

Cenová stabilita: prečo je dôležitá aj pre teba?

Príručka pre učiteľov



© Európska centrálna banka 2007

Adresa

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Mohanom
Nemecko

Poštová adresa

European Central Bank
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefón

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Autor

Dieter Gerdesmeier

Koncept a dizajn

MEDIA CONSULTA Advertising GmbH
Wassergasse 3
10179 Berlín
Nemecko

Fotografie

Andreas Pangerl (s. 15)
Corbis (s. 23, 35)
Európska centrálna banka (s. 1, 6, 9, 47, 51, 69, 88)
Image Source (s. 13)
Photos.com (s. 10, 11, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 24, 29, 30, 33, 36,
44, 45, 55, 56, 57, 61, 70, 71, 73, 74, 77, 78, 79, 81, 83, 85, 86, 87)

Všetky práva vyhradené.

Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

ISBN (elektronická verzia) 92-9181-795-3

Cenová stabilita: prečo je dôležitá aj pre teba?

Príručka pre učiteľov

Úvodné slovo	6
--------------	---

Zhrnutie	9
----------	---



Kapitola 1 Úvod	13
-----------------	----



Kapitola 2 Stručná história peňazí	15
2.1 Funkcie peňazí	16
2.2 Podoby peňazí	18



Kapitola 3 Význam cenovej stability	23
3.1 Čo je cenová stabilita?	24
3.2 Meranie inflácie	24
3.3 Výhody cenovej stability	29



Kapitola 4 Určujúce faktory cenového vývoja	35
4.1 Prehľad možností menovej politiky	36
4.2 Peniaze a úrokové miery – ako môže menová politika ovplyvňovať úrokové miery?	38
4.3 Aký je vplyv zmien úrokových mier na rozhodnutia spotrebiteľov a podnikov o výdavkoch?	39
4.4 Faktory určujúce vývoj cien z krátkodobejšieho hľadiska	44
4.5 Faktory určujúce vývoj cien z dlhodobejšieho hľadiska	45



Kapitola 5 Menová politika ECB	49
5.1 Stručný historický prehľad	50
5.2 Inštitucionálny rámec	53
5.3 Stratégia menovej politiky ECB	57
5.4 Operačný rámec Eurosystemu	71

Slovník pojmov	75
Príloha 1: Vplyv inflácie – niekoľko číselných príkladov	77
Príloha 2: Cvičenia	79
Zoznam použitej literatúry	87

Rámčeky

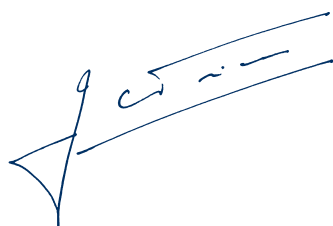
Rámček 3.1	Meranie inflácie – jednoduchý príklad	25
Rámček 3.2	Vzťah medzi očakávanou infláciou a úrokovými mierami – tzv. „Fisherov efekt“	27
Rámček 3.3	Hyperinflácia	31
Rámček 3.4	Dopyt po hotovosti	32
Rámček 4.1	Prečo dokážu centrálné banky ovplyvniť reálne úrokové miery (ex ante)? Úloha „nehybných“ cien	38
Rámček 4.2	Ako ovplyvňujú zmeny agregátneho dopytu hospodársku aktivitu a cenový vývoj?	40
Rámček 4.3	Kvantitatívna teória peňazí	46
Rámček 5.1	Cesta k zavedeniu jednotnej meny – eura	50
Rámček 5.2	Konvergenčné kritériá	54
Rámček 5.3	Zostavovanie a vlastnosti HICP	60
Rámček 5.4	Ochranné pásmo proti defláci	61
Rámček 5.5	Strednodobá orientácia menovej politiky ECB	62
Rámček 5.6	Reálne ekonomické a finančné ukazovatele	64
Rámček 5.7	Makroekonomické projekcie pre eurozónu	66
Rámček 5.8	Menové agregáty	67
Rámček 5.9	Referenčná hodnota ECB pre rast peňažnej zásoby	68



Jean-Claude Trichet

Viac ako 300 miliónov ľudí v trinástich krajinách Európy používa euro ako spoločnú menu. Za výkon jednotnej menovej politiky v týchto krajinách, ktoré spolu tvoria eurozónu, zodpovedá Rada guvernérov Európskej centrálnej banky (ECB). Mandát Eurosystému, ktorý pozostáva z ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny, jasne definuje Zmluva o založení Európskeho spoločenstva: jeho hlavnou úlohou je udržiavať cenovú stabilitu v eurozóne. Inými slovami, Rada guvernérov ECB je poverená úlohou udržiavať kúpnu silu eura. Tento mandát vychádza zo všeobecne akceptovaného názoru, že udržiavaním cenovej stability menová politika významne prispieva k udržateľnému rastu, hospodárskemu blahobytu a tvorbe pracovných miest. Eurosystém dostal na plnenie svojho mandátu nezávislosť. Rada guvernérov na výkon jednotnej menovej politiky zvolila a zverejnila menovopolitickú stratégiu na zabezpečovanie cenovej stability a používa efektívny a dobre fungujúci operačný rámec. Eurosystém tak má k dispozícii všetky nástroje a znalosti potrebné na vedenie úspešnej menovej politiky.

Ako pre každú dôležitú a nezávislú inštitúciu v modernej spoločnosti, aj pre Eurosystém je nevyhnutný blízky vzťah s európskou verejnosťou a porozumenie zo strany občanov. Je preto dôležité, aby o svojom mandáte a politike informoval široké publikum. Cieľom tejto knihy je podať ucelený, ale zrozumiteľný prehľad dôvodov, prečo je cenová stabilita taká dôležitá pre udržanie prosperity, a ukázať, ako ECB prostredníctvom svojej menovej politiky tento mandát plní.



Jean-Claude Trichet
prezident Európskej centrálnej banky

Ku konečnej podobe tejto knihy svojimi pripomienkami a návrhmi významným dielom prispeli moji kolegovia z ECB, za čo by som im chcel vysloviť úprimné poďakovanie. Zároveň by som chcel poďakovať členom Výboru pre externú komunikáciu Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a členom Odbornej rady, kolegom z Odboru jazykových služieb a Odboru prekladov v ECB a nasledujúcim osobám: H. Ahnert, J. Ahonen, W. Bier, D. Blenck, E. Bracke, D. Clarke, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, Prof. Dr. D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, H. Pill, C. Pronk, P. Rispal, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, Prof. Dr. H. J. Schlösser, R. K. Schüller, A. Spivack, G. Vitale, C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Frankfurt nad Mohanom, január 2007

Cenová stabilita: prečo je dôležitá aj pre teba?

9

Zhrnutie

Zhrnutie

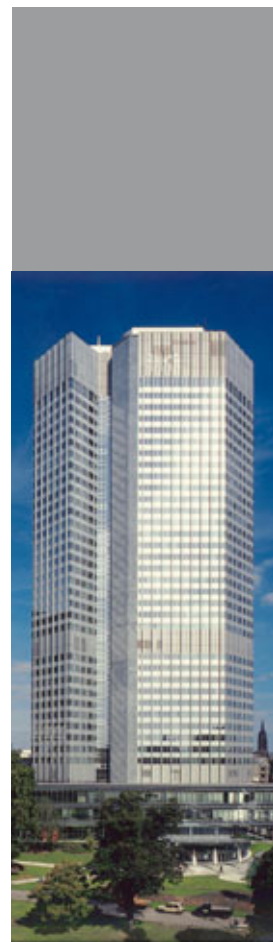
Zmluva o založení Európskeho spoločenstva poverila Eurosystém¹ – zložený z Európskej centrálnej banky (ECB) a národných centrálnych bánk krajín, ktoré zaviedli euro ako svoju menu – prvoradou úlohou udržiavať cenovú stabilitu. Určenie cenovej stability ako prvoradej úlohy Eurosystému má svoje ekonomické opodstatnenie. Je odrazom skúseností z minulosti a vychádza z ekonomickej teórie i empirického výskumu, podľa ktorých menová politika udržiavaním cenovej stability podstatne prispieva k všeobecnému blahobytu vrátane vysokej úrovne hospodárskej aktivity a zamestnanosti.

Vzhľadom na všeobecnú zhodu o výhodách cenovej stability považujeme za potrebné predovšetkým mladým ľuďom vysvetliť jej význam, ako sa dá najlepšie dosiahnuť a akým spôsobom udržiavanie stabilných cien podporuje širšie hospodárske ciele Európskej únie.

Výhody cenovej stability i náklady spojené s infláciou a defláciou úzko súvisia s peniazmi a ich funkciami. Kapitola 2 sa preto venuje funkciám a histórii peňazí. Vysvetľuje, že vo svete bez peňazí, teda v hospodárstve fungujúcom na základe výmenného obchodu, by náklady spojené s výmenou tovarov a služieb, ako napríklad náklady na získavanie informácií, na hľadanie tovaru a na dopravu, boli veľmi vysoké. Ukazuje, že peniaze výmenu tovaru uľahčujú, a tým zvyšujú mieru všeobecného blahobytu. Po týchto úvahách nasleduje podrobnejší rozbor úlohy a troch základných funkcií peňazí. Peniaze slúžia ako prostriedok výmeny, uchovávateľ hodnoty a zúčtovacia jednotka. Podoba peňazí používaných v rôznych spoločnostiach sa postupom času menila. Spomenúť treba predovšetkým komoditné, kovové, papierové a elektronické peniaze. V tejto kapitole je uvedený aj stručný prehľad histórie peňazí.

Kapitola 3 sa bližšie zameriava na význam cenovej stability. Vysvetľuje, že inflácia a deflácia sú ekonomické javy, ktoré môžu mať na ekonomiku výrazne negatívny vplyv. Táto kapitola začína definíciou inflácie a deflácie. Inflácia sa v podstate definuje ako celkový nárast cien tovarov a služieb počas dlhšieho obdobia, ktorý spôsobuje pokles hodnoty peňazí, a tým aj ich kúpnej sily. Deflácia je naopak situácia, keď celková cenová hladina počas dlhšieho obdobia klesá.

Po krátkej časti o problémoch spojených s meraním inflácie sa táto kapitola zaoberá výhodami cenovej stability. Cenová stabilita prispieva k vyššej životnej úrovni tým, že znižuje neistotu ohľadne celkového vývoja cien, a tým zvyšuje transparentnosť cenového mechanizmu. V prostredí cenovej stability je pre spotrebiteľov i podniky



Európska centrálna banka

¹ Pojem Eurosystém sa ako taký neobjavuje ani v Zmluve o založení Európskeho spoločenstva, ani v Štatúte Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a Európskej centrálnej banky (ECB), ktoré sa odvolávajú na ciele a úlohy ESCB, zloženého z ECB a národných centrálnych bánk (NCB) všetkých členských štátov. Pokiaľ však existujú členské štáty, ktoré ešte nezaviedli euro, ustanovenia o cieľoch a úlohách ESCB sa na ne nevzťahujú. V tejto súvislosti sa preto bežne používa pojem Eurosystém, t. j. ECB a NCB členských štátov, ktoré prijali euro. Používanie tohto pojmu podporuje aj Rada guvernérov ECB.

jednoduchšie sledovať zmeny cien, ktoré sa nevzťahujú na všetky druhy tovarov (tzv. zmeny relatívnych cien). Cenová stabilita navyše prispieva k všeobecnému blahobytu tým, že znižuje rizikovú prémie zahrnutú v úrokových mierach, odstraňuje potrebu zabezpečovania sa proti inflačným rizikám a obmedzuje rušivé vplyvy daňových systémov a systémov sociálneho zabezpečenia. A v neposlednom rade cenová stabilita zabráňuje náhodnému prerozdeleniu bohatstva a príjmov, ktoré môže byť napríklad spojené so znižovaním reálnej hodnoty nominálnych pohľadávok (úspor v podobe bankových vkladov, štátnych dlhopisov, nominálnych miezd) v dôsledku inflácie. Výrazné znehodnotenie reálneho bohatstva a príjmov v dôsledku vysokej inflácie môže vyvolať spoločenské nepokoje a politickú nestabilitu. Centrálné banky preto udržiavaním cenovej stability pomáhajú dosahovať širšie hospodárske ciele, a tým prispievajú k všeobecnej politickej stabilite.

Kapitola 4 sa zameriava na faktory cenového vývoja. Po stručnom prehľade úloh a reálnych možností menovej politiky ďalej vysvetľuje, akým spôsobom môže centrálna banka ovplyvňovať krátkodobé úrokové miery. Centrálna banka je monopolným (t. j. jediným) poskytovateľom bankoviek a vkladov v centrálnej banke. Vzhľadom na to, že komerčné banky potrebujú bankovky pre svojich klientov a musia udržiavať povinné minimálne rezervy (t. j. vklady) v centrálnej banke, zvyčajne centrálnu banku žiadajú o úvery. Stanovovaním úrokových sadzieb úverov, ktoré poskytuje komerčným bankám, centrálna banka teda ovplyvňuje výšku ostatných trhových úrokových mier.

Zmeny trhových úrokových mier majú vplyv na rozhodnutia domácností a podnikov v oblasti spotreby, a teda v konečnom dôsledku aj na hospodársku aktivitu a infláciu. Vyššie úrokové miery napríklad zvyšujú nákladnosť investícií, čo vedie k tendencii znižovať investičné výdavky. Zároveň väčšinou zvyšujú atraktivnosť úspor a znižujú spotrebný dopyt. Za normálnych okolností teda možno očakávať, že zvýšenie úrokových mier spôsobí pokles spotreby a investičných výdavkov, ktorý za nezmenených ostatných podmienok v konečnom dôsledku povedie k zníženiu inflačných tlakov. Aj keď menová politika do istej miery dokáže ovplyvniť úroveň reálnej hospodárskej aktivity, jej vplyv je len prechodný. Menová politika má však trvalý vplyv na vývoj cien, a tým aj na infláciu.

Táto kapitola sa ďalej podrobnejšie zaoberá faktormi, ktoré určujú vývoj inflácie v krátkodobom horizonte. Na základe pomerne jednoduchého modelu s agregátnou ponukou a agregátnym dopytom ukazuje, že za krátkodobými pohybmi cenovej hladiny sa môže skrývať celý rad rôznych ekonomických faktorov vrátane rastu spotreby a investičnej aktivity, prehlbenia deficitu štátneho rozpočtu a vyššieho objemu čistého vývozu. Okrem toho môžu tlak na rast inflácie vyvolať aj vyššie ceny vstupov (napr. energií) alebo rast miezd, ktorý nie je sprevádzaný rastom produktivity.

V tejto súvislosti sa kladie osobitný dôraz na skutočnosť, že menová politika nemôže v plnej miere riadiť krátkodobý cenový vývoj. Ako sa však v tejto kapitole ďalej uvádza, z dlhodobejšieho hľadiska je inflácia menovým javom. Menová politika preto prostredníctvom reagovania na riziká ohrozujúce cenovú stabilitu nepochybne môže riadiť infláciu v strednodobom až dlhodobom horizonte.

Záverečná kapitola obsahuje stručnú charakteristiku menovej politiky ECB. Po bližšom pohľade na proces vedúci k vytvoreniu Hospodárskej a menovej únie sa v ďalších častiach zaoberá inštitucionálnym rámcom jednotnej menovej politiky, menovopolitickou stratégiou ECB a nástrojmi menovej politiky, ktoré používa Eurosystém. V snahe presnejšie vymedziť cieľ Eurosystému – udržiavať cenovú stabilitu – stanovený v zmluve Rada guvernérov ECB v roku 1998 vyhlásila nasledujúcu kvantitatívnu definíciu: „Cenová stabilita sa definuje ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny menší ako 2 %. Cenová stabilita sa má udržiavať v strednodobom



horizonte". V máji 2003 Rada guvernérov ďalej upresnila, že v rámci tejto definície je jej cieľom udržiavať miery inflácie v strednodobom horizonte „tesne pod úrovňou 2 %“.

V rámci stratégie ECB sú menovopolitické rozhodnutia založené na komplexnej analýze rizík, ktoré môžu ohroziť cenovú stabilitu. Táto analýza vychádza z dvoch navzájom sa dopĺňujúcich hľadísk hodnotenia cenového vývoja. Prvé hľadisko sa zameriava na hodnotenie krátkodobých až strednodobých faktorov cenového vývoja s dôrazom na reálnu hospodársku aktivitu a podmienky financovania v ekonomike. Tento prístup zohľadňuje skutočnosť, že cenový vývoj je v týchto časových horizontoch vo veľkej miere ovplyvňovaný interakciou ponuky a dopytu na trhu tovarov, služieb a výrobných faktorov (t. j. práce a kapitálu). ECB túto metódu označuje pojmom „ekonomická analýza“. Druhé hľadisko, označované ako „menová analýza“, sa zameriava na dlhodobější horizont, pričom využíva dlhodobý vzťah medzi množstvom peňazí v obehu a úrovňou cien. Menová analýza slúži predovšetkým ako prostriedok na overenie (z pohľadu vývoja v strednodobom až dlhodobom horizonte) krátkodobých až strednodobých ukazovateľov menovej politiky získaných v rámci ekonomickej analýzy.

Na základe tohto hodnotenia Rada guvernérov ECB stanovuje takú úroveň krátkodobých úrokových mier, ktorá zabezpečuje elimináciu inflačných a deflačných tlakov a udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte.



V rámci stratégie ECB sú menovopolitické rozhodnutia založené na komplexnej analýze rizík, ktoré môžu ohroziť cenovú stabilitu.



Kapitola 1

Úvod

Pri prieskumoch verejnej mienky obyvatelia Európy na otázku o celkovej hospodárskej situácii väčšinou hovoria, že by chceli žiť v prostredí bez inflácie i deflácie. Zmluva o založení Európskeho spoločenstva poverila Eurosystém udržiavaním cenovej stability. Z ekonomického hľadiska to dáva zmysel. Tento systém je odrazom skúseností z minulosti a vychádza z ekonomickej teórie a empirického výskumu, podľa ktorých menová politika udržiavaním cenovej stability najviac prispieva k všeobecnému hospodárskemu blahobytu vrátane vysokej úrovne hospodárskej aktivity a zamestnanosti.

Vzhľadom na všeobecnú zhodu o výhodách cenovej stability je dôležité, aby všetci, predovšetkým mladí ľudia, chápali význam cenovej stability a vedeli, ako sa dá najlepšie dosiahnuť, a akým spôsobom udržiavanie stabilných cien podporuje širšie hospodárske ciele Európskej únie.

Táto kniha je rozdelená do niekoľkých kapitol. Každá kapitola obsahuje základné informácie a v prípade potreby ich možno čítať samostatne. Kapitoly 4 a 5 sú však, na rozdiel od prvých kapitol, o niečo náročnejšie. Kapitulu 5 možno úplne pochopiť až po pozornom prečítaní kapitoly 3 a najmä kapitoly 4. Súčasťou textu sú rámčeky, ktoré sa podrobnejšie venujú konkrétnym otázkam.

Výhody cenovej stability a náklady spojené s infláciou, resp. defláciou úzko súvisia s peniazmi a ich funkciami. Kapitola 2 je preto venovaná funkciám a histórii peňazí. Vysvetľuje, že vo svete bez peňazí, t. j. v ekonomike postavenej na výmennom obchode, sú transakčné náklady na výmenu tovarov a služieb veľmi vysoké. Zároveň ukazuje, že peniaze umožňujú efektívnejšiu výmenu tovaru, a tým zvyšujú blahobyt spotrebiteľov. Po týchto úvahách sa v časti 2.1 podrobnejšie rozoberá úloha a základné funkcie peňazí. Podoba peňazí používaných v rôznych spoločnostiach sa postupom času menila. Hlavné medzníky historického vývoja peňazí sú stručne opísané v časti 2.2.

Kapitola 3 objasňuje dôležitosť cenovej stability. Začína definíciou pojmov inflácia a deflácia (časť 3.1). Po stručnom priblížení problematiky merania (časť 3.2) sa v nasledujúcej časti (časť 3.3) podrobne opisujú výhody cenovej stability, a naopak nepriaznivé vplyvy inflácie (resp. deflácie).

Kapitola 4 sa zameriava na faktory cenového vývoja. Po stručnom prehľade (časť 4.1) sa zaoberá vplyvom menovej politiky na úrokové miery (časť 4.2) a znázorňuje účinky zmien úrokových mier na výdavky domácností a podnikov (časť 4.3). V ďalšej časti sa hodnotia krátkodobé faktory vývoja inflácie (časť 4.4). Dôraz sa kladie predovšetkým na skutočnosť, že krátkodobý cenový vývoj neriadi len menová politika, pretože krátkodobo môže mať na infláciu vplyv celý rad ďalších ekonomických faktorov. Zároveň sa však uznáva, že menová politika infláciu riadi z dlhodobejšieho hľadiska (časť 4.5).

V záverečnej kapitole nájdete stručnú charakteristiku menovej politiky ECB. Po bližšom pohľade na proces vytvorenia Hospodárskej a menovej únie (časť 5.1) sa nasledujúce časti zaoberajú inštitucionálnym rámcom jednotnej menovej politiky (časť 5.2), menovopolitickou stratégiou ECB (časť 5.3) a operačným rámcom Eurosystému (časť 5.4).

Podrobnejšie informácie nájdete v slovníku pojmov a v zozname použitej literatúry na konci knihy.

Táto kniha je rozdelená do niekoľkých kapitol. Každá kapitola obsahuje základné informácie a v prípade potreby ich možno čítať samostatne.





Kapitola 2

Stručná história peňazí

Peniaze sú neodmysliteľnou súčasťou moderného života. Táto kapitola sa snaží odpovedať na otázky typu: Čo sú peniaze? Načo potrebujeme peniaze? Prečo sa peniaze akceptujú a ako dlho existujú?

V časti 2.1

sa vysvetľujú funkcie peňazí.

V časti 2.2

je uvedený prehľad rôznych druhov tovaru, ktoré sa ako peniaze používali v minulosti.

2.1 Funkcie peňazí

Čo sú peniaze? Ak by sme dnes mali definovať peniaze, ako prvé nás napadnú bankovky a mince. Tieto aktíva sa považujú za peniaze, pretože sú likvidné. To znamená, že sú vždy akceptované a dá sa nimi vždy platiť. Napriek tomu, že bankovky a mince tento účel spĺňajú, v súčasnosti existuje veľa ďalších foriem aktív, ktoré sú vysoko likvidné a dajú sa ľahko zmeniť na peniaze alebo s malými nákladmi použiť priamo na platenie. To platí napríklad pre vklady splatné na požiadanie a niektoré iné druhy bankových vkladov². Tieto nástroje sa preto zahŕňajú do definícií peňazí v širšom poňatí, ktoré sa často nazývajú „široké peniaze“.

Rôzne podoby peňazí sa postupom času značne menili. Papierové peniaze a bankové vklady neexistujú odjakživa. Preto je vhodné peniaze definovať všeobecnejšie. Peniaze možno považovať za veľmi zvláštny druh tovaru, ktorý plní určité základné funkcie. Predovšetkým by mali slúžiť ako prostriedok výmeny, uchovávať hodnotu a zúčtovacia jednotka. To vysvetľuje aj často používaný výrok, že *peniaze sú tým, na čo slúžia*.

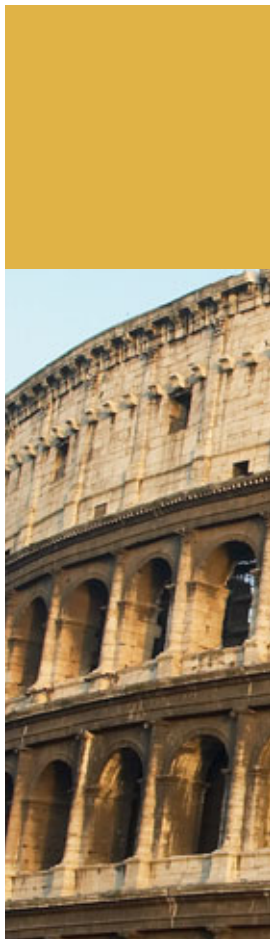
Pre lepšie znázornenie týchto funkcií sa pozrime na to, ako ľudia obchodovali pred vznikom peňazí. Bez peňazí boli ľudia nútení tovar a služby vymieňať priamo za iný tovar a služby prostredníctvom výmenného obchodu. Aj keď takáto „bartrová ekonomika“ do istej miery umožňuje delbu práce, tento systém má určité praktické obmedzenia a výmena tovaru je spojená s dosť vysokými „transakčnými nákladmi“.

Najzjavnejším nedostatkom bartrovej ekonomiky je, že ľudia musia hľadať niekoho, kto potrebuje presne ten druh tovaru alebo služby, ktorú ponúkajú, a kto zároveň ponúka to, čo potrebujú oni. Inými slovami, predpokladom úspešného výmenného obchodu je existencia *vzájomnej zhody potrieb*. Napríklad pekár, ktorý sa chce dať ostrihať výmenou za niekoľko bochníkov chleba, by musel nájsť holiča, ktorý by ho bol ochotný za tento chlieb ostrihať. Ak by však holič namiesto toho potreboval pár topánok, musel by čakať dovtedy, kým by obuvník nechcel vymeniť topánky za ostrihanie. V ekonomike postavenej na výmennom obchode preto vznikajú značné náklady spojené s hľadaním vhodného obchodného partnera, čakaním a hromadením zásob.

Peniaze ako prostriedok výmeny

Riešením nedostatkov výmenného obchodu je použitie určitého druhu tovaru ako prostriedku výmeny. Táto surová forma peňazí používaná na výmenu sa nazýva *komoditné peniaze*. Na prvý pohľad sa môže zdať, že výmena jedného tovaru za peniaze a následná výmena peňazí za iný tovar obchody komplikuje. Je však jasné, že použitie jedného druhu tovaru ako prostriedku výmeny celý proces značne zjednodušuje, pretože výmena tovarov a služieb už nezávisí na vzájomnej zhode potrieb. Samozrejme, podmienkou toho, aby určitý druh tovaru mohol plniť funkciu peňazí, je, aby bol akceptovaný ako prostriedok výmeny v celom hospodárstve, či už na základe tradície, neformálnych konvencií alebo zo zákona.

² Vklady splatné na požiadanie sú prostriedky, ktoré sú okamžite k dispozícii na uskutočňovanie transakcií. V tejto súvislosti treba poznamenať, že za vklady splatné na požiadanie sa považujú aj elektronické peniaze uložené na predplatených kartách.



Zároveň je jasné, že tovar slúžiaci ako prostriedok výmeny musí spĺňať určité konkrétne technické parametre. Tovar používaný ako komoditné peniaze by mal byť predovšetkým ľahko prenosný, trvanlivý a deliteľný, pričom jeho kvalita by sa mala dať ľahko overiť. Z ekonomického pohľadu by úlohu peňazí mal samozrejme plniť vzácny tovar, pretože len vzácny tovar má pozitívnu hodnotu.

Peniaze ako uchovávateľ hodnoty

Ak si tovar používaný ako peniaze zachováva svoju hodnotu v čase, môže sa uchovávať dlhšiu dobu. Táto vlastnosť je užitočná najmä preto, že umožňuje oddeliť akt predaja od aktu kúpy. V tomto prípade peniaze plnia dôležitú úlohu uchovávateľa hodnoty.

To je zároveň dôvodom, prečo sa komodity, ktoré slúžia aj ako uchovávateľ hodnoty, na tento účel hodia viac ako komodity, ktoré plnia len funkciu prostriedku výmeny. Prostriedkom výmeny by v zásade mohli byť napríklad aj kvety alebo paradajky. Ale vzhľadom na to, že na uchovanie hodnoty sú nevhodné, by sa pravdepodobne ako peniaze nepoužívali. Ak by peniaze túto funkciu neplnili (napr. ak by tovar slúžiaci ako peniaze časom strácal na hodnote), ľudia by na uchovanie hodnoty používali iné tovary alebo aktíva, resp. v krajnom prípade by sa dokonca vrátili k výmennému obchodu.

Peniaze ako zúčtovacia jednotka

Rovnako dôležitá je aj funkcia peňazí ako zúčtovacej jednotky. To sa dá opäť znázorniť na predchádzajúcom príklade. Aj napriek tomu, že sme vyriešili otázku vzájomnej zhody potrieb, ľudia musia vždy určiť presný výmenný pomer napr. medzi chlebom a ostrihaním alebo medzi ostrihaním a topánkami. Takéto „výmenné pomery“, napr. počet bochníkov chleba za jedno ostrihanie, sa nazývajú *relatívne ceny* alebo *výmenné relácie*. Na trhu by sa musela určiť relatívna cena za každú dvojicu tovarov a služieb a každý, kto by sa do výmeny tovaru zapojil, by, samozrejme, potreboval všetky informácie o výmenných reláciách medzi všetkými druhmi tovaru. Pri dvoch druhoch tovaru síce ide len o jednu relatívnu cenu a pri troch druhoch len o tri (t. j. chlieb voči ostrihaniu, ostrihanie voči topánkam a chlieb voči topánkam), ale pri desiatich je relatívnych cien už 45 a pri 100 druhoch tovaru až 4 950³. To znamená, že čím viac druhov tovaru sa vymieňa, tým ťažšie je získať informácie o všetkých možných „výmenných kurzoch“. Zhromažďovanie a pamätanie si informácií o výmenných reláciách preto účastníkom bartrovej ekonomiky vytvára vysoké náklady, ktoré rastú nepomerne rýchlejšie ako počet vymieňaných druhov tovaru. Tieto prostriedky by sa dali využiť efektívnejšie na iné účely, ak by sa jeden z tovarov používal ako zúčtovacia jednotka (tzv. „numeraire“). V tom prípade by sa hodnota všetkých tovarov dala vyjadriť prostredníctvom „numeraire“ a počet cien, ktoré by spotrebitelia museli zisťovať a pamätať si, by sa výrazne znížil⁴. Ak by boli všetky ceny vyjadrené v peniazoch, obchodovanie by bolo oveľa jednoduchšie. V širšom ponímaní to znamená, že pomocou peňazí by sa dali vyjadriť ceny nielen tovarov, ale v podstate akéhokoľvek aktíva. Všetky hospodárske subjekty v danej menovej oblasti by potom počítali náklady, ceny, mzdy atď. v tých istých peňažných jednotkách. Rovnako ako v prípade predchádzajúcich funkcií, čím by bola hodnota peňazí menej stabilná a spoľahlivá, tým ťažšie by peniaze mohli túto dôležitú funkciu plniť. Všeobecne prijímaná a spoľahlivá zúčtovacia jednotka je preto základom určovania cien a nákladov, a tým zvyšuje transparentnosť a spoľahlivosť.



