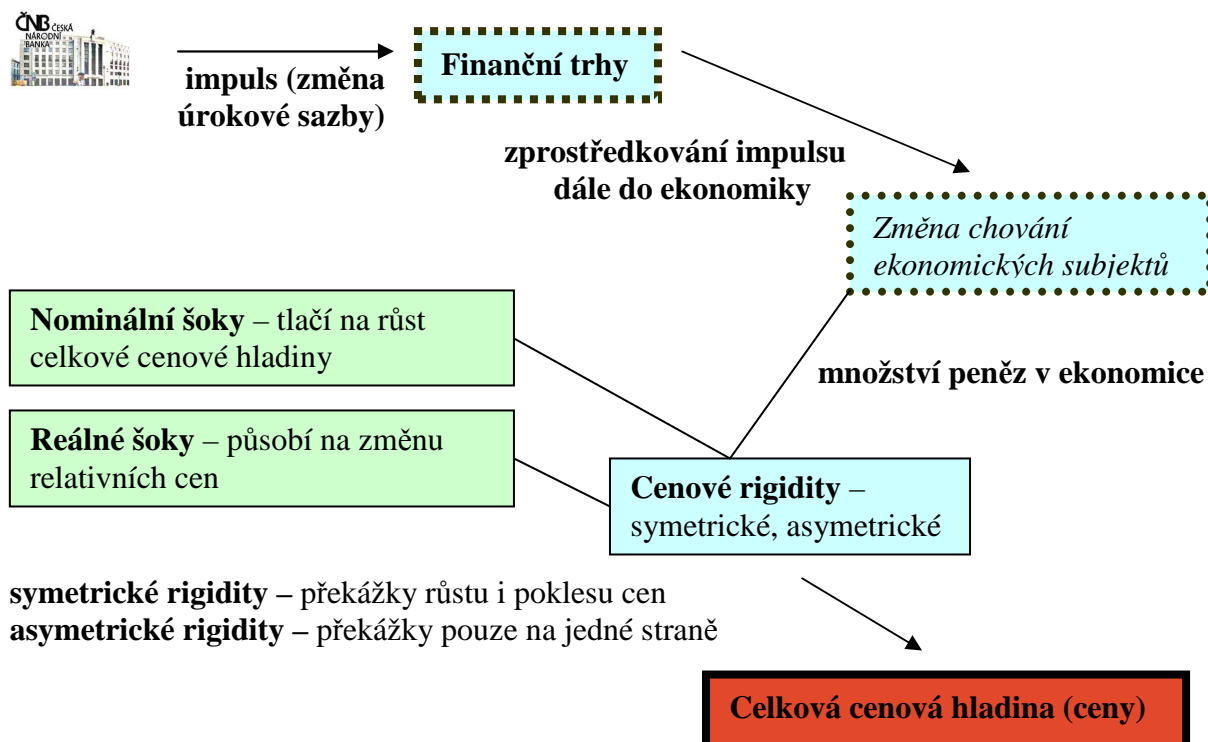


Měnová politika



- měnová politika se dnes ve vyspělých ekonomikách omezuje především na regulaci úrokových sazeb a prostřednictvím řetězce ekonomických vazeb ovlivňování konečného cíle, kterým je cenová stabilita. O nic jiného v měnové politice nejde. Měnová politika tedy je:

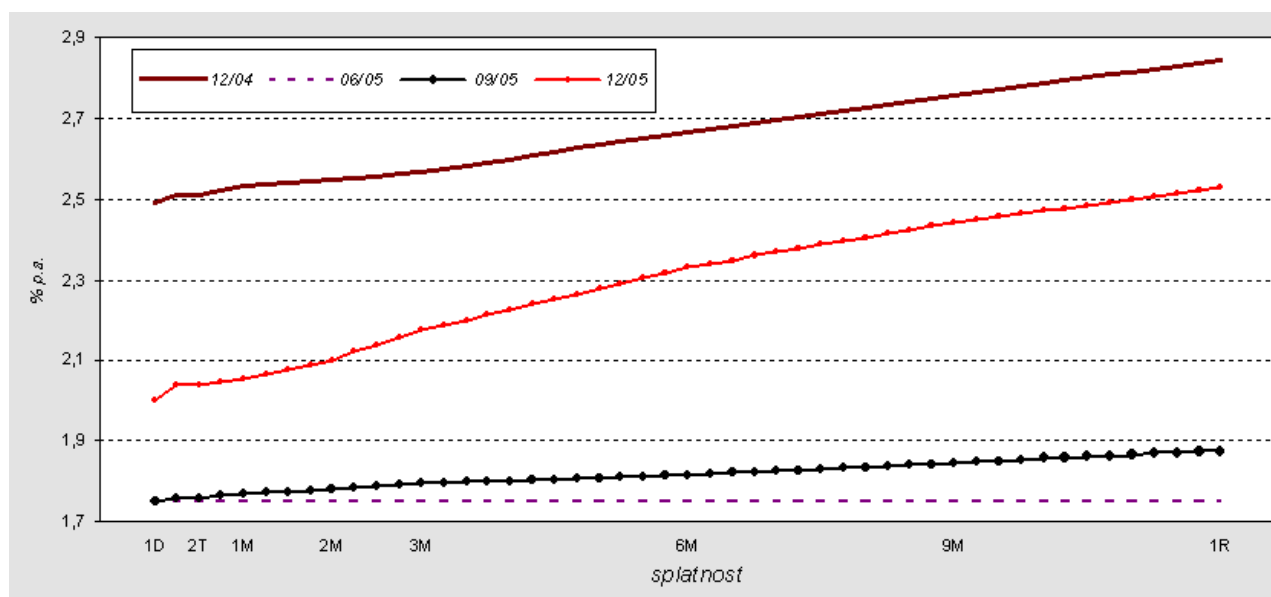
- regulace operačního cíle – **tržní krátkodobé úrokové míry** – prostřednictvím nástrojů měnové politiky – **operací na volném trhu** – za účelem ovlivnění zprostředkujícího cíle – **peněžního agregátu** – a nakonec konečného cíle – **cenová stabilita (nízká inflace)**.

