodování o jednotné měnové politice eurozóny, ponechávají

si své národní měny a nadále provádějí svou vlastní měnovou politiku. Kterákoli země EU může zavést euro později, ale jen pokud splní kritéria konvergence (podrobnější popis je uveden v rámečku níže). Tak tomu bylo v případě Slovinska, které euro zavedlo 1. ledna 2007.

RÁMEČEK 5.2 KRITEŘIA KONVERGENCE

Podmínky pro zavedení eura jsou stanoveny v článku 121 Smlouvy a v Protokolu o kritériích konvergence, který je ke Smlouvě připojen a který na kritéria konvergence uvedená v článku 121 odkazuje. K posouzení, zda členský stát dosáhl vysokého stupně udržitelné konvergence, se používají čtyři kritéria: cenová stabilita, udržitelnost veřejných financí, kurzová stabilita a dlouhodobé úrokové sazby.

První odrážka článku 121 odst. 1 Smlouvy požaduje „dosažení vysokého stupně cenové stability patrného z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“. Článek 1 Protokolu dále stanoví, že „kritérium cenové stability (...) znamená, že členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedením šetření, jež nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové

stability dosáhly nejlepších výsledků. Inflace se měří pomocí indexu spotřebitelských cen na srovnatelném základě s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech.“

Ve druhé odrážce článku 121 odst. 1 Smlouvy se požaduje „dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí“, který bude „patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevykazujících nadměrný schodek ve smyslu čl. 104 odst. 6“. Článek 2 Protokolu dále stanoví, že toto kritérium „znamená, že v době šetření se na členský stát nevztahuje rozhodnutí Rady podle čl. 104 odst. 6 této Smlouvy o existenci nadměrného schodku“. Podle článku 104 odst. 1 Smlouvy se členské státy „vyvarují nadměrných schodků veřejných financí“. Komise zkoumá dodržování rozpočtové disciplíny zejména na základě těchto kritérií:

„a) zda poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu nepřekračuje doporučovanou hodnotu (definovanou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 3 % HDP), ledaže by:

- buď poměr podstatně a nepřetržitě klesal a dosáhl úrovně, která se blíží doporučené hodnotě,
- nebo by překročení doporučené hodnoty bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstával blízko k doporučené hodnotě,

b) zda poměr veřejného zadlužení k hrubému domácímu produktu nepřekračuje doporučenou hodnotu (definovanou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 60 % HDP), ledaže se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k doporučené hodnotě.“

Ve třetí odrážce článku 121 odst. 1 Smlouvy se požaduje „dodržování normálního flukтуаčního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvaci vůči měně jiného členského státu“. Článek 3 Protokolu dále stanoví, že „kritérium účasti v mechanismu směnných kurzů Evropského měnového systému (...) znamená, že členský stát alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením dodržoval flukтуаční rozpětí stanovené mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, aniž by byl směnný kurz vystaven silným tlakům. Zejména pak nesměl členský stát v tomto období z vlastního podnětu devalvovat dvoustranný střední kurz své měny vůči měně kteréhokoli jiného členského státu.“

Ve čtvrté odrážce článku 121 odst. 1 Smlouvy se požaduje „stálost konvergence dosažené členským státem a jeho účasti v mechanismu směnných kurzů Evropského měnového

systému, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb“. V článku 4 Protokolu se dále uvádí, že „kritérium konvergence úrokových sazeb (...) znamená, že v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2 procentní body úrokovou sazbu nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků. Úrokové sazby se zjišťují na základě dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů, s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmu v jednotlivých členských státech.“

Kromě těchto ekonomických požadavků stanoví kritéria konvergence také požadavek právní konvergence, které má zajistit, aby vnitrostátní legislativa, včetně statutů národních centrálních bank, byla slučitelná se Smlouvou i se statutem ESCB a ECB. Smlouva ukládá ECB a Komisi povinnost podávat Radě Evropské unie alespoň jedenkrát během dvou let nebo na žádost členského státu, na který se vztahuje výjimka, zprávu o pokroku dosaženém členskými státy při plnění konvergenčních kritérií. Podle konvergenčních zpráv předkládaných samostatně ECB a Komisí a na základě návrhu Komise může Rada, zasedající na úrovni hlav států nebo předsedů vlád, po poradě s Evropským parlamentem rozhodnout, zda členský stát kritéria splňuje, a umožnit mu vstup do eurozóny. Od začátku třetí etapy vydala ECB konvergenční zprávy v letech 2000, 2002, 2004, 2006 a 2007.

...a jeho hlavní úkoly...

Eurosystem plní tyto základní úkoly:

- vymezuje a provádí měnovou politiku eurozóny,
- provádí devizové operace a drží a spravuje oficiální devizové rezervy států eurozóny,
- podporuje plynulé fungování platebních systémů.

V rámci dalších úkolů pak:

- povoluje vydávání bankovek v eurozóně,
- poskytuje stanoviska a plní poradní funkci k návrhům legislativy Společenství a k návrhům vnitrostátních právních předpisů,
- shromažďuje nezbytné statistické údaje od vnitrostátních orgánů nebo přímo od hospodářských subjektů, např. finančních institucí,
- přispívá k řádné činnosti, kterou provádějí příslušné orgány v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi a stabilitou finančního systému.

Rada guvernérů

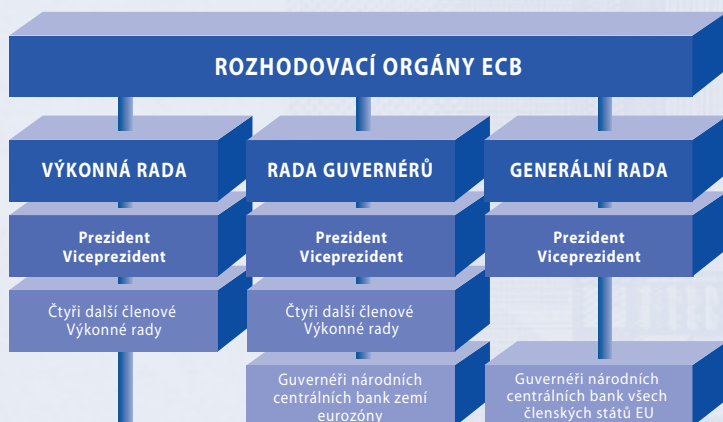
Nejvyšším rozhodovacím orgánem ECB je Rada guvernérů. Skládá se ze šesti členů Výkonné rady a z guvernérů národních centrálních bank eurozóny (15 v roce 2008). Radě guvernérů i Výkonné radě předsedá prezident ECB (viz také schéma níže).

Prvořadým úkolem Rady guvernérů je určovat měnovou politiku eurozóny. Konkrétně je Rada guvernérů oprávněna stanovovat úrokové sazby, za něž mohou úvěrové instituce získávat likviditu (peníze) od Eurosystemu. Rada guvernérů tak nepřímo ovlivňuje úrokové sazby v hospodářství celé eurozóny, včetně sazeb, které úvěrové instituce účtují svým zákazníkům za úvěry, i těch, kterými jsou úročeny vklady spořitelů. V rámci plnění svých povinností Rada guvernérů formálně přijímá obecné zásady a rozhodnutí.

Výkonná rada

Výkonná rada ECB se skládá z prezidenta, viceprezidenta a dalších čtyř členů. Všichni jsou jmenováni vzájemnou dohodou hlav států nebo předsedů vlád zemí, které tvoří eurozónu. Výkonná rada odpovídá za provádění měnové politiky, kterou určuje Rada guvernérů, a za tímto účelem vydává nezbytné pokyny národním centrálním bankám. Rovněž připravuje zasedání Rady guvernérů a řídí běžnou činnost ECB.

SCHÉMA: ROZHODOVACÍ ORGÁNY ECB



Zdroj: European Central Bank. The monetary policy of the ECB. 2004, s. 10

POLITIKA ECB

Generální rada

Třetím rozhodovacím orgánem ECB je Generální rada. Skládá se z prezidenta a viceprezidenta ECB a z guvernérů všech 27 národních centrálních bank členských států EU. Generální rada neodpovídá za měnová rozhodnutí v eurozóně. Podílí se na koordinaci měnové politiky členských států, které zatím nezavedly euro, a na přípravě případného rozšiřování eurozóny.