Peniaze by mali slúžiť ako prostriedok výmeny, uchovávateľ hodnoty a zúčtovacia jednotka.

³ Všeobecne platí, že pri n druhoch tovaru sa počet relatívnych cien rovná $\frac{n \times (n - 1)}{2}$.

⁴ Presnejšie povedané, na $n - 1$ absolútnych cien.

2.2 Podoby peňazí

Povaha tovaru, ktorý plnil úlohu peňazí, sa v priebehu času menila. Vo všeobecnosti možno povedať, že hlavný spôsob využitia tohto tovaru bol v skutočnosti často iný, ako jeho pôvodný účel. Dôvodom používania určitého druhu tovaru ako peňazí bola zjavne možnosť praktického a ľahkého skladovania, vysoká hodnota spojená s relatívne nízkou váhou, jednoduchá preprava a trvanlivosť. Takéto všeobecne žiadané druhy tovaru sa ľahko vymieňali, a preto sa začali prijímať ako peniaze. To znamená, že vývoj peňazí závisí od celého radu faktorov, napr. od relatívneho významu obchodu a od rozvinutosti ekonomiky.

Komoditné peniaze

Funkciu komoditných peňazí v minulosti plnili rôzne predmety, napr. korálky z mušlí wampum, ktoré používali americkí Indiáni, v Indii to boli pestrofarebné ulity kauri, na Fidži veľrybie zuby, v prvých severoamerických kolóniách tabak, na tichomorskom ostrove Yap to boli veľké ploché kamene a v Nemecku po druhej svetovej vojne cigarety a alkohol.

Kovové peniaze

Zavedením kovových peňazí sa ľudia v minulosti snažili prekonať problémy spojené s používaním kaziacich sa komodít na tento účel. Aj keď nie je presne známe, kedy a kde sa kovové peniaze začali používať, vieme, že sa používali okolo roku 2000 pred našim letopočtom v Ázii. V tom čase však podľa všetkého nemali štandardnú hmotnosť a ich hodnota nebola certifikovaná vládami. Ako komoditné peniaze sa používali kúsky alebo prúty zlata a striebra, pretože sa ľahko prepravovali, nepodliehali skaze a dali sa pomerne ľahko deliť. Okrem toho sa dali roztaviť a použiť na výrobu šperkov.

Kovové mince

Jednými z prvých, ktorí začali používať štandardizované a certifikované kovové mince, boli Európania. Gréci zaviedli strieborné mince okolo roku 700 pred n. l. Prvými gréckymi mestskými štátmi, ktoré razili vlastné mince, boli Aegina (595 pred n. l.), Atény (575 pred n. l.) a Korint (570 pred n. l.). Obsah striebra v aténskej *drachme*, ktorá je známa legendárnym motívom sovy, sa nezmenil takmer 400 rokov. Grécke mince preto boli veľmi rozšírené (a ešte viac ich rozšíril Alexander Veľký) a archeológovia ich nachádzajú na území siahajúcom od Španielska až po dnešnú Indiu. Rimania, ktorí pôvodne ako peniaze používali pomerne nepraktické bronzové tehličky *aes signatum*, od Grékov prevzali používanie oficiálnych mincí a ako prví zaviedli bimetalický systém – strieborný *denár* a zlatý *aureus*.

Funkciu
komoditných
peňazí v minulosti
plnili rôzne
predmety,
napríklad
pestrofarebné
ulity.



Za vlády cisára Nera v prvom storočí nášho letopočtu sa začal obsah drahých kovov v minciach postupne znižovať, pretože cisárske mincovne v snahe financovať obrovský deficit ríše začali v čoraz väčšej miere nahrádzať zlato a striebro zliatinami. Pokles vnútornej hodnoty mincí viedol k nárastu cien tovarov a služieb. Dôsledkom toho bolo celkové zvýšenie cenovej hladiny, ktoré mohlo byť jednou z príčin pádu Západorímskej ríše. Stabilnejší východorímsky *solidus*, ktorý zaviedol Konštantín Veľký vo štvrtom storočí nášho letopočtu, si zachoval svoju hmotnosť a obsah drahých kovov až do polovice 11. storočia. Vďaka tomu získal postavenie najdôležitejšej mince v medzinárodnom obchode po viac ako päť storočí. Byzantské mince sa používali ako medzinárodné platidlo a archeológovia ich našli až v mongolskom Altaji. V polovici 11. storočia sa však byzantský menový systém zrútil a bol nahradený novým systémom, ktorý trval až do konca 12. storočia, keď dobytie Konštantinopolu križiakmi v roku 1204 ukončilo históriu gréckorímskeho mincovníctva.

Gréci a Rimania rozšírili používanie mincí a techniku razby na obrovskom území. Väčšinu stredoveku boli miestne razené zlaté a strieborné mince hlavným platidlom, aj keď čoraz väčšiu úlohu začínali hrať medené mince. V roku 793 n. l. Karol Veľký zreformoval a štandardizoval franský menový systém a zaviedol menový štandard, v ktorom sa jedna franská strieborná libra (408 g) rovnala 20 šilingom, resp. 240 penciam. V Spojenom kráľovstve a v Írsku tento štandard platil až do roku 1971.

Po páde Konštantinopolu talianske obchodné mestské štáty Janov a Florencia v roku 1252 zaviedli zlaté mince, janovský *genoin* a florentskú *fiorinu* (alebo *florin*). V pätnástom storočí ich nahradil benátsky *dukát*.

Papierové peniaze

Číňania začali používať papierové peniaze okolo roku 800 n. l. za cisára Te-cunga a používali ich niekoľko storočí. Tieto papierové peniaze nemali žiadnu komoditnú hodnotu a boli peniazmi len na základe cisárskej vyhlášky, teda nekrytými peniazmi (*fiat money* – peniaze bez vnútornej hodnoty). Papierové peniaze boli v Číne najrozšírenejšie okolo roku 1000 n. l. a prestali sa používať okolo roku 1500, keď čínska spoločnosť začala upadať po dobytí Mongolmi.



Číňania začali
používať
papierové peniaze
okolo roku 800 a
používali ich
niekoľko storočí.

Obligácie

Kým sa hodnota dala uchovať jedine v podobe tovaru a mincí, uzatváranie obchodov na diaľku bolo pomerne náročné. Talianske mestské štáty preto ako prvé zaviedli dlžobné úpisy („obligácie“ alebo „zmenky“) ako platobný prostriedok.

Obchodníci si obligácie brali na cesty, aby znížili riziko lúpeží. V obligáciách bol uvedený dlžník a veriteľ, deň splatnosti a hodnota v zlate alebo striebre.

Obchodníci – bankári s týmito obligáciami onedlho začali obchodovať. Prvý záznam o takomto obchode pochádza z roku 1156.

Obligácie aj naďalej používali predovšetkým talianski obchodníci a bimetalový systém prevládal až do tridsaťročnej vojny. V dôsledku hospodárskeho nepokoja spôsobeného vojnou niektorí panovníci, napr. švédski králi, začali uprednostňovať papierové peniaze. Papierové peniaze následne zaviedla Bank of England v roku 1694 a francúzska Banque générale v roku 1716. Nástup nekrytých papierových peňazí v Európe bol začiatkom novej éry vo vývoji peňazí. Aj keď zodpovednosť za vytvorenie a riadenie systému nekrytých peňazí v jednotlivých krajinách stále niesla vláda, na úspechu národnej meny sa v čoraz väčšej miere podieľali iné verejné i súkromné inštitúcie, napr. centrálné banky a finančný sektor.

Zlatý štandard

Od zavedenia nekrytých peňazí pred zhruba dvesto rokmi sa menový systém značne zmenil. Papierové peniaze boli – a stále sú – zákonným platidlom len na základe rozhodnutia príslušného orgánu. Vydávali sa v pevne stanovených jednotkách národnej meny a mali jasne určenú nominálnu hodnotu. Jednotlivé štáty si vo svojich centrálnych bankách dlhú dobu udržiavali zlaté rezervy, aby tak zabezpečili dôveryhodnosť svojej meny. Tento systém je známy pod názvom *zlatý štandard*. Peniaze v podobe mincí a krytých bankoviek sa dali zameniť za zlato v pevne stanovenom pomere. Ako prvé zaviedlo zlatý štandard Spojené kráľovstvo v roku 1816. Výmenný kurz libry k zlatu na úrovni 3,811 libier šterlingov za uncu stanovil v roku 1717 sám Izák Newton.

Na začiatku prvej svetovej vojny začalo veľa krajín tlačiť čoraz viac peňazí na financovanie vojny. V Nemecku napríklad počet bankoviek vydaných Ríšskou bankou vzrástol z 2 593 miliónov v roku 1913 na 92 844 720,7 miliárd, ktoré boli v obehu k 18. novembru 1923. Výsledkom bola nevyhnutná hyperinflácia⁵. Vzhľadom na väčšie množstvo peňazí v obehu väčšina krajín pozastavila konvertibilitu svojich mien za zlato, pretože peniaze už neboli v plnej miere kryté zlatými rezervami.

Jednotlivé štáty si vo svojich centrálnych bankách udržiavali zlaté rezervy, aby tak zabezpečili dôveryhodnosť svojej meny.

⁵ Podrobnejší prehľad uvádza Davies (1994, s. 573).

Štandard zlatej devízy

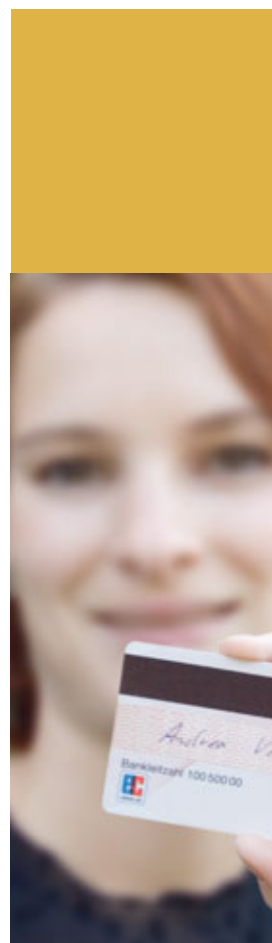
21

Stručná história peňazí

Britský zlatý štandard sa definitívne rozpadol v roku 1931, ale v roku 1944 bol obnovený na medzinárodnej konferencii v Bretton Woods, New Hampshire. Účastníci konferencie sa dohodli na upravenom zlatom štandarde: výmenné kurzy národných mien hlavných svetových hospodárskych veľmocí boli viazané na americký dolár a dolár bol vymeniteľný za zlato v pevnom pomere 35 USD za uncu. Brettonwoodsky menový systém sa preto niekedy nazýva *štandard zlatej devízy*. Centrálné banky boli pripravené vymieňať svoje národné meny za dolár a naopak.

Brettonwoodsky menový systém zanikol v roku 1971 a odvtedy sú meny hlavných ekonomík úplne nekrytými peniazmi. Okrem toho väčšina krajín prešla na režim plávajúceho výmenného kurzu.

Vývoj peňazí sa však nezastavil. V dnešnej dobe na scénu nastupujú rôzne formy nehmotných peňazí vrátane tzv. „elektronických peňazí“ („e-money“) a elektronických platobných prostriedkov, ktoré sa začali objavovať v 90. rokoch 20. storočia. Týmto peniazmi je možné platiť za tovar a služby prostredníctvom internetu a iných elektronických médií. Po prijatí autorizácie platby od kupujúceho sa obchodník spojí s vydávajúcou bankou, ktorá mu prevedie príslušnú sumu. V súčasnosti v Európe funguje celý rad rôznych systémov elektronických peňazí na báze platobných kariet, ktoré vo väčšine prípadov vedú finančné inštitúcie.



V dnešnej dobe na scénu nastupujú rôzne formy nehmotných peňazí vrátane tzv. „elektronických peňazí“.



Kapitola 3

Význam cenovej stability

Táto kapitola prináša podrobné informácie, ktoré nám pomôžu odpovedať na otázky: Čo je to cenová stabilita, inflácia a deflácia? Ako sa meria inflácia? Aký je rozdiel medzi nominálnou úrokovou mierou a reálnou mierou výnosnosti? V čom spočívajú výhody cenovej stability? Inými slovami, ukážu nám, prečo je dôležité, aby centrálna banka zabezpečovala cenovú stabilitu.

Časť 3.1

vysvetľuje niektoré základné ekonomické pojmy, ako napr. inflácia, deflácia a cenová stabilita.

Časť 3.2

sa zameriava na problematiku merania inflácie.

Časť 3.3

poskytuje prehľad výhod cenovej stability.

3.1 Čo je cenová stabilita?

Inflácia a deflácia

Inflácia a deflácia sú dôležité ekonomické javy, ktoré majú negatívny vplyv na ekonomiku. Inflácia sa v podstate definuje ako celkový alebo všeobecný nárast cien tovarov a služieb počas dlhšieho obdobia, ktorý následne vedie k poklesu hodnoty peňazí a tým aj ich kúpnej sily.

Deflácia sa často definuje ako opak inflácie, teda ako situácia, keď celková cenová hladina počas dlhšieho obdobia klesá.

Ak nedochádza k inflácii ani deflácií, teda keď ceny v priemere počas dlhšieho obdobia nerastú ani neklesajú, ale zostávajú stabilné, hovoríme o cenovej stabilite. Ak napríklad za 100 eur dnes kúpime ten istý kôš tovaru, ako povedzme pred rokom alebo dvoma, tento stav môžeme označiť ako absolútnu cenovú stabilitu.

Pohyb jednotlivých cien a celkovej cenovej hladiny

Je dôležité rozlišovať medzi zmenami cien jednotlivých tovarov a služieb a pohybom celkovej cenovej hladiny. V trhovej ekonomike nie sú časté zmeny jednotlivých cien ničím nezvyčajným, aj keď je celková cenová hladina stabilná. Zmeny v ponuke a dopyte po jednotlivých druhoch tovarov a služieb nevyhnutne vedú k zmene ich cien. V posledných rokoch sme napríklad boli svedkami výrazného poklesu cien počítačov a mobilných telefónov, predovšetkým v dôsledku rýchleho technického pokroku. Od začiatku roka 1999 do polovice roka 2006 naopak stúpali ceny ropy a energií, čiastočne v dôsledku obáv ohľadom dodávok energie v budúcnosti a čiastočne v dôsledku zvýšeného dopytu po energiách, najmä v rýchlorastúcich ekonomikách. Celkovo však inflácia vo väčšine priemyselných krajín zostala na stabilne nízkej úrovni. To znamená, že stabilita všeobecnej hladiny cien môže byť zachovaná aj v prípade výrazných zmien jednotlivých cien, pokiaľ sa rast a pokles cien jednotlivých tovarov navzájom vykompenzuje tak, že sa celková cenová hladina nezmení.



3.2 Meranie inflácie

Problematika merania

Ako sa meria inflácia? V ekonomike sú milióny cien. Tieto ceny sa neustále menia a ich zmeny zhruba zodpovedajú zmenám v ponuke a dopyte po jednotlivých tovaroch a službách, čím vypovedajú o ich „relatívnom nedostatku“. Je samozrejme rovnako nereálne ako aj nežiadúce brať do úvahy všetky tieto ceny. Zároveň však nestačí sledovať len niektoré z nich, pretože nemusia vypovedať o celkovej cenovej hladine.

Väčšina krajín na meranie inflácie používa jednoduchý a logický spôsob založený na „indexe spotrebiteľských cien“ (Consumer Price Index – CPI)⁶. Pri tejto metóde sa na základe analýzy nákupného správania spotrebiteľov zisťujú tovary a služby, ktoré spotrebiteľia zvyčajne kupujú, a ktoré sa teda dajú považovať za svojím spôsobom reprezentatívne pre priemerného spotrebiteľa v danej ekonomike. Popri predmetoch dennej spotreby (napr. chlieb a ovocie) sem patria aj nákupy predmetov dlhodobej spotreby (napr. áut, počítačov, práčok atď.) a pravidelné platby (napr. nájomné). Zostavením tohto „nákupného zoznamu“ jednotlivých položiek a priradením váh podľa ich dôležitosti v rozpočte spotrebiteľa získame tzv. „spotrebný koš“⁷. Každý mesiac veľký počet anketárov zisťuje ceny týchto položiek v rôznych obchodoch. Následne sa sleduje vývoj ceny tohto koša v čase, a tak sa určuje časový rad cenového indexu. Ročná miera inflácie sa potom počíta ako percentuálna zmena dnešnej ceny spotrebného koša oproti cene toho istého koša pred rokom.

Treba však poznamenať, že vývoj úrovne cien vyjadrený pomocou tohto koša vypovedá len o situácii „priemerného“, resp. reprezentatívneho spotrebiteľa. Ak sa ale nákupné správanie určitého človeka zásadne líši od priemerného modelu spotreby, a teda aj od spotrebného koša, na ktorom je index postavený, životné náklady tohto človeka sa môžu zmeniť inak, ako ukazuje index. Preto vždy existujú ľudia, pre ktorých bude „miera inflácie“ ich „osobného spotrebného koša“ vyššia alebo nižšia. Inak povedané, inflácia meraná prostredníctvom cenového indexu je len približným meradlom priemernej situácie v hospodárstve; nie je identická s celkovými zmenami cien, ktorým sú vystavení jednotliví spotrebiteľia.

Rámček 3.1 Meranie inflácie – jednoduchý príklad

Skúsme si horeuvedené úvahy názorne ukázať na jednoduchom matematickom príklade. Povedzme, že v reprezentatívnom spotrebnom koši celoročných výdavkov tínedžera je 100 sendvičov, 50 nealkoholických nápojov, desať energetických nápojov a jeden horský bicykel.

	Množstvo	Cena (1. rok)	Cena (2. rok)	Cena (3. rok)
Sendviče	100	1,00 EUR	1,20 EUR	0,90 EUR
Nealko nápoje	50	0,50 EUR	0,40 EUR	0,70 EUR
Energetické nápoje	10	1,50 EUR	1,70 EUR	1,20 EUR
Horský bicykel	1	160,00 EUR	173,00 EUR	223,00 EUR
Cena spotrebného koša		300,00 EUR	330,00 EUR	360,00 EUR
Cenový index		100,00	110,00	120,00

⁶ Index spotrebiteľských cien, ktorý meria zmeny cien spotrebných tovarov a služieb, nie je jediným cenovým indexom v hospodárstve. Podobný ekonomický význam má aj index cien výrobcov. Tento index meria veľkosť zmien cien tovarov a služieb domácich výrobcov v priebehu času.

⁷ Presnejšie, tieto tovary sa vážia na základe ich podielu v konečných peňažných výdavkoch domácností. V praxi to znamená, že váhy jednotlivých položiek spotrebného koša sa pravidelne prehodnocujú, aby zodpovedali zmenám v správaní spotrebiteľov.

Celkovú cenu koša vypočítame tak, že množstvo jednotlivých produktov vynásobíme príslušnými cenami a spočítame. Z výsledku je jasné, že medzi prvým a druhým rokom cena koša týchto tovarov vzrástla z 300 eur na 330 eur, t. j. o 10 %. Medzi prvým a tretím rokom jeho cena stúpila z 300 eur na 360 eur, t. j. o 20 %.

To isté môžeme vyjadriť aj prostredníctvom cenového indexu. Cenový index vypočítame tak, že cenu spotrebného koša v danom roku vydáme jeho cenou v bázičkom roku a výsledok vynásobíme 100. V horeuvedenej tabuľke je bázičným prvý rok. Cenový index za tretí rok teda predstavuje:

$$\text{Cenový index} = (Cena_3 / Cena_1) \times 100 = (360 / 300) \times 100 = 120$$

Cenový index sa snaží podať celkový prehľad o vývoji veľkého počtu cien. Ako ukazujú tento príklad, cenový index môže rásť, aj keď niektoré ceny klesajú.

Problémy s meraním

Akýkoľvek pokus o vyjadrenie celkovej zmeny cien jedným číslom je problematický hneď z viacerých dôvodov.

Po prvé, existujúci kôš zvyčajne časom prestáva byť reprezentatívnym, pretože spotrebiteľia v čoraz väčšej miere nahrádzajú drahší tovar lacnejším. Kvôli vysokým cenám benzínu môžu niektorí ľudia napríklad menej jazdiť autom a namiesto toho kupovať viac iného tovaru. Ak sa zodpovedajúcim spôsobom neprispôbia váhy priradené jednotlivým tovarom, zmena indexu môže „skutočný“ rast cien mierne nadhodnotiť. Po druhé, do cenového indexu je niekedy ťažké premietnuť zmenu kvality. Ak sa časom zlepši kvalita produktu a zároveň sa zvýši jeho cena, časť zvýšenia ceny je dôsledkom vyššej kvality. Zvýšenie cien spôsobené zmenou kvality sa nedá považovať za príčinu inflácie, pretože neznižuje kúpnu silu peňazí. Zmeny kvality v priebehu dlhšieho obdobia sú bežné. Dnešné autá sa napríklad značne líšia od automobilov vyrábaných v 70. rokoch 20. storočia, ktoré boli zasa podstatne iné ako automobily z 50. rokov. Štatistické úrady vynakladajú značné úsilie na úpravy zohľadňujúce zmeny kvality, aj keď samotná povaha týchto úprav ich odhad dosť sťažuje.

Popri nových druhoch *existujúceho* tovaru (napr. zavedenie nových cereálií) je dôležité a zároveň náročné zohľadniť *nové* produkty. Napríklad po príchode DVD prehrávačov na trh nevyhnutne trvalo istý čas, než boli zachytené do cenových štatistík, pretože bolo potrebné získať informácie o podiele na trhu, hlavných distribučných kanáloch, najobľúbenejších značkách a pod. Ak však zahrnutie nových produktov do cenového indexu trvá prídlho, index prestáva presne odrážať skutočné zmeny cien, ktorým sú spotrebiteľia vystavení.

Viacero ekonomických štúdií v minulosti poukázalo na síce malú, ale kladnú odchýlku pri meraní národných indexov spotrebiteľských cien, čo naznačuje, že „skutočnej“ cenovej stability môže zodpovedať aj nameraná hodnota inflácie nižšia, povedzme, o 0,5 percentuálneho bodu. Pre eurozónu (t. j. všetky členské štáty EÚ, ktoré prijali euro ako svoju menu) nie sú k dispozícii žiadne presné odhady takejto odchýlky merania. Existujú však dva dôvody, vďaka ktorým môžeme predpokladať, že táto odchýlka bude malá. Po prvé, harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP) – harmonizovaný index spotrebiteľských cien za všetky krajiny eurozóny – je pomerne nový pojem. Po druhé,

Nominálne a reálne premenné

Ako už bolo vysvetlené, v dôsledku pôsobenia inflácie sa za určitú sumu peňazí dá kúpiť čoraz menej tovaru. Inými slovami, hodnota peňazí, resp. ich kúpna sila klesá. Tento poznatok nás privádza k ďalšej dôležitej ekonomickej téme: k rozdielu medzi nominálnymi a reálnymi premennými. Nominálna premenná sa meria prostredníctvom bežných cien. Takéto premenné sa zvyčajne menia spolu so zmenami cenovej hladiny a teda aj inflácie. Inak povedané, tieto premenné nezohľadňujú účinky inflácie. Reálne premenné, ako napríklad reálny príjem alebo reálne mzdy, sú naopak premenné, ktoré sú od vplyvu inflácie očistené.

Predpokladajme, že príjem pracovníka sa v nominálnom (t. j. peňažnom) vyjadrení ročne zvýši o 3 %, takže jeho mesačný príjem sa zvýši z povedzme 2 000 eur na 2 060 eur. Zároveň predpokladajme, že všeobecná cenová hladina za to isté obdobie stúpne o 1,5 %, čo zodpovedá ročnej miere inflácie na úrovni 1,5 %. Zvýšenie reálnej mzdy potom predstavuje $((103/101,5) - 1) \times 100 \approx 1,48\%$ (alebo približne $3\% - 1,5\% = 1,5\%$). To znamená, že čím je vyššia miera inflácie pri danom zvýšení nominálnej mzdy, tým menej tovaru si pracovník môže kúpiť.

Dôležité je aj rozlišovať medzi nominálnymi a reálnymi úrokovými sadzbami (pozri aj rámček nižšie). Predpokladajme napríklad, že si za nominálnu hodnotu môžete kúpiť jednoročný dlhopis s výnosom 4 % splatným na konci roka. Ak by ste za tento dlhopis na začiatku roka zaplatili 100 eur, na konci roka by ste zaňho dostali 104 eur. To znamená, že nominálna úroková miera dlhopisu je 4 %. Nezabudnite, že ak nie je stanovené inak, pod úrokovou mierou sa myslí nominálna úroková miera.

Povedzme, že miera inflácie v danom roku dosiahne tiež 1,5 %. Je to to isté, ako keby sme povedali, že kôš tovaru, ktorý dnes stojí 100 eur, bude o rok stáť 101,5 eura. Ak si kúpite dlhopis s nominálnou úrokovou sadzbou 4 % za 100 eur a po roku ho predáte za 104 eur, a potom si kúpite kôš tovaru za 101,5 eura, zostane vám 2,5 eura. To znamená, že po zohľadnení inflácie vám dlhopis za 100 eur vynesie „reálny“ príjem 2,5 eura, čo zodpovedá reálnej úrokovej sadzbe 2,5 %. Je zrejmé, že ak je inflácia kladná, reálna úroková sadzba je nižšia ako nominálna.

Rámček 3.2 Vzťah medzi očakávanou infláciou a úrokovými mierami – tzv. „Fisherov efekt“

Úrokovú mieru, ktorú vypláca banka (alebo ktorá predstavuje výnos z dlhopisu), nazývajú ekonómovia *nominálna* úroková miera. Reálna úroková miera sa definuje ako nárast kúpnej sily v dôsledku tejto investície. Ak i predstavuje nominálnu úrokovú mieru, r reálnu úrokovú mieru a π mieru inflácie, potom vzťah medzi týmito tromi premennými možno vyjadriť nasledovne⁸:

⁸ Treba poznamenať, že tento vzťah je len aproximáciou, ktorá je pomerne presná, len ak sú hodnoty r , i a π relatívne malé. V skutočnosti sa dá dokázať, že $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ alebo $r = i + \pi + r \times \pi$. Pre nízke hodnoty r a π sa súčin $r \times \pi$ samozrejme stáva zanedbateľným, a preto sa používa aproximácia $r = i - \pi$.

$$r = i - \pi$$

Z toho vyplýva, že reálna úroková miera je rozdielom medzi nominálnou úrokovou mierou a mierou inflácie. Jednoduchou úpravou tejto rovnice zistíme, že nominálna úroková miera je súčtom reálnej úrokovej miery a miery inflácie:

$$i = r + \pi$$

Čo nám teda táto rovnica hovorí o rozhodujúcich faktoroch nominálnych úrokových mier?

Ak sa dlžník (napr. niekto, kto si chce kúpiť nové auto) a veriteľ (napr. banka) dohodnú na určitej nominálnej úrokovej miere, nevedia presne, aká bude počas doby úveru miera inflácie. Je preto dôležité rozlišovať medzi dvoma konceptmi reálnej úrokovej miery: reálnou úrokovou mierou, ktorú dlžník a veriteľ očakávajú v čase poskytnutia úveru, teda tzv. reálnou úrokovou mierou *ex ante* (r^*), a skutočnou realizovanou úrokovou mierou, tzv. reálnou úrokovou mierou *ex post* (r).

Napriek tomu, že dlžníci a veritelia nedokážu budúci vývoj inflácie presne predpovedať, je dosť pravdepodobné, že o budúcej miere inflácie majú určitú predstavu. Ak π označuje skutočnú infláciu a π^e jej očakávanú úroveň, reálna úroková miera *ex ante* je $i - \pi^e$ a reálna úroková miera *ex post* je $i - \pi$. Tieto dve úrokové miery sa líšia vtedy, ak je skutočná, resp. realizovaná inflácia iná ako očakávaná miera inflácie.

Nominálna úroková miera samozrejme nemôže zohľadňovať skutočnú budúcu infláciu, pretože tá pri stanovovaní nominálnej úrokovej miery nie je známa. Nominálna úroková miera môže brať do úvahy len očakávanú infláciu.