Vývoj repo sazby (ke konci roku v %):

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
11,30	12,40	14,75	7,5	5,25	5,25	4,75	2,75	2,00	2,5	2

Změna repa se se projeví okamžitě nebo jen s malým časovým zpožděním v PRIBOR. Centrální banka určuje krátké úrokové sazby, delší jsou na trhu, ovšem jsou utvářeny očekávaným růstem inflace. Změna PRIBOR se více či méně promítne do úrokových sazeb z nově poskytnutých úvěrů.

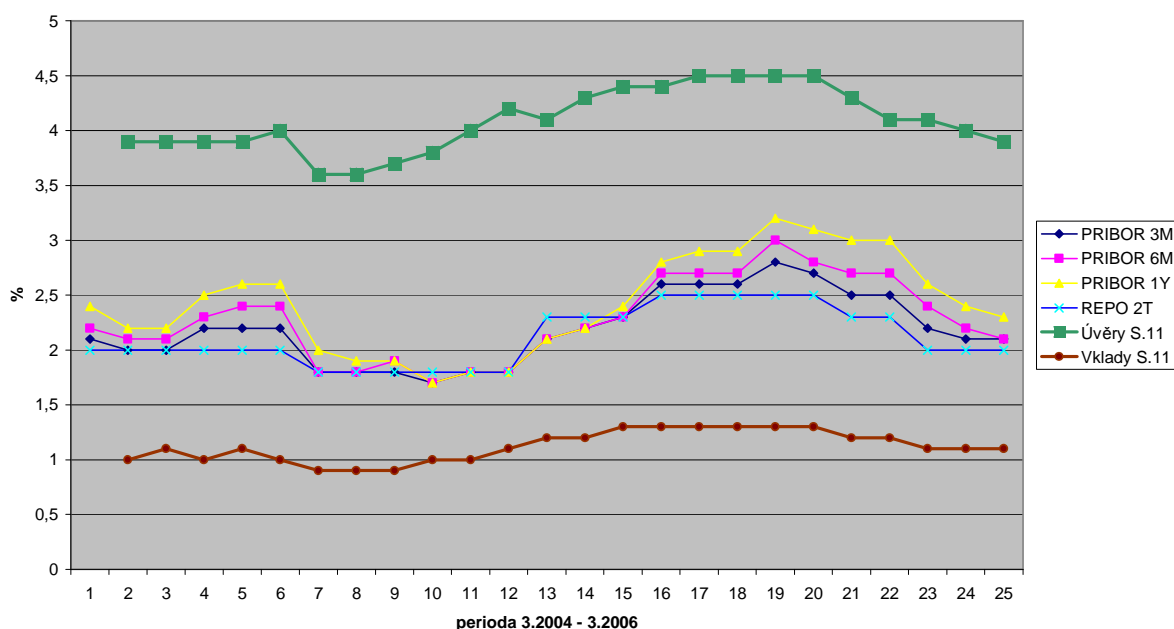
Výnosová křivka PRIBOR (úroková sazba mezibankovního trhu)



Zdroj: Makroekonomická predikce, MF ČR

Úroková sazba je však pouze jednou z komponent vysvětlující změny ve spotřebním a investičním chování, působí zde více vlivů mimo možnosti regulace centrálních bank, účinnost měnové politiky je tak omezena. Následující graf přímo ukazuje souvislost změn v repo sazbě a sazbách PRIBOR, resp. v sazbách na nově poskytnuté úvěry a vklady.