Nezávislost

Existuje několik dobrých důvodů, proč svěřit udržování cenové stability nezávislé centrální bance, která nepodléhá případným politickým tlakům. Podle ustanovení Smlouvy o založení Evropského společenství je Eurosystem při plnění svých úkolů zcela nezávislý: ECB, národní centrální banky Eurosystemu ani žádný člen jejich rozhodovacích orgánů nesmí vyžadovat ani přijímat pokyny od jakéhokoli jiného subjektu. Instrukce a orgány Společenství i vlády členských států jsou povinny tuto zásadu dodržovat a nesmí se snažit ovlivňovat členy rozhodovacích orgánů ECB nebo národních centrálních bank. Eurosystem ani není oprávněn poskytovat úvěry orgánům Společenství nebo orgánům státní správy v jednotlivých zemích. Toto opatření jej dále chrání před politickým tlakem. Eurosystem má veškeré nástroje a kompetence, které potřebuje k provádění účinné měnové politiky. Funkční období členů rozhodovacích orgánů ECB je dlouhé a členy lze z funkce odvolat pouze z důvodů závažného pochybení nebo nezpůsobilosti funkci vykonávat. ECB má vlastní rozpočet, který je nezávislý na rozpočtu Společenství. Tím je správa ECB oddělena od finančních zájmů Společenství.

Základní kapitál ECB

Základní kapitál ECB nepochází od Evropského společenství, ale byl upsán a splacen národními centrálními bankami. Částka upsovaná jednotlivými národními centrálními bankami vychází z podílu příslušného členského státu na hrubém domácím produktu Evropské unie a z počtu obyvatel.

5.3 STRATEGIE MĚNOVÉ POLITIKY ECB

OBEČNÉ ZÁSADY

Pověření a úloha měnové politiky

Jak již bylo uvedeno, Smlouva o založení Evropského společenství určuje udržování cenové stability v eurozóně jako prvořadý cíl Eurosystemu. Ve Smlouvě se výslovně stanoví, že „prvořadým cílem ESCB je udržovat cenovou stabilitu“.

Úkoly, které ECB plní, lze charakterizovat takto: Rada guvernérů ECB je povinna ovlivňovat podmínky na peněžním trhu, a tedy úroveň krátkodobých úrokových sazeb, aby ve střednědobém výhledu zajistila udržení cenové stability. Některé hlavní zásady úspěšné měnové politiky jsou vysvětleny níže.

Měnová politika by měla pevně zakotvovat inflační očekávání...

Zprvce, měnová politika je podstatně účinnější, pokud pevně zakotvuje inflační očekávání (viz také část 3.3). V tomto směru by měly centrální banky stanovit a vypracovat své cíle, systematicky uplatňovat metody pro provádění měnové politiky a také otevřeně a jasně komunikovat. To jsou základní prostředky k dosažení vysoké míry důvěryhodnosti, která je nezbytným předpokladem k tomu, aby bylo možné působit na očekávání hospodářských subjektů.





Měnová politika se musí zabývat budoucím vývojem...

...zabývat se budoucím vývojem...

Zadruhé, vzhledem ke zpoždění v transmisním procesu (viz část 4.3) se změny v měnové politice promítají do cenové hladiny až po několika čtvrtletích nebo letech. To znamená, že centrální banky potřebují vědět, jaká orientace měnové politiky je nutná, aby byla udržena cenová stabilita v budoucnu, jakmile zpoždění v transmisi odezní. V tomto smyslu se musí měnová politika zabývat budoucím vývojem.

...zaměřovat se na střednědobý výhled...

Zpoždění v transmisi neumožňuje, aby měnová politika vyrovnávala neočekávané cenové šoky (způsobené např. změnami světových cen komodit nebo nepřímých daní) vzniklé v krátkodobém horizontu, a určité krátkodobé volatilitě míry inflace se tedy nelze vyhnout (viz také část 4.4). Navíc vzhledem ke složitosti transmise měnové politiky existuje vždy vysoká míra nejistoty, která souvisí s vlivem hospodářských šoků a měnové politiky. Z těchto důvodů by se měla měnová politika zaměřovat na střednědobý horizont, aby nedocházelo k přílišnému zasahování do reálné ekonomiky a k vytváření zbytečné volatility v ní.

...a vycházet z mnoha faktorů

ECB se musí podobně jako kterákoli jiná centrální banka vypořádat mimo jiné se značnou nejistotou spojenou se spolehlivostí hospodářských ukazatelů, strukturou hospodářství eurozóny a s transmisním mechanismem měnové politiky. Úspěšná měnová politika musí tedy vycházet z mnoha faktorů a zohledňovat všechny důležité informace, aby mohla porozumět vlivům působícím na hospodářský vývoj, a nemůže se tedy spoléhat pouze na malý soubor ukazatelů nebo jeden ekonomický model.

Úloha strategie: celkový rámec pro měnová rozhodnutí

Rada guvernérů ECB přijala a zveřejnila strategii měnové politiky, aby zajistila konzistentní a systematické pojetí měnových rozhodnutí. Tato strategie měnové politiky vychází z výše uvedených obecných zásad, aby centrální bance umožnila plnit její úkoly, a vytváří celkový rámec, v němž lze přijímat rozhodnutí o odpovídající úrovni krátkodobých úrokových sazeb a sdělovat je veřejnosti.

Hlavní prvky strategie měnové politiky ECB

Prvním prvkem strategie měnové politiky ECB je kvantitativní definice cenové stability. Strategie také vytváří rámec, který Radě guvernérů umožňuje vyhodnocovat veškeré důležité informace a analýzy potřebné pro měnová rozhodnutí, tak aby byla ve střednědobém výhledu udržena cenová stabilita. Tyto prvky jsou podrobněji popsány ve zbývajících částech této kapitoly.

POLITIKA ECB

KVANTITATIVNÍ DEFINICE CENOVÉ STABILITY

Prvořadý cíl

Prvořadým cílem Eurosystemu je udržovat cenovou stabilitu v eurozóně, a chránit tak kupní sílu eura. Jak již bylo uvedeno výše, zajištění stabilních cen je nejvýznamnějším prvkem, jakým může měnová politika přispět k vytvoření příznivého hospodářského prostředí a dosažení vysoké míry zaměstnanosti. Inflace i deflace může být z hospodářského i sociálního hlediska pro společnost velmi nákladná (viz část 3.3). Aniž je dotčen tento prvořadý cíl cenové stability, podporuje Eurosystem také obecné hospodářské politiky v Evropském společenství a jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství, jak stanoví Smlouva o založení Evropského společenství.

ECB definovala cenovou stabilitu kvantitativně

Smlouva sice jasně stanovuje udržování cenové stability jako prvořadý cíl ECB, ale neuvádí její přesnou definici. Pro přesnější vymezení tohoto cíle vyhlásila Rada guvernérů v roce 1998 tuto kvantitativní definici: „cenová stabilita se definuje jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. Cenová stabilita má být zachována ve střednědobém horizontu.“ V roce 2003 Rada guvernérů dále upřesnila, že v rámci této definice hodlá udržet míru inflace pod 2 %, avšak že se „bude úrovni 2 % ve střednědobém horizontu přibližovat“.

Tato definice zakotvuje inflační očekávání a zároveň je dokladem transparentnosti a odpovědnosti ECB

Rada guvernérů se pro zveřejnění kvantitativní definice cenové stability rozhodla z několika důvodů. Zaprvé, tím, že Rada guvernérů pomocí této definice vysvětluje, jak si vykládá úkol, který jí byl svěřen Smlouvou, usnadňuje pochopení rámce měnové politiky (měnová politika je tak transparentnější). Zadruhé, definice cenové stability je jednoznačným kritériem, podle něhož může veřejnost poměřovat, nakolik ECB plní své úkoly. Pokud by se cenový vývoj odchyloval od definice cenové stability, ECB by musela tuto odchylku vysvětlit a sdělit, jak hodlá v přijatelné době opět dosáhnout cenové stability. Definice také poskytuje veřejnosti vodítko, aby si mohla vytvořit vlastní představu o budoucím cenovém vývoji (viz také rámeček 3.2).



Definice cenové stability poskytuje veřejnosti vodítko, aby si mohla vytvořit vlastní představu o budoucím cenovém vývoji.

Parametry definice: zaměření na eurozónu jako celek

Definice cenové stability obsahuje řadu výrazných rysů. ECB má mandát, který se vztahuje na celou eurozónu. Rozhodnutí týkající se jednotné měnové politiky tedy usilují o dosažení cenové stability v eurozóně jako celku. Toto zaměření na eurozónu jako celek přirozeně vyplývá ze skutečnosti, že v měnové unii může měnová politika určovat pouze průměrnou hladinu úrokových sazeb na peněžním trhu v této oblasti, nemůže tedy stanovovat rozdílné úrokové sazby pro různé oblasti v eurozóně.

Harmonizovaný index spotřebitelských cen

Definice cenové stability rovněž určuje specifický cenový index – pro eurozónu je to HICP – který se používá pro hodnocení, zda bylo dosaženo cenové stability. Používání široce založeného cenového indexu zajišťuje transparentnost závazku ECB poskytovat plnou a účinnou ochranu proti ztrátě kupní síly peněz (viz také část 3.2).