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

Rovnica vyjadrená v tejto podobe sa nazýva Fisherova rovnica, podľa ekonóma Irvinga Fishera (1867 – 1947). V podstate ukazuje, že nominálna úroková miera sa môže zmeniť z dvoch dôvodov, a to kvôli zmene očakávanej reálnej úrokovej miery (r^*) alebo kvôli zmene očakávanej miery inflácie (π^e). Presnejšie povedané, táto rovnica hovorí, že pri danej reálnej miere *ex ante* sa nominálna úroková miera i mení rovnako ako očakávaná inflácia π^e . Tento bezprostredný vzťah medzi očakávanou mierou inflácie a nominálnou úrokovou mierou sa nazýva „Fisherov efekt“, pri ktorom nárast inflácie vedie k zvýšeniu nominálnych úrokových mier.

Vysoká nominálna úroková miera z bankového vkladu alebo štátneho dlhopisu preto môže byť jednoducho odrazom vyšších inflačných očakávaní a nemusí znamenať, že vysoký má byť aj reálny výnos z tejto investície. Pochopenie tohto princípu je dôležité pre každého, kto požičiava alebo si chce požičať peniaze.

Treba poznamenať, že za určitých okolností môžu úrokové miery obsahovať aj rizikové prémie. Zvyčajne ide o prémie za inflačné riziko (riziko neistoty), kurzové riziko a riziko neplatenia.

3.3 Výhody cenovej stability

29

Význam cenovej stability

Cenová stabilita podporuje životnú úroveň tým, že...

V predchádzajúcom texte sa vysvetľuje, prečo sú inflácia a deflácia vo všeobecnosti neželanými javmi. Inflácia i deflácia sú naozaj spojené s podstatnými nevýhodami a nákladmi. Cenová stabilita vzniku takýchto nákladov zabráňuje a prináša dôležité výhody všetkým občanom. Spôsobov, akými cenová stabilita pomáha dosiahnuť vyššiu úroveň blahobytu, napr. prostredníctvom vyššej zamestnanosti, je niekoľko.

... prispieva k znižovaniu neistoty ohľadne celkového vývoja cien a tým zvyšuje transparentnosť relatívnych cien...

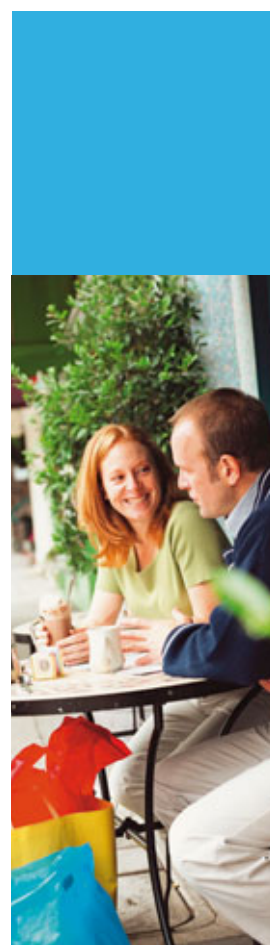
Po prvé, cenová stabilita ľuďom uľahčuje sledovanie zmien cien jednotlivých tovarov vyjadrených množstvom iných tovarov (t. j. „relatívnych cien“), pretože tieto zmeny sa neskrývajú za fluktuácie celkovej cenovej hladiny. Povedzme, že cena určitého produktu stúpne o 3 %. Ak je celková cenová hladina stála, spotrebitelia budú vedieť, že sa zvýšila relatívna cena tohto produktu a môžu sa rozhodnúť, že ho budú kupovať v menšej miere. V prostredí s vysokou a premenlivou infláciou sa však relatívna cena zisťuje ťažšie a môže sa dokonca stať, že v skutočnosti naopak klesla. V takom prípade môže byť pre spotrebiteľa výhodnejšie kupovať relatívne väčšie množstvo tohto produktu, pretože jeho cena sa zvýšila „len“ o 3 %.

V prípade všeobecnej deflácie si spotrebitelia nemusia uvedomiť, že pokles ceny jedného produktu je len odrazom celkového cenového vývoja, a nie poklesom jeho relatívnej ceny. Preto sa môže stať, že týchto produktov budú omylom kupovať priveľa.

Ak sú teda ceny stabilné, nehrozí riziko, že podniky alebo spotrebitelia si zmeny všeobecnej cenovej hladiny pomýlia so zmenami relatívnych cien a pri rozhodovaní o spotrebných a investičných výdavkoch sú lepšie informovaní.

Neistota ohľadom miery inflácie môže podniky viesť aj k nesprávnym personálnym rozhodnutiam. Predstavme si, že v prostredí vysokej inflácie si podnik nesprávne vysvetlí nárast trhovej ceny svojich výrobkov o 5 % ako pokles relatívnej ceny, pričom si neuvedomí, že inflácia nedávno klesla zo 6 % na 4 %. Podnik sa preto môže rozhodnúť, že bude menej investovať a prepustí určitú časť svojich zamestnancov, aby znížil svoju výrobnú kapacitu, pretože inak by vzhľadom na zdanlivý pokles relatívnej ceny svojich výrobkov očakával stratu. Toto rozhodnutie sa však môže ukázať ako nesprávne, pretože zvýšenie nominálnej mzdy zamestnancov môže byť v dôsledku nižšej inflácie menšie, ako podnik predpokladal. Ekonomovia takéto prípady označujú ako nesprávne umiestňovanie zdrojov. V zásade dochádza k plytvaniu zdrojmi (kapitálom, pracovnou silou atď.), pretože niekoľko zamestnancov bolo prepustených len kvôli nestabilnému vývoju cien.

Podobné plytvanie zdrojmi by mohlo nastať v prípade, ak by zamestnanci a odbory neodhadli budúci vývoj inflácie a požadovali by pomerne výrazné zvýšenie nominálnej mzdy, aby predišli podstatnému poklesu reálnej mzdy v dôsledku vysokej inflácie v budúcnosti. Ak sú inflačné očakávania podnikov v tomto prípade nižšie ako očakávania



Cenová stabilita ľuďom uľahčuje sledovanie zmien cien jednotlivých tovarov.

zamestnancov a odborov, požadované zvýšenie nominálnej mzdy by mohli zároveň považovať za dosť vysoké zvýšenie reálnej mzdy a mohli by sa rozhodnúť znížiť počet zamestnancov alebo aspoň prijať menej nových zamestnancov, ako by prijali bez tohto „zdanlivo“ vysokého nárastu reálnej mzdy.

Cenová stabilita znižuje inflačnú neistotu a tým pomáha zabráňovať nesprávnemu umiestňovaniu zdrojov, ako bolo uvedené v príklade vyššie. Tým, že trhu pomáha umiestňovať zdroje tam, kde sa dajú využiť najproduktívnejšie, dlhodobá cenová stabilita zvyšuje efektívnosť hospodárstva a tým i bohatstvo domácností.

... prispieva k znižovaniu rizikových prémieí v úrokových mierach...

Po druhé, ak majú veritelia istotu, že ceny zostanú stabilné aj v budúcnosti, nebudú požadovať dodatočný výnos (tzv. „prémium za inflačné riziko“) ako náhradu za inflačné riziko spojené s držbou nominálnych aktív po dlhšiu dobu (pozri rámček 3.2). Znížením týchto prémieí, a tým aj nominálnych úrokových mier, teda cenová stabilita prispieva k efektívnemu umiestňovaniu zdrojov na kapitálových trhoch a stimuluje investície. To zasa podporuje tvorbu pracovných miest a zvyšuje ekonomický blahobyt vo všeobecnosti.

... pomáha odstraňovať potrebu zbytočného zabezpečovania...

Po tretie, presvedčivé udržiavanie cenovej stability zároveň znižuje pravdepodobnosť, že jednotlivci alebo podniky použijú časť zdrojov z výrobnjej činnosti na ochranu (tzv. hedžing) pred infláciou a defláciou, napríklad viazaním (indexáciou) hodnoty nominálnych obchodov na cenový vývoj. Vzhľadom na to, že úplná indexácia je nemožná, resp. príliš drahá, v prostredí s vysokou infláciou dáva zmysel skladovať tovar, pretože ten si za daných okolností uchováva hodnotu lepšie ako peniaze alebo iné finančné aktíva. Nadmerná akumulácia zásob však zjavne nie je efektívnym investičným rozhodnutím a okrem toho brzdí hospodársky rast a rast reálneho príjmu.

... pomáha obmedzovať rušivé vplyvy daňových systémov a systémov sociálneho zabezpečenia...

Po štvrté, daňové systémy a systémy sociálneho zabezpečenia môžu vytvárať podnety, ktoré deformujú ekonomické správanie. V mnohých prípadoch tieto rušivé vplyvy ešte zhoršuje inflácia alebo deflácia, pretože rozpočtové systémy zvyčajne neumožňujú indexáciu daňových sadzieb a príspevkov na sociálne zabezpečenie o mieru inflácie. Napríklad zvýšenie platov, ktoré má kompenzovať vývoj inflácie, môže zamestnancov posunúť do vyššieho daňového pásma. Tento jav je známy pod názvom „*studentá progresia*“. Cenová stabilita tieto rušivé vplyvy spojené s dopadom inflačného alebo deflačného vývoja na daňový systém a systém sociálneho zabezpečenia znižuje.



Dlhodobá cenová
stabilita zvyšuje
efektívnosť
hospodárstva
a tým i bohatstvo
domácností.

Rámček 3.3 Hyperinflácia

Situácia, v ktorej je miera inflácie veľmi vysoká alebo neustále rastie, až kým sa nevymkne spod kontroly, sa nazýva „hyperinflácia“. Zo sociálneho hľadiska je hyperinflácia veľmi deštruktívnym javom, ktorý má ďalekosiahle následky na jednotlivcov i spoločnosť ako celok. Aj keď neexistuje žiadna všeobecne uznávaná definícia hyperinflácie, väčšina ekonómov sa zhoduje v tom, že ak *mesačná* miera inflácie prekročí 50 %, možno hovoriť o hyperinflácii.

Obdobia hyperinflácie a veľmi vysokej inflácie sa v 20. storočí vyskytli viackrát. Nižšie je uvedených niekoľko príkladov krajín, ktoré sa s takto vysokou ročnou mierou inflácie stretli, spolu s údajmi o dosiahnutej miere inflácie v danom roku:

1922	Nemecko	5 000 %
1985	Bolívia	viac ako 10 000 %
1989	Argentína	3 100 %
1990	Peru	7 500 %
1993	Brazília	2 100 %
1993	Ukrajina	5 000 %

Pozrime sa stručne na dopady tohto javu. Mesačná miera inflácie vo výške 50 % znamená viac ako 100-násobné zvýšenie cenovej hladiny za rok, pričom za tri roky ceny dosiahnu násobok viac než dvoch miliónov. Takéto miery inflácie samozrejme pre krajinu predstavujú veľkú záťaž.

Napríklad v Nemecku mala hyperinflácia, ktorá nasledovala po prvej svetovej vojne a vyvrcholila v roku 1923, ničivé hospodárske, spoločenské a podľa všeobecného názoru aj politické dopady.

Skutočnosť, že veľa ľudí prišlo o svoje úspory, viedla k výraznej strate majetku širokých vrstiev obyvateľstva. Vedomie, že hladina cien neustále rastie, bolo začiatkom začarovaného kruhu. Ľudia prirodzene požadovali vyššie mzdy, keďže predpokladali ďalší rast cien v budúcnosti. Tieto očakávania sa následne zmenili na realitu, pretože vyššie mzdy znamenali vyššie výrobné náklady, a tie zasa znamenali vyššie ceny. Ľudia sa zároveň začali rýchlo zbavovať svojich peňazí, ktoré strácali hodnotu, a míňali ich čoraz rýchlejšie.

Vláda na pokles hodnoty peňazí reagovala tým, že na papierové bankovky pripisovala stále viac núl. Časom sa však s explodujúcou cenovou hladinou už nedokázala vyrovnáť. Nakoniec sa náklady hyperinflácie stali neúnosnými. Peniaze úplne stratili úlohu uchovávateľa peňazí, zúčtovacej jednotky a prostriedku výmeny. Na scénu opäť nastúpil výmenný obchod a oficiálne papierové peniaze nahradili neoficiálne platidlá ako napr. cigarety, ktoré svoju hodnotu nestrácali.

... pomáha zvyšovať výhody držania hotovosti...

Po piate, na infláciu sa možno pozeráť aj ako na skrytú daň z držby peňazí. Inými slovami, ľudia, ktorí majú peniaze v hotovosti (alebo vklady, ktoré nie sú úročené trhovými sadzbami), pri raste cenovej hladiny strácajú časť *reálnej* hodnoty svojich peňazí a teda aj svojho reálneho finančného bohatstva, ako keby ich peniaze boli zdanené. Čím vyššia je teda očakávaná miera inflácie (a tým aj vyššie nominálne úrokové miery – pozri rámček 3.2), tým je menší dopyt domácností po hotovosti (rámček 3.4 ukazuje, prečo vyššie nominálne úrokové miery spôsobujú pokles dopytu po (neúročených) peniazoch). Platí to aj v prípade, ak vývoj inflácie nie je neistý, t. j. je plne očakávaný. Ak potom ľudia držia menší objem hotovosti, musia si chodiť častejšie vyberať peniaze do banky. Tieto nepríjemnosti a náklady spôsobené nižšou držbou hotovosti sa často obrazne nazývajú „topánkové“ náklady inflácie, pretože pri neustálych cestách do banky sa topánky rýchlejšie zoderú. Všeobecnejšie možno povedať, že nižšia držba hotovosti vedie k vyšším transakčným nákladom.

Rámček 3.4 Dopyt po hotovosti

Peniaze vďaka svojej likvidite svojmu držiteľovi poskytujú službu v podobe jednoduchších transakcií. Ľudia by inak nemali dôvod držať peniaze, ktoré nie sú úročené. Držaním hotovosti totiž znášajú tzv. „náklady obetovaných príležitostí“, pretože prichádzajú o kladný výnos, ktorý by mohli získať z iných aktív. Vyššia očakávaná miera inflácie, a teda aj vyššia nominálna úroková miera (pozri rámček 3.2) preto majú na dopyt po peniazoch väčšinou negatívny vplyv.

Predstavme si situáciu, keď krátkodobá trhovú úrokovú mieru vyplácanú z bankových vkladov alebo štátnych dlhopisov je len 2 %. V takom prípade držbou bankoviek v hodnote 1 000 eur za rok strácame 20 eur. Úroková miera alternatívnych investícií predstavuje náklady obetovaných príležitostí pri držbe bankoviek.

Teraz pre zmenu predpokladajme, že kvôli vyššej inflácii sa nominálne úrokové miery zvýšia a úroky z vášho účtu v banke budú namiesto 2 % predstavovať 10 %. Ak by ste aj naďalej mali 1 000 eur v hotovosti, vaše náklady obetovaných príležitostí by dosiahli 100 eur za rok, resp. 2 eurá za týždeň. V takom prípade sa môžete rozhodnúť, že vám v hotovosti bude stačiť napr. 500 eur, a tým zvýšite svoje úrokové príjmy o 1 euro týždenne, resp. 50 eur ročne. Inak povedané, čím vyššia je úroková miera, tým nižší je dopyt po bankovkách. Ekonómovia tento jav nazývajú „úroková elasticita“ dopytu po peniazoch.

... pomáha zabraňovať náhodnému prerozdeľovaniu bohatstva a príjmov...

33

Význam cenovej stability

Po šieste, udržiavanie cenovej stability zabraňuje vzniku značných hospodárskych, spoločenských a politických problémov spojených s náhodným prerozdeľovaním bohatstva a príjmov, ku ktorému dochádza v obdobiach inflácie a deflácie. Platí to predovšetkým vtedy, ak sa zmeny cenovej hladiny dajú ťažko predpovedať, ako aj pre tie skupiny spoločnosti, ktoré majú problémy s ochranou svojich nominálnych pohľadávok proti inflácii. Ak napríklad dôjde k nečakanému nárastu inflácie, všetci, ktorí majú nominálne pohľadávky (napríklad v podobe dlhodobějších dohôd o výške miezd, bankových vkladov alebo štátnych dlhopisov), utrpia straty reálnej hodnoty týchto pohľadávok. Bohatstvo sa potom umelo presúva od veriteľov (alebo vkladateľov) k dlžníkom, pretože za peniaze prijaté zo splatenia úveru sa dá nakoniec kúpiť menej tovaru ako v čase jeho poskytnutia.

V prípade neočakávanej deflácie by vlastníci nominálnych pohľadávok mohli naopak získať, pretože reálna hodnota ich pohľadávok (napr. miezd alebo vkladov) sa zvýši. V období deflácie však dlžníci často nie sú schopní svoje dlhy splácať a často môžu dokonca zbankrotovať. To by mohlo poškodiť spoločnosť ako celok a najmä veriteľov a zamestnancov bankrotujúcich firiem.

Inflácia a deflácia väčšinou najviac postihuje najchudobnejšie vrstvy obyvateľstva, pretože ich možnosti, ako sa proti nim chrániť, sú obmedzené. Stabilné ceny preto pomáhajú udržiavať sociálnu súdržnosť a stabilitu. Skúsenosti z viacerých období počas 20. storočia ukazujú, že vysoká inflácia často spôsobuje spoločenskú a politickú nestabilitu, pretože tie skupiny obyvateľstva, ktoré infláciou strácajú najviac, sa cítia podvedené, ak (neočakávaná) inflácia „zdaní“ veľkú časť ich úspor.

... prispieva k finančnej stabilite

Po siedme, náhly nárast hodnoty aktív v dôsledku neočakávaných zmien inflácie môže narušiť súvahu každej banky. Povedzme, že banka napríklad poskytuje dlhodobé pôžičky s pevne stanovenou úrokovou mierou, ktoré financuje krátkodobými vkladmi. Ak inflácia neočakávane stúpne, reálna hodnota jej aktív klesne. Banka následne môže mať problémy s platobnou schopnosťou, ktoré môžu spôsobiť nepriaznivú reťazovú reakciu. Ak menová politika udržiava cenovú stabilitu, predchádza vplyvu inflačných alebo deflačných šokov na reálnu hodnotu nominálnych aktív a tým upevňuje aj finančnú stabilitu.

Udržiavaním cenovej stability centrálna banka prispievajú k širším hospodárskym cieľom

Všetky horeuvedené argumenty naznačujú, že centrálna banka udržiavaním cenovej stability výraznou mierou prispieva k dosahovaniu širších hospodárskych cieľov, ako napríklad vyššej životnej úrovne, vyššej a stabilnejšej úrovne hospodárskej aktivity a zamestnanosti. Tento záver podporujú aj ekonomické dôkazy, ktoré na základe veľkého počtu rôznych krajín, metodík a období ukazujú, že z dlhodobého hľadiska ekonomiky s nižšou infláciou v priemere dosahujú rýchlejší reálny rast.

Z dlhodobého hľadiska ekonomiky s nižšou infláciou v priemere dosahujú rýchlejší reálny rast.





Kapitola 4

Určujúce faktory cenového vývoja

Táto kapitola poskytuje podrobnejšie informácie, ktoré nám pomôžu nájsť odpovede na otázky ako: Čo určuje všeobecnú cenovú hladinu? Aké faktory spôsobujú infláciu? Ako môže centrálna banka, presnejšie povedané, menová politika, zabezpečiť cenovú stabilitu? Aká je úloha rozpočtovej politiky? Mala by sa menová politika sústrediť priamo na podporu reálneho rastu alebo na znižovanie nezamestnanosti? Alebo, inými slovami, čo menová politika môže, resp. nemôže dosiahnuť.

Časť 4.1

uvádza stručný prehľad možností menovej politiky.

Časť 4.2

rieši otázku, ako môže menová politika ovplyvňovať úrokové miery.

Časť 4.3

ukazuje vplyv zmien úrokovej miery na rozhodnutia domácností a podnikov o výdavkoch.

Časť 4.4

analyzuje faktory, ktoré určujú cenový vývoj z krátkodobého hľadiska.

Časť 4.5

sleduje faktory, ktoré určujú cenový vývoj v strednodobom a dlhodobom horizonte a ukazuje, že v takýchto časových horizontoch má menová politika na ovplyvňovanie cien vhodné nástroje. Menová politika je preto zodpovedná za inflačné trendy.

V predchádzajúcej časti sme sa zaoberali problematikou merania inflácie a výhod cenovej stability. Nespomenuli sme však príčiny všeobecného vývoja cien. V nasledujúcich častiach sa zameriame na príčiny inflácie, t. j. celkového alebo všeobecného nárastu cien tovarov a služieb, ktorý zodpovedá poklesu kúpnej sily peňazí. Skôr ako sa pustíme do podrobností, uvedieme krátky prehľad úlohy a účinkov menovej politiky. Vďaka tomu budeme ostatné faktory vidieť v širších súvislostiach.

4.1 Prehľad možností menovej politiky

Ako môže menová politika ovplyvniť cenovú hladinu? Táto otázka súvisí s javom, ktorý ekonómovia vo všeobecnosti nazývajú „transmisný proces“, t. j. proces, akým sa opatrenia centrálnej banky premietajú do hospodárstva a v konečnom dôsledku do cien. Aj keď tento proces je nesmierne zložitý, časom sa mení a v každej ekonomike je iný (až natoľko, že dodnes nie je úplne jasný), jeho hlavné zákonitosti sú dobre známe. Spôsob, akým menová politika ovplyvňuje hospodársky vývoj, možno vysvetliť nasledovne: centrálna banka je výhradným emitentom bankoviek a bankových rezerv, je teda monopolným poskytovateľom tzv. „menovej bázy“. Vďaka svojmu monopolu centrálna banka dokáže ovplyvňovať podmienky na peňažnom trhu a riadiť vývoj krátkodobých úrokových mier.

Z krátkodobého hľadiska centrálna banka dokáže ovplyvniť reálny hospodársky vývoj

Z krátkodobého hľadiska uvedie zmena úrokových mier na peňažnom trhu (t. j. krátkodobých úrokových mier) vyvolaná centrálnou bankou do pohybu celý rad mechanizmov, najmä preto, že táto zmena má priamy vplyv na rozhodnutia domácností a podnikov o spotrebe a sporení. Ak vychádzame z predpokladu, že ostatné podmienky sa nemenia, vyššie úrokové miery napríklad znížia atraktivnosť pôžičiek ako spôsobu financovania súkromnej a podnikovej spotreby a investícií. Pre domácnosti bude zároveň zaujímavejšie peniaze sporiť, ako utráčať. Zmeny oficiálnych úrokových mier môžu nakoniec ovplyvniť aj ponuku úverov. Tieto zmeny následne s určitým oneskorením ovplyvnia vývoj reálnych ekonomických premenných, ako napr. objemu produkcie.

Z dlhodobého hľadiska zmeny v ponuke peňazí ovplyvňujú celkovú cenovú hladinu...

Súčasťou vyššie uvedených dynamických procesov je celý rad rôznych mechanizmov a krokov rôznych hospodárskych subjektov v rôznych štádiách procesu. Okrem toho sa môže rozsah a intenzita rôznych účinkov líšiť v závislosti od hospodárskej situácie. Preto zvyčajne trvá pomerne dlho, kým sa opatrenia menovej politiky premietnu do cenového vývoja. Medzi ekonómami však prevláda názor, že z dlhodobého hľadiska, t. j. po tom, ako v ekonomike prebehne celý adaptačný proces, sa zmena v objeme peňazí dodávaných centrálnou bankou (za inak nezmenených podmienok) prejaví len na zmene všeobecnej cenovej hladiny, a nespôsobí trvalé zmeny reálnych premenných, ako



Menová politika, ktorá presvedčivým spôsobom udržiava cenovú stabilitu, má veľmi priaznivý vplyv na úroveň bohatstva.

napr. reálneho produktu alebo nezamestnanosti. Ak centrálna banka zmení množstvo peňazí v obeh, v konečnom dôsledku tým zmení hodnotu zúčtovacej jednotky (a tým aj celkovú cenovú hladinu), pričom ostatné premenné sa nezmenia. Je to podobné, ako keď zmeníme štandardnú jednotku dĺžky (napr. z kilometrov na míle), pričom skutočná vzdialenosť medzi dvoma miestami zostáva rovnaká.

... ale neovplyvňujú úroveň reálneho príjmu a zamestnanosti

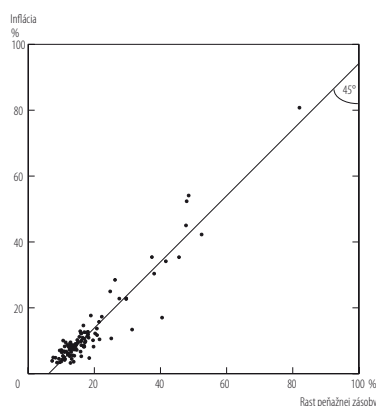
Táto všeobecná zásada, ktorá sa nazýva „dlhodobá neutralita“ peňazí, je základom všetkých štandardných makroekonomických úvah a teórií. Ako už bolo spomenuté vyššie, menová politika, ktorá presvedčivým spôsobom udržiava cenovú stabilitu, má veľmi priaznivý vplyv na úroveň bohatstva a reálnej hospodárskej aktivity. Okrem tohto pozitívneho vplyvu cenovej stability však výšku reálneho príjmu a mieru zamestnanosti v ekonomike dlhodobo určujú predovšetkým reálne faktory (na strane ponuky), ktorých intenzita sa nedá zvyšovať pomocou menovej politiky⁹.

Hlavnými určujúcimi faktormi dlhodobej zamestnanosti a reálneho príjmu sú technológie, rast počtu obyvateľov a všetky aspekty inštitucionálneho rámca ekonomiky (predovšetkým majetkové právo, daňová politika, sociálna politika a ostatné predpisy, ktoré rozhodujú o pružnosti trhov a podnetoch ponuky práce a kapitálu a investícií do ľudských zdrojov).

Inflácia je v konečnom dôsledku menovým javom

Inflácia je v konečnom dôsledku menovým javom. Podľa výsledkov mnohých empirických štúdií sú dlhé obdobia inflácie zvyčajne spojené s rýchlym rastom peňažnej zásoby (pozri graf nižšie). Aj keď cenový vývoj môžu krátkodobo ovplyvniť aj iné faktory (napr. zmeny agregátneho dopytu, technický pokrok alebo komoditné cenové šoky), postupom času sa ich účinky dajú kompenzovať prispôbením menovej politiky. V tomto zmysle centrálna banka dokáže riadiť dlhodobejšie trendy vo vývoji cien alebo inflácie.

Graf: Peniaze a inflácia



Priemerné ročné tempá rastu M2
a spotrebiteľských cien v rokoch
1960 – 1990 v 110 krajinách.

Zdroj: McCandless a Weber (1995)

⁹ Ponukové faktory sú faktory, ktoré určujú ponuku tovarov a služieb v ekonomike, predovšetkým množstvo a kvalita kapitálu a práce, ako aj technický pokrok a štrukturálna politika.

V tomto stručnom prehľade bolo spomenutých niekoľko otázok, ktoré si vyžadujú bližšie vysvetlenie. Vzhľadom na to, že inflácia je v konečnom dôsledku menovým javom, je zrejme nutné podrobnejšie vysvetliť spôsob, akým menová politika vplýva na ekonomiku a v konečnom dôsledku na ceny. Vysvetlenie bude najlepšie podať v troch krokoch.

Po prvé, v časti 4.2 rozoberieme spôsob, akým menová politika môže ovplyvňovať úrokové miery. Po druhé, v časti 4.3 sa budeme zaoberať tým, ako zmeny úrokových mier môžu ovplyvniť rozhodnutia spotrebiteľov a podnikov o výdavkoch. A nakoniec budeme analyzovať vplyv týchto zmien agregátneho dopytu na vývoj cien. V tejto súvislosti spomenieme aj iné, t. j. nemenové alebo reálne faktory, ktoré môžu vývoj cien ovplyvniť krátkodobo. Venovať sa budeme aj celkovej, resp. agregátnej ponuke a dopytu po tovaroch v hospodárstve (pozri rámček 4.2) a rozdielu medzi krátkodobými a dlhodobými účinkami (časti 4.4 a 4.5).

4.2 Peniaze a úrokové miery – ako môže menová politika ovplyvňovať úrokové miery?

Centrálna banka môže určovať krátkodobé nominálne úrokové sadzby pre úvery, ktoré poskytuje komerčným bankám. A banky si od centrálnej banky požičiavať musia, pretože potrebujú bankovky pre svojich klientov a musia plniť povinné minimálne rezervy formou vkladov v centrálnej banke.

Kedže centrálna banka sú jedinými inštitúciami, ktoré sú oprávnené dávať bankovky (a bankové rezervy) do obehu, t. j. sú monopolnými poskytovateľmi peňazí (menovej bázy), môžu určovať sadzby, ktoré sú nástrojom menovej politiky, napr. krátkodobé nominálne úrokové sadzby pre úvery poskytované komerčným bankám. Očakávania v súvislosti s budúcim vývojom základných sadzieb centrálnej banky zasa majú vplyv na výšku celého radu dlhodobějších bankových a trhových úrokových mier.

Rámček 4.1 Prečo dokážu centrálna banka ovplyvniť reálne úrokové miery (ex ante)? Úloha „nehybných“ cien

Ako bolo podrobnejšie vysvetlené v rámčeku 3.2, reálna úroková miera ex ante predstavuje očakávaný reálny výnos z určitého finančného aktíva. Definuje sa ako nominálna úroková miera mínus očakávaná miera inflácie za dobu pevne stanovenej úrokovej miery. Dopad menovej politiky na krátkodobé *reálne* úrokové miery vyplýva z dvoch skutočností: menová politika riadi krátkodobú nominálnu úrokovú mieru a ceny sú z krátkodobého hľadiska nehybné.