Vývoj úrokových sazeb



Způsob, jakým operační cíl působí na konečný cíl se nazývá **transmisní mechanismus**:

- řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje aby změny v nastavení operačního cíle (tj. tržní krátkodobé úrokové míry) vedly k žádoucím změnám inflace;
- na počátku je tedy změna nastavení operačního cíle, to změní chování „zprostředkujících“ trhů, a ty zase ovlivní situaci na „cílových“ trzích;

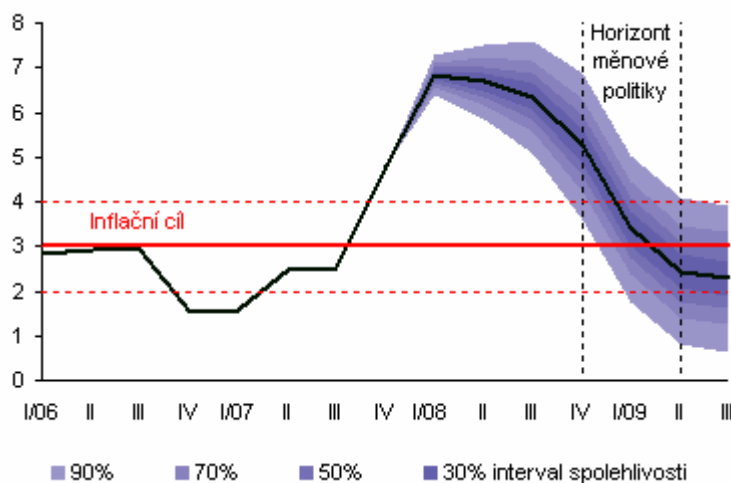
- transmisní mechanismus působí více cestami, tzv. **kanály**:
 - *úvěrový kanál*: ovlivňování ochoty přijímat i poskytovat úvěry prostřednictvím měnění ceny peněz (úroková sazba), pokles zvýší objem úvěrů, tedy peněžní zásobu a tím i HDP, atd. Repo sazba → PRIBOR → úrokové sazby nově poskytnutých úvěrů → úrokové sazby → investice.
 - *podnikatelský kanál*: růst sazeb sníží podnikatelskou aktivitu a tím i domácí poptávku po domácím zbožím a službách;
 - *výdajový kanál*: jde o relaci úspor a spotřeby, motivace;
 - *měnový kurz*: např. snížení úrokové míry činí domácí aktiva méně atraktivními a působí tak na oslabení kurzu, což zvyšuje inflaci skrze růst cen dováženého zboží.

Zpoždění v měnové politice

- při rozhodování o nastavení operačního cíle nelze vycházet z momentální inflace;
- nástroje MP mají své zpoždění než začnou působit, pokud by přizpůsobila úrokové míry v době, kdy se již projevily negativní účinky inflace, bylo by již pozdě;
- klíčovou roli tak hrají prognózy, odhady inflačních trendů, neboť změna měnové politiky se v poptávce projeví zhruba za 12-18 měsíců (horizont efektivní transmise), na inflaci má změna dopad za další rok.

Obrázek: Průběh prognózy inflace –

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html



Role očekávání

- měnová politika se zaměřuje na ovlivňování poptávky lidí;
- pokud lidé věří, že inflace je pod kontrolou, budou zřejmě požadovat nižší indexaci mezd a cen, což pomáhá dosáhnout centrální bance cíl;
- pro centrální banku je tak klíčové, jaká inflace je očekávána.

Index měnových podmínek

- ukazatel restriktivnosti/expanzivnosti; vážený průměr krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb a reálného efektivního měnového kurzu:

$$\text{IMP} = 0,34 * (\text{PRIBOR} / \text{PRIBOR}_{95}) + 0,66 * (\text{REMK} / \text{REMK}_{95})$$

Váha 0,66 odpovídá zhruba míře otevřenosti malé české ekonomiky.

REMK – koš měny, váhy odpovídají vahm v koši platební bilance ČR, růst zpřísňuje měnové podmínky;

PRIBOR – úroková sazba na trhu mezibankovních depozit (ochota banky půjčit jiné bance).

MĚNOVÝ PŘEHLED

Souhrnná bilance všech bank emitujících peníze. Jde o přehled o všech druzích peněz (pasiva) a způsobech emise (aktiva). Strana pasiv obsahuje peněžní (měnovou) zásobu. Z bilance lze vysledovat, že hlavním způsobem emise je úvěrová činnost, naopak podíl oběživa v peněžním agregátu M2 je relativně malý.