HICP, který zveřejňuje Eurostat (statistický úřad Evropské unie), je základním měřítkem cenového vývoje v eurozóně. Tento index byl harmonizován ve všech zemích eurozóny, aby bylo možné cenový vývoj poměřovat na srovnatelném základě. HICP je index, který s průběhem času umožňuje nejpřesněji odhadnout změny v ceně reprezentativního koše výdajů spotřebitelů v eurozóně (viz rámeček 5.3).

RÁMEČEK 5.3 VÝPOČET HICP A JEHO CHARAKTERISTIKA

Koncepční práce spojené se sestavením HICP pro eurozónu provádí Evropská komise (Eurostat) ve spolupráci se statistickými úřady v jednotlivých zemích. Evropská centrální banka a její předchůdce EMI jako hlavní uživatelé HICP se na této činnosti významně podílejí. Údaje HICP zveřejňované Eurostatem jsou k dispozici od ledna 1995.

Podle vah přiřazených k výdajům spotřebitelů a použitých pro rok 2006 představuje zboží 59,2 % a služby 40,8 % HICP (viz tabulka níže). Členění celkového HICP na jednotlivé složky usnadňuje pohled na řadu ekonomických veličin, které ovlivňují vývoj spotřebitelských cen. Například vývoj cen ve složce energií je úzce spojen s pohybem cen ropy. Ceny potravin jsou rozděleny na zpracované a nezpracované potraviny, neboť

ceny nezpracovaných potravin jsou výrazně ovlivňovány např. počasím a sezónním vývojem, zatímco tyto faktory mají menší vliv na ceny zpracovaných potravin. Ceny služeb jsou dále rozděleny do pěti složek, které z důvodu různých podmínek na trhu ukazují charakteristické rozdíly v jejich vývoji.

V důsledku harmonizace a statistického zdokonalení HICP, které se soustřeďuje na zlepšení jeho přesnosti, spolehlivosti a zkrácení lhůt, se HICP stal vysoce kvalitním cenovým indexem, který splňuje mezinárodní standardy a je obecně srovnatelným ukazatelem v jednotlivých zemích. V řadě oblastí se však dále pracuje na jeho vylepšení.



Důvody pro nasměrování míry inflace na úroveň pod 2 %, avšak blízko této úrovni

Použitím spojení „růst HICP o méně než 2 %“ definice jasně ukazuje, že míra inflace nad 2 % i deflace (tj. pokles cenové hladiny) jsou neslučitelné s cenovou stabilitou. V tomto ohledu výslovně vyjádření ECB, že bude usilovat o udržení míry inflace pod 2 %, avšak blízko této úrovni, ukazuje odhodlání vytvořit dostatečnou rezervu, aby nevznikalo nebezpečí deflace (viz část 3.1 a také rámeček níže).

RÁMEČEK 5.4 OCHRANNÉ PÁSMO PROTI DEFLACI

Definice „růst HICP o méně než 2 %, avšak blízko této úrovni“ vytváří ochranné pásmo proti deflaci.

I když deflace představuje pro hospodářství podobné náklady jako inflace, je velmi důležité, aby k deflaci nedocházelo, neboť jakmile jednou nastane, může se stát velmi odolnou. Nominální úrokové sazby totiž nemohou klesnout pod nulu, protože jinak by nebyl nikdo ochoten půjčovat peníze, pokud by po určité době dostal zpět méně, než půjčil. V deflačním prostředí nemusí být tedy měnová politika schopna dostatečně stimulovat agregátní poptávku používáním svého úrokového nástroje. Jakýkoli pokus snížit nominální úrokové sazby pod nulu by byl neúspěšný, protože veřejnost by peníze raději držela, než aby je půjčovala nebo ukládala za

TABULKA: VÁHY HLAVNÍCH SLOŽEK HICP V EUROZÓNĚ PRO ROK 2006

Celkový index	100,0
Ceny zboží	59,1*
Nezpracované potraviny	7,6
Zpracované potraviny	11,9
Neenergetické průmyslové zboží	29,8
Energie	9,8
Služby	40,9
Služby související s bydlením	10,0
Doprava	6,1
Spoje	3,3
Rekreace a osobní služby	14,7
Ostatní	6,8

* Z důvodu zaokrouhlování nemusí součty jednotlivých položek odpovídat součtům uvedeným v tabulce.

Zdroj: Eurostat

záporný úrok. Některá měnová opatření lze sice provádět v i době, kdy jsou nominální úrokové sazby na nule, ale jejich účinnost není zcela jistá. Je tedy proto vhodné, aby měnová politika disponovala ochranným pásmem proti deflaci.

Snaha o zajištění „růstu HICP o méně než 2 %, avšak blízko této úrovni“ rovněž zohledňuje možnou chybu v měření HICP a potenciální vliv inflačních diferencíálů v eurozóně.

Střednědobá orientace

V neposlední řadě je základním rysem měnové politiky ECB její snaha o udržení cenové stability ve střednědobém horizontu. Jak již bylo uvedeno výše, tento přístup vyjadřuje shodu, že měnová politika nemůže provádět jemné doladování cenového vývoje nebo inflace v krátkodobém horizontu několika týdnů nebo měsíců, a tudíž by

se o něj ani neměla snažit (viz také část 4.4). Změny v měnové politice ovlivňují ceny pouze se zpožděním a rozsah jejich vlivu nelze přesně stanovit. To znamená, že měnová politika nemůže vyrovnávat veškerá nepředvídaná narušení cenové hladiny. Určitá krátkodobá volatilita inflace je tedy nevyhnutelná.

RÁMEČEK 5.5 STŘEDNĚDOBÁ ORIENTACE MĚNOVÉ POLITIKY ECB

Každé hospodářství je neustále vystaveno velmi nepředvídatelným šokům, které ovlivňují také cenový vývoj. Měnová politika navíc může cenový vývoj ovlivňovat jen se značným zpožděním, které je proměnlivé, a podobně jako většina ekonomických vztahů, velmi špatně odhadnutelné. Za této situace nemůže žádná centrální banka udržovat míru inflace stále na konkrétní cílové hodnotě, ani ji ve velmi krátké době opět na požadovanou hodnotu snížit. Měnová politika musí tedy působit s výhledem do budoucna a cenovou stabilitu může udržet pouze v delším časovém úseku. Tento způsob uvažování je jádrem střednědobé orientace měnové politiky ECB.

Koncepce střednědobé orientace v sobě záměrně obsahuje určitou pružnost ve vztahu k přesnému časovému rámci a odráží skutečnost, že pro provádění měnové politiky není vhodné si jej

předem stanovit, neboť transmisní mechanismus pokrývá proměnlivý a nejistý časový úsek. Příliš razantní měnová reakce, jejímž cílem je obnovení cenové stability ve velmi krátkém časovém úseku, může za těchto okolností vytvářet nebezpečí vzniku značných nákladů, pokud jde o volatilitu produkce a míry zaměstnanosti, a v delším období může také ovlivnit vývoj cen. V těchto případech panuje obecná shoda, že reakce měnové politiky by měla být postupná, aby zabránila zbytečně vysoké volatilitě v reálné hospodářské aktivitě a v dlouhodobějším výhledu udržovala cenovou stabilitu. Střednědobá orientace tedy umožňuje ECB vhodným způsobem reagovat na různé hospodářské šoky, které by mohly vzniknout. Současně by však mělo být zřejmé, že zpětně může nést ECB odpovědnost pouze za inflační trendy.

POLITIKA ECB

DVA PILÍŘE STRATEGIE MĚNOVÉ POLITIKY ECB

Dvoupilířový rámec je prostředkem k uspořádání informací,...

Přístup ECB k uspořádání, vyhodnocení a porovnávání informací, které jsou důležité pro hodnocení rizik pro cenovou stabilitu, vychází ze dvou analytických hledisek – dvou tzv. pilířů.

...je založený na dvou analytických pohledech,...

Ve strategii ECB jsou měnová rozhodnutí založena na komplexní analýze rizik ohrožujících cenovou stabilitu. Tato analýza je uspořádána podle dvou navzájem se doplňujících pohledů na posouzení cenového vývoje. První hledisko se zabývá hodnocením krátkodobých až střednědobých faktorů cenového vývoje, se zaměřením na reálnou aktivitu a finanční podmínky v ekonomice. Bere v úvahu skutečnost, že cenový vývoj je v uvedených časových horizontech ovlivňován z velké míry vztahem nabídky a poptávky na trzích zboží, služeb a výrobních faktorů (viz také část 4.4). ECB pro tuto část používá označení hospodářská analýza. Druhé hledisko, tzv. měnová analýza, se zaměřuje na dlouhodobější výhled a zkoumá dlouhodobý vztah mezi penězi a cenami (viz také část 4.5). Měnová analýza poskytuje střednědobou až dlouhodobou perspektivu, pomocí které lze ověřit krátkodobé až střednědobé ukazatele pro měnovou politiku, které pocházejí z hospodářské analýzy.

...které pomáhají zajistit, aby nedošlo ke ztrátě důležitých informací.