Čo sa myslí pod „nehybnými cenami“? Z empirických dôkazov vidieť, že väčšina cien sa určitú dobu nemení. Podniky málokedy menia svoje ceny hneď, ako sa zmení stav ponuky alebo dopytu. V skutočnosti sa niektoré ceny upravujú veľmi často (napr. ceny benzínu), zatiaľ čo ostatné sa upravujú len raz za mesiac alebo za rok. Dôvody môžu byť rôzne. Po prvé, ceny sa v niektorých prípadoch kvôli zníženiu neistoty a nákladov spojených s častým vyjednávaním stanovujú na základe dlhodobých zmlúv medzi podnikmi a ich zákazníkmi. Po druhé, podniky môžu

výšku cien udržiavať preto, aby neustálymi zmenami cien neobťažovali svojich stálych zákazníkov. Po tretie, niektoré ceny sú nehybné v dôsledku štruktúry trhu – keď raz podnik vytlačí a rozošle svoj katalóg alebo cenník, neskoršie zmeny cien sú nákladné. A okrem toho je nákladná aj kalkulácia nových cien.

Z dlhodobého hľadiska sa však ceny prispôbujú novým podmienkam ponuky a dopytu. Inými slovami, ceny sú z dlhodobého hľadiska plne pružné.¹⁰

Skúsme teraz predpokladať, že centrálna banka zvýši ponuku peňazí. Napríklad vytlačí nové peniaze a nakúpi štátne dlhopisy. Ľudia sú ochotní držať väčšiu sumu peňazí a znížiť výšku svojich investícií do dlhopisov len vtedy, ak výnos z dlhopisov, t. j. úroková miera, klesne. To znamená, že ak centrálna banka zvýši ponuku peňazí, nominálna úroková miera musí klesnúť, aby ľudí motivovala k držaniu väčšieho množstva peňazí. A vzhľadom na to, že ceny sú krátkodobu nehybné, krátkodobé inflačné očakávania sa v podstate nezmenia. V dôsledku toho zmena krátkodobej nominálnej úrokovej miery spôsobí zmenu očakávanej reálnej úrokovej miery ex ante (pozri aj rámček 3.2). To znamená, že menová politika môže ovplyvniť očakávané reálne úrokové miery, resp. reálne úrokové miery ex ante pre krátkodobé nástroje.

4.3 Aký je vplyv zmien úrokových mier na rozhodnutia spotrebiteľov a podnikov o výdavkoch?

Z pohľadu domácnosti vyššia reálna úroková miera zvyšuje atraktivnosť sporenia, pretože výnos z úspor vo forme budúcej spotreby je vyšší. Vyššie reálne úrokové miery preto zvyčajne vedú k poklesu bežnej spotreby a k rastu úspor. Z pohľadu podniku vyššia reálna úroková miera (za predpokladu, že ostatné podmienky zostanú rovnaké) odrádza od investícií, pretože investičných príležitostí, ktoré by ponúkali dostatočne vysokú mieru návratnosti na pokrytie zvýšených kapitálových nákladov, je menej.

Inak povedané, nárast úrokovej miery je podnetom na zníženie súkromnej spotreby a bežných podnikových investícií. Z jeho dopadu na domácnosti a podniky je zrejmé, že zvýšenie reálnych úrokových mier vyvolané opatreniami menovej politiky povedie k zníženiu bežných výdavkov v hospodárstve ako celku (za predpokladu, že sa ostatné premenné nezmenia). Podľa ekonómov takáto zmena menovej politiky spôsobuje pokles celkového dopytu, a preto sa označuje ako „sprísnenie“ menovej politiky.

Je dôležité si uvedomiť, že tento proces prebieha s určitým oneskorením. Často môže trvať mesiace, kým podniky zrealizujú nový investičný projekt. Investície spojené s výstavbou nových výrobných prevádzok a dodávkami špeciálneho zariadenia môžu dokonca trvať až niekoľko rokov. Investície do bytovej výstavby na zmeny úrokových mier tiež reagujú s určitým oneskorením. Okrem toho mnohí spotrebiteľia svoje plánované spotrebné výdavky nemenia okamžite po zmene úrokových mier.

¹⁰ S výnimkou regulovaných cien, pri ktorých možno čakať zmeny len veľmi zriedka.

Všeobecne platí názor, že celkový proces transmisie menovej politiky určitý čas trvá. Menová politika teda celkový dopyt po tovare a službách nedokáže riadiť krátkodobo. Inými slovami, medzi zmenou menovej politiky a prejavom jej vplyvu na ekonomiku je výrazný časový sklz.

Rámček 4.2 Ako ovplyvňujú zmeny agregátneho dopytu hospodársku aktivitu a cenový vývoj?

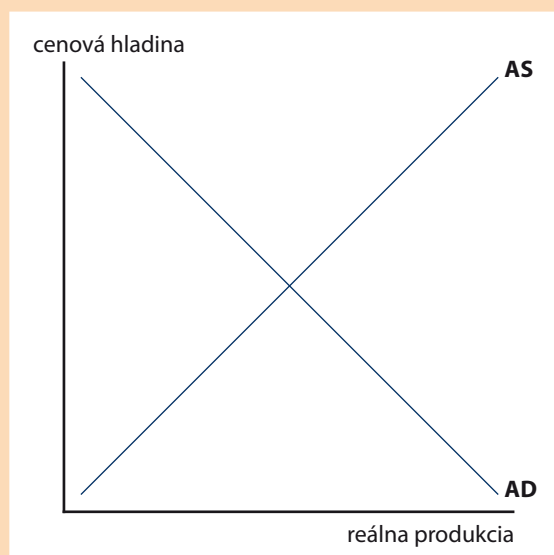
Spôsob, akým zmeny celkového dopytu ovplyvňujú cenový vývoj, sa dá ľahko znázorniť na jednoduchom modeli na základe agregátnej ponuky a dopytu v ekonomike ako celku.

V tomto príklade použijeme len jednoduchú analýzu a svoje tvrdenia podložíme grafmi. Tento model sa v podstate snaží charakterizovať vzťah medzi reálnym objemom ponuky a dopytu po tovaroch a službách v ekonomike a celkovou cenovou hladinou.

Agregátna ponuka a dopyt – krátkodobá rovnováha

V doleuvedenom grafe je znázornená agregátna ponuka (aggregate supply – AS) a agregátny dopyt (aggregate demand – AD), pričom zvislá os predstavuje cenovú hladinu a vodorovná os reálnu produkciu.

Graf 1: Agregátny dopyt a krátkodobá agregátna ponuka



Agregátny dopyt a cenová hladina

Aby sme určili sklon krivky agregátneho dopytu, museli sme analyzovať, ako zmeny cenovej hladiny ovplyvňujú reálne rozhodnutia o výdavkoch za predpokladu, že všetky ostatné ekonomické premenné sa nezmenia. Na základe toho možno konštatovať, že krivka agregátneho dopytu je klesajúca. Keď sa na to pozrieme

z pohľadu ponuky a dopytu po reálnych peňažných zostatkoch, ak sú ceny vyššie, ale nominálna ponuka peňazí je pevne stanovená, ľudia pocítia pokles reálnych peňažných zostatkov, čo znamená, že môžu financovať menej transakcií. Ak je cenová hladina naopak nižšia, reálne peňažné zostatky sa zvýšia, čo umožní väčší objem transakcií, a tým sa zvýši dopyt po reálnej produkcii.

Agregátna ponuka a cenová hladina z krátkodobého hľadiska

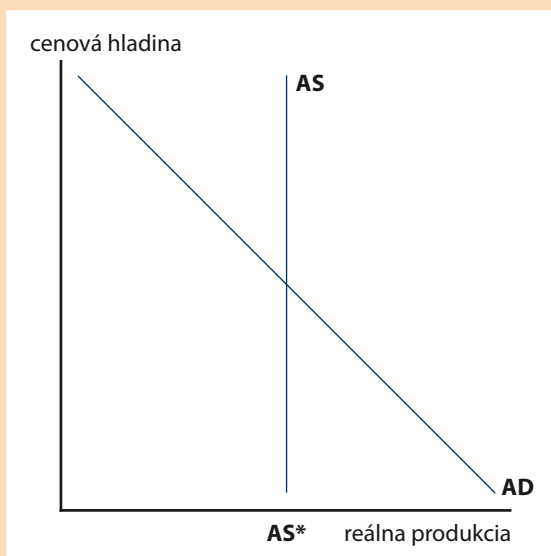
Ako už naznačuje samotný názov, agregátna ponuka sa týka tovarov a služieb podnikov. Skôr než pristúpime k ďalšej analýze, musíme vedieť, ako celková cenová hladina súvisí s celkovou úrovňou produkcie v krátkodobom horizonte, teda za predpokladu, že všetky ostatné faktory (výrobná technológia, mzdy atď.) sa nezmenia. Ako ovplyvní zmena cenovej hladiny reálnu produkciu, resp. reálny výstup podnikov? V zásade možno povedať, že pri danej výške nominálnych miezd spôsobí zvýšenie cenovej hladiny pokles reálnych miezd. Vďaka nižším reálnym mzdám je pre podniky výhodnejšie prijať väčší počet zamestnancov a zvýšiť objem produkcie. Inými slovami, reálne mzdy sú hlavným určujúcim faktorom zamestnanosti. Ak sa ceny zvýšia, pričom všetky ostatné faktory, ako napr. výrobná technológia a nominálne mzdy, sa nezmenia, podniky zvýšia počet zamestnancov a objem výroby. To znamená, že krivka krátkodobej agregátnej ponuky je rastúca.

Priesečník týchto dvoch kriviek ekonómovia nazývajú rovnovážny bod. Pojem rovnováhy má v ekonómii zásadný význam. Je to preto, že v takejto situácii sa želania oboch strán trhu (ponuky i dopytu) zhodujú, a preto nie je dôvod na ďalšie zmeny. V takom prípade bod rovnováhy určuje cenovú hladinu a úroveň reálneho výstupu ekonomiky v určitom časovom bode.

Čo sa však stane, ak sa ekonomika nachádza v nerovnováhe? Povedzme, že cenová hladina v ekonomike je vyššia ako rovnovážna hladina. V takom prípade je v porovnaní s rovnovážnym bodom agregátna ponuka príliš vysoká a agregátny dopyt príliš nízky. Čo sa stane? Ak je skutočná cenová úroveň vyššia ako rovnovážna, kupujúci chcú kúpiť menej, ako výrobcovia chcú predáť. Niektorí výrobcovia preto znížia svoje ceny, čím zvýšia agregátny dopyt. Nižšie ceny zároveň povedú k zvýšeniu reálnych miezd (keďže nominálne mzdy sú krátkodobo konštantné) a vzhľadom na to, že výška reálnych miezd je pre podniky nákladovým faktorom, znížia objem výroby a následne aj objem agregátnej ponuky. Tento proces bude pokračovať až dovtedy, kým nebude dosiahnutý rovnovážny stav, teda kým sa želania a plány kupujúcich a predávajúcich pri určitej úrovni cien a produkcie nebudú zhodovať.

Agregátna ponuka z dlhodobého hľadiska

Prečo sme sa doteraz zaoberali krivkou krátkodobej ponuky? Priaznivý vplyv vyššej cenovej hladiny na reálnu produkciu trvá len dovtedy, kým sa nezmenia nominálne, a teda aj reálne mzdy. V skutočnosti sú nominálne mzdy väčšinou pevne stanovené na obdobie jedného roka, v niektorých prípadoch až na dva roky. Ak zamestnanci alebo odbory neprijmú nižšie reálne mzdy spôsobené vyššou infláciou, pri najbližšom mzdovom vyjednávaní budú požadovať kompenzáciu v podobe zvýšenia miezd. Ak sa reálne mzdy vrátia na úroveň pred zvýšením cenovej hladiny (a ak sa výrobná technológia nezmení), pre podniky už nebude ziskové zachovávať zvýšenú úroveň výroby a zamestnanosti a pristúpia k ich zníženiu. Inými slovami, ak sa reálne mzdy dlhodobo nedajú znížiť infláciou, miera zamestnanosti a objem výroby budú od cenového vývoja z dlhodobého hľadiska nezávislé. To znamená, že krivka dlhodobej agregátnej ponuky bude zvislá.

*Dlhodobý rovnovážny bod***Graf 2: Agregátny dopyt a dlhodobá agregátna ponuka**

Priesečník krivky AS s vodorovnou osou (bod AS* v grafe 2) ekonómovia nazývajú potenciálnou úrovňou produkcie. Potenciálna úroveň produkcie predstavuje hodnotu tovarov a služieb konečnej spotreby vyrobených pri plnom využití zdrojov ekonomiky za danej úrovne technológie a štruktúry hospodárstva (napr. predpisov týkajúcich sa trhu práce, systému sociálneho zabezpečenia, daňového systému atď.).

Doteraz sme sledovali pohyby po krivkách za predpokladu, že všetky ostatné faktory, okrem cien a reálnej produkcie, sú konštantné. Teraz však potrebujeme zistiť, čo sa stane, ak sa tieto ostatné faktory zmenia. Takéto zmeny v zásade spôsobujú posun kriviek doprava alebo doľava.

Faktory ovplyvňujúce agregátnu ponuku a agregátny dopyt

Podľa jednoduchého modelu, ktorý sme doteraz používali, kombinácia cien a reálnych príjmov v ekonomike očividne závisí od interakcie agregátnej ponuky a dopytu. Otázka teda znie, aké faktory spôsobujú posun týchto dvoch kriviek.

Medzi faktory, ktoré vedú k zvýšeniu agregátneho dopytu (t. j. posunu celej krivky AD smerom doprava), patrí nárast vládnych výdavkov, zníženie daní, znehodnotenie národnej meny, nárast reálneho bohatstva (napr. v dôsledku rastu cien akcií alebo nehnuteľností), ktorý zasa spôsobuje rast súkromnej spotreby a investičných výdavkov.

Súkromnú spotrebu a investície môžu ovplyvňovať aj očakávania. Ak podniky napríklad počítajú s vyššími ziskami v budúcnosti, majú sklon zvyšovať investičné výdavky. Ak zasa domácnosti v dôsledku vyššej očakávanej produktivity práce očakávajú zvýšenie reálnych príjmov, spotrebné výdavky stúpnu. Zvýšenie dôvery spotrebiteľov a investorov je preto zvyčajne spojené s nárastom agregátneho dopytu.

Pokiaľ ide o dopad menovej politiky, pri zvýšení ponuky peňazí a s tým súvisiacom poklese reálnych úrokových mier môžeme pozorovať nárast agregátneho dopytu,

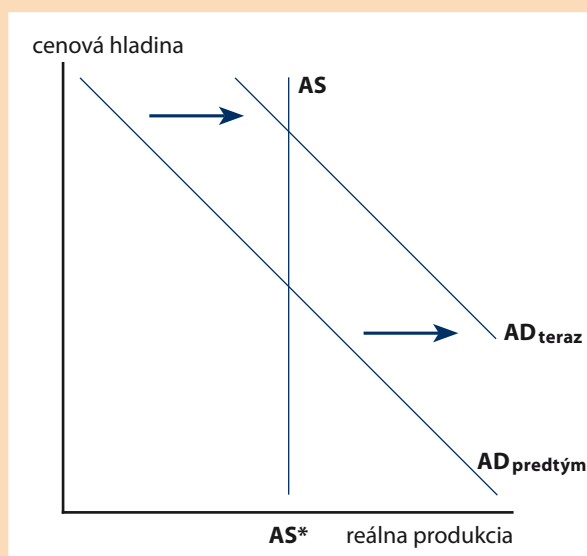
teda celá krivka dopytu sa posunie doprava¹¹. Ak sa tieto premenné zmenia opačným smerom, agregátny dopyt sa zníži (krivka AD sa posunie doľava).

V prípade agregátnej ponuky vidíme, že zvýšenie cien výrobných faktorov, napr. miezd, alebo rast cien ropy vedie k posunu krivky agregátnej ponuky doľava. Technický pokrok alebo zvýšenie produktivity naopak vedie k posunu krivky agregátnej ponuky doprava, pretože umožňuje zvýšiť objem výroby pri nezmenených nákladoch a danom objeme práce.

Táto analýza ukazuje, že zmeny všeobecnej cenovej hladiny môžu byť spôsobené posunom krivky ponuky alebo krivky dopytu, resp. oboch. Napríklad, ak všetky ostatné faktory zostanú nezmenené, pokles agregátnej ponuky (t. j. posun krivky AS doľava) bude sprevádzaný krátkodobým poklesom reálnej produkcie a zvýšením cien, pričom nárast dopytu (t. j. posun krivky AD doprava) sa prejaví krátkodobým zvýšením reálnej hospodárskej aktivity a zvýšením cien.

Z dlhodobého modelu vidieť, že pri určovaní dlhodobej všeobecnej cenovej hladiny v ekonomike hrá zásadnú úlohu správanie agregátneho dopytu. Ak je krivka agregátnej ponuky zvislá, zmeny agregátneho dopytu ovplyvnia ceny, ale nie objem produkcie. Ak by sa napríklad zvýšila ponuka peňazí, krivka agregátneho dopytu by sa posunula doprava a ekonomika by sa tak v dlhodobom horizonte presunula do nového rovnovážneho bodu s rovnakým objem reálnej produkcie, ale vyššími cenami.

Graf 3: Posuny kriviek agregátneho dopytu a dlhodobej agregátnej ponuky



Inflácia bola definovaná ako celkový a všeobecný nárast cien tovarov a služieb. To znamená, že proces inflácie môže byť spôsobený len neustálym rastom agregátneho dopytu v čase. To je zasa možné len vtedy, ak menová politika takýto vývoj umožňuje udržiavaním nízkych úrokových mier a vysokého rastu peňažnej zásoby.

¹¹ Ekonomovia pokles dopytu po peniazoch často vyjadrujú prostredníctvom zrýchlenia obehu peňazí. Rýchlosť obehu možno definovať ako rýchlosť, akou sa peniaze presúvajú medzi ich rôznymi držiteľmi. Určuje teda, koľko peňazí je potrebných na určitý objem transakcií. Tieto dva javy treba v skutočnosti vnímať ako dve strany jednej mince. Ak chcú ľudia držať menej peňazí, dostupná zásoba peňazí musí za predpokladu konštantnej ponuky peňazí častejšie meniť majiteľa, a teda obiehať rýchlejšie. To znamená vyššiu rýchlosť obehu peňazí. K tejto otázke sa vrátíme neskôr.

4.4 Faktory určujúce vývoj cien z krátkodobejšieho hľadiska

V nasledujúcom texte sa bližšie pozrieme na niektoré faktory, ktoré určujú vývoj cien v krátkodobom horizonte. Ako bolo podrobnejšie vysvetlené v rámci 4.2, inflácia (t. j. trvalý rast cenovej hladiny) môže vzniknúť v dôsledku jedného z dvoch faktorov, resp. súčasného pôsobenia oboch. Ceny vo všeobecnosti rastú vtedy, ak v priemere rastie agregátny dopyt alebo klesá agregátna ponuka. Inak povedané, príčinou vzniku inflačných tlakov môžu byť zmeny (v prípade neočakávaných zmien hospodárskeho vývoja ekonómovia často hovoria o šokoch), ktoré spotrebiteľov podnecujú k zvyšovaniu výdavkov, alebo firmy nútia znížiť objem výroby. V prvom prípade, ak sa zvýši dopyt, a to vyvolá infláciu, sa v ekonomickej literatúre často hovorí o „inflácii ťahanej dopytom (dopytová inflácia)“. Druhý prípad, keď sa zvýšia náklady, a v dôsledku toho sa zníži ponuka, čo takisto vedie k inflácii, sa často označuje ako „inflácia tlačaná nákladmi (nákladová inflácia)“. Opačný prípad, teda vznik deflačných tlakov, nastane vtedy, ak agregátny dopyt klesne alebo ak sa zvýši agregátna ponuka. Menová politika na takýto vývoj musí väčšinou reagovať, aby zabezpečila cenovú stabilitu. V prípade inflačných tlakov centrálna banka zvyčajne zvýši (reálne) úrokové miery, aby zabránila premietnutiu týchto tlakov do trvalejších odchýlok od cenovej stability.

Rast cien v dôsledku zvýšenia agregátneho dopytu môže byť síce spôsobený ktorýmkoľvek z mnohých faktorov, ktoré zvyšujú agregátny dopyt, ale medzi najvýznamnejšie z nich, popri menovej politike (zvyšovanie ponuky peňazí), patrí nárast vládnych výdavkov, znehodnotenie výmenného kurzu a zvýšený dopyt po domácich tovaroch v ostatných častiach sveta (vývoz). Zmeny agregátneho dopytu môže spôsobiť aj zvýšená dôvera. Je napríklad pravdepodobné, že podniky budú investovať vo väčšej miere, ak môžu v budúcnosti očakávať vyššie zisky. Zmeny agregátneho dopytu za normálnych okolností vedú k nárastu cenovej hladiny a dočasnému zvýšeniu celkovej produkcie (pozri rámček 4.2).

Aké konkrétne faktory teda vedú k poklesu agregátnej ponuky, a teda vyšším cenám z krátkodobého hľadiska? Hlavnými príčinami poklesu agregátnej ponuky sú zníženie produktivity, zvýšenie výrobných nákladov (napr. zvýšenie reálnych miezd alebo cien surovín, najmä ropy) a zvýšenie podnikových daní zo strany vlády. Ak všetky ostatné faktory zostávajú nezmenené, platí, že čím vyššie sú výrobné náklady, tým menšie množstvo výrobkov sa dá vyrobiť za tú istú cenu.

Ak sa pri danej úrovni cien zvýšia mzdy alebo ceny surovín (napr. ropy), podniky sú nútené znížiť počet zamestnancov a objem výroby. Keďže ide o faktory na strane ponuky, výsledná inflácia sa často nazýva „nákladová inflácia“.

Rast cien vstupov môžu spôsobiť rôzne okolnosti, napr. ak ponuka surovín (napr. ropy) nedosiahne očakávanú úroveň, alebo ak sa zvýši celosvetový dopyt po surovinách. Nárast reálnych miezd (ktorý nie je sprevádzaný zodpovedajúcim zvýšením produktivity) tiež spôsobí pokles agregátnej ponuky a zníženie zamestnanosti. Dôvodom na takéto zvyšovanie miezd môže byť pokles ponuky práce, ktorý môže byť dôsledkom vládneho nariadenia znižujúceho motiváciu k práci (napr. vyššie dane z príjmu z pracovnej činnosti). K rastu reálnych miezd môže viesť aj posilnenie moci odborov.

Ak horeuvedené faktory pôsobia opačným smerom, výsledkom bude **zvýšenie agregátnej ponuky**. Napríklad nárast produktivity (napr. vďaka novým technológiám) pri nezmenených ostatných podmienkach vyvolá krátkodobý pokles cien a zvýšenie zamestnanosti, pretože pri danej úrovni miezd bude výhodnejšie zamestnať nových pracovníkov. Ak by ale zároveň s produktivitou vzrástli aj reálne mzdy, úroveň zamestnanosti by sa nezmenila.



**Rast cien vstupov
môžu spôsobiť
rôzne okolnosti,
napr. zvýšenie
celosvetového
dopytu po
surovinách.**

Keď podniky vyjednávajú mzdy so svojimi zamestnancami a stanovujú svoje ceny, snažia sa odhadnúť mieru inflácie v príslušnom období, napr. v nasledujúcom roku. Očakávaná miera inflácie je dôležitým faktorom pri stanovovaní výšky miezd, pretože rast cien v budúcnosti zníži množstvo tovarov a služieb, ktoré bude možné za danú nominálnu mzdu kúpiť. Ak je teda predpoklad, že inflácia bude vysoká, zamestnanci môžu pri mzdových vyjednávaniach požadovať zvýšenie nominálnej mzdy. V prípade, že dohodnuté mzdové podmienky tieto očakávania zohľadnia, podniky by svoje zvýšené náklady mohli preniesť na zákazníkov v podobe vyšších cien. Podobná situácia nastáva pri cenotvorbe. Vzhľadom na to, že veľa konkrétnych cien platí po určitú dobu (napr. mesiac alebo rok; pozri rámček 4.1), podniky, ktoré pripravujú nový cenník, môžu svoje ceny zvýšiť s okamžitou platnosťou, ak v budúcnosti očakávajú rast všeobecnej cenovej hladiny alebo miezd. Ak teda ľudia očakávajú infláciu v budúcnosti, ich správanie môže spôsobiť nárast inflácie už dnes. A to je ďalší dôvod, prečo je veľmi dôležité, aby menová politika presvedčivým spôsobom plnila svoj cieľ udržiavania cenovej stability – aby stabilizovala dlhodobjšie inflačné očakávania na nízkej úrovni, ktorá zodpovedá cenovej stabilite.

Celkovo teda možno konštatovať, že cenovú hladinu môže krátkodobo ovplyvniť celý rad faktorov a šokov. Medzi ne patrí vývoj agregátneho dopytu a jeho rôznych zložiek vrátane vývoja rozpočtovej politiky. Ďalším dôvodom môžu byť zmeny cien vstupov, nákladov alebo produktivity, vývoj výmenného kurzu alebo vývoj svetového hospodárstva. Všetky tieto faktory môžu mať dopad na úroveň reálnej hospodárskej aktivity a cien v krátkodobjšom horizonte. Ale ako je to z dlhodobjšieho hľadiska?

Touto otázkou sa dostávame k ďalšej dôležitej hranici v ekonomickej teórii. Ekonomovia všeobecne rozlišujú vývoj z krátkodobého a dlhodobého hľadiska (pozri aj rámček 4.2).

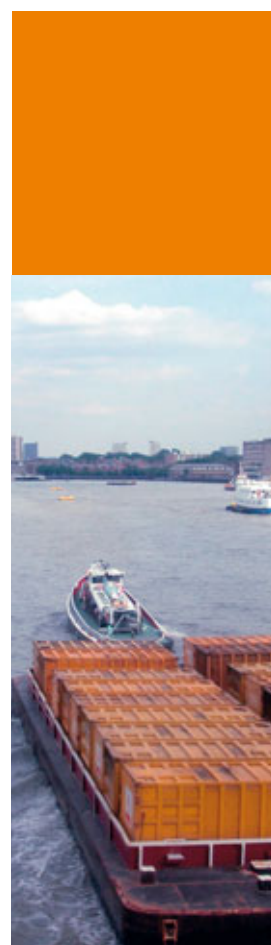
4.5 Faktory určujúce vývoj cien z dlhodobjšieho hľadiska

Aký je relatívny význam týchto faktorov v dlhodobjšom horizonte? Alebo inak povedané, majú všetky z nich v určovaní inflačných trendov rovnaký význam? Odpoveď znie jednoznačne – nie. Ukážeme si, že v tomto prípade hrá zásadnú úlohu menová politika.

Ako už bolo spomenuté v predchádzajúcich odsekoch, medzi zmenou menovej politiky a jej dopadom na ceny je časový sklz v dĺžke jedného až troch rokov. Z toho vyplýva, že menová politika nedokáže zabrániť určitému krátkodobému dopadu, ktorý má na infláciu neočakávaný vývoj reálnej ekonomiky alebo šoky. Ekonomovia však vo všeobecnosti zastávajú názor, že menová politika je schopná riadiť cenový vývoj v dlhodobjšom horizonte, a tým riadiť aj „trend“ inflácie, t. j. finálnej zmeny cenovej hladiny v ekonomike po vyrovnaní sa so všetkými krátkodobými rušivými vplyvmi.

Z dlhodobého hľadiska sú ceny pružné a v plnej miere reagujú na zmeny ponuky a dopytu. Z krátkodobého hľadiska sú však jednotlivé ceny často nehybné a istú dobu im trvá, kým sa zmenia (pozri rámček 4.1).

Aký má toto rozlišovanie vplyv na naše závery? Bez toho, aby sme príliš zachádzali do podrobností, môžeme tvrdiť, že výška produkcie v dlhodobom horizonte nezávisí od



**Zvýšenie
zahraničného
dopytu po vývoze
môže ovplyvniť
súčasnú spotrebu
a investície.**

cenovej úrovne. Jej výšku určuje daný objem kapitálu, množstvo a kvalita pracovnej sily, štruktúrna politika, ktorá ovplyvňuje motiváciu k práci a investíciám, ako aj technický pokrok vo výrobných odvetviach. Inými slovami, dlhodobá úroveň produkcie závisí od celého radu reálnych, resp. ponukových faktorov. Tieto faktory rozhodujú o presnej polohe krivky agregátnej ponuky.

Druhou krivkou, ktorá určuje polohu rovnovážneho bodu ekonomiky, je krivka agregátneho dopytu. Zistili sme, že zvýšenie agregátneho dopytu môžu spôsobiť rôzne faktory. Medzi ne patrí zvýšenie vládnych výdavkov, zahraničného dopytu po vývoze alebo optimistické očakávania budúceho rastu produktivity, ktoré môžu ovplyvniť súčasnú spotrebu a investície. Aj keď veľa z týchto faktorov môže rásť pomerne dlhú dobu, je zrejmé, že dlhodobé a trvalé zvýšenie všeobecnej cenovej hladiny môže spôsobiť jedine trvalo expanzívna menová politika. Tento záver sa často vyjadruje v podobe známeho tvrdenia, že „inflácia je vždy a všade menovým javom“. Túto hypotézu potvrdzuje veľa empirických štúdií. Základným dôvodom vzniku inflácie z dlhodobého hľadiska je teda trvalý rast ponuky peňazí, ktorý zodpovedá trvalo expanzívnej menovej politike. Inak povedané, o tom, či inflácia bude v dlhodobejšom horizonte rásť, alebo bude udržiavaná na nízkej úrovni, rozhodujú opatrenia menovej politiky. To znamená, že centrálna banka, ktorá riadi ponuku peňazí a výšku krátkodobých úrokových mier, v konečnom dôsledku riadi aj mieru inflácie v dlhodobejšom horizonte. Ak centrálna banka udržiava krátkodobé úrokové miery na príliš nízkej úrovni alebo nadmerne zvýši ponuku peňazí, v konečnom dôsledku dôjde aj k rastu cenovej hladiny. Tento záver sa dá znázorniť pomocou základného ekonomického princípu, ktorý podrobnejšie analyzuje vzťah medzi peniazmi a cenami, a to pomocou kvantitatívnej teórie peňazí (pozri rámček 4.3 dole).