Smyslem dvoupilířového přístupu je zajistit, aby byly při hodnocení rizik pro cenovou stabilitu využity všechny relevantní údaje a aby byla dostatečná pozornost věnována odlišným pohledům na problematiku a porovnávání různých údajů. Tento systém veřejně ukazuje, že ECB používá různé druhy analýz, a zajišťuje, aby její rozhodování bylo spolehlivé a vycházelo z různých analytických pohledů.

HOSPODÁŘSKÁ ANALÝZA

Analýza krátkodobých až střednědobých rizik pro měnovou stabilitu...

V rámci hospodářské analýzy se především hodnotí aktuální ekonomický a finanční vývoj a z něj vyplývající krátkodobá až střednědobá rizika pro cenovou stabilitu. Mezi ekonomické a finanční proměnné, které se při této analýze využívají, patří například vývoj celkové produkce, agregátní poptávky a jejích složek, fiskální politiky, podmínek na trzích práce a kapitálu, celé řady cenových a nákladových ukazatelů, a dále vývoj směnných kurzů, světové ekonomiky a platební bilance, situace na finančních trzích a rozvahové pozice jednotlivých sektorů v eurozóně. Všechny tyto faktory přispívají k hodnocení reálné hospodářské aktivity a k odhadu pravděpodobného vývoje cen podle vzájemného působení nabídky a poptávky na trzích zboží, služeb a výrobních faktorů v kratším období (viz také část 4.4).



Cenový vývoj je výrazně ovlivňován vztahem nabídky a poptávky na trzích zboží, služeb a výrobních faktorů.

RÁMEČEK 5.6 REÁLNÉ EKONOMICKÉ A FINANČNÍ UKAZATELE

V rámci hospodářské analýzy se ECB především snaží vyhodnotit aktuální ekonomický a finanční vývoj a z něj vyplývající krátkodobá až střednědobá rizika pro cenovou stabilitu.

Pokud jde o analýzu reálných ekonomických ukazatelů, ECB pravidelně vyhodnocuje vývoj celkového produktu, poptávky a podmínek na trhu práce, zkoumá řadu cenových a nákladových ukazatelů, fiskální politiku a platební bilanci eurozóny.

Zprv, změny ve výrobních nákladech se mohou promítnout také do vývoje spotřebitelských cen, a proto se v případě vývoje cen a nákladů kromě HICP a jeho složek vyhodnocuje také vývoj cen v průmyslu, zaznamenaný pomocí cen výrobců. Pracovní náklady, které jsou součástí výrobních nákladů, mohou také mít výrazný vliv na tvorbu cen. Mimo to poskytuje statistika pracovních nákladů údaje o konkurenceschopnosti ekonomiky eurozóny.

Zadruhé, ukazatele výstupu a poptávky (národní účty, krátkodobé statistické údaje za průmysl a služby, údaje o objednávkách a výsledky kvalitativních průzkumů) jsou zdrojem informací o tom, v jaké fázi hospodářského cyklu se ekonomika nachází. Tyto údaje jsou důležité pro analýzu perspektivy cenového vývoje. Údaje o trhu práce (o zaměstnanosti, nezaměstnanosti, volných pracovních místech a participaci na trhu práce) jsou také důležité, jelikož umožňují sledování konjunkturálního vývoje a vyhodnocování strukturálních změn ve fungování ekonomiky eurozóny. Podstatnou část hospodářské aktivity navíc vytváří vládní sektor. Informace o finančních

i nefinančních účtech vládního sektoru jsou proto také velice důležité.

Zatřetí, statistika platební bilance přináší společně se statistikou zahraničního obchodu údaje o vývoji vývozu a dovozu, které mohou ovlivnit poptávku, a tudíž se promítnout do inflačních tlaků. Tyto údaje také umožňují sledování cen v zahraničním obchodu – jejich vývoj je v současnosti odhadován pomocí indexů jednotkových cen vývozu a dovozu. Tyto indexy především pomáhají vyhodnotit případné dopady změn devizových kurzů a cen komodit (např. ropy) na dovozní ceny. Stručně řečeno, tyto ukazatele jsou užitečné pro vyhodnocování změn agregátní poptávky, agregátní nabídky a úrovně využití zdrojů.

Pečlivě se sledují také ukazatele vývoje na finančních trzích a ceny aktiv. Změny cen aktiv mohou prostřednictvím důchodového a majetkového efektu ovlivnit vývoj cen. Například v situaci, kdy rostou ceny akcií, se zvyšuje hodnota majetku lidí, kteří akcie drží, a ti se pak mohou rozhodnout, že zvýší svou spotřebu. V důsledku toho vzroste spotřebitelská poptávka, což může vyvolat zvýšení domácích inflačních tlaků. Naopak v situaci, kdy ceny akcií klesají, se lidé mohou rozhodnout, že svou spotřebu omezí. Ceny aktiv ale také mohou ovlivňovat agregátní poptávku prostřednictvím hodnoty zajištění, které dlužníkům umožňuje získat větší objem úvěrů nebo snížit rizikové prémie, které si účtují banky – věřitelé. Na rozhodnutí o úvěrech má často velký vliv hodnota nabízené záruky. Pokud hodnota takovéto záruky klesá, roste cena úvěrů nebo se zpříšňují podmínky pro jejich poskytování, a tudíž klesá objem nákupů a s ním i poptávka.

Z analýzy cen aktiv a finanční výnosnosti lze také odvodit informace o očekávání finančních trhů, včetně očekávání týkajících se budoucího vývoje cen. Při nákupu a prodeji dluhopisů subjekty na finančním trhu vlastně mimoděk ukazují, jaká jsou jejich očekávání ohledně budoucího vývoje reálných úrokových sazeb a inflace (viz také rámeček 3.2). ECB může pomocí řady metod vyhodnocovat ceny na finančních trzích a odvozovat z nich tržní očekávání ohledně budoucího vývoje. Trhy aktiv, a tudíž i ceny aktiv, jsou ze své podstaty orientované na budoucí vývoj. Změny cen aktiv jsou tedy do velké míry odrazem novinek, neboli informací o novém vývoji, který finanční trhy neočekávaly. Sledování cen aktiv by tedy mohlo upozornit na šoky, které ekonomiku právě zasahují, zejména pak na šokové změny očekávání budoucího

vývoje. Při analýze finančních trhů lze také vyhodnotit statistické údaje o cenách finančních aktiv pocházející z různých zdrojů. ECB nepoužívá pouze statistické údaje z cizích zdrojů, některé si zajišťuje sama.

Pečlivě se také sleduje vývoj devizových kurzů a jejich vliv na cenovou stabilitu. Pohyby devizových kurzů vzhledem ke svému vlivu na dovozní ceny přímo ovlivňují cenový vývoj. Přestože v porovnání se svými jednotlivými členskými zeměmi je eurozóna jako celek poměrně uzavřenou ekonomikou, dovozní ceny mají vliv na vývoj spotřebních cen a cen výrobců. Změny devizového kurzu mohou také změnit cenovou konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničních trzích, a mají tak vliv na poptávku a případně tedy i na perspektivu vývoje cen.

...pomáhá odhalit podobu šoků...

V hospodářské analýze se velká pozornost věnuje odhalování příčin a podoby šokových změn, které ekonomiku zasahují. Zkoumá se jejich vliv na vývoj nákladů a tvorbu cen a krátkodobý až střednědobý výhled jejich případného rozšíření v ekonomice. Například vhodná reakce měnové politiky na růst inflace způsobený krátkodobým zvýšením světových cen ropy se může lišit od vhodné reakce na zvýšení inflace, ke kterému dojde v důsledku nárůstu ceny práce, když mzdy rostou rychleji než produktivita. Výsledkem první situace může být krátkodobé a přechodné zvýšení inflace, které se může rychle zkorigovat. Tento šokový vývoj sám o sobě nevede ke zvýšení inflačních očekávání, a pro cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu tak může představovat jen malé riziko. V případě nepřiměřeného růstu

mezd však hrozí, že vznikne roztáčející se spirála neustálé nutnosti zvyšovat náklady, ceny i mzdy. K zamezení vzniku takovéto spirály může být nejhodnější reakcí výrazný měnověpolitický zásah, který potvrdí odhodlání centrální banky udržet cenovou stabilitu, a tím přispěje ke stabilizaci inflačních očekávání.

Pro přijímání vhodných rozhodnutí potřebuje Rada guvernérů dobře a dopodrobna vědět, jaká situace v ekonomice panuje, a musí znát konkrétní podobu a rozsah všech ekonomických poruch, které jsou hrozbou pro cenovou stabilitu.

...a obsahuje makroekonomické projekce

V rámci hospodářské analýzy hrají důležitou roli makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu. Účelem těchto projekcí je pomoci utřídit a vyhodnotit velké množství ekonomických údajů a zajistit konzistentnost u údajů z různých zdrojů. V tomto ohledu jsou klíčové pro jasnější vyhodnocování perspektivy hospodářského vývoje a krátkodobých až střednědobých výkyvů inflace od dlouhodobého trendu.

Přestože makroekonomické projekce plní užitečnou roli, mají své nedostatky. Zaprvé, konečné projekce do velké míry závisí na výchozím koncepčním rámci a na použité metodice. Každý takovýto rámec je vždy jen zjednodušením reality a v některých případech nemusí zahrnovat faktory, které jsou pro měnovou politiku významné. Zadruhé, ekonomické projekce mohou poskytnout pouze souhrnný popis ekonomiky a neobsahují tedy všechny významné informace. Například důležité informace, které jsou obsažené v peněžních agregátech, nelze snadno zahrnout do rámce projekcí. Některé údaje se také mohou změnit poté, kdy jsou projekce dokončeny. Zatřetí, do projekcí se nevyhnutelně promítají názory odborníků, i když často mohou existovat dobré důvody, proč s těmito názory nesouhlasit. Začtvrté, projekce vždy vycházejí z konkrétních předpokladů – například ohledně cen ropy nebo směnných kurzů. U těchto veličin však může rychle dojít ke změnám, v jejichž důsledku pak už projekce nejsou aktuální.

Proto lze konstatovat, že makroekonomické projekce hrají důležitou roli ve strategii měnové politiky ECB, nejsou však jediným a všezahrnujícím zdrojem informací. Rada guvernérů je v rámci dvoupilířové strategie vyhodnocuje společně s dalšími informacemi a s jinými druhy analýz. Vedle projekcí se tak používají například měnová analýza a analýza finančních cen, jednotlivé ukazatele a prognózy jiných institucí. Rada guvernérů není za projekce odpovědná, ani je nepoužívá jako jediný nástroj při rozhodování a poskytování informací o svých rozhodnutích.

RÁMEČEK 5.7 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU

Zmíněný dokument se označuje slovem projekce, aby se zdůraznilo, že se při jeho sestavování vychází ze základních metodických předpokladů. Zejména se od června 2006 vychází z metodického předpokladu, že krátkodobé úrokové sazby se na trhu mění spíše podle tržních očekávání a ve sledovaném období nezůstávají konstantní, jak se dříve předpokládalo. I když se tyto projekce často používají jako nejlepší zdroj informací při rozhodování o měnové politice, nemusí to nutně znamenat, že se scénář v praxi naplní. Makroekonomické projekce vývoje inflace, které vypracovávají pracovníci Eurosystemu, proto v žádném případě nelze vnímat jako zpochybňování odhodlanosti Rady guvernérů udržet cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu. Subjekty, které tvoří ceny a mzdy (tedy vlády, podniky i domácnosti), by měly vycházet z kvantitativní definice cenové stability, kterou vyhlásila ECB, a zejména tedy z cíle udržet míru inflace pod hranici 2 %, avšak blízko této úrovni. Tato definice je totiž nejlepší predikcí střednědobého a dlouhodobého vývoje cen.

MĚNOVÁ ANALÝZA

Peníze jsou nominální kotvou

Ve vybrané množině základních ukazatelů, které ECB pozorně sleduje a zkoumá, je výsadní role připisována peněžům. Rozhodnutí přisoudit peněžům zvláštní postavení bylo založeno na uznání skutečnosti, že růst peněžní zásoby a inflace spolu ve středně dlouhém až dlouhém období úzce souvisejí (viz také část 4.5). Tento obecně uznávaný vztah dává měnové politice jasnou a spolehlivou nominální kotvu i pro období

delší, než pro jaká se obvykle sestavují prognózy inflace. Postavení peněz do významné úlohy v rámci měnověpolitické strategie bylo tedy také jedním z prostředků, jak zdůraznit střednědobou orientaci měnové politiky. Přijímání měnových rozhodnutí a vyhodnocování jejich dopadů nejen podle krátkodobých ukazatelů vyplývajících z analýzy hospodářské a finanční situace, ale také podle vývoje peněžní zásoby a likvidity, umožňuje centrální bance zaměřit se na dlouhodobější trendy než jen na přechodné dopady různých šoků a nepodlehnout pokušení zasahovat příliš často.

RÁMEČEK 5.8 PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Vzhledem k tomu, že mnoho finančních aktiv lze považovat za blízké substituty a že podoba a vlastnosti finančních aktiv, obchodů a platebních prostředků se s postupem času mění, není vždy úplně zřejmé, jak definovat peníze a jak určit, která finanční aktiva jsou v různých definicích peněz zahrnuta. Centrální banky obvykle definují a sledují několik peněžních agregátů.

Definice peněžních agregátů pro eurozónu, které používá ECB, vycházejí z harmonizovaných definic sektoru emitentů peněz a sektoru držitelů peněz a dále z dělení závazků používaného měnovými finančními institucemi (MFI). Sektor emitentů peněz se skládá z měnových finančních institucí, které jsou rezidenty eurozóny. Do sektoru držitelů peněz patří všechny instituce, které jsou rezidenty eurozóny, avšak nejsou měnovými finančními institucemi, s výjimkou sektoru ústředních vládních institucí.

Na základě koncepčních úvah i empirických průzkumů a v souladu s mezinárodní praxí definoval Eurosystem úzký (M1), střední (M2) a široký (M3) peněžní agregát. Tyto agregáty se liší podle úrovně likvidity aktiv, které jsou do nich zařazeny.

M1 zahrnuje oběživo, tj. bankovky a mince, a také zůstatky, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostní platbě, např. jednodenní vklady.

M2 zahrnuje M1 a navíc vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Tyto vklady lze převést na složky peněz v užším slova smyslu, ale v některých případech mohou platit určitá omezení, jako např. nutnost dát výpověď, zaplatit pokutu nebo poplatek.

M3 zahrnuje M2 a některé obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí, které sídlí v eurozóně. Patří sem dohody o zpětném odkupu, akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a dluhopisy se splatností do dvou let (včetně papírů peněžního trhu). Vysoká míra likvidity a cenová jistota zajišťují, že jsou tyto instrumenty velmi podobné vkladům. Jejich zahrnutí vede k tomu, že agregát širokých peněz je méně ovlivňován substitucí mezi různými kategoriemi likvidních aktiv, než jsou užší definice peněz, a je stabilnější.

Za blízké substituty lze také považovat situace, kdy rezidenti eurozóny drží likvidní aktiva v cizí měně a kdy drží likvidní aktiva v eurech. Pokud takováto aktiva drží měnové finanční instituce sídlící v eurozóně, zahrnují se také do peněžních agregátů.

RÁMEČEK 5.9 REFERENČNÍ HODNOTA ECB PRO RŮST PENĚŽNÍ ZÁSOPY

Klíčová úloha, jakou ECB přisuzuje v rámci své strategie penězům, je dána vyhlášením referenční hodnoty pro růst širokého peněžního agregátu M3. Výběr agregátu M3 k tomuto účelu vychází z poznatku (doloženého několika empirickými studii), že tento agregát má charakteristiky stabilní poptávky po penězích a je dobrým ukazatelem budoucího vývoje cen v eurozóně. Referenční hodnota pro růst agregátu M3 byla stanovena tak, aby byla v souladu s udržováním cenové stability. Výrazná nebo dlouho trvající odchýlení růstu měnové zásoby od referenční hodnoty by za normálních okolností poukazovala na rizika pro cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu.

Stanovení referenční hodnoty vychází ze vztahu mezi změnami růstu peněžní zásoby (ΔM), inflace (ΔP), růstu reálného HDP (ΔYR) a rychlosti oběhu peněz (ΔV). Podle vztahu mezi těmito veličinami, který je všeobecně znám jako „kvantitativní rovnice“, se změna objemu peněz v ekonomice rovná změně nominálního objemu transakcí (kterou lze přibližně stanovit jako změnu reálného HDP plus změnu inflace) minus změně rychlosti oběhu peněz (viz také rámeček 4.3). Rychlost oběhu peněz lze přitom definovat jako rychlost, kterou jsou peníze předávány mezi jejich jednotlivými držiteli a která tudíž určuje, jaké

Referenční hodnota pro růst peněžní zásoby

Aby ECB jasně ukázala své odhodlání provádět měnovou analýzu a poskytla měřítko pro hodnocení vývoje peněžní zásoby, vyhlásila referenční hodnotu pro široký peněžní agregát M3 (viz rámeček 5.9).

celkové množství peněz je potřeba pro určitou úroveň nominálních transakcí.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

V referenční hodnotě pro růst peněžní zásoby je vestavěna definice cenové stability, jakožto roční růst HICP v eurozóně o méně než 2 %. Dále se při odvozování referenční hodnoty vycházelo z předpokladů ohledně růstu potenciálního produktu a trendu vývoje rychlosti oběhu peněz (M3). V roce 1998 se předpokládalo, že střednědobý trend růstu potenciálního reálného HDP v eurozóně se bude pohybovat v rozmezí 2–2 ½ % za rok, tedy na úrovni, kterou v té době odhadovaly mezinárodní organizace i ECB. K odvození předpokladu rychlosti oběhu peněz byly použity různé metody vycházející jak z jednoduchých trendů, tak i z mnohem složitějších modelů vývoje poptávky po penězích. Výsledky těchto přístupů společně poukazovaly na pokles rychlosti oběhu M3 o zhruba ½–1 % za rok. Na základě těchto předpokladů stanovila Rada guvernérů v prosinci 1998 referenční hodnotu ECB pro růst peněžní zásoby na úroveň 4 ½ %. Tato hodnota se od té doby nezměnila. Rada guvernérů sleduje, zda předpoklady vedoucí ke stanovení referenční hodnoty platí i nadále, jejich případné změny oznámí, jakmile to je nutné.