Rámček 4.3 Kvantitatívna teória peňazí

Podľa všeobecne známej kvantitatívnej rovnice zmena peňažnej zásoby (ΔM) v ekonomike sa rovná zmene nominálnych transakcií (približne určenej ako súčet zmeny reálnej hospodárskej aktivity (ΔYR) a zmeny cenovej hladiny (ΔP)) zníženej o zmenu rýchlosti obehu peňazí (ΔV). Rýchlosť obehu peňazí možno definovať ako rýchlosť, akou sa peniaze pohybujú medzi ich jednotlivými držiteľmi, čím určuje množstvo peňazí potrebné na uskutočnenie daného objemu transakcií¹². V krátkosti:

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

V tomto vzťahu ide o identickú rovnosť, t. j. vzťah, ktorý sa nedá skresliť. To zároveň znamená, že neobsahuje žiadne tvrdenia o príčinnosti. Príčinné vzťahy je možné odvodiť len po zohľadnení ďalších predpokladov týkajúcich sa určujúcich faktorov jednotlivých premenných. Premenu kvantitatívnej rovnice na kvantitatívnu teóriu umožňujú najmä nasledujúce dva predpoklady. Po prvé, objem produkcie sa dá z dlhodobého hľadiska považovať za dôsledok reálnych faktorov, ako napr. výrobných príležitostí spoločnosti, jej požiadaviek a preferencií. Po druhé, rýchlosť obehu

¹² Vyplýva to zo skutočnosti, že ľavá strana rovnice vyjadruje celkový objem použitých peňazí, pričom pravá strana vyjadruje hodnotu transakcií.

peňazí dlhodobo určujú platobné zvyklosti, finančné a hospodárske podmienky pri realizácii transakcií a náklady a výnosy z držby peňazí namiesto iných aktív. Z toho potom vyplýva, že výška ponuky peňazí, ktorá je výsledkom rozhodnutí menových orgánov, dlhodobo súvisí s cenovou hladinou. Inými slovami, v dlhodobejšom horizonte cenovú hladinu priamo určujú zmeny ponuky peňazí, pričom ceny sa vyvíjajú v pomere k peňažnej zásobe.

Z toho okrem iného vyplýva, že inštitúcia, ktorá rozhoduje o ponuke peňazí, teda centrálna banka, je v konečnom dôsledku zodpovedná za dlhodobejšie inflačné trendy.



Kapitola 5

Menová politika ECB

Táto kapitola obsahuje odpovede na rôzne otázky, napríklad ako vznikla Hospodárska a menová únia (HMÚ), ktorý orgán zodpovedá za jednotnú menovú politiku v eurozóne, aké sú ciele Eurosystému alebo ako Eurosystém plní svoj mandát.

Časť 5.1

podáva stručný historický prehľad.

Časť 5.2

rozoberá inštitucionálny rámec.

Časť 5.3

sa zameriava na stratégiu menovej politiky ECB.

Časť 5.4

vysvetľuje operačný rámec Eurosystému.

5.1 Stručný historický prehľad

História – tri etapy Hospodárskej a menovej únie

Myšlienka jednotného a stabilného menového systému v Európe má dlhú históriu (pozri rámček 5.1). Po neúspešnom pokuse začiatkom sedemdesiatych rokov 20. storočia sa prvý rozhodný krok na ceste integračného procesu uskutočnil v júni 1988, keď Európska rada opätovne potvrdila zámer postupne vytvoriť hospodársku a menovú úniu. Poverila výbor pod vedením Jacquesa Delorsa, vtedajšieho prezidenta Európskej komisie, aby posúdil a navrhol konkrétne etapy smerujúce k vytvoreniu únie. Výbor vo svojej správe (tzv. Delorovej správe), ktorú predložil v apríli 1989, navrhol realizáciu Hospodárskej a menovej únie (HMÚ) v troch samostatných, na seba nadväzujúcich krokoch.

Rámček 5.1 Cesta k zavedeniu jednotnej meny – eura

1962	Európska komisia podáva svoj prvý návrh (<i>Marjolinovo memorandum</i>) na vytvorenie hospodárskej a menovej únie.
máj 1964	V rámci inštitucionalizácie spolupráce medzi centrálnymi bankami Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS) vzniká Výbor guvernérov centrálnych bánk členských štátov EHS.
1970	Wernerova správa navrhuje plán realizácie hospodárskej a menovej únie v rámci spoločenstva do roku 1980.
apríl 1972	Zavedenie systému na progresívne zužovanie fluktuálneho pásma medzi menami jednotlivých členských štátov EHS (tzv. <i>menový had</i>).
apríl 1973	Vznik Európskeho fondu pre menovú spoluprácu (EMCF), ktorý mal zabezpečiť správne fungovanie „menového hada“.
marec 1979	Vytvorenie Európskeho menového systému (EMS).
február 1986	Podpísanie Jednotného európskeho aktu (JEA).
jún 1988	Európska rada poveruje výbor odborníkov pod vedením Jacquesa Delorsa („ <i>Delorsov výbor</i> “) vypracovaním návrhov na realizáciu HMÚ.
máj 1989	Predloženie „ <i>Delorovej správy</i> “ Európskej rade.
jún 1989	Európska rada schvaľuje realizáciu HMÚ v troch etapách.
júl 1990	Začiatok prvej etapy HMÚ.
december 1990	Zvolanie medzivládnej konferencie o príprave na druhú a tretiu etapu HMÚ.
február 1992	Podpísanie Zmluvy o Európskej únii (tzv. „ <i>Maastrichtskej zmluvy</i> “).
október 1993	Frankfurt nad Mohanom je vybraný ako budúce sídlo Európskeho menového inštitútu (EMI) a ECB; nominovanie kandidátov na prezidenta EMI.
november 1993	Zmluva o Európskej únii vstupuje do platnosti.
december 1993	Alexandre Lamfalussy je zvolený za prezidenta EMI, ktorý má byť zriadený k 1. januáru 1994.
január 1994	Začiatok druhej etapy HMÚ a založenie EMI.
december 1995	Zasadanie Európskej rady v Madride – prijatie názvu jednotnej meny, stanovenie scenára prijatia a prechodu na novú menu.
december 1996	EMI predstavuje Európskej rade vzory bankoviek.
jún 1997	Európska rada schvaľuje Pakt stability a rastu.

máj 1998	Belgicko, Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko splňajú nevyhnutné podmienky na prijatie eura ako svojej spoločnej meny; vymenovanie členov Výkonnej rady ECB.
jún 1998	Založenie ECB a ESCB.
október 1998	ECB oznamuje stratégiu a operačný rámec jednotnej menovej politiky, ktorú bude vykonávať od januára 1999.
január 1999	Začiatok tretej etapy HMÚ; euro sa stáva jednotnou menou eurozóny; stanovenie neodvolateľných výmenných kurzov bývalých národných mien členských štátov; začiatok výkonu jednotnej menovej politiky v eurozóne.
január 2001	Grécko sa stáva dvanástym členom eurozóny.
január 2002	Výmena peňazí: do konca februára 2002 sa zavádzajú eurobankovky a euromince a euro sa stáva jediným zákonným platidlom v eurozóne.
máj 2004	Súčasťou ESCB sa stávajú národné centrálné banky desiatich nových členských štátov EÚ.
január 2007	Vstupom Bulharska a Rumunska do EÚ sa počet jej členských štátov zvyšuje na 27. Centrálné banky oboch krajín sa zároveň stávajú členmi ESCB. Slovinsko je trinástym členským štátom, ktorý vstupuje do eurozóny.

Zdroj: Scheller (2004), s. 16, text aktualizovaný autorom.

Prvá etapa HMÚ

Po predložení Delorsovej správy Európska rada v júni 1989 rozhodla, že prvá etapa HMÚ by mala začať 1. júla 1990. Výbor guvernérov centrálnych bánk členských štátov Európskeho hospodárskeho spoločenstva, ktorý hral od svojho založenia v máji 1964 čoraz významnejšiu úlohu v oblasti menovej spolupráce, zároveň dostal širšie kompetencie.

Pred realizáciou druhej a tretej etapy HMÚ bolo potrebné novelizovať Zmluvu o založení Európskeho spoločenstva (tzv. „Rímsku zmluvu“), aby bolo možné vytvoriť potrebnú inštitucionálnu štruktúru. Na tento účel bola zvolaná medzivládna konferencia o HMÚ, ktorá sa konala v roku 1991 súčasne s medzivládnu konferenciou o politickej únii. Výbor guvernérov predložil na medzivládnej konferencii návrh Štatútu ESCB a ECB. Rokovania vyústili do prijatia Zmluvy o Európskej únii, ktorá bola schválená v decembri 1991 a podpísaná v Maastrichte dňa 7. februára 1992. V dôsledku zdĺhavého ratifikačného procesu však vstúpila do platnosti až 1. novembra 1993.

Druhá etapa HMÚ: založenie EMI a ECB

Založenie Európskeho menového inštitútu (EMI) dňa 1. januára 1994 znamenalo začiatok druhej etapy HMÚ. Spolu so vznikom EMI zanikol Výbor guvernérov. Dočasná existencia EMI bola i odzrkadlením stavu menovej integrácie v Európskom spoločenstve: EMI nezodpovedal za výkon menovej politiky v Európskej únii – táto zostala doménou národných orgánov – a ani nemal kompetencie na výkon devízových intervencií.

EMI mal dve hlavné úlohy. Po prvé, prehlbovať spoluprácu medzi centrálnymi bankami a koordináciu menových politík; a po druhé, vykonať potrebné prípravy na zriadenie Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), na výkon jednotnej menovej politiky a na vytvorenie jednotnej meny v tretej etape.

V decembri 1995 Európska rada na svojom zasadnutí v Madride schválila „euro“ ako názov európskej menovej jednotky, ktorá mala byť zavedená na začiatku tretej etapy, a potvrdila, že tretia etapa HMÚ začne 1. januára 1999. Zároveň oznámila postupnosť krokov pri prechode na euro. Tento scenár vychádzal predovšetkým z podrobných návrhov EMI. EMI súčasne dostal za úlohu vykonať prípravné práce v oblasti budúcich menových a kurzových vzťahov medzi eurozónou a ostatnými krajinami EÚ. V decembri 1996 predložil EMI Európskej rade správu, ktorá sa stala základom Uznesenia Európskej rady o zásadách a základných prvkoch nového mechanizmu výmenných kurzov (ERM II) prijatého v júni 1997.

V decembri 1996 predložil EMI Európskej rade a následne i verejnosti vybratú sériu návrhov eurobankoviek, ktorá sa mala uviesť do obehu 1. januára 2002.

Na doplnenie a spresnenie ustanovení zmluvy týkajúcich sa HMÚ prijala Európska rada v júni 1997 Pakt stability a rastu, ktorého cieľom je v HMÚ zaistiť rozpočtovú disciplínu. Európska rada svojou deklaráciou v máji 1998 pakt doplnila a rozšírila príslušné záväzky.

Rada Európskej únie v zložení hláv štátov a vlád dňa 2. mája 1998 rozhodla, že 11 členských štátov (Belgicko, Nemecko, Španielsko, Francúzsko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko) spĺňa podmienky potrebné na prijatie jednotnej meny k 1. januáru 1999.

Ministri financií členských štátov prijímajúcich jednotnú menu, guvernéri národných centrálnych bánk, Európska komisia a EMI sa zároveň dohodli, že neodvolateľné výmenné kurzy eura budú stanovené na úrovni centrálnych parít mien zúčastnených členských štátov v rámci ERM.

Dňa 25. mája 1998 vlády jedenástich zúčastnených členských štátov oficiálne vymenovali prezidenta, viceprezidenta a štyroch ďalších členov Výkonnej rady ECB. Ich menovanie do funkcie nadobudlo účinnosť 1. júna 1998 a znamenalo založenie ECB.

Založením ECB splnil EMI svoje poslanie. V súlade s článkom 123 Zmluvy o založení Európskeho hospodárskeho spoločenstva vstúpil EMI do likvidácie. Všetky prípravné práce zverené EMI boli ukončené včas a ECB venovala zvyšok roka 1998 finálnym skúškam systémov a postupov.

V decembri 1996
bola predstavená
vybratá séria
návrhov
eurobankoviek.

Tretia etapa HMÚ: stanovenie neodvolateľných výmenných kurzov

Tretia a posledná etapa HMÚ sa začala 1. januára 1999 stanovením neodvolateľných výmenných kurzov mien jedenástich členských štátov, ktoré sa do menovej únie zapojili od samého začiatku, a vykonávaním jednotnej menovej politiky, za ktorú nesie zodpovednosť ECB.

Vstupom Slovinska do tretej etapy HMÚ sa 1. januára 2007 počet zúčastnených členských štátov zvýšil na trinásť. Vstup Slovinska nadviazal na rozhodnutie, ktoré 11. júla 2006 prijala Rada EÚ zasadajúca v zložení hláv štátov a vlád, že Slovinsko spĺňa konvergenčné kritériá.

Európsky systém centrálnych bánk

ECB bola založená 1. júna 1998. Je teda jednou z najmladších centrálnych bánk na svete. Zdedila však dôveryhodnosť a odbornosť všetkých národných centrálnych bánk krajín eurozóny, ktoré spolu s ECB vykonávajú menovú politiku v eurozóne.

Právnym základom ECB a Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) je Zmluva o založení Európskeho spoločenstva. Zmluva stanovuje, že ESCB sa skladá z ECB a národných centrálnych bánk všetkých členských štátov EÚ (od 1. januára 2007 má EÚ 27 členov). Štatút ESCB a ECB je priložený k zmluve ako protokol.

Mandát ESCB

Zmluva uvádza, že „hlavným cieľom ESCB je udržiavať cenovú stabilitu“ a ďalej, že „bez toho, aby bola dotknutá cenová stabilita, ESCB podporuje všeobecné hospodárske politiky v spoločenstve so zámerom prispieť k dosiahnutiu cieľov spoločenstva, ako sú vymedzené v článku 2“. Článok 2 zmluvy spomedzi cieľov spoločenstva okrem iného menuje aj „vysokú úroveň zamestnanosti (...), trvalý a neinflačný rast, vysokú úroveň konkurencieschopnosti a zblížovania hospodárskej výkonnosti“. Zmluva tak stanovuje jasnú postupnosť cieľov a prvoradý význam pripisuje cenovej stabilite. Zameraním menovej politiky ECB na tento prvoradý cieľ zmluva jednoznačne vyjadruje, že udržiavaním cenovej stability môže menová politika najviac prispieť k dosiahnutiu priaznivého hospodárskeho prostredia a vysokej úrovne zamestnanosti.

Eurosystém

Eurosystém tvorí ECB a trinásť národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Rada guvernérov tento názov vybrala na označenie systému, ktorým ESCB plní svoje úlohy v rámci eurozóny. Kým všetky členské štáty EÚ nezavedú euro, je potrebné rozlišovať medzi Eurosystémom a ESCB. Národné centrálné banky členských štátov EÚ, ktoré zatiaľ euro neprijali – t. j. tri „staré“ členské štáty EÚ (Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo) plus deväť z desiatich krajín, ktoré sa stali členmi EÚ 1. mája 2004 (Cyprus, Česká republika, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko) a tiež Bulharsko a Rumunsko, ktoré sú novými členskými štátmi EÚ od 1. januára 2007 – sa rozhodovania v rámci výkonu jednotnej menovej politiky v eurozóne nezúčastňujú, naďalej používajú vlastné národné meny a vykonávajú vlastnú menovú politiku. Tieto členské štáty EÚ môžu euro prijať neskôr, avšak až po splnení konvergenčných kritérií (podrobnejšie informácie v rámciku nižšie), tak ako to bolo aj v prípade Slovinska, ktoré sa stalo členom eurozóny 1. januára 2007.



Rámček 5.2 Konvergenčné kritériá

Podmienky prijatia eura stanovuje článok 121 zmluvy a protokol o kritériách konvergenzie, na ktorý článok 121 odkazuje a ktorý je prílohou zmluvy. Na posúdenie úrovne udržateľnej konvergenzie dosiahnutej v členských štátoch sa používajú štyri kritériá: cenová stabilita, dobrý stav verejných financií, stabilita výmenných kurzov a potrebná miera konvergenzie úrokových mier.

V prvej zarážke článku 121 ods. 1 zmluvy sa vyžaduje „dosiahnutie vysokého stupňa cenovej stability, ktorý vychádza z miery inflácie, ktorá sa približuje k miere inflácie najviac troch členských štátov, ktoré v cenovej stabilite dosahujú najlepšie výsledky“. Článok 1 protokolu okrem toho uvádza, že „kritérium cenovej stability (...) znamená, že členský štát si udržiava dlhodobú cenovú stabilitu a priemernú mieru inflácie vykazovanú v priebehu roka pred skúmaním, ktorá neprekračuje viac ako o 1,5 % miery inflácie maximálne troch členských štátov, ktoré dosiahli v oblasti cenovej stability najlepšie výsledky. Inflácia sa meria pomocou indexu spotrebiteľských cien na porovnateľnom základe, ktorý zohľadní rozdiely medzi vnútroštátnymi definíciami“.

V druhej zarážke článku 121 ods. 1 zmluvy sa vyžaduje „udržanie stability stavu štátnych finančných prostriedkov, ktorý vychádza zo stavu štátneho rozpočtu, ktorý nevykazuje nadmerný deficit v zmysle článku 104 ods. 6“. Článok 2 protokolu navyše uvádza, že toto kritérium „(...) znamená, že v čase vykazovania sa na členský štát nevzťahuje rozhodnutie Rady podľa článku 104 odseku 6 tejto zmluvy o existencii nadmerného deficitu“. Podľa článku 104 ods. 1 zmluvy sa členské štáty „vyhýbajú nadmernému štátnemu deficitu“. Komisia sleduje dodržiavanie rozpočtovej disciplíny, a to najmä na základe týchto kritérií:

„(a) či pomer plánovaného alebo skutočného štátneho deficitu k hrubému domácomu produktu neprekračuje referenčnú hodnotu (v Protokole o postupe pri nadmernom deficite stanovenú na úrovni 3 % HDP), okrem prípadov:

- ak tento pomer podstatne klesol alebo ak sa neustále znižuje a dosahuje úroveň, ktorá sa približuje referenčnej hodnote,
- alebo ak prekročenie nad referenčnú hodnotu je len výnimočné alebo dočasné, a tento pomer sa pohybuje tesne pri referenčnej hodnote;

(b) či pomer štátneho dlhu k hrubému domácomu produktu neprekračuje referenčnú hodnotu (v Protokole o postupe pri nadmernom deficite stanovenú na úrovni 60 % HDP), okrem prípadov, keď sa tento pomer dostatočne znižuje a vyhovujúcim tempom sa približuje referenčnej hodnote“.

V tretej zarážke článku 121 ods. 1 zmluvy sa vyžaduje „sledovanie normálneho fluktuálneho rozpätia stanoveného mechanizmom výmenných kurzov Európskeho menového systému minimálne počas dvoch rokov bez devalvácie voči mene iného členského štátu“. V článku 3 protokolu sa okrem toho uvádza: „kritérium účasti v mechanizme výmenných kurzov Európskeho menového systému znamená, že členský štát dodržiaval normálne rozpätie, ako je stanovené mechanizmom výmenných kurzov Európskeho menového systému, bez výrazného napätia minimálne dva predchádzajúce roky pred skúmaním. Osobitne v tomto období členský štát z vlastného podnetu nedevalvoval bilaterálny výmenný kurz svojej meny voči mene ktoréhokoľvek iného členského štátu“.

Vo štvrtej zarážke článku 121 ods. 1 sa vyžaduje: „stálosť konvergenie dosiahnutej členskými štátmi a jeho účasti v mechanizme výmenných kurzov Európskeho menového systému, ktorá sa odráža v dlhodobých úrovniach úrokovej miery“. Článok 4 protokolu tiež uvádza: „kritérium konvergenie úrokových sadzieb (...) znamená, že v priebehu jedného roka pred preskúmaním neprekročila priemerná dlhodobá nominálna úroková sadzba členského štátu viac ako o dve percentá úrokovú sadzbu tých troch štátov, ktoré v oblasti cenovej stability dosiahli najlepšie výsledky. Úrokové sadzby sa hodnotia na základe dlhodobých štátnych dlhopisov alebo porovnateľných cenných papierov, pričom sa prihliadne na rozdielne definície v jednotlivých štátoch“.

Okrem týchto ekonomických požiadaviek konvergenčné kritériá vyžadujú aj právnu konvergenciu. Cieľom je zabezpečiť zlučiteľnosť národnej legislatívy vrátane štatútov národných centrálnych bánk so zmluvou a Štatútom ESCB a ECB. Zmluva vyžaduje, aby ECB a Komisia predkladali Rade Európskej únie správy s hodnotením stavu plnenia konvergenčných kritérií členskými štátmi, a to minimálne raz za dva roky, resp. na žiadosť členského štátu, pre ktorý platí výnimka. Na základe konvergenčných správ, ktoré predkladajú ECB a Komisia osobitne, a na základe návrhu Komisie môže Rada zasadať v zložení hláv štátov a vlád po konzultácii s Európskym parlamentom rozhodnúť, že príslušný členský štát spĺňa kritériá a umožniť mu vstup do eurozóny. Od začiatku tretej etapy HMÚ už ECB vypracovala konvergenčné správy v rokoch 2000, 2002, 2004 a 2006.

... a jeho základné úlohy...

Základné úlohy Eurosystému:

- tvoriť a uskutočňovať menovú politiku v eurozóne,
- vykonávať devízové operácie a držať a spravovať oficiálne devízové rezervy krajín eurozóny,
- podporovať plynulé fungovanie platobných systémov.

Ďalšie úlohy:

- povoľovať vydávanie bankoviek v eurozóne,
- predkladať stanoviská a poskytovať konzultácie o navrhovaných právnych aktoch spoločenstva a navrhovaných vnútroštátnych právnych predpisoch,
- zbierať potrebné štatistické informácie od príslušných vnútroštátnych orgánov alebo priamo od hospodárskych subjektov, napr. finančných inštitúcií,
- prispievať k hladkému uskutočňovaniu politiky príslušných orgánov zodpovedných za dohľad nad obozretným podnikaním úverových inštitúcií a stabilitu finančného systému.

Rada guvernérov

Rada guvernérov je najvyšším rozhodovacím orgánom ECB. Tvoria ju šiesti členovia Výkonnej rady a guvernéri NCB krajín eurozóny (v roku 2007 ich je 13). Rade guvernérov i Výkonnej rade predsedá prezident ECB (pozri aj graf nižšie).

Základnou úlohou Rady guvernérov je určovanie menovej politiky v eurozóne. Rada guvernérov má konkrétne právomoc určovať úrokové sadzby, za ktoré môžu úverové inštitúcie získavať likviditu (peniaze) od Eurosystému. Rada guvernérov tak nepriamo

ovplyvňuje úrokové miery v celom hospodárstve eurozóny vrátane sadzieb, za ktoré úverové inštitúcie poskytujú úvery klientom, resp. sadzieb, ktorými úročia vklady. Rada guvernérov svoje úlohy plní vydávaním usmernení a prijímaním rozhodnutí.

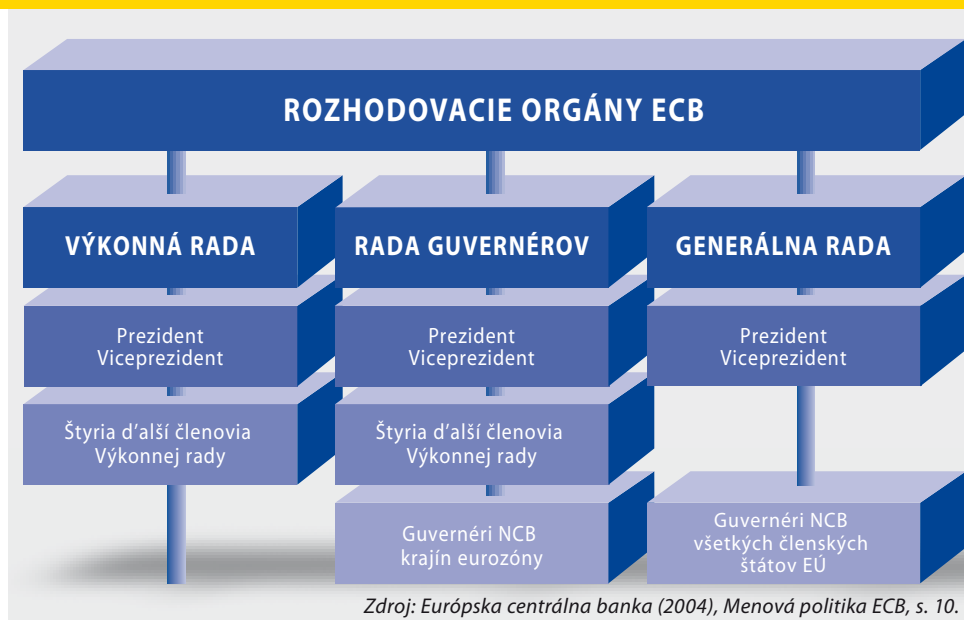
Výkonná rada

Výkonnú radu ECB tvoria prezident, viceprezident a štyria ďalší členovia. Všetci sú menovaní vzájomnou dohodou hláv štátov a vlád krajín eurozóny. Výkonná rada zodpovedá za výkon menovej politiky, ktorú určuje Rada guvernérov, a za týmto účelom vydáva národným centrálnym bankám potrebné pokyny. Zodpovedá tiež za prípravu zasadnutí Rady guvernérov a riadenie bežnej činnosti ECB.

Generálna rada

Generálna rada je tretím rozhodovacím orgánom ECB. Tvoria ju prezident a viceprezident ECB a guvernéri NCB všetkých dvadsiatich siedmich členských krajín EÚ. Generálna rada nenesie žiadnu zodpovednosť za menovopolitické rozhodnutia v eurozóne. Prispieva ku koordinácii menových politík členských štátov, ktoré zatiaľ neprijali euro, a podieľa sa na prípravách možného rozšírenia eurozóny.

Graf: Orgány ECB s rozhodovacími právomocami



Zverenie úlohy udržiavať cenovú stabilitu nezávislej centrálnej banke, ktorá nie je vystavená prípadným politickým tlakom, má svoje opodstatnenie. Podľa ustanovení Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva má Eurosystém pri plnení svojich úloh úplnú nezávislosť: ani ECB, ani národné centrálny banky v rámci Eurosystému, ani členovia ich rozhodovacích orgánov nesmú žiadať ani prijímať pokyny od iných orgánov. Inštitúcie a orgány spoločenstva a vlády členských štátov sú povinné túto zásadu rešpektovať a členov rozhodovacích orgánov ECB či NCB sa nesmú snažiť ovplyvňovať. Eurosystém okrem toho nesmie poskytovať úvery orgánom spoločenstva ani národným subjektom verejného sektora. Táto skutočnosť ho ešte viac chráni pred prípadným politickým zasahovaním. Eurosystém má k dispozícii všetky nástroje a právomoci potrebné na výkon účinnej menovej politiky. Členovia rozhodovacích orgánov ECB majú dlhé funkčné obdobia a z funkcie môžu byť odvolaní iba v prípade vážneho porušenia úradných povinností alebo v prípade nespôsobilosti na výkon funkcie. ECB má vlastný rozpočet, ktorý je nezávislý od rozpočtu Európskeho spoločenstva. Správa ECB je teda oddelená od finančných záujmov spoločenstva.

Základné imanie ECB

Základné imanie ECB nepochádza z Európskeho spoločenstva – upisujú a splácajú ho národné centrálny banky. Podiely jednotlivých národných centrálnych bánk na základnom imaní ECB sa určujú na základe podielu jednotlivých členských štátov na hrubom domácom produkte Európskej únie a na celkovom počte obyvateľov.

5.3 Stratégia menovej politiky ECB

Všeobecné zásady

Mandát a úloha menovej politiky

Ako už bolo spomenuté vyššie, Zmluva o založení Európskeho spoločenstva určuje ako prvoradý cieľ Eurosystému udržiavanie cenovej stability v eurozóne. V zmluve sa predovšetkým uvádza, že „hlavným cieľom ESCB je udržiavať cenovú stabilitu“.

Úlohu ECB teda možno opísať takto: Rada guvernérov ECB musí ovplyvňovaním podmienok na peňažnom trhu, a teda ovplyvňovaním úrovne krátkodobých úrokových mier, zabezpečovať udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte. Nasledujú vysvetlenia najdôležitejších zásad úspešnej menovej politiky.

Menová politika by mala pevne ukotvovať inflačné očakávania...

Menová politika je podstatne účinnejšia, ak pevne ukotvuje inflačné očakávania (pozri aj časť 3.3). Centrálny banky by si preto mali presne určiť svoje ciele, svoju menovú politiku vykonávať konzistentne a systematicky a zároveň zrozumiteľne a otvorene komunikovať.