Tato referenční hodnota (která byla v roce 1998 stanovena na 4 ½ %) vyjadřuje roční tempo růstu M3, které je považováno za slučitelné s cenovou stabilitou ve střednědobém horizontu. Poskytuje tedy měřítko pro vyhodnocování údajů o vývoji peněžní zásoby v eurozóně. Vzhledem ke střednědobé až dlouhodobé orientaci měnového přístupu však neexistuje přímá provázanost mezi krátkodobým vývojem peněžní zásoby a rozhodnutími měnové politiky. Měnová politika proto mechanicky nereaguje na odchylky růstu M3 od referenční hodnoty.

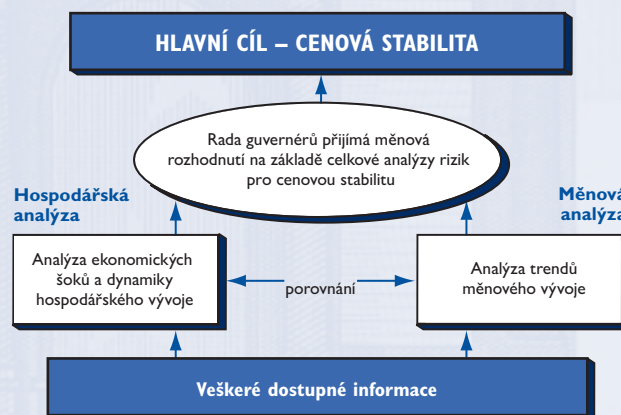
Analýza zvláštních faktorů

V některých obdobích mohou mít na měnový vývoj vliv zvláštní faktory způsobené institucionálními změnami, jako jsou například změny zdanění úrokových nebo kapitálových příjmů. Tyto faktory mohou vést ke změnám v držení peněz, neboť domácnosti i podniky reagují na změnu výhodnosti bankovních vkladů obsažených v agregátu M3 oproti alternativním finančním nástrojům. Měnový vývoj způsobený takovými zvláštními faktory však nemusí příliš vypovídat o dlouhodobějším vývoji cen. Proto se měnová analýza ECB snaží zaměřovat na základní trendy měnového vývoje a podrobně vyhodnocuje vliv zvláštních faktorů a ostatních šoků, které se promítají do poptávky po penězích.

POROVNÁNÍ ÚDAJŮ Z OBOU PILÍŘŮ

Při rozhodování Rady guvernérů o vhodné orientaci měnové politiky umožňuje dvoupilířový přístup porovnání údajů, které nabízí krátkodobější hospodářská analýza, s informacemi z dlouhodoběji orientované měnové analýzy. Jak již zde bylo podrobněji vysvětleno, toto porovnání zajišťuje, že měnová politika neopomene zohlednit veškeré informace, které jsou důležité pro vyhodnocení budoucího vývoje cen. Využívá se toho, jak se oba pilíře navzájem doplňují, jelikož to je nejlepší způsob, jak zajistit konzistentní a efektivní využití všech podstatných údajů, a usnadňuje to jak rozhodování samotné, tak poskytování informací o něm (viz schéma níže). Tento přístup omezuje riziko chybného rozhodnutí, které s sebou nese přílišné spoléhání na jeden ukazatel, jednu prognózu nebo jeden model. Použitím různých přístupů k interpretaci ekonomických ukazatelů se strategie měnové politiky ECB snaží zajistit, aby její měnová politika byla spolehlivá i při okolní nejistotě.

SCHÉMA: STRATEGIE MĚNOVÉ POLITIKY ECB ZAMĚŘENÁ NA STABILITU



TRANSPARENTNOST A ODPOVĚDNOST

Zveřejňování dokumentů na základě požadavků Smlouvy

Nezávislá centrální banka, která si chce udržet svou důvěryhodnost, musí jasně a otevřeně informovat o důvodech pro svá opatření. Dále musí být odpovědná vůči demokratickým institucím. Aniž by se tím nějak omezovala nezávislost ECB, stanoví Smlouva o založení Evropského společenství, jaké dokumenty a publikace musí ECB zveřejňovat.

ECB sestavuje Výroční zprávy o své činnosti a měnové politice za běžný a uplynulý rok a předkládá je Evropskému parlamentu, Radě EU, Evropské komisi a Evropské radě. Evropský parlament může k Výroční zprávě ECB uspořádat všeobecnou debatu. Prezident ECB a další členové Výkonné rady mohou na žádost Evropského parlamentu nebo na základě vlastní iniciativy přednést své názory před příslušnými výbory Evropského parlamentu. Tato slyšení se obvykle konají jednou za čtvrt roku.

Dále musí ECB alespoň jednou za čtvrt roku zveřejňovat zprávy o činnosti ESCB. A v neposlední řadě musí ECB zveřejňovat konsolidovanou týdenní rozvahu Eurosystemu, která zachycuje měnové a finanční transakce Eurosystemu během předcházejícího týdne.

Komunikace ECB

ECB se zavázala, že bude zveřejňovat větší rozsah informací, než jaký jí ukládá Smlouva. Jedním z příkladů tohoto závazku je, že prezident ECB na tiskové konferenci zdůvodňuje rozhodnutí Rady guvernérů vždy bezprostředně po prvním zasedání Rady guvernérů v měsíci. Podrobnější informace

o stanoviscích Rady guvernérů k hospodářské situaci a k perspektivě vývoje cen jsou zveřejňovány v Měsíčním bulletinu ECB.¹³

Vztahy s orgány EU

Zasedání Rady guvernérů a Generální rady se může účastnit jeden z členů Evropské komise, nemá však právo hlasovat. Evropskou komisi v těchto případech zpravidla zastupuje komisař odpovědný za hospodářské a finanční záležitosti.

ECB udržuje dvoustranný vzájemný vztah s Radou EU. Na jedné straně je předseda Rady EU zván na zasedání Rady guvernérů a Generální rady ECB. Na zasedáních Rady guvernérů může předkládat návrhy k diskuzi, ale nemůže hlasovat. Na druhé straně je prezident ECB zván na zasedání Rady EU, když se projednávají záležitosti týkající se cílů a úkolů ESCB. Kromě formálních a neformálních zasedání Rady ECOFIN (ve které zasedají ministři hospodářství a financí EU) se prezident ECB také účastní zasedání Euroskupiny (zasedání ministrů hospodářství a financí zemí eurozóny). ECB je také zastoupena na zasedáních Hospodářského a finančního výboru, poradního orgánu Společenství, který se věnuje širokému okruhu otázek spojených s hospodářskou politikou EU.

¹³ Publikace ECB jsou poskytovány zdarma na požádání a jsou také k dispozici na internetových stránkách ECB (www.ecb.eu), které mimo jiné obsahují i odkazy na internetové stránky národních centrálních bank států EU.

5.4 POPIS OPERAČNÍHO RÁMCE EUROSYSTÉMU

Operační rámec

Jak již bylo uvedeno výše, Rada guvernérů ECB určuje úroveň základních úrokových sazeb ECB. Výše těchto sazeb ovlivňuje úroveň úroků pro podniky a domácnosti díky zprostředkovatelské funkci bankovního systému. Když ECB změní podmínky, za kterých přijímá vklady od bank nebo za kterých peníze bankám půjčuje, změní se s velkou pravděpodobností také podmínky bank vůči jejich zákazníkům, tedy podnikům a individuálním spotřebitelům. Soubor nástrojů a postupů, které Eurosystem používá při provádění transakcí s bankovním sektorem a pomocí kterých vyvolává proces změn podmínek pro podniky a domácnosti, se nazývá operační rámec.

Hlavní kategorie nástrojů

Bankovní systém v eurozóně obecně potřebuje likviditu (částečně kvůli potřebě bankovek a částečně proto, že ECB vyžaduje držení povinných minimálních rezerv na účtech národních centrálních bank) a je závislý na refinancování poskytovaném Eurosystemem. V této souvislosti funguje Eurosystem jako poskytovatel likvidity a prostřednictvím svého operačního rámce umožňuje bankám získat potřebnou likviditu bezproblémovým a vysoce organizovaným způsobem.

Operační rámec Eurosystemu se skládá ze tří hlavních prvků. Zaprvé, ECB ovlivňuje rezervní podmínky na peněžním trhu a pomocí operací na volném trhu poskytuje bankám rezervy na krytí jejich likviditních potřeb, čímž ovlivňuje úrokové sazby na peněžním trhu. Zadruhé, banky mohou využívat dvě stálé facility, mezní zápůjční facility a vkladovou facility, které ve výjimečných případech slouží k přijímání vkladů a poskytování úvěrů do druhého dne. Banky mohou tyto facility využívat kdykoliv, při čerpání úvěrů pomocí mezní zápůjční facility však musí poskytnout přijatelné zajištění. Zatřetí, povinnost držet minimální rezervy nutí banky zajišťovat si více likvidity. Jelikož objem povinných rezerv může kolísat a musí pouze odpovídat minimálnímu požadavku v průměru za celý měsíc, slouží minimální rezervy jako rezerva pro případ krátkodobých likviditních šoků na trhu peněz, a tudíž snižují volatilitu krátkodobých úrokových sazeb.

Operace na volném trhu

Operace na volném trhu, tedy první ze tří prvků operačního rámce, se provádějí decentralizovaně. ECB tyto operace koordinuje, provádějí je však národní centrální banky. Týdenní hlavní refinanční operace mají významné postavení v provádění měnové politiky ECB. Oficiální úroková sazba pro tyto operace ukazuje, jakou orientaci zvolila Rada guvernérů pro měnovou politiku ECB. Také dlouhodobější refinanční operace jsou operace, jejichž cílem je poskytování likvidity, provádějí se však pouze jednou za měsíc a jejich splatnost je tři měsíce. Operace jemného doladování se neprovádějí pravidelně, jejich účelem je zmírnit dopady velkých neočekávaných výkyvů v objemu likvidity nebo událostí na úrokové sazbě.



ECB se zavázala, že bude zveřejňovat větší rozsah informací, než jaký jí ukládá Smlouva.



Když ECB změní podmínky pro banky, změní se s velkou pravděpodobností také podmínky bank vůči podnikům a individuálním spotřebitelům.

Kritéria pro způsobilost k účasti v operacích Eurosystemu jsou velmi široká. V zásadě se teoreticky mohou těchto operací účastnit všechny úvěrové instituce sídlící v eurozóně. Pro účast na těchto operacích se může rozhodnout kterákoliv banka, na kterou se vztahuje požadavek minimálních povinných rezerv Eurosystemu, která je v dobré finanční situaci a splňuje konkrétní kritéria, na jejichž základě může obchodovat s Eurosystemem. Kritéria pro účast i pro fungování decentralizovaných operací byla sestavena tak, aby zajistila rovné zacházení se všemi institucemi v celé eurozóně (aby se tudíž mohly všechny instituce účastnit operací Eurosystemu), a jsou proto předpokladem pro integrovaný primární trh peněz.

Operace Eurosystemu na volném trhu mají podobu dohod o zpětném odkupu (repo operace) nebo zajištěných úvěrů. V obou případech poskytuje Eurosystem krátkodobé úvěry oproti dostatečnému zajištění. Rozsah přijatelných forem zajištění je v případě těchto operací velmi široký. Přijatelné jsou cenné papíry veřejného i soukromého sektoru, aby měli účastníci v různých zemích eurozóny dostatečnou možnost výběru použitelných zajištění. Navíc lze používat přijatelná aktiva z jiných zemí. Operace na volném trhu mají podobu aukcí, aby se zajistila transparentnost a efektivní rozmístění likvidity na primárním trhu.

Hlavním prvkem operačního rámce je důvěra v samoregulační mechanismy trhu s pouze občasnými zásahy ze strany centrální banky. Intervence centrální banky na peněžním trhu se většinou omezují pouze na hlavní refinanční operace, které se organizují jednou týdně, a mnohem menší dlouhodobější refinanční operace organizované jednou za měsíc. K operacím jemného doladování docházelo během prvních let existence ECB jen zřídka.

Stálé facility a povinné minimální rezervy

Dva další významné nástroje, které doplňují operace na volném trhu, tedy stálé facility a povinné minimální rezervy, se používají především pro zmírnění výkyvů krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Sazby, které se používají pro stálé facility (+/- jeden procentní bod oproti sazbě pro hlavní refinanční operace), jsou obvykle mnohem méně výhodné než sazby na mezibankovním trhu. Banky jsou tak motivovány k obchodování na trhu a stálé facility používají pouze po vyčerpání všech možností, které trh nabízí. Vzhledem k tomu, že banky mají možnost využívat stálé facility neustále, představují jejich sazby horní a spodní hranici pro úroveň sazeb pro tržní transakce se splatností do druhého dne (tato úroveň sazeb je známá jako EONIA). Sazby pro stálé facility tedy vytvářejí pásmo, uvnitř něhož se může EONIA pohybovat. Šíře tohoto pásma by pak měla vytvářet motivaci k obchodování s tržními subjekty. Na trhu peněz je tak vytvořena další struktura, která omezuje kolísání velmi krátkodobých tržních úrokových sazeb (viz schéma níže).

Výše povinných rezerv banky se určuje jako zlomek tzv. základu pro stanovení minimálních rezerv, který tvoří soubor pasiv z její rozvahy (vklady, dluhové cenné papíry a papíry peněžního trhu se splatností do dvou let).

POLITIKA ECB



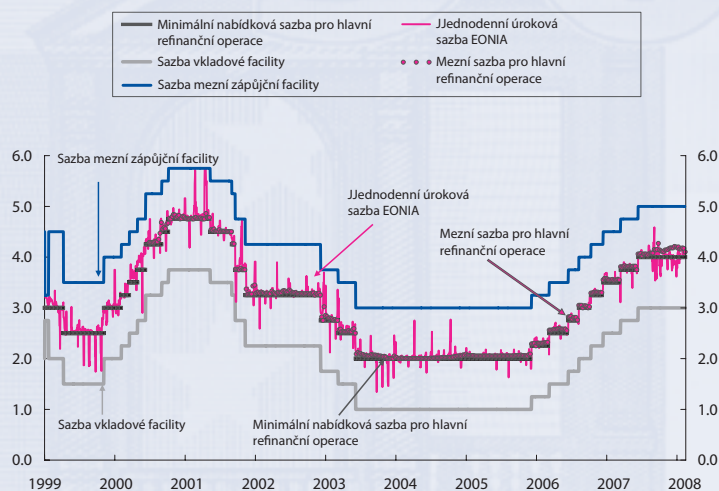
Hlavním prvkem operačního rámce je důvěra v samoregulační mechanismy trhu s pouze občasnými zásahy ze strany centrální banky.

Systém povinných minimálních rezerv určuje, jakou minimální částku musí mít komerční banka uloženou na běžném účtu u národní centrální banky. Při posuzování, zda byl tento požadavek splněn, se zkoumají průměrné denní zůstatky za období o délce zhruba jeden měsíc (tzv. udržovací období). Díky používání průměrů mohou banky v rámci jednoho udržovacího období objem rezerv flexibilně měnit. Není nutné bezprostředně reagovat na krátkodobou nerovnováhu v objemu likvidity, a lze tak částečně zmírnit volatilitu jednodenních úrokových sazeb. (Pokud je například jednodenní sazba vyšší, než jaká se očekává později během udržovacího období, banky mohou vydělat na tom, když peníze půjčí na trhu a odloží v rámci jednoho udržovacího období splnění požadavku minimálních rezerv na pozdější dobu (tzv. substitute uvnitř udržovacího období). Tato každodenní úprava výše rezerv pomáhá stabilizovat úrokové sazby.)

Minimální rezervy jsou úročeny průměrnou nabídkovou sazbou hlavních refinančních operací za udržovací období. Tato sazba je prakticky stejná jako průměrná tržní mezibankovní sazba se stejnou splatností. Prostředky bank na běžných účtech nad požadovanou úroveň minimálních rezerv se neúročí. Zároveň však úročení minimálních rezerv zabraňuje tomu, aby byl tento nástroj pro banky zátěží nebo aby bránil efektivní alokaci finančních zdrojů.

Povinné minimální rezervy slouží jako „polštář“ ochraňující před šokovým vývojem likvidity. Fluktuační na účtech rezerv okolo požadované úrovně mohou absorbovat likviditní šoky, které pak výrazně neovlivní tržní úrokové sazby. Proto centrální banka nemusí často intervenovat na peněžním trhu, aby stabilizovala tržní úrokové sazby.