Takýto postup je základnou podmienkou dosiahnutia vysokej miery dôveryhodnosti, ktorá je nevyhnutným predpokladom formovania očakávaní hospodárskych subjektov.

... musí byť predvídavá...

V dôsledku typických oneskorení v transmisnom procese (pozri časť 4.3) sa zmeny v menovej politike prijaté v určitom momente prejavujú na cenách až o niekoľko štvrtrokov, resp. rokov. Centrálna banka preto musí určiť, ako menovú politiku nastaviť tak, aby sa cenová stabilita udržala aj v budúcnosti, keď sa oneskorené zmeny prejavujú v plnej miere. V tomto zmysle musí byť menová politika predvídavá.

... zameriavať sa na strednodobý horizont...

Keďže oneskorenia v transmisnom procese menovej politiky neumožňujú kompenzovať krátkodobé neočakávané cenové šoky (spôsobené napríklad zmenami medzinárodných cien komodít alebo nepriamych daní), určitá krátkodobá volatilita miery inflácie je nevyhnutná (pozri aj časť 4.4). Účinky ekonomických šokov a menovej politiky sú zároveň kvôli zložitosti mechanizmu transmisie menovej politiky vždy spojené s vysokou mierou neistoty. Menová politika by sa preto mala orientovať na strednodobý horizont, aby sa vyhla prehnane aktívnym zásahom a vnášaniu zbytočnej volatility do reálnej ekonomiky.

... a opierať sa o široké spektrum ukazovateľov

Rovnako ako každá iná centrálna banka, aj ECB čelí značnej neistote pokiaľ ide o spoľahlivosť ekonomických ukazovateľov, štruktúru hospodárstva eurozóny a transmisný mechanizmus menovej politiky. V snahe porozumieť faktorom hospodárskeho vývoja by preto menová politika mala vychádzať zo širokého spektra ukazovateľov a zohľadňovať všetky relevantné informácie. Úspešná menová politika sa nemôže spoliehať iba na obmedzený okruh ukazovateľov či na jediný ekonomický model.

Úloha stratégie: komplexný rámec pre menovopolitické rozhodnutia

Rada guvernérov ECB prijala a zverejnila svoju stratégiu menovej politiky, aby zabezpečila jednotný a systematický postup pri prijímaní rozhodnutí menovej politiky. Táto stratégia menovej politiky uplatňuje uvedené všeobecné zásady, čím centrálna banka umožňuje prekonávať prekážky, s ktorými sa stretáva. Cieľom stratégie je poskytnúť komplexný rámec umožňujúci prijímať a zverejňovať rozhodnutia o primeranej úrovni krátkodobých úrokových mier.



Menová politika
musí byť
predvídavá...

Hlavné prvky stratégie menovej politiky ECB

59

Menová politika ECB

Základným prvkom stratégie menovej politiky ECB je kvantitatívna definícia cenovej stability. Okrem toho stratégia vytvára rámec, ktorý umožňuje Rade guvernérov hodnotiť všetky relevantné informácie a analýzy potrebné na prijímanie menovopolitických rozhodnutí zaručujúcich udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte. Ďalšie časti tejto kapitoly tieto prvky rozoberajú podrobnejšie.

Kvantitatívna definícia cenovej stability

Hlavný cieľ

Hlavným cieľom Eurosystému je udržiavať cenovú stabilitu v eurozóne a chrániť tak kúpnu silu eura. Ako už bolo spomenuté vyššie, udržiavaním stabilných cien môže menová politika najviac prispieť k dosiahnutiu priaznivého hospodárskeho prostredia a vysokej miery zamestnanosti. Inflácia i deflácia môžu byť z ekonomického i sociálneho hľadiska pre spoločnosť veľmi nákladné (pozri najmä časť 3.3). Pri rešpektovaní hlavného cieľa cenovej stability Eurosystém tiež podporuje všeobecnú hospodársku politiku Európskeho spoločenstva. Eurosystém zároveň koná v súlade so zásadami otvoreného trhového hospodárstva, ako je stanovené v Zmluve o založení Európskeho spoločenstva.

ECB definovala cenovú stabilitu kvantitatívne

Hoci zmluva jasne stanovuje udržiavanie cenovej stability ako hlavný cieľ ECB, neudáva presnú definíciu cenovej stability. V snahe upresniť tento cieľ preto Rada guvernérov ECB v roku 1998 oznámila nasledujúcu kvantitatívnu definíciu: „Cenová stabilita sa definuje ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien eurozóny menší ako 2 %. Cenová stabilita sa má udržiavať v strednodobom horizonte“. V roku 2003 Rada guvernérov ďalej upresnila, že v rámci tejto definície je jej cieľom udržiavať miery inflácie v strednodobom horizonte „tesne pod úrovňou 2 %“.

Definícia cenovej stability ukotvuje inflačné očakávania a prispieva k transparentnosti a zodpovednosti ECB

Rada guvernérov sa rozhodla zverejniť kvantitatívnu definíciu cenovej stability z viacerých dôvodov. Po prvé, definícia objasňuje, ako Rada guvernérov chápe úlohu, ktorou ju poveruje zmluva. V tomto smere teda definícia umožňuje lepšie pochopiť rámec menovej politiky (t. j. zvyšuje jej transparentnosť). Po druhé, definícia cenovej stability je jednoznačným a merateľným kritériom, podľa ktorého môže verejnosť hodnotiť, do akej miery ECB plní svoju úlohu. Ak by sa cenový vývoj odchýlil od definície cenovej stability, ECB by bola povinná podať vysvetlenie a predložiť plán obnovenia cenovej stability v prijateľnom časovom horizonte. A po tretie, definícia je oporným bodom, ktorý umožňuje verejnosti formovať vlastné očakávania budúceho vývoja cien (pozri aj rámček 3.2).

Definícia menovej politiky je oporným bodom, ktorý umožňuje verejnosti formovať vlastné očakávania budúceho vývoja cien.



Základné aspekty definície: zameranie sa na eurozónu ako celok

Definícia cenovej stability má viacero významných aspektov. Po prvé, keďže pôsobnosť mandátu ECB sa vzťahuje na celú eurozónu, cieľom rozhodnutí o jednotnej menovej politike je dosahovať cenovú stabilitu v eurozóne ako celku. Toto zameranie sa na eurozónu ako celok prirodzene vyplýva zo skutočnosti, že v rámci menovej únie môže menová politika usmerňovať iba priemernú úroveň úrokových mier na peňažnom trhu v eurozóne, t. j. nemôže určovať rôzne úrokové miery pre rôzne oblasti eurozóny.

HICP

Definícia cenovej stability pri hodnotení dosahovania cenovej stability zároveň vychádza zo špecifického cenového indexu – HICP eurozóny. Používanie širokého cenového indexu zaručuje transparentnosť záväzku ECB zabezpečovať plnú a účinnú ochranu pred stratou kúpnej sily peňazí (pozri aj časť 3.2).

HICP, ktorý zverejňuje EUROSTAT, štatistický úrad Európskej únie, je kľúčovým ukazovateľom cenového vývoja v eurozóne. Tento index je v rámci krajín eurozóny harmonizovaný, aby sa dal cenový vývoj merať na porovnateľnom základe. Index HICP dokáže najlepšie vyjadriť, ako sa v priebehu času mení cena reprezentatívneho koša spotrebných výdavkov v eurozóne (pozri rámček 5.3).

Rámček 5.3 Zostavovanie a vlastnosti HICP

Koncepčnou prácou v oblasti zostavovania HICP eurozóny sa zaoberá Európska komisia (Eurostat) v úzkej spolupráci s národnými štatistickými úradmi. ECB, ako hlavný používateľ tohto indexu, sa na tejto práci aktívne podieľa (podobne ako v minulosti EMI, predchodca ECB). Údaje o HICP, ktoré zverejňuje Eurostat, sú k dispozícii od januára 1995.

Vychádzajúc z váh spotrebných výdavkov za rok 2004 predstavujú tovary 58,7 % a služby 41,3 % HICP (pozri tabuľku nižšie). Rozdelenie celkového HICP na jednotlivé zložky umožňuje jednoduchšie rozlišovať rôzne ekonomické faktory, ktoré vplývajú na vývoj spotrebiteľských cien. Vývoj cien v energetickej zložke je napríklad úzko spojený so zmenami cien ropy. Pri cenách potravín sa rozlišujú spracované a nespracované potraviny, keďže nespracované potraviny sú na rozdiel od spracovaných potravín výrazne ovplyvňované rôznymi faktormi, ako napríklad počasím a sezónnymi vplyvmi. Ceny služieb sa delia na päť skupín, ktoré sa vzhľadom na rozdielne podmienky na trhu zvyčajne vyvíjajú odlišne.

Vďaka harmonizácii a štatistickým vylepšeniam, ktoré zvyšujú jeho presnosť, spoľahlivosť a včasnosť, sa HICP stal vysokokvalitným cenovým indexom, ktorý zodpovedá medzinárodným štandardom, a ktorý umožňuje dobrú porovnateľnosť vývoja v jednotlivých krajinách. Napriek tomu sa v rôznych oblastiach aj naďalej zdokonaľuje.

Tabuľka: Váhy hlavných zložiek HICP eurozóny za rok 2006

Celkový index	100,0
Ceny tovarov	59,2*
Nespracované potraviny	7,4
Spracované potraviny	11,8
Priemyselné tovary bez energií	30,7
Energie	9,2
Služby	40,8
Služby spojené s bývaním	10,3
Doprava	6,4
Pošty a telekomunikácie	2,9
Rekreácia a osobné služby	14,5
Rôzne	6,6

* Prípadná nerovnosť súčtu je spôsobená zaokrúhlením.

Zdroj: Eurostat

Dôvod stanovenia inflačného cieľa na úrovni tesne pod 2 %

Definícia stanovuje cenovú stabilitu ako nárast HICP menší ako 2 %, čím jasne naznačuje, že inflácia presahujúca 2 % ani deflácia (t. j. pokles cenovej hladiny) nie sú v súlade s cenovou stabilitou. To, že ECB výslovne stanovila svoj cieľ udržiavať mieru inflácie na úrovni tesne pod 2 %, ukazuje, že chce zachovať dostatočnú rezervu, aby predišla riziku deflácie (pozri časť 3.1 a nasledujúci rámček).

Rámček 5.4 Ochranné pásmo proti deflácií

Cieľom snahy udržať rast inflácie HICP tesne pod úrovňou 2 % je vytvoriť ochranné pásmo proti deflácií.

Deflácia je pre hospodárstvo rovnako nákladná ako inflácia. Je však veľmi dôležité jej predchádzať. Keď už raz nastane, môže byť veľmi ťažké sa jej zbaviť, pretože nominálne úrokové sadzby nemôžu klesnúť pod nulu – nikto by totiž za normálnych okolností nebol ochotný požičať peniaze, ak by po určitom čase mal dostať späť menej, ako požičal. V prostredí deflácie preto menová politika nemusí byť schopná dostatočne stimulovať agregátny dopyt prostredníctvom svojho úrokového nástroja. Akýkoľvek pokus o zníženie nominálnej úrokovej miery pod nulu by bol odsúdený na neúspech, keďže verejnosť by namiesto požičiavania alebo držby vkladov pri zápornej úrokovej sadzbe uprednostňovala hotovosť. Hoci určité menovopolitické kroky je možné uskutočniť aj pri nulových nominálnych úrokových mierach, účinnosť takýchto alternatívnych postupov nie je zaručená. Preto je lepšie, ak si menová politika od deflácie drží bezpečný odstup.

Snaha o udržiavanie rastu HICP tesne pod úrovňou 2 % zároveň zohľadňuje možné nepresnosti v meraní HICP a potenciálne účinky inflačných diferenciálov v eurozóne.

Strednodobá orientácia

A nakoniec, kľúčovým aspektom menovej politiky ECB je, že sa snaží udržiavať cenovú stabilitu „v strednodobom horizonte“. Ako je uvedené vyššie, vyplýva to zo skutočnosti, že menová politika sa nemôže, a preto by sa ani nemala snažiť doladovať vývoj cien či inflácie v krátkodobom horizonte niekoľkých týždňov alebo mesiacov (pozri aj časť 4.4). Zmeny v menovej politike sa na cenách prejavujú vždy s časovým sklzom a rozsah ich výsledného vplyvu nie je istý. To znamená, že menová politika nemôže vyrovnávať všetky neočakávané narušenia cenovej hladiny. Určitá krátkodobá volatilita inflácie je preto nevyhnutná.

Rámček 5.5 Strednodobá orientácia menovej politiky ECB

Ekonomika je neustále vystavovaná zväčša nepredvídateľným šokom, ktoré majú vplyv aj na cenový vývoj. Menová politika však môže cenový vývoj ovplyvňovať len so značným oneskorením, ktoré je premenlivé, a podobne ako väčšina ekonomických vzťahov veľmi neisté. Za týchto podmienok nemôže žiadna centrálna banka udržiavať mieru inflácie stále na určitej cieľovej úrovni, ani ju vo veľmi krátkej dobe znížiť späť na požadovanú úroveň. Menová politika teda musí byť predvídavá, pričom cenovú stabilitu môže udržať len v dlhšom časovom období. To je zároveň dôvodom strednodobej orientácie menovej politiky ECB.

Pokiaľ ide o presné ohraničenie časového rámca, pojem „strednodobý“ je zámerne do istej miery flexibilný. Vyplýva to zo skutočnosti, že pre výkon menovej politiky nie je vhodné vopred stanoviť presný časový horizont, keďže samotná dĺžka transmisného mechanizmu je premenlivá a neistá. Príliš agresívna reakcia menovej politiky v snahe obnoviť cenovú stabilitu vo veľmi krátkom čase môže za týchto okolností viesť k riziku značných nákladov spojených s volatilitou produkcie a zamestnanosti, ktoré by v dlhšom časovom horizonte mohli ovplyvniť aj cenový vývoj. V týchto prípadoch platí všeobecný názor, že postupné reagovanie menovej politiky umožňuje predchádzať zbytočne vysokej volatilita reálnej hospodárskej aktivity a udržať cenovú stabilitu v dlhodobejšom horizonte. Vďaka strednodobej orientácii má teda ECB dostatok priestoru na to, aby mohla vhodným spôsobom reagovať na rôzne ekonomické šoky. Zároveň by malo byť jasné, že ECB môže spätne niesť zodpovednosť len za inflačné trendy.

Dvojpilierový rámec je účinným prostriedkom na spracovanie informácií...

Prístup ECB k spracováaniu, vyhodnocovaniu a porovnávaníu informácií dôležitých pri hodnotení rizík pre cenovú stabilitu je založený na dvoch analytických pohľadoch, tzv. pilieroch.

... je založený na dvoch analytických pohľadoch...

V rámci stratégie ECB sú menovopolitické rozhodnutia založené na komplexnej analýze rizík, ktoré môžu ohroziť cenovú stabilitu. Táto analýza vychádza z dvoch navzájom sa dopĺňujúcich hľadísk hodnotenia cenového vývoja. Prvé hľadisko sa zameriava na vyhodnocovanie krátkodobých až strednodobých faktorov cenového vývoja s dôrazom na reálnu hospodársku aktivitu a podmienky financovania v hospodárstve. Tento prístup zohľadňuje skutočnosť, že cenový vývoj je v týchto časových horizontoch vo veľkej miere ovplyvňovaný vzájomným pôsobením ponuky a dopytu na trhu tovarov, služieb a výrobných faktorov (pozri aj časť 4.4). ECB túto metódu označuje pojmom „ekonomická analýza“. Druhé hľadisko, označované ako „menová analýza“, sa zameriava na dlhodobý horizont, pričom využíva dlhodobý vzťah medzi peniazmi a cenami (pozri aj časť 4.5). Menová analýza slúži predovšetkým ako prostriedok na overenie (z pohľadu vývoja v strednodobom až dlhodobom horizonte) krátkodobých až strednodobých ukazovateľov menovej politiky získaných v rámci ekonomickej analýzy.

... aby nedošlo k strate dôležitých informácií

Cieľom dvojpilierového prístupu je zaistiť, aby sa pri hodnotení rizík pre cenovú stabilitu používali všetky relevantné informácie a aby sa venovala náležitá pozornosť rôznym hľadiskám a porovnávaníu informácií v snahe dospieť k celkovému záveru o existencii rizík pre cenovú stabilitu. Tento dvojpilierový prístup predstavuje a navonok pôsobí ako systém diverzifikovanej analýzy a zabezpečuje prijímanie kvalitných rozhodnutí, ktoré vychádzajú z rôznych analytických hľadísk.

Ekonomická analýza

Analýza krátkodobých až strednodobých rizík pre cenovú stabilitu...

Ekonomická analýza sa zameriava predovšetkým na hodnotenie aktuálneho hospodárskeho a finančného vývoja a z neho vyplývajúce krátkodobé až strednodobé riziká pre cenovú stabilitu. Medzi ekonomické a finančné premenné, ktoré táto analýza skúma, patrí napríklad vývoj celkovej produkcie, agregátny dopyt a jeho zložky, rozpočtová politika, podmienky na kapitálovom trhu a trhu práce, široký

Cenový vývoj je vo veľkej miere ovplyvňovaný vzájomným pôsobením ponuky a dopytu na trhu tovarov, služieb a výrobných faktorov.



okruh ukazovateľov cien a nákladov, vývoj výmenných kurzov, svetovej ekonomiky a platobnej bilancie, finančné trhy a súvahové pozície jednotlivých sektorov v eurozóne. Všetky tieto faktory pomáhajú pri hodnotení dynamiky reálnej hospodárskej aktivity a pravdepodobného vývoja cien z hľadiska vzájomného pôsobenia ponuky a dopytu na trhoch tovarov, služieb a výrobných faktorov v krátkodobjšom horizonte (pozri aj časť 4.4).

Rámček 5.6 Reálne ekonomické a finančné ukazovatele

V rámci ekonomickej analýzy sa ECB zameriava predovšetkým na hodnotenie aktuálneho hospodárskeho a finančného vývoja a z neho vyplývajúce krátkodobé až strednodobé riziká pre cenovú stabilitu.

Pokiaľ ide o analýzu reálnych ekonomických ukazovateľov, ECB pravidelne hodnotí vývoj celkovej produkcie, dopyt a podmienky na trhu práce, široký okruh cenových a nákladových ukazovateľov, rozpočtovú politiku a platobnú bilanciu eurozóny.

V oblasti vývoja *cien a nákladov* sa okrem HICP a jeho zložiek analyzuje aj cenový vývoj v priemyselnom sektore, meraný na základe cien výrobcov, keďže zmeny vo výrobných nákladoch sa môžu preniesť aj do spotrebiteľských cien. Náklady práce, ktoré sú dôležitou súčasťou celkových výrobných nákladov, môžu výrazne vplývať na tvorbu cien. Štatistika nákladov práce je zároveň zdrojom informácií o konkurencieschopnosti hospodárstva eurozóny.

Ukazovatele *produkcie a dopytu* (národné účty, krátkodobé štatistické údaje o aktivite v oblasti priemyslu a služieb, objednávky a výsledky kvalitatívnych prieskumov) poskytujú informácie o cyklickej pozícii hospodárstva, ktoré sú zasa dôležité na analýzu vyhliadok cenového vývoja. Údaje o *trhu práce* (o zamestnanosti, nezamestnanosti, voľných pracovných miestach a miere zapojenia sa do pracovného procesu) sú dôležité na monitorovanie konjunktúrneho vývoja a hodnotenie štrukturálnych zmien vo fungovaní hospodárstva eurozóny. Významnú časť hospodárskej aktivity tvorí vládny sektor, preto sú dôležité aj informácie o finančných i nefinančných účtoch *verejného sektora*.

Štatistika platobnej bilancie je spolu so štatistikou zahraničného obchodu zdrojom informácií o vývoji vývozu a dovozu, ktorý môže svojím dopadom na podmienky dopytu ovplyvniť aj intenzitu inflačných tlakov. Tieto údaje zároveň umožňujú sledovať ceny v zahraničnom obchode, ktorých vývoj v súčasnosti približujú indexy jednotkových dovozných a vývozných cien. Tieto indexy predovšetkým umožňujú hodnotiť potenciálny vplyv kurzových pohybov a zmien cien komodít (napr. ropy) na dovozné ceny. Stručne povedané, tieto ukazovatele pomáhajú hodnotiť zmeny agregátneho dopytu, agregátnej ponuky a miery využitia výrobných kapacít.

Pozorne sa monitorujú aj ukazovatele vývoja na finančnom trhu a ceny aktív. Zmeny cien aktív môžu svojím vplyvom na výšku príjmov a majetku sprostredkovane pôsobiť na cenový vývoj. Napríklad v prípade rastu cien akcií rastie aj majetok domácností, ktoré akcie vlastnia, a tie sa môžu rozhodnúť zvýšiť svoju spotrebu. Tým sa zvýši spotrebiteľský dopyt a môže dôjsť k rastu domácich inflačných tlakov. V prípade poklesu cien aktív domácnosti naopak môžu spotrebu znižovať. Zmeny cien aktív môžu agregátny dopyt ovplyvňovať aj prostredníctvom hodnoty

kolaterálu, ktorý umožňuje dlžníkom získať viac úverov alebo znížiť rizikové prémie požadované veriteľmi/bankami. Hodnota kolaterálu hrá v rozhodovaní o poskytnutí úveru často podstatnú úlohu. Ak hodnota kolaterálov klesá, úvery sú nákladnejšie, prípadne nedostupné, a dochádza k poklesu spotreby a tým aj dopytu.

Analýza cien aktív a finančných výnosov môže byť tiež zdrojom informácií o očakávaniach finančných trhov vrátane očakávaného budúceho cenového vývoja. Účastníci finančného trhu napríklad pri nákupe a predaji dlhopisov nepriamo odhaľujú svoje očakávania budúceho vývoja reálnych úrokových mier a inflácie (pozri aj rámček 3.2). ECB môže pomocou rôznych techník analyzovať finančné ceny a odvodzovať z nich skryté očakávania budúceho vývoja. Trhy aktív, a teda aj ceny aktív, sú vo svojej podstate orientované na budúci vývoj. Zmeny cien aktív sú teda vo veľkej miere odrazom „nových správ“ – informácií o vývoji, ktoré finančné trhy neočakávali. V tomto ohľade môže sledovanie cien aktív pomôcť identifikovať šoky, ku ktorým práve v ekonomike dochádza, a to najmä šoky týkajúce sa očakávaní ohľadom budúceho hospodárskeho vývoja. V rámci analýzy finančných trhov je možné hodnotiť aj štatistické údaje o cenách finančných aktív získané z rôznych zdrojov. Určité štatistické údaje navyše zbiera aj ECB.

Pozorne sa sleduje aj vývoj výmenných kurzov, ktorý tiež vplýva na cenovú stabilitu. Kurzové pohyby majú priamy dopad na cenový vývoj, keďže ovplyvňujú dovozné ceny. Hoci je eurozóna v porovnaní so svojimi jednotlivými členskými štátmi relatívne uzavretou ekonomikou, dovozné ceny vývoj domácich cien výrobcov a spotrebiteľských cien aj tak ovplyvňujú. Zmeny výmenného kurzu môžu ovplyvniť aj cenovú konkurencieschopnosť domácich produktov na medzinárodných trhoch a tým i podmienky dopytu, prípadne aj vyhladky cenového vývoja.

... pomáha odhaliť povahu šokov...

Ekonomická analýza venuje náležitú pozornosť potrebe identifikovať pôvod a povahu šokov, ku ktorým v ekonomike dochádza, skúmať ich vplyv na vývoj nákladov a cien a posudzovať možnosť ich šírenia v ekonomike v krátkodobom až strednodobom horizonte. Napríklad na inflačné dopady prechodného rastu svetových cien ropy môže menová politika reagovať inak ako na zvýšenie inflácie vyplývajúce z vyšších nákladov práce v dôsledku rastu miezd, ktorý nie je sprevádzaný rastom produktivity. V prvom prípade môže dôjsť k dočasnému a krátkodobému zvýšeniu inflácie, ktoré sa môže rýchlo obrátiť. Ak takýto šok nepovedie k vyšším inflačným očakávaniam, sám osebe môže pre cenovú stabilitu v strednodobom horizonte predstavovať len malú hrozbu. Naopak pri nadmernom raste miezd hrozí riziko vzniku uzavretej špirály vyšších nákladov, vyšších cien a vyšších mzdových požiadaviek. Vzniku takejto špirály možno najlepšie predísť rýznou reakciou menovej politiky, ktorá by potvrdila odhodlanie centrálnej banky udržiavať cenovú stabilitu a tým pomáhať stabilizovať inflačné očakávania.

Na prijímanie správnych menovopolitických rozhodnutí musí mať Rada guvernérov komplexný prehľad o aktuálnej hospodárskej situácii a musí poznať konkrétnu povahu i rozsah všetkých rušivých ekonomických javov, ktoré ohrozujú cenovú stabilitu.

... a obsahuje makroekonomické projekcie

V rámci ekonomickej analýzy hrajú dôležitú úlohu makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu. Ich projekcie pomáhajú usporiadať a zhrnúť veľké množstvo ekonomických údajov a zabezpečiť konzistentnosť údajov pochádzajúcich z rôznych zdrojov. V tomto ohľade majú projekcie kľúčový význam pri upresňovaní hodnotenia vyhliadok hospodárskeho vývoja a krátkodobých až strednodobých výkyvov inflácie od jej celkového trendu.

Rámček 5.7 Makroekonomické projekcie pre eurozónu

Slovo „projekcie“ zdôrazňuje skutočnosť, že ide o výsledok scenára, ktorý vychádza z radu základných technických predpokladov vrátane predpokladu, že krátkodobé úrokové sadzby sa nezmenia. Rovnakým spôsobom zostavujú prognózy mnohé centrálné banky s cieľom poskytnúť orgánom prijímajúcim menovopolitické rozhodnutia čo najlepšie informácie o možnom vývoji, ak by sadzby zostali nezmenené. Je teda zrejmé, že projekcie nie sú najlepšou predpovedou budúceho vývoja, hlavne pokiaľ ide o vývoj v dlhšom horizonte. Projekcie v skutočnosti predstavujú scenár, ktorý sa pravdepodobne neuskutoční, keďže menová politika na prípadné hrozby pre cenovú stabilitu vždy zareaguje prijatím príslušných krokov. Makroekonomické projekcie vývoja inflácie vypracované odborníkmi Eurosystemu by sa preto za žiadnych okolností nemali chápať ako spochybnenie záväzku Rady guvernérov udržiavať cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Tvorcovia miezd a cien (t. j. vlády, podniky a domácnosti) by sa mali spoliehať na kvantitatívnu definíciu cenovej stability a predovšetkým na cieľ udržiavať mieru inflácie tesne pod hranicou 2 % ako na najlepšiu predpoveď strednodobého až dlhodobého vývoja cien.

Hoci makroekonomické projekcie zohrávajú užitočnú úlohu, ich spoľahlivosť je obmedzená. Po prvé, konečné projekcie do značnej miery závisia od základného koncepčného rámca a použitých techník. Každý takýto rámec je však len zjednodušením reality a v niektorých prípadoch nemusí zohľadňovať kľúčové okolnosti, ktoré sú pre menovú politiku významné. Po druhé, ekonomické projekcie môžu podať len súhrnný obraz ekonomiky, neobsahujú teda všetky relevantné informácie. Do rámca na zostavovanie projekcií predovšetkým nie je jednoduché zahrnúť všetky dôležité informácie, napríklad informácie obsiahnuté v menových agregátoch, prípadne sa tieto informácie môžu po dokončení projekcií zmeniť. Po tretie, nevyhnutnou súčasťou projekcií sú názory odborníkov, a niekedy môžu existovať dobré dôvody, prečo s niektorými z nich nesúhlasiť. Po štvrté, projekcie vždy vychádzajú z konkrétnych predpokladov – napríklad z predpokladov vývoja cien ropy alebo výmenných kurzov – ktoré sa môžu veľmi rýchlo meniť, čím sa projekcie stávajú neaktuálnymi.

Makroekonomické projekcie teda zohrávajú v rámci stratégie menovej politiky ECB dôležitú, ale nie najvýznamnejšiu úlohu. Rada guvernérov okrem projekcií vyhodnocuje aj množstvo ďalších informácií a analýz, ktoré sú súčasťou dvojpilierového rámca. Patrí sem napríklad menová analýza a analýza finančných cien, jednotlivé ukazovatele a prognózy iných inštitúcií. Rada guvernérov nie

je za projekcie zodpovedná ani ich nepoužíva ako jediný nástroj na tvorbu a oznamovanie svojich hodnotení.

Menová analýza

Peniaze sú nominálnou kotvou

V rámci súboru vybraných kľúčových ukazovateľov, ktoré ECB pozorne sleduje a skúma, majú osobitnú úlohu peniaze. Rozhodnutie prideliť významnú úlohu peniazom vychádza zo skutočnosti, že rast peňažnej zásoby a inflácia sú v strednodobom až dlhodobom horizonte úzko prepojené (pozri aj časť 4.5). Tento všeobecne uznávaný vzťah poskytuje menovej politike pevnú a spoľahlivú nominálnu kotvu aj za hranice období, na ktoré sa zvyčajne zostavujú inflačné prognózy. Tým, že bola peniazom v rámci stratégie menovej politiky pripísaná významná úloha, sa zároveň zdôraznila strednodobá orientácia menovej politiky. Prijímanie menovopolitických rozhodnutí a vyhodnocovanie ich dopadu nielen na základe krátkodobých ukazovateľov získaných analýzou hospodárskych a finančných podmienok, ale aj po zvážení faktorov vývoja peňažnej zásoby a likvidity, umožňuje centrálnej banke vidieť viac ako len dočasné dopady rôznych šokov a vyhnúť sa pokúšaniu reagovať na ne príliš aktívne.

Rámček 5.8 Menové agregáty

Keďže mnohé finančné aktíva sú blízke substitúty a povaha a vlastnosti finančných aktív, transakcií a platobných prostriedkov sa časom menia, nie je vždy jasné, ako peniaze definovať a ako určiť, do ktorej definície peňazí konkrétne finančné aktíva patria. Centrálna banka zvyčajne definujú a sledujú niekoľko menových agregátov.

Definície menových agregátov eurozóny stanovené ECB vychádzajú z harmonizovaných definícií sektora emitentov peňazí a sektora držiteľov peňazí, rovnako ako z definícií kategórií záväzkov peňažných finančných inštitúcií (PFI). Sektor emitentov peňazí tvoria PFI so sídlom v eurozóne. Sektor držiteľov peňazí zahŕňa všetky nepeňažné finančné inštitúcie so sídlom v eurozóne s výnimkou sektora ústrednej štátnej správy.

Na základe koncepčných úvah a empirických štúdií a v súlade s medzinárodnou praxou Eurosystem definuje úzky (M1), „stredný“ (M2) a široký (M3) menový agregát. Tieto agregáty sa líšia stupňom likvidity aktív, ktoré obsahujú.

Agregát M1 zahŕňa obeživo, t. j. bankovky a mince, a zostatky, ktoré sa dajú okamžite previesť na obeživo alebo použiť na bezhotovostné platby, napríklad vklady splatné na požiadanie.

Do agregátu M2 patrí agregát M1 a okrem toho aj vklady s dohodnutou splatnosťou do dvoch rokov a vklady s výpovednou lehotou do troch mesiacov. Tieto vklady je možné previesť na zložky úzkych peňazí, môžu však platiť určité obmedzenia, ako napríklad potreba predbežného oznámenia alebo zaplata penále a poplatkov.

Agregát M3 zahŕňa agregát M2 a určité obchodovateľné nástroje vydané sektorom PFI so sídlom v eurozóne. Medzi tieto obchodovateľné nástroje patria dohody o spätnom odkúpení, podiely/akcie podielových fondov peňažného trhu a dlhopisy so splatnosťou do dvoch rokov (vrátane cenných papierov peňažného trhu). Vďaka vysokému stupňu likvidity a cenovej istoty sú tieto nástroje blízskymi substitútmi vkladov. V dôsledku ich zahrnutia sú široké peniaze menej ovplyvňované substitúciou jednotlivých kategórií likvidných aktív ako užšie definície peňazí a sú stabilnejšie.

Likvidné aktíva rezidentov eurozóny v cudzej mene môžu byť blízskymi substitútmi aktív v eurách. Preto ak sú tieto aktíva v držbe PFI v eurozóne, zahŕňajú sa do menových agregátov.

Referenčná hodnota rastu peňažnej zásoby

V snahe vyjadriť svoje odhodlanie vykonávať menovú analýzu a stanoviť kritérium hodnotenia menového vývoja ECB oznámila referenčnú hodnotu pre široký menový agregát M3 (pozri rámček 5.9).

Táto referenčná hodnota (stanovená v roku 1998 na 4,5 %) sa vzťahuje na ročnú mieru rastu M3, ktorá sa považuje za kompatibilnú s cenovou stabilitou v strednodobom horizonte. Referenčná hodnota teda predstavuje kritérium pre analýzu informácií o menovom vývoji v eurozóne. V dôsledku strednodobej až dlhodobej perspektívy menového vývoja však neexistuje priame spojenie medzi krátkodobým menovým vývojom a menovopolitickými rozhodnutiami. Menová politika preto nereaguje mechanicky na odchýlky rastu M3 od referenčnej hodnoty.

Rámček 5.9 Referenčná hodnota ECB pre rast peňažnej zásoby

Významná úloha, ktorú ECB vo svojej stratégii pripisuje peniazom, je signalizovaná oznámením referenčnej hodnoty rastu širokého menového agregátu M3. Výber agregátu M3 vychádza z dôkazov, podložených niekoľkými empirickými štúdiami, že tento agregát spĺňa požiadavku stabilného dopytu po peniazoch a je dobrým ukazovateľom budúceho cenového vývoja v eurozóne. Referenčná hodnota rastu M3 bola odvodená tak, aby bola v súlade s dosahovaním cenovej stability. Významné alebo dlhodobé odchýlky miery rastu peňažnej zásoby od stanovenej referenčnej hodnoty by za normálnych okolností signalizovali vznik rizík pre cenovú stabilitu v strednodobom horizonte.

Odvedenie referenčnej hodnoty vychádza zo vzťahu (zmien) rastu peňažnej zásoby (ΔM), inflácie (ΔP), rastu reálneho HDP (ΔYR) a rýchlosti obehu peňazí (ΔV). Podľa tohto vzťahu, ktorý je všeobecne známy ako „kvantitatívna rovnica“, sa zmena peňažnej zásoby v ekonomike rovná zmene nominálnych transakcií (ktorú možno približne vyjadriť ako zmenu reálneho HDP plus zmenu inflácie) mínus zmena

rýchlosti obehu peňazí (pozri aj rámček 4.3). Poslednú premennú rovnice možno definovať ako rýchlosť prenosu peňazí medzi jednotlivými držiteľmi; táto premenná teda určuje, koľko peňazí je potrebných na určitú úroveň nominálnych transakcií.

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

Referenčná hodnota vychádza z definície cenovej stability ako ročného nárastu HICP eurozóny o menej ako 2 %. Odvodenie referenčnej hodnoty sa okrem toho zakladá na strednodobých predpokladoch rastu potenciálnej produkcie a trendu vývoja rýchlosti obehu peňazí M3. V roku 1998 bol pre strednodobý trend rastu reálneho potenciálneho HDP v eurozóne stanovený predpoklad 2 % – 2,5 % ročne, a to na základe odhadov medzinárodných organizácií i ECB. Pri odvodzovaní predpokladu rýchlosti obehu peňazí boli použité rôzne postupy, ktoré zohľadňovali jednoduché (univariatné) trendy i informácie dostupné z komplexnejších modelov dopytu po peniazoch. Výsledky týchto postupov spolu poukazovali na pokles rýchlosti obehu M3 o 0,5 % – 1 % za rok. Na základe týchto predpokladov stanovila Rada guvernérov v decembri 1998 referenčnú hodnotu ECB na 4,5 % za rok, a táto hodnota sa odvtedy nezmenila. Rada guvernérov sleduje platnosť podmienok a predpokladov, ktoré tvoria základ referenčnej hodnoty, a prípadné zmeny základných predpokladov oznamuje.

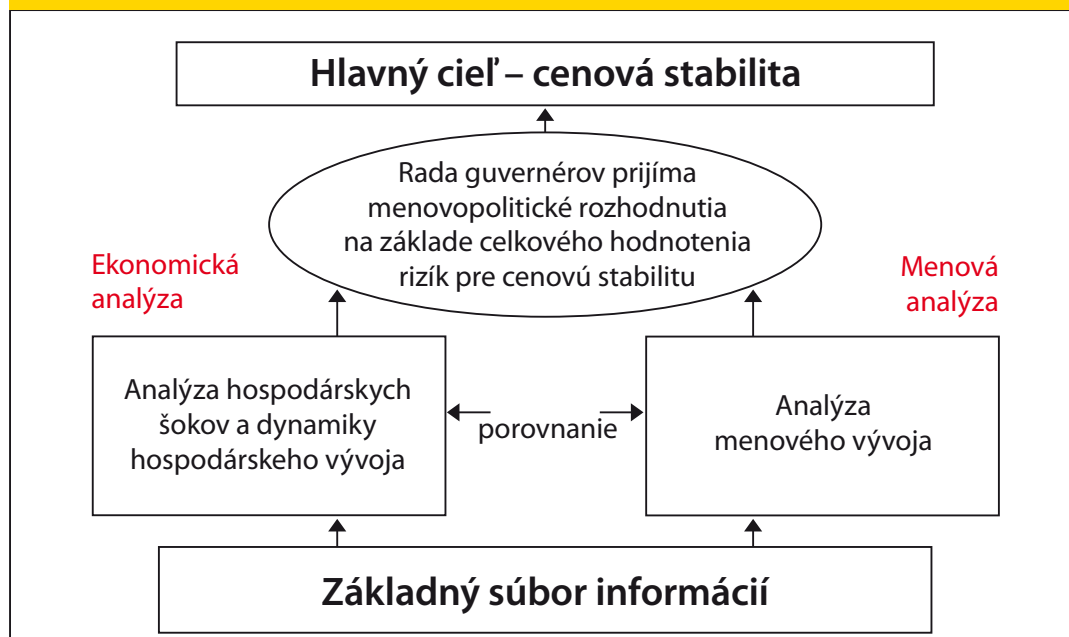
Analýza špecifických faktorov

Na menový vývoj môžu niekedy vplývať tzv. špecifické faktory spôsobené inštitucionálnymi zmenami, napríklad zmeny zdaňovania úrokových alebo kapitálových výnosov. Tieto špecifické faktory môžu spôsobiť zmeny v držbe peňazí, keďže domácnosti a podniky reagujú na zmeny atraktívnosti bankových vkladov zahrnutých do definície menového agregátu M3 v porovnaní s alternatívnymi finančnými nástrojmi. Menový vývoj spôsobený týmito špecifickými faktormi však nemusí vypovedať o dlhodobejšom cenovom vývoji. Preto sa menová analýza ECB snaží zameriavať na základné trendy menového vývoja a jej súčasťou je aj podrobné hodnotenie špecifických faktorov a ďalších šokov, ktoré ovplyvňujú dopyt po peniazoch.

Porovnávanie informácií z oboch pilierov

V rámci rozhodovania Rady guvernérov o vhodnom nastavení menovej politiky zabezpečuje dvojpilierový prístup porovnávanie ukazovateľov, ktoré vychádzajú z krátkodobejšej ekonomickej analýzy, s ukazovateľmi z dlhodobejšie orientovanej menovej analýzy. Ako už bolo podrobnejšie vysvetlené vyššie, cieľom tohto porovnania je zabezpečiť, aby menová politika pri hodnotení trendov budúceho cenového vývoja nevynechala žiadne dôležité informácie. Hodnotenie využíva skutočnosť, že tieto dva piliere sa v mnohých aspektoch navzájom dopĺňajú. Týmto spôsobom je totiž možné zabezpečiť konzistentné a efektívne využívanie všetkých relevantných informácií na hodnotenie vyhladok cenového vývoja, a tým uľahčiť rozhodovací proces i oznamovanie prijatých rozhodnutí (pozri graf nižšie). Tento prístup znižuje riziko chýb menovej politiky, ktoré môže vzniknúť, ak sa menová politika príliš spolieha na jediný ukazovateľ, prognózu či model. Prostredníctvom diverzifikovaného prístupu k interpretácii ekonomických podmienok sa ECB snaží uskutočňovať silnú menovú politiku v neistom prostredí.

Graf: Stratégia menovej politiky ECB zameraná na stabilitu



Zdroj: Európska centrálna banka (2004), Menová politika ECB, s. 66.

Transparentnosť a zodpovednosť

Vykazovacie povinnosti stanovené zmluvou

Nezávislá centrálna banka musí v záujme zachovania svojej dôveryhodnosti otvorene a jasne zdôvodňovať svoje rozhodnutia. Musí sa tiež zodpovedať voči demokratickým inštitúciám. Zmluva o založení Európskeho spoločenstva presne vymedzuje vykazovacie povinnosti ECB bez toho, aby obmedzovala jej nezávislosť.

ECB je povinná zostavovať výročnú správu o svojej činnosti a o menovej politike za predchádzajúci a bežný rok a predkladať ju Európskemu parlamentu, Rade EÚ, Európskej komisii a Európskej rade. Európsky parlament môže k výročnej správe ECB uskutočniť všeobecnú rozpravu. Prezident ECB a ďalší členovia Výkonnej rady môžu na žiadosť Európskeho parlamentu alebo z vlastnej iniciatívy predložiť svoje názory príslušným výborom Európskeho parlamentu. Tieto vystúpenia sa zvyčajne konajú raz za štvrtrok.

Ďalej musí ECB aspoň raz za štvrtrok zverejňovať správy o činnosti ESCB. ECB tiež musí zverejňovať konsolidovaný týždenný finančný výkaz Eurosystému, ktorý informuje o menových a finančných transakciách Eurosystému uskutočnených počas predchádzajúceho týždňa.

ECB sa zaviazala komunikovať s verejnosťou v oveľa väčšom rozsahu, ako jej stanovuje zmluva. Jedným z príkladov tohto záväzku je, že prezident ECB zdôvodňuje rozhodnutia Rady guvernérov na tlačových konferenciách, ktoré sa konajú hneď po prvom zasadaní Rady guvernérov v každom mesiaci. Podrobnejšie informácie o tom, ako Rada guvernérov hodnotí hospodársku situáciu a vyhliadky cenového vývoja, sa zverejňujú v mesačnom bulletine ECB¹³.

Vzťahy s orgánmi EÚ

Na zasadaniach Rady guvernérov a Generálnej rady sa môže zúčastňovať člen Európskej komisie, ktorý však nemá právo hlasovať. Komisiu spravidla zastupuje komisár zodpovedný za hospodárske a finančné záležitosti.

ECB udržiava bilaterálne vzťahy s Radou EÚ. Na jednej strane sa prezident Rady EÚ môže zúčastňovať zasadaní Rady guvernérov a Generálnej rady ECB. Má právo predkladať Rade guvernérov návrhy na diskusiu, nemôže však hlasovať. Na druhej strane sa prezident ECB môže zúčastňovať zasadaní Rady EÚ, keď Rada rokuje o záležitostiach, ktoré súvisia s cieľmi a úlohami ESCB. Okrem oficiálnych a neformálnych zasadaní Rady ECOFIN (ktorá združuje ministrov hospodárstva a financií krajín EÚ) sa prezident zúčastňuje aj zasadaní Euroskupiny (zasadania ministrov hospodárstva a financií krajín eurozóny). ECB je zastúpená aj v Hospodárskom a finančnom výbore, ktorý je poradným orgánom spoločenstva a zaoberá sa širokým okruhom otázok súvisiacich s európskou hospodárskou politikou.

5.4 Operačný rámec Eurosystemu

Operačný rámec

Ako už bolo uvedené vyššie, Rada guvernérov rozhoduje o úrovni kľúčových úrokových sadzieb ECB. Pokiaľ ide o premietnutie úrovne úrokových sadzieb ECB na podniky a spotrebiteľov, úlohu sprostredkovateľa zohráva bankový systém. Ak ECB zmení podmienky, za ktorých prijíma alebo poskytuje úvery bankám, menia sa zrejme aj podmienky, ktoré banky stanovujú svojim klientom, t. j. podnikom a spotrebiteľom. Súbor nástrojov a postupov, prostredníctvom ktorých Eurosystem uskutočňuje transakcie s bankovým systémom a spúšťa tak proces prenosu týchto podmienok na domácnosti a podniky, sa označuje ako *operačný rámec*.

Hlavné kategórie nástrojov

Všeobecne povedané, bankový systém v eurozóne – čiastočne kvôli potrebe bankoviek ale čiastočne aj preto, lebo ECB od bankového systému vyžaduje držanie povinných minimálnych rezerv na účtoch v národných centrálnych bankách – potrebuje likviditu a závisí od refinancovania Eurosystemom. Eurosystem v tejto súvislosti pôsobí ako



ECB sa zaviazala komunikovať s verejnosťou v oveľa väčšom rozsahu, ako jej stanovuje zmluva.

¹³ Publikácie ECB sú k dispozícii zadarmo na vyžiadanie. Nájdete ich aj na internetovej stránke ECB (www.ecb.int), kde sú aj odkazy na internetové stránky národných centrálnych bánk krajín EÚ.

poskytovateľ likvidity a prostredníctvom svojho operačného rámca bankám pomáha pokryť ich potreby likvidity plynulým a organizovaným spôsobom.

Operačný rámec Eurosystému tvoria tri hlavné prvky. Po prvé, prostredníctvom *obchodov na voľnom trhu* ECB riadi podmienky poskytovania rezerv na peňažnom trhu a usmerňuje úrokové sadzby na peňažnom trhu tým, že bankám poskytuje rezervy na krytie ich potrieb likvidity. Po druhé, banky môžu využívať dva druhy *automatických operácií*, jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody, prostredníctvom ktorých môžu vo výnimočných prípadoch získavať jednoduchové úvery alebo ukladať jednoduchové vklady (vklady splatné na požiadanie). Banky môžu tieto obchody využívať kedykoľvek podľa potreby. V prípade úverov poskytovaných prostredníctvom jednoduchových refinančných obchodov je však potrebné poskytnúť akceptovateľný kolaterál. Po tretie, povinné minimálne rezervy zvyšujú potrebu likvidity bánk. Keďže plnenie povinných minimálnych rezerv sa zisťuje na základe priemernej výšky za celý mesiac, *povinné minimálne rezervy* môžu zároveň slúžiť ako rezerva na krytie dočasných likviditných šokov na peňažnom trhu a tým znižovať volatilitu krátkodobých úrokových mier.

Obchody na voľnom trhu

Obchody na voľnom trhu – prvý z prvkov operačného rámca – sa realizujú decentralizovaným spôsobom. ECB tieto operácie koordinuje, ale samotné obchody uskutočňujú národné centrálné banky. Kľúčovou súčasťou výkonu menovej politiky ECB sú týždenné hlavné refinančné obchody. Oficiálna úroková sadzba stanovená pre tieto obchody signalizuje nastavenie menovej politiky, ktoré určuje Rada guvernérov ECB. Na dodávanie likvidity slúžia aj dlhodobejšie refinančné obchody, vykonávajú sa však len raz za mesiac a majú trojmesačnú splatnosť. Dolaďovacie obchody sa vykonávajú podľa potreby a ich cieľom je zmierniť dopad neočakávaných výkyvov v likvidite alebo mimoriadnych udalostí na úrokové miery.

Pokiaľ ide o akceptovateľné zmluvné strany, ktoré sa zúčastňujú na obchodoch v rámci Eurosystému, kritériá sú veľmi široké. V zásade sú akceptovateľné všetky úverové inštitúcie so sídlom v eurozóne. Zmluvnou stranou sa môže stať každá banka, na ktorú sa vzťahuje požiadavka povinných minimálnych rezerv Eurosystému, ktorá je v dobrej finančnej situácii a ktorá spĺňa špecifické prevádzkové kritériá umožňujúce obchodovať s Eurosystémom. Široké kritériá akceptovateľnosti zmluvných strán i decentralizované obchody sú formulované tak, aby boli zaručené rovnaké podmienky pre všetky inštitúcie v eurozóne (teda aby sa mohli na obchodoch Eurosystému zúčastňovať všetky inštitúcie), čím prispievajú k fungovaniu integrovaného primárneho peňažného trhu.

Obchody Eurosystému na voľnom trhu sa realizujú na základe dohôd o spätnom odkúpení („repo obchody“) alebo zabezpečených úverov. V oboch prípadoch Eurosystém poskytuje krátkodobé úvery proti dostatočnému kolaterálu. Rozsah akceptovateľného kolaterálu je veľmi široký a zahŕňa aj dlhové cenné papiere verejného i súkromného sektora. Cieľom je, aby mohli zmluvné strany v rámci krajín eurozóny používať rôzne formy kolaterálu. Okrem toho je možné používať aj akceptovateľné aktíva zo zahraničia. Obchody Eurosystému na voľnom trhu sa konajú formou aukcií, aby sa rozdeľovanie likvidity na primárnom trhu mohlo uskutočňovať transparentným a efektívnym spôsobom.

Základným princípom operačného rámca je dôvera v samoreguláciu trhu so zriedkavými zásahmi centrálnej banky. Zásahy centrálnej banky na peňažnom trhu sa väčšinou obmedzujú na hlavné refinančné obchody, ktoré sa vykonávajú raz za



Ak ECB zmení
podmienky pre
banky, zmenia sa
zrejme aj
podmienky pre
podniky
a spotrebiteľov.

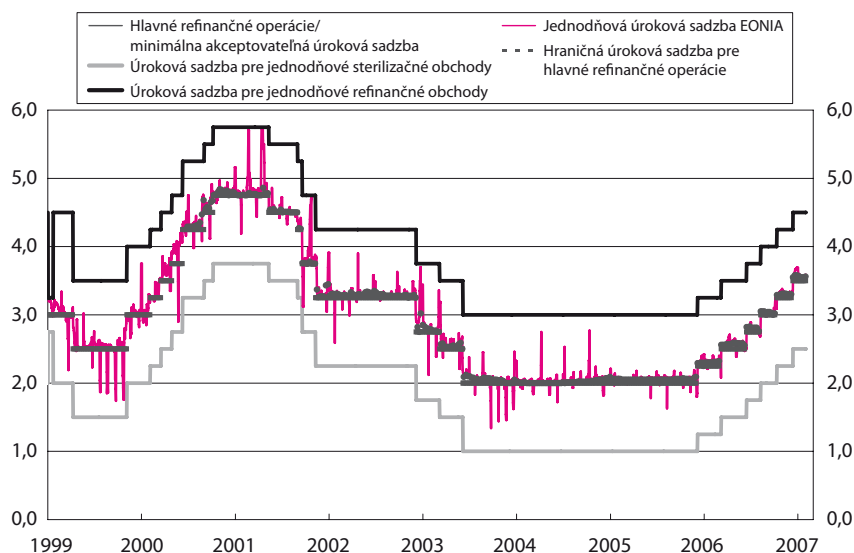
týždeň, a na oveľa menšie dlhodobějšíe refinančné obchody, ktoré sa uskutočňujú raz za mesiac. Doladovacie obchody sa v prvých rokoch existencie ECB uskutočňovali len zriedka.

Automatické operácie a povinné minimálne rezervy

Okrem obchodov na voľnom trhu sa používajú aj ďalšie dva dôležité nástroje, automatické operácie a povinné minimálne rezervy, a to najmä s cieľom zmierňovať výkyvy krátkodobých úrokových mier na peňažnom trhu.

Sadzby automatických operácií sú zvyčajne podstatne menej atraktívne ako úrokové miery na medzibankovom trhu (rozdiel +/- jeden percentuálny bod v porovnaní so sadzbou pre hlavné refinančné operácie). Tento rozdiel banky motivuje, aby obchodovali na trhu a automatické operácie používali až po vyčerpaní ostatných možností, ktoré trh ponúka. Keďže banky môžu automatické operácie využívať kedykoľvek, sadzby týchto dvoch operácií predstavujú hornú a dolnú hranicu jednodňovej trhovej úrokovej sadzby (tzv. jednodňovej sadzby „EONIA“). Tieto dve sadzby teda vytvárajú koridor, v ktorom sa EONIA pohybuje. Šírka tohto koridoru by mala motivovať k uskutočňovaniu obchodov na trhu. Tento systém je dôležitou súčasťou štruktúry peňažného trhu, ktorá obmedzuje výkyvy veľmi krátkodobých trhových sadzieb (pozri graf nižšie).

Graf: Úrokové sadzby ECB a sadzby peňažného trhu



(v percentách za rok; denné údaje)

Zdroj: ECB. Posledné údaje z 15. decembra 2006.

Základným princípom rámca je dôvera v samoreguláciu trhu so zriedkavými zásahmi centrálnej banky.



Výška povinných minimálnych rezerv banky sa určuje ako percentuálny podiel zo základu na výpočet povinných minimálnych rezerv – súboru súvahových záväzkov banky (vkladov, dlhových cenných papierov a cenných papierov peňažného trhu so splatnosťou do dvoch rokov).

Systém povinných minimálnych rezerv určuje minimálnu požadovanú výšku rezerv, ktorú musia banky udržiavať na bežnom účte v príslušnej národnej centrálnej banke. Plnenie rezerv sa zisťuje na základe priemeru denných zostatkov za obdobie približne jedného mesiaca (počas tzv. periódy udržiavania). Vďaka priemerovaniu môžu banky v rámci periódy udržiavania flexibilne rozhodovať o aktuálnej výške minimálnych rezerv. Keďže dočasné výkyvy v likvidite nie je potrebné vyrovnať okamžite, je možné do istej miery korigovať volatilitu jednodňovej úrokovej sadzby. (Ak je napríklad jednodňová sadzba vyššia ako očakávaná sadzba v neskoršej fáze periódy udržiavania, banky môžu dosiahnuť očakávaný zisk požičaním peňazí na trhu a plnenie povinných minimálnych rezerv môžu v rámci periódy udržiavania odložiť na neskoršie obdobie (tzv. „intertemporálna substitúcia“). Táto úprava denného stavu rezerv pomáha stabilizovať úrokové sadzby.)

Povinné minimálne rezervy sú počas periódy udržiavania úročené priemernou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie. Táto sadzba je prakticky rovnaká ako priemerná sadzba na medzibankovom trhu s rovnakou splatnosťou. Rezervy bánk na bežných účtoch, ktoré prevyšujú požadovanú mesačnú minimálnu výšku, sa neúročia. Banky sú takto motivované svoje rezervy spravovať aktívne na trhu. Úročenie povinných minimálnych rezerv zároveň zabraňuje tomu, aby bola požiadavka povinných minimálnych rezerv pre banky záťažou, alebo aby obmedzovala efektívne umiestňovanie finančných prostriedkov.

Povinné minimálne rezervy umožňujú tlmiť likviditné šoky. Zmenami objemu povinných minimálnych rezerv v rámci periódy udržiavania je možné absorbovať likviditné šoky a zabrániť tak ich väčšiemu vplyvu na trhové úrokové miery. Na peňažnom trhu potom nie sú potrebné časté zásahy centrálnej banky na stabilizovanie úrokových sadzieb.

Cenová stabilita

Udržiavanie cenovej stability je hlavným cieľom Eurosystemu. Rada guvernérov ECB cenovú stabilitu definuje ako medziročný nárast HICP eurozóny menší ako 2 %. Rada guvernérov zároveň stanovila, že v rámci tejto definície je jej cieľom udržiavať ročnú mieru inflácie v strednodobom horizonte tesne pod 2 %.

Deflácia

Dlhodobý pokles celkovej úrovne cien, napr. indexu spotrebiteľských cien.

Európska centrálna banka (ECB)

Bola založená 1. júna 1998 a sídli vo Frankfurte nad Mohanom v Nemecku. ECB je jadrom Eurosystemu.

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB)

ECB a národné centrálné banky všetkých členských štátov EÚ bez ohľadu na to, či zaviedli alebo nezaviedli euro.

Eurosystem

ECB a národné centrálné banky členských štátov EÚ, ktoré zaviedli euro.

Eurozóna

Túto oblasť tvoria členské štáty Európskej únie, ktoré prijali euro ako jednotnú menu.

Generálna rada

Jeden z rozhodovacích orgánov ECB. Tvoria ju prezident a viceprezident ECB a guvernéri národných centrálnych bánk všetkých krajín EÚ.

Index spotrebiteľských cien

Zostavuje sa raz za mesiac na základe takzvaného „spotrebného koša“. V eurozóne sa používa harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP). Jeho štatistická metodika je v jednotlivých krajinách harmonizovaná.

Inflácia

Dlhodobé zvyšovanie celkovej úrovne cien, napr. indexu spotrebiteľských cien.

Menová báza

V eurozóne ju tvoria peniaze (bankovky a mince) v obehu, rezervy v držbe zmluvných strán na účtoch Eurosystemu a vklady v rámci jednodňových sterilizačných obchodov Eurosystemu. Tieto položky sa v súvahe Eurosystemu vykazujú na strane pasív. Rezervy sa ďalej delia na povinné minimálne rezervy a nadbytočné rezervy. V rámci systému povinných minimálnych rezerv Eurosystemu sú zmluvné strany povinné držať povinné minimálne rezervy na účtoch v národných centrálnych bankách. Okrem povinných minimálnych rezerv zvyčajne úverové inštitúcie na účtoch Eurosystemu dobrovoľne držia len malé množstvo nadbytočných rezerv.

Rada guvernérov

Najvyšší rozhodovací orgán ECB. Tvoria ju všetci členovia Výkonnej rady ECB a guvernéri národných centrálnych bánk krajín, ktoré zaviedli euro.



Stratégia menovej politiky

Všeobecný prístup k výkonu menovej politiky. Základnými prvkami stratégie menovej politiky ECB sú kvantitatívna definícia hlavného cieľa – cenovej stability – a analytický rámec založený na dvoch pilieroch – ekonomickej a menovej analýze. Stratégia zároveň uplatňuje všeobecné zásady výkonu menovej politiky, ako je napríklad strednodobá orientácia. Táto stratégia je základom celkového hodnotenia rizík pre cenovú stabilitu a menovopolitických rozhodnutí Rady guvernérov. Stratégia je zároveň rámcom na zdôvodňovanie menovopolitických rozhodnutí pred verejnosťou.

Transmisný mechanizmus menovej politiky

Proces, prostredníctvom ktorého menovopolitické rozhodnutia ovplyvňujú hospodárstvo ako celok a predovšetkým cenovú hladinu.