SCHÉMA: ÚROKOVÉ SAZBY ECB A SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU



(v procentech za rok, denní údaje)

Zdroj: ECB. Poslední vykázané údaje: 13. února 2008

SLOVNÍČEK

Cenová stabilita

resp. její udržování je prvořadým cílem Eurosystemu. Rada guvernérů ECB definovala cenovou stabilitu jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen o méně než 2 %. Dále upřesnila, že se v rámci této definice bude snažit udržovat roční míru inflace ve střednědobém horizontu pod úroveň 2 %, avšak blízko této hodnotě.

Deflace

znamená dlouhodobý pokles celkové cenové hladiny, např. pokles indexu spotřebitelských cen.

Eurosystem

se skládá z Evropské centrální banky a národních centrálních bank těch členských států Evropské unie, které již zavedly euro.

Eurozóna

představuje území všech členských států Evropské unie, ve kterých bylo zavedeno euro jako jednotná měna.

Evropská centrální banka (ECB)

byla zřízena 1. června 1998 a sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem. ECB je ústřední institucí Eurosystemu.

Evropský systém centrálních bank (ESCB)

se skládá z Evropské centrální banky (ECB) a národních centrálních bank všech členských států EU, bez ohledu na to, zda zavedly euro, či nikoliv.

Generální rada

je jedním z rozhodovacích orgánů ECB. Jejími členy jsou prezident a viceprezident ECB a guvernéři národních centrálních bank všech států EU.

Index spotřebitelských cen

je sestavován jednou za měsíc pomocí tzv. spotřebního koše. Pro eurozónu se používá harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP). Statistická metodika jeho výpočtu byla pro jednotlivé státy harmonizována.

Inflace

znamená růst celkové cenové hladiny, např. růst indexu spotřebitelských cen.

Měnová báze

v eurozóně obsahuje obíhající hotové peníze (bankovky a mince), rezervy protistran na účtech Eurosystemu a prostředky uložené pomocí vkladové facility Eurosystemu. Tyto položky se v rozvaze Eurosystemu vykazují na straně pasiv. Rezervy lze dále rozdělit na povinné minimální rezervy a dodatečné rezervy. V systému povinných minimálních rezerv Eurosystemu mají protistrany povinnost držet požadovanou úroveň rezerv na účtech u národních centrálních bank. Vedle povinných minimálních rezerv drží úvěrové instituce na těchto účtech u Eurosystemu dobrovolně jen velmi malé množství dodatečných rezerv.

Rada guvernérů

je nejvyšším rozhodovacím orgánem ECB. Jejími členy jsou všichni členové Výkonné rady ECB a guvernéri národních centrálních bank zemí, které zavedly euro.

Směnný obchod

je vzájemná výměna zboží a služeb bez použití peněz jako prostředku směny. Směnný obchod může fungovat, pouze pokud každá ze stran potřebuje to, co druhá strana nabízí.

Strategie měnové politiky

je obecný přístup k provádění měnové politiky. Základními prvky strategie měnové politiky ECB jsou kvantitativní definice hlavního cíle měnové politiky (cenové stability) a analytický rámec založený na dvou pilířích – hospodářské a měnové analýze. V rámci strategie ECB také platí několik obecných zásad pro provádění měnové politiky, jako je například její střednědobá orientace. Tato strategie tvoří základ celkového hodnocení rizik pro cenovou stabilitu a měnových rozhodnutí Rady guvernérů. Navíc tato strategie poskytuje rámec pro zdůvodňování měnových rozhodnutí před veřejností.

Transmisní mechanismus měnové politiky

je proces, jehož prostřednictvím ovlivňují měnová rozhodnutí ekonomiku jako celek a zejména cenovou hladinu.

Úroková sazba

je v procentech vyjádřená částka, kterou obdržíte navíc, když někomu půjčíte peníze (nebo je uložíte v bance), anebo naopak v procentech vyjádřená částka, kterou musíte zaplatit navíc při splácení úvěru, když si peníze půjčujete.

Výkonná rada

je jedním z rozhodovacích orgánů ECB. Jejími členy jsou prezident a viceprezident ECB a čtyři další členové. Všichni členové Výkonné rady jsou jmenováni na základě vzájemné dohody hlav států nebo předsedů vlád zemí eurozóny.



BIBLIOGRAFIE



- Bordo, M. D; Eichengreen, B.** A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform. The University of Chicago Press, 1993
- Davies, G.** A History of Money: From Ancient Times to the Present Day. Cardiff: University of Wales Press, 1994
- European Central Bank.** A stability-oriented monetary policy for the ESCB. Tisková zpráva ECB, 13. října 1998, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** The quantitative reference value for monetary growth. Tisková zpráva ECB, 1. prosince 1998, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem. Monthly Bulletin, January 1999
- European Central Bank.** Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy. Monthly Bulletin, February 1999
- European Central Bank.** The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment. Monthly Bulletin, May 1999
- European Central Bank.** The implementation of the Stability and Growth Pact. Monthly Bulletin, May 1999
- European Central Bank.** The institutional framework of the European System of Central Banks. Monthly Bulletin, July 1999
- European Central Bank.** Monetary policy transmission in the euro area. Monthly Bulletin, July 2000
- European Central Bank.** The two pillars of the ECB's monetary policy strategy. Monthly Bulletin, November 2000
- European Central Bank.** Issues arising from the emergence of electronic money. Monthly Bulletin, November 2000
- European Central Bank.** The Eurosystem and the EU enlargement process. Monthly Bulletin, February 2001
- European Central Bank.** Monetary policy-making under uncertainty. Monthly Bulletin, January 2001
- European Central Bank.** Framework and tools of monetary analysis. Monthly Bulletin, May 2001
- European Central Bank.** Measures of underlying inflation in the euro area. Monthly Bulletin, July 2001
- European Central Bank.** Issues related to monetary policy rules. Monthly Bulletin, October 2001
- European Central Bank.** The monetary policy of the ECB. 2001
- European Central Bank.** Monetary analysis: tools and applications. 2001, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves. 2002, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** Enhancements to MFI balance sheet and interest rate statistics. Monthly Bulletin, April 2002
- European Central Bank.** The Eurosystem's dialogue with EU accession countries. Monthly Bulletin, July 2002
- European Central Bank.** The accountability of the ECB, Monthly Bulletin, November 2002
- European Central Bank.** Transparency in the monetary policy of the ECB. Monthly Bulletin, November 2002
- European Central Bank.** Measures to improve the efficiency of the operational framework for monetary policy. Tisková zpráva ECB, 23. ledna 2003
- European Central Bank.** Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy. 2003, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy. Monthly Bulletin, June 2003
- European Central Bank.** Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem. Průzkum mezi účastníky trhu, 11. června 2003, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications. September 2003
- European Central Bank.** The monetary policy of the ECB. 2004, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Central Bank.** Convergence Report, May 2006, <http://www.ecb.europa.eu>
- European Monetary Institute.** The single monetary policy in Stage Three: Specification of the operational framework. January 1997
- European Monetary Institute.** The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures. September 1998, <http://www.ecb.europa.eu>

Issing, O. Geschichte der Nationalökonomie. Vahlen Verlag 1994

Issing, O. Einführung in die Geldtheorie. 14. Auflage, Vahlen Verlag 2007

Issing, O., Gaspar V., Angeloni I., Tristani O. Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank. Cambridge University Press 2001

McCandless, G. T., Weber W. E. Some Monetary Facts. Federal Reserve of Minneapolis Review, Vol. 19, No. 3, 1995, s. 2-11

Papademos, L. The contribution of monetary policy to economic growth. Projev na 31. Ekonomické konferenci, Vídeň, 12. června 2003, <http://www.ecb.europa.eu>

Papademos, L. Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion. Projev v Banco de España, Madrid, 19. dubna 2004, <http://www.ecb.europa.eu>

Papademos, L. The European Central Bank – History, Role and Functions. 2004

Papademos, L. Key issues for monetary policy: an ECB view. Projev na shromáždění National Association of Business Economics, Philadelphia, 5. října 2004, <http://www.ecb.europa.eu>

Papademos, L. A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth. Projev v rámci UNICE Competitiveness Day, Brusel, 9. prosince 2004, <http://www.ecb.europa.eu>

© Evropská centrální banka, 2008

Adresa Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Německo

**Poštovní
adresa** Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Německo

Telefon +49 69 1344-0

Fax +49 69 1344-6000

Internet <http://www.ecb.europa.eu>

Autor Dieter Gerdesmeier

**Návrh
a design** Alexander Weiler, Visuelle Kommunikation,
Hünstetten, Německo

Fotografie Andreas Pangerl, Corbis, European Central Bank,
Image Source, Jane M. Sawyer, Photos.com

Všechna práva vyhrazena.

Reprodukce pro vzdělávací a nekomerční účely je povolena
za předpokladu, že je uveden zdroj.

ISBN (print) 978-92-899-0340-0

ISBN (online verze) 978-92-899-0236-6