Úroková miera

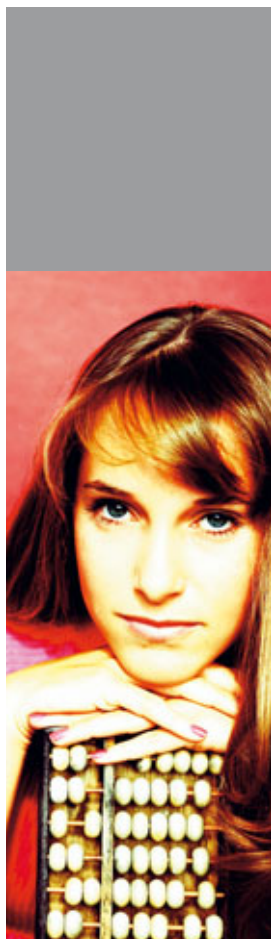
V percentách vyjadruje, koľko peňazí navyše dostanete, ak niekomu požičiate peniaze (alebo si ich uložíte v banke), resp. koľko peňazí navyše (popri splatení samotnej pôžičky) budete musieť zaplatiť, ak si peniaze požičiate vy.

Výkonná rada

Jeden z rozhodovacích orgánov ECB. Tvoria ju prezident a viceprezident ECB a ďalší štyria členovia menovaní vzájomnou dohodou hláv štátov a vlád členských štátov, ktoré zaviedli euro.

Výmenný obchod (barter)

Vzájomná výmena tovaru a služieb bez použitia peňazí ako prostriedku výmeny. Podmienkou zvyčajne je, že každá zo strán potrebuje presne ten tovar alebo službu, ktorú druhá strana ponúka.



Príloha 1

Vplyv inflácie – niekoľko číselných príkladov

Nasledujúca tabuľka ukazuje v číslach, ako sa časom mení cena tovaru, ktorý dnes stojí 10 eur.

Na výpočet jednotlivých hodnôt bol použitý tento vzorec:

$$\text{Cena po } n \text{ rokoch} = € 10 \times (1 + \pi)^n$$

kde π označuje predpokladanú mieru inflácie (ako desatinné číslo) a n je počet rokov.

Ak je napríklad predpokladaná miera inflácie 30 % a počet rokov 10 (políčko tabuľky vpravo dole), cena sa vypočíta takto:

$$\text{Cena po 10 rokoch} = € 10 \times (1 + 0,30)^{10} = € 137,86$$

Tabuľka inflácie

Vplyv inflácie na cenu dvoch CD singlov, ktoré dnes stoja 10 eur (po n rokoch)

Ročná miera inflácie:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Stabilné ceny		Inflačné prostredie		
po 1 roku	10,10	10,20	10,50	11,00	13,00
po 2 rokoch	10,20	10,40	11,03	12,10	16,90
po 3 rokoch	10,30	10,61	11,58	13,31	21,97
po 4 rokoch	10,41	10,82	12,16	14,64	28,56
po 5 rokoch	10,51	11,04	12,76	16,11	37,13
po 6 rokoch	10,62	11,26	13,40	17,72	48,27
po 7 rokoch	10,72	11,49	14,07	19,49	62,75
po 8 rokoch	10,83	11,72	14,77	21,44	81,57
po 9 rokoch	10,94	11,95	15,51	23,58	106,04
po 10 rokoch	11,05	12,19	16,29	25,94	137,86

Vplyv inflácie na kúpnu silu peňazí (východisková hodnota = 100, po n rokoch pri danej miere inflácie, hodnoty sú vyjadrené v percentách)

Ročná miera inflácie:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Stabilné ceny		Inflačné prostredie		
po 1 roku	99,0	98,0	95,2	90,9	76,9
po 2 rokoch	98,0	96,1	90,7	82,6	59,2
po 3 rokoch	97,1	94,2	86,4	75,1	45,5
po 4 rokoch	96,1	92,4	82,3	68,3	35,0
po 5 rokoch	95,1	90,6	78,4	62,1	26,9
po 6 rokoch	94,2	88,8	74,6	56,4	20,7
po 7 rokoch	93,3	87,1	71,1	51,3	15,9
po 8 rokoch	92,3	85,3	67,7	46,7	12,3
po 9 rokoch	91,4	83,7	64,5	42,4	9,4
po 10 rokoch	90,5	82,0	61,4	38,6	7,3

Cvičenia

Cvičenia ku kapitole 2:

1. Aké sú základné funkcie peňazí?
2. Aké základné podoby peňazí poznáte?

Riešenia ku kapitole 2:

1. Peniaze plnia funkciu prostriedku výmeny, zúčtovacej jednotky a uchovávateľa hodnoty.
2. Základné podoby peňazí: komoditné peniaze, kovové peniaze, papierové peniaze, likvidné vklady (záväzky bánk), likvidné krátkodobé cenné papiere a elektronické peniaze.

Cvičenia ku kapitole 3:

1. Ako by ste definovali pojem „inflácia“? Aký je vzťah medzi infláciou a kúpnu silou peňazí?
2. Čo je to „deflácia“?
3. Ako sa meria inflácia?
4. Pre zjednodušenie predpokladajme, že reprezentatívny spotrebný kôš obsahuje 50 sendvičov a dva páry tenisiek. V roku 2003 stál sendvič 1 euro a pár tenisiek stál 80 eur. V roku 2004 stál sendvič 1,20 a pár tenisiek 85 eur. O koľko sa zvýšila cena spotrebného koša?
5. Aké problémy sú spojené s meraním celkovej zmeny cien? Uveďte príklad.
6. Vymenujte niektoré výhody trvalej cenovej stability.

Riešenia ku kapitole 3:

1. Inflácia sa v podstate definuje ako všeobecný alebo celkový rast cien tovarov a služieb počas dlhšieho obdobia, v dôsledku ktorého klesá hodnota peňazí, a teda aj ich kúpna sila.
2. Deflácia sa často definuje ako opak inflácie, teda ako situácia, keď celková úroveň cien počas dlhšieho obdobia klesá.
3. Inflácia sa zvyčajne meria zmenou indexu spotrebiteľských cien. Pri tejto metóde sa na základe analýzy nákupného správania spotrebiteľov zisťuje, aký nakupovaný tovar a služby sa dajú považovať za reprezentatívne pre priemerného spotrebiteľa v ekonomike. Zostavením tohto „nákupného zoznamu“ a priradením váh jednotlivým položkám na základe ich dôležitosti v rámci rozpočtu spotrebiteľa získame



Inflácia sa zvyčajne meria zmenou indexu spotrebiteľských cien.

tzv. „spotrebný koš“. Každý mesiac zisťuje množstvo anketárov ceny týchto položiek v rôznych predajniach. Následne sa sleduje vývoj ceny tohto koša v čase, a tak sa určuje časový rad tohto cenového indexu. Ročná miera inflácie sa potom počíta ako percentuálna zmena dnešnej ceny spotrebného koša oproti cene rovnakého koša pred rokom.

4. Rok 2003: $(50 \times 1,00) + (2 \times 80) = 210$. Rok 2004: $(50 \times 1,20) + (2 \times 85,00) = 230$. V absolútnom vyjadrení stúpla cena spotrebného koša o 20 eur, v relatívnom vyjadrení stúpla o $((230 - 210)/210) \times 100$, t. j. o približne 9,5 %.
5. Niekedy je napríklad problematické preniesť do indexu spotrebiteľských cien zmeny kvality. Ak sa časom zlepši kvalita produktu a zároveň sa zvýši jeho cena, časť zvýšenia ceny je dôsledkom vyššej kvality. Zvýšenie cien spôsobené zmenou kvality sa nedá považovať za príčinu inflácie, pretože neznižuje kúpnu silu peňazí. Z tohto dôvodu sa štatistické úrady snažia zmeny kvality zohľadňovať. Ak sa napríklad nameria približne 3 % rast cien, pričom približne 2 % tohto rastu spôsobili zmeny kvality, tieto 2 % sa z celkového rastu cien odpočítajú, takže „upravený“ celkový rast cien predstavuje 1 %. K zmenám kvality dochádza v dlhých časových obdobiach pomerne bežne.
6. Cenová stabilita podporuje vyššiu životnú úroveň tým, že pomáha znižovať neistotu o celkovom vývoji cien a tým zvyšuje transparentnosť relatívnych cien, znižuje rizikové prémie v úrokových mierach, odstraňuje potrebu zbytočného zabezpečovania, obmedzuje rušivé vplyvy daňových systémov a systémov sociálneho zabezpečenia, zvyšuje výhody držania hotovosti a zabraňuje náhodnému prerozdeľovaniu bohatstva a príjmov. Inými slovami, udržiavaním cenovej stability pomáhajú centrálné banky dosahovať širšie hospodárske ciele.

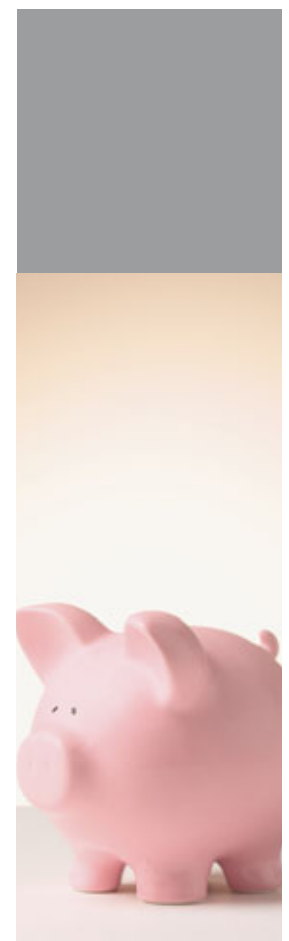
Cvičenia ku kapitole 4:

1. Čo je to „transmisný mechanizmus menovej politiky“?
2. Ako môžu centrálné banky ovplyvňovať úrokové miery?
3. Čo je to reálna úroková miera? Aký je rozdiel medzi reálnou úrokovou mierou ex ante a ex post?
4. Investor kúpi dlhopis so splatnosťou desať rokov s pevným nominálnym kupónom vo výške 4 %. Investor predpokladá, že počas nasledujúcich desiatich rokov bude priemerná inflácia dosahovať 1,8 %. Aká je priemerná reálna výnosnosť ex ante (očakávaná výnosnosť) jeho investície?
5. Aká by bola reálna výnosnosť ex post, ak by potom, ako investor dlhopis kúpi, príslušné orgány zaviedli inflačnú politiku, v dôsledku ktorej by priemerná inflácia počas doby splatnosti dlhopisu dosahovala 5 %?
6. Aká by bola reálna výnosnosť ex ante a ex post, ak by nominálne výnosy podliehali dani z príjmu vo výške 25 %?
7. Ako vplývajú zmeny úrokových mier na výdavky domácností a podnikov? Ako dlho trvá, kým sa ich vplyv prejaví?
8. Aké faktory určujú infláciu v krátkodobom horizonte?
9. Aké faktory určujú infláciu v dlhodobom horizonte?



K zmenám kvality dochádza v dlhých časových obdobiach pomerne bežne.

1. Transmisný mechanizmus menovej politiky je proces, prostredníctvom ktorého sa rozhodnutia centrálnej banky premietajú do ekonomiky a v konečnom dôsledku do cien.
2. Keďže centrálna banka je jedinou inštitúciou oprávnenou dávať bankovky (a bankové rezervy) do obehu, a teda jediným poskytovateľom menovej bázy, môže určovať nominálnu úrokovú sadzbu krátkodobých úverov, ktoré poskytuje komerčným bankám. Aktuálna a očakávaná úroková sadzba, ktorú banky platia centrálnej banke, zasa ovplyvňujú celý rad ďalších bankových a trhových úrokových mier.
3. Úrokovú mieru, ktorú vypláca banka (alebo ktorá predstavuje výnos z dlhopisu), nazývajú ekonómovia *nominálna* úroková miera. Reálna úroková miera sa definuje ako nárast kúpnej sily v dôsledku celkového výnosu z investície, alebo inými slovami, ako rozdiel medzi nominálnou úrokovou mierou a mierou inflácie.
V tejto súvislosti je dôležité rozlišovať aj dve úrovne reálnej úrokovej miery: reálna úroková miera, ktorú dlžník a veriteľ očakávajú v čase poskytnutia úveru, sa nazýva reálna úroková miera *ex ante*, a skutočná realizovaná reálna úroková miera sa nazýva reálna úroková miera *ex post*.
4. Priemerná reálna výnosnosť *ex ante* (očakávaná výnosnosť) by bola približne $4,0\% - 1,8\% = 2,2\%$ alebo $((1,04/1,018) - 1) \times 100 = 2,2\%$.
5. Za týchto predpokladov by sa reálna výnosnosť *ex post* zmenila približne takto: $4,0\% - 5,0\% = -1,0\%$. Inými slovami, výnosnosť *ex post* by bola záporná.
6. Uplatnením dane z príjmu vo výške 25 % by sa reálna výnosnosť *ex ante* zmenila takto: $4,0 - 1,0\% - 1,8\% = 1,2\%$. Reálna výnosnosť *ex post* (po zdanení) by sa vplyvom zavedenia inflačnej politiky zmenila na: $4,0\% - 1,0\% - 5,0\% = -2,0\%$.
7. Pre domácnosti je pri vyššej reálnej úrokovej miere výhodnejšie šoriť, keďže výnosy z úspor sú z pohľadu budúcej spotreby vyššie. Vyššie reálne úrokové miery preto zvyčajne znižujú bežnú spotrebu a zvyšujú mieru úspor. Čo sa týka podnikov, vyššia reálna úroková miera (ak sa ostatné podmienky nezmenia) odrádza od investícií, keďže počet dostupných investičných projektov, ktoré dosahujú dostatočnú výnosnosť na pokrytie vyšších kapitálových nákladov, je menší.
Je dôležité si uvedomiť, že v procese prenosu vplyvu týchto zmien dochádza k oneskoreniam. Podnikom môže trvať mesiace, kým zavedú nový investičný plán; investície, ktorých súčasťou je výstavba prevádzkových priestorov alebo objednávky špeciálneho vybavenia, môžu dokonca trvať roky. Investície v oblasti bývania reagujú na zmeny úrokových mier tiež s určitým oneskorením. Rovnako ani mnohí spotrebitelia nemenia svoje spotrebné plány okamžite.
Stručne povedané, vyššie úrokové miery majú tendenciu znižovať bežné výdavky podnikov a domácností, ale účinky zmien sa zvyčajne prejavajú až po určitom čase.
8. V krátkodobom horizonte môže cenovú hladinu ovplyvniť množstvo rôznych faktorov a šokov. Patrí sem napríklad vývoj agregátneho dopytu a jeho rôznych zložiek, rovnako ako aj vývoj rozpočtovej politiky. Na cenovú hladinu môžu mať vplyv aj zmeny cien vstupov, zmeny nákladov a produktivity alebo vývoj výmenných kurzov a svetovej ekonomiky. Všetky tieto faktory môžu v krátkodobom horizonte ovplyvňovať reálnu hospodársku aktivitu a ceny.



Vyššie reálne úrokové miery zvyčajne znižujú bežnú spotrebu a zvyšujú mieru úspor.

9. Dlhodobý rast všeobecnej cenovej hladiny môže byť iba výsledkom trvalo expanzívnej menovej politiky. Túto skutočnosť výstižne vyjadruje výrok „inflácia je vždy a všade menovým (peňažným) javom“.

Cvičenia ku kapitole 5:

1. Pozrite si internetovú stránku ECB. Kto je jej prezidentom?
2. Pozrite si internetovú stránku vašej národnej centrálnej banky. Kto je jej guvernérom?
3. Aké je zloženie Rady guvernérov ECB? Aké sú jej hlavné úlohy?
4. Aké je zloženie Výkonnej rady ECB? Aké sú jej hlavné úlohy?
5. Aké je zloženie Generálnej rady ECB? Aké sú jej hlavné úlohy?
6. Ako definuje ECB cenovú stabilitu?
7. Prečo Rada guvernérov vyhlásila kvantitatívnu definíciu cenovej stability?
8. Stručne popíšte dve hľadiská, z ktorých ECB vychádza pri hodnotení rizík pre cenovú stabilitu. Na aké časové horizonty sa tieto hľadiská zameriavajú?
9. Uvedte a popíšte hlavné prvky operačného rámca Eurosystemu.
10. Predpokladajme, že ECB vyhlási tender s pevnou úrokovou sadzbou a rozhodne sa prideliť sumu 100 miliónov eur. Počas tendra od bánk dostane nasledujúce ponuky. Ako ECB túto sumu rozdelí jednotlivým bankám?

	Ponuka	Pridelená suma
Banka 1	30	?
Banka 2	30	?
Banka 3	50	?
Banka 4	40	?
Banka 5	50	?
Spolu	200	100

Riešenia ku kapitole 5:

1. Jean-Claude Trichet.
2. Odpoveď samozrejme závisí od krajiny.
3. Rada guvernérov je najvyšším rozhodovacím orgánom ECB. Tvoria ju šiesti členovia Výkonnej rady a guvernéri NCB krajín eurozóny (v súčasnosti ich je 13). Rade guvernérov predsedá prezident ECB. Najdôležitejšou úlohou Rady guvernérov je určovanie menovej politiky v eurozóne. Rada guvernérov má konkrétne právomoc určovať úrokové sadzby, za ktoré môžu komerčné banky získavať likviditu (peniaze) od svojej centrálnej banky. Rada guvernérov tak nepriamo ovplyvňuje úrokové miery

v celom hospodárstve eurozóny vrátane sadzieb, ktorými komerčné banky úročia úvery poskytované klientom, resp. sadzieb, ktoré vkladatelia získavajú zo svojich vkladov.

4. Výkonnú radu ECB tvoria prezident, viceprezident a štyria ďalší členovia. Všetci sú menovaní vzájomnou dohodou hláv štátov a vlád trinástich krajín eurozóny. Výkonná rada zodpovedá za výkon menovej politiky, ktorú určuje Rada guvernérov, a za týmto účelom národným centrálnym bankám vydáva potrebné pokyny. Zodpovedá tiež za prípravu zasadnutí Rady guvernérov a riadenie bežnej činnosti ECB.
5. Generálna rada je tretím rozhodovacím orgánom ECB. Tvoria ju prezident a viceprezident ECB a guvernéri NCB všetkých dvadsiatich siedmich členských štátov EÚ. Generálna rada síce nenesie žiadnu zodpovednosť za menovopolitické rozhodnutia v eurozóne, ale prispieva ku koordinácii menových politík členských štátov, ktoré zatiaľ neprijali euro, a podieľa sa na prípravách možného rozšírenia eurozóny.
6. Hoci zmluva jasne stanovuje udržiavanie cenovej stability ako hlavný cieľ ECB, neudáva jej presnú definíciu. V snahe upresniť tento cieľ preto Rada guvernérov ECB v roku 1998 vyhlásila nasledujúcu kvantitatívnu definíciu: „Cenová stabilita sa definuje ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny menší ako 2 %. Cenová stabilita sa má udržiavať v strednodobom horizonte.“ Po dôkladnom vyhodnotení svojej stratégie menovej politiky v roku 2003 Rada guvernérov túto definíciu potvrdila a ďalej upresnila, že v rámci tejto definície je jej cieľom udržiavať miery inflácie v strednodobom horizonte „tesne pod úrovňou 2 %“.
7. Rada guvernérov sa rozhodla zverejniť kvantitatívnu definíciu cenovej stability z viacerých dôvodov. Po prvé, definícia objasňuje, ako Rada guvernérov chápe úlohu, ktorou ju poverila zmluva. Tým uľahčuje pochopenie rámca menovej politiky (t. j. zvyšuje jej transparentnosť), a je teda základom, ktorý umožňuje verejnosti formovať vlastné očakávania budúceho vývoja cien. Po druhé, definícia cenovej stability je jednoznačným a merateľným kritériom, podľa ktorého môže verejnosť hodnotiť, do akej miery ECB plní svoju úlohu. Vďaka nej je možné určiť, či sa cenový vývoj odchyľuje od definície cenovej stability. V takom prípade by ECB bola povinná podať vysvetlenie a predložiť plán obnovenia cenovej stability v prijateľnom časovom horizonte.
8. V rámci stratégie ECB sú menovopolitické rozhodnutia založené na komplexnej analýze rizík, ktoré môžu ohroziť cenovú stabilitu. Táto analýza vychádza z dvoch navzájom sa dopĺňajúcich hľadísk hodnotenia cenového vývoja. Prvé hľadisko sa zameriava na hodnotenie krátkodobých až strednodobých faktorov cenového vývoja s dôrazom na reálnu hospodársku aktivitu a podmienky financovania v hospodárstve. Tento prístup zohľadňuje skutočnosť, že cenový vývoj je v týchto časových horizontoch vo veľkej miere ovplyvňovaný vzájomným pôsobením ponuky a dopytu na trhu tovarov, služieb a výrobných faktorov. ECB označuje túto metódu pojmom „ekonomická analýza“. Druhé hľadisko, označované ako „menová analýza“, sa zameriava na dlhodobější horizont a využíva dlhodobý vzťah medzi peniazmi a cenami. Menová analýza slúži predovšetkým ako prostriedok na overenie (z pohľadu vývoja v strednodobom až dlhodobom horizonte) krátkodobých až strednodobých ukazovateľov menovej politiky získaných v rámci ekonomickej analýzy.
9. Operačný rámec Eurosystému obsahuje tri hlavné prvky. Prvým je požiadavka priemerných povinných minimálnych rezerv v rámci tzv. periódy udržiavania v dĺžke približne jedného mesiaca. Na základe tejto požiadavky sú úverové inštitúcie povinné držať minimálne rezervy na bežných účtoch vo svojich národných centrálnych bankách. Tento nástroj plní dôležitú úlohu tým, že vytvára dodatočný dopyt



Hlavným cieľom ECB je udržiavanie cenovej stability.

bankového systému po likvidite centrálnej banky a umožňuje tlmiť dočasné likviditné šoky na peňažnom trhu, a tým znižovať volatilitu krátkodobých úrokových mier. Tým Európskej centrálnej banke uľahčuje výkon menovej politiky. Druhým prvkom sú obchody na voľnom trhu, prostredníctvom ktorých Eurosystem riadi podmienky poskytovania rezerv na peňažnom trhu a ovplyvňuje úrokové miery na peňažnom trhu tým, že bankám poskytuje pravidelné refinancovanie. Pravidelné refinancovanie bankám umožňuje kryť ich potreby likvidity. Týždenný hlavný refinančný obchod so splatnosťou jeden týždeň je kľúčovou súčasťou výkonu menovej politiky ECB. Úroková sadzba stanovená pre hlavné refinančné obchody signalizuje nastavenie menovej politiky, ktoré určila Rada guvernérov ECB. Hlavné refinančné obchody zabezpečujú prevažnú časť refinancovania bankového sektora. Na dodávanie likvidity slúžia aj dlhodobejšie refinančné obchody, tie sa však uskutočňujú len raz za mesiac a majú trojmesačnú splatnosť. Doladovacie obchody sa vykonávajú v prípade potreby a ich účelom je zmierniť dopad neočakávaných výkyvov v likvidite alebo mimoriadnych udalostí na úrokové miery. Tretím prvkom sú dva druhy automatických operácií (jednodňové refinančné obchody a jednoduché sterilizačné obchody), ktoré môžu banky využívať na získavanie jednoduchých úverov alebo ukladanie jednoduchých vkladov (vkladov splatných na požiadanie) vo svojej centrálnej banke a riadiť tak svoje potreby likvidity. Banky môžu tieto obchody využívať kedykoľvek podľa potreby.

10. Celková pridelená suma predstavuje 50 % celkovej výšky ponúk. Každé banke teda bude pridelených 50 % z jej ponuky.

	Ponuka	Pridelená suma
Banka 1	30	15
Banka 2	30	15
Banka 3	50	25
Banka 4	40	20
Banka 5	50	25
Spolu	200	100

Ďalšie cvičenia

1. Predpokladajme, že by centrálna banka uvoľnením určitého množstva peňazí a jeho rovnomerným rozdelením na trhu zvýšila množstvo peňazí v obehu. Aké by boli dôsledky tohto kroku v krátkodobom a dlhodobom horizonte?
2. Ak index spotrebiteľských cien stúpa, kúpna sila peňazí
 - ☐ klesá
 - ☐ zostáva rovnaká
 - ☐ stúpa
3. Aké môžu byť príčiny posunu krivky agregátnej ponuky doľava?
 - ☐ zvýšenie reálnych miezd (za predpokladu rovnakej produktivity)
 - ☐ zníženie produktivity
 - ☐ zvýšenie dopytu po peniazoch

1. V krátkodobom horizonte sa ľudia môžu cítiť bohatší a zvýšiť svoju spotrebu. Reálny rast hospodárstva sa tak môže krátkodobo zrýchliť, ale po určitom čase sa znova vráti na pôvodnú úroveň. V dlhodobom horizonte by bolo dôsledkom tohto kroku rovnaké zvýšenie cenovej hladiny, zodpovedajúce zvýšeniu objemu peňazí.
2. Ak index spotrebiteľských cien stúpa, kúpna sila peňazí klesá.
3. Príčinou posunu krivky agregátnej ponuky doľava môže byť zvýšenie reálnych miezd alebo zníženie produktivity.



Zoznam použitej literatúry

87

Zoznam použitej literatúry

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.

Európska centrálna banka: A stability-oriented monetary policy for the ESCB, Tlačová správa ECB, 13. októbra 1998, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: The quantitative reference value for monetary growth, Tlačová správa ECB, 1. decembra 1998, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem, Mesačný bulletin, január 1999.

Európska centrálna banka: Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy, Mesačný bulletin, február 1999.

Európska centrálna banka: The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment, Mesačný bulletin, máj 1999.

Európska centrálna banka: The implementation of the Stability and Growth Pact, Mesačný bulletin, máj 1999.

Európska centrálna banka: The institutional framework of the European System of Central Banks, Mesačný bulletin, júl 1999.

Európska centrálna banka: Monetary policy transmission in the euro area, Mesačný bulletin, júl 2000.

Európska centrálna banka: The two pillars of the ECB's monetary policy strategy, Mesačný bulletin, november 2000.

Európska centrálna banka: Issues arising from the emergence of electronic money, Mesačný bulletin, november 2000.

Európska centrálna banka: The Eurosystem and the EU enlargement process, Mesačný bulletin, február 2000.

Európska centrálna banka: Monetary policy-making under uncertainty, Mesačný bulletin, január 2001.

Európska centrálna banka: Framework and tools of monetary analysis, Mesačný bulletin, máj 2001.

Európska centrálna banka: Measures of underlying inflation in the euro area, Mesačný bulletin, júl 2001.

Európska centrálna banka: Issues related to monetary policy rules, Mesačný bulletin, október 2001.





Európska centrálna banka: The monetary policy of the ECB, 2001.

Európska centrálna banka: Monetary analysis: tools and applications, 2001, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, 2002, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: Enhancements to MFI balance sheet and interest rate statistics, Mesačný bulletin, apríl 2002.

Európska centrálna banka: The Eurosystem's dialogue with EU accession countries, Mesačný bulletin, júl 2002.

Európska centrálna banka: The accountability of the ECB, Mesačný bulletin, november 2002.

Európska centrálna banka: Transparency in the monetary policy of the ECB, Mesačný bulletin, november 2002.

Európska centrálna banka: Measures to improve the efficiency of the operational framework for monetary policy, Tlačová správa ECB, 23. januára 2003.

Európska centrálna banka: Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, 2003, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, Mesačný bulletin, jún 2003.

Európska centrálna banka: Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem, Verejná konzultácia, 11. júna 2003, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, september 2003.

Európska centrálna banka: The monetary policy of the ECB, 2004, <http://www.ecb.int>.

Európska centrálna banka: Konvergenčná správa, máj 2006, <http://www.ecb.int>.

Európsky menový inštitút: The single monetary policy in Stage Three: Specification of the operational framework, január 1997.

Európsky menový inštitút: The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, september 1998, <http://www.ecb.int>.

Issing, O.: Geschichte der Nationalökonomie, Vahlen Verlag, 1994.

Issing, O.: Einführung in die Geldtheorie, 13. Auflage, Vahlen Verlag, 2003.

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, roč. 19, 1995, č. 3, s. 2 – 11.

Papademos, L.: The contribution of monetary policy to economic growth, Prejav na 31. ekonomickej konferencii, Viedeň, 12. júna 2003, <http://www.ecb.int>.

Papademos, L.: Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion, Prejav v Banco de España, Madrid, 19. apríla 2004, <http://www.ecb.int>.

Scheller, H.-P.: The European Central Bank – History, Role and Functions, 2004.

Trichet, J.-C.: Key issues for monetary policy: an ECB view, Zásadný prejav v National Association of Business Economics, Filadelfia, 5. októbra 2004, <http://www.ecb.int>.

Trichet, J.-C.: A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth, Prejav pri príležitosti UNICE Competitiveness Day, Brusel, 9. decembra 2004, <http://www.ecb.int>.



€EUROSYSTEM



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM



NationalBank
OF BELGIUM

Eurosystem



DEUTSCHE
BUNDESBANK
EUROSYSTEM



CENTRAL BANK &
FINANCIAL SERVICES
AUTHORITY OF IRELAND

EUROSYSTEM



BANK OF GREECE
EUROSYSTEM

BANCO DE ESPAÑA

Eurosistema



EUROSYSTEME



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEM



De Nederlandsche Bank
Eurosysteem



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
Eurosystem



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

BANKA
SLOVENIJE

BANK OF SLOVENIA
EUROSYSTEM



EUROJÄRJESTELMA
EUROSYSTEMET

Európska centrálna banka
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Mohanom
Nemecko
www.ecb.int

SK