MĚNOVÝ PŘEHLED

stav ke konci měsíce v mil. Kč

	2006/01	2006/02
AKTIVA		
Čistá zahraniční aktiva (ČZA)	1.061.151,1	1.045.950,9
ČZA ČNB	700.163,9	708.840,6
ČZA OMFI	360.987,2	337.110,3
Čistá domácí aktiva (ČDA)	928.446,9	944.775,5
Domácí úvěry	1.172.066,3	1.194.513,7
Čistý úvěr vládě (ČÚV) (včetně CP)	95.427,1	103.411,6
ČÚV centrální vládě (včetně CP)	176.901,1	184.108,6
ČÚV ostatní vládě (včetně CP)	-81.473,9	-80.697,0
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	1.076.639,1	1.091.102,1
Úvěry podnikům (bez CP)	653.993,0	663.101,8
Úvěry domácnostem (bez CP)	422.646,2	428.000,2
Ostatní čisté položky (vč. CP a kapitálu)	-243.619,4	-249.738,2
Kapitál a rezervy	-212.738,2	-221.484,0
CP v držení	14.550,4	14.494,0
CP emitované	-118.972,7	-120.340,4
Ostatní	73.541,2	77.592,1
PASÍVA		
M2 – peněžní měnová báze	1.989.598,0	1.990.726,4
M1	1.099.889,2	1.100.101,0
Oběživo	261.811,0	264.793,0
Jednodenní vklady	838.078,2	835.308,0
Jednodenní vklady - domácnosti	470.647,7	478.089,1
Jednodenní vklady - podniky	367.430,5	357.218,9
M2-M1 (quasi peníze)	889.708,8	890.625,4
Vklady s dohodnutou splatností	650.478,8	660.813,2
Vklady se splatností - domácnosti	442.715,7	436.373,6
Vklady se splatností - podniky	207.763,1	224.439,6
Vklady s výpovědní lhůtou	225.060,6	216.814,0
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	221.194,6	213.323,1
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	3.866,0	3.490,9
Repo operace	14.169,5	12.998,1

Čistá zahraniční aktiva – vklady a úvěry zahraničních subjektů, slouží k intervencím na kurs (určen vývojem běžné a kapitálové bilance země).

Čistý úvěry vládě – vklady státu u CB snižené o úvěr vládě (závislý na hospodaření rozpočtu).

Inflace

- konečným cílem centrálních bank je stabilita inflace, resp. cenová stabilita;
- nestabilní inflace má negativní důsledky pro dynamiku hospodářského růstu;
- na inflaci působí mnoho faktorů, které nejsou ovlivnitelné měnovou politikou;
- jde o opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice, jehož výsledkem je oslabení reálné hodnoty (kupní síly) měny vůči zboží a službám;
- rozlišujeme dále stagflaci (dvouciferná inflace při stagnaci růstu), deflaci (opakovaný pokles cen), dezinflaci (pokles inflace) a hyperinflaci (více znaků);
- **poptávková inflace**, dochází k ní v případě, že AD převyšuje AS; důležitý je vývoj jednotlivých složek agregátní poptávky:
 - **soukromá spotřeba**: - vývoj disponibilního důchodu vs. nabídka spotřebního zboží a služeb (event. tlak na vnější nerovnováhu)
 - **veřejná spotřeba**: - rostoucí rozpočtové deficity mohou vytvářet inflační tlaky, jsou financovány z úspor ostatních sektorů, opět event. tlak na vnější nerovnováhu
 - ...
- **nákladová a monopolní inflace**, faktory:
 - mzdový vývoj a vývoj jednicových mzdových nákladů
 - ziskové rozpětí
 - dovozní ceny
 - nepřímé daně
- **inflace přicházející z vnějšího prostředí v důsledku rostoucích cen v zahraničí**

Způsoby vyjadřování míry inflace

Index spotřebitelských cen, který se týká určitého spotřebního koše. Jedná se o inflaci z pohledu kupujícího. Může být vyjádřena jako:

- **míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen** (průměr předchozích 12 měsíců = 100) – průměr leden až prosinec daného kalendářního roku oproti průměru předchozího kalendářního roku, používá se při propočtech reálných mezd, důchodů.
- **míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci** (stejný měsíc předchozího roku = 100) – porovnává vždy stejné měsíce, vylučuje se sezónní vliv; při propočtech reálné úrokové míry, reálného zvýšení cen, valorizací.
- **míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci** (předchozí měsíc = 100) – srovnání ve dvou po sobě následujících měsících, obvykle vyšší v lednu a červenci (regulace cen).
- **míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k základnímu období** (zvolený základní rok = 100) – změna v daném měsíci oproti zvolenému měsíci základního roku, využívána pro analýzu dlouhodobých trendů

Deflátor:

- nejširší míra inflace, zahrnuje cenové změny všech složek agregátní poptávky;
- nejsouhrnnější cenový index;
- poměr HDP v b.c. oproti HDP v s.c.

Ceny výrobců, týká se prodejních cen domácích výrobců zboží a služeb, jde o inflaci z pohledu prodávajícího:

- **index cen průmyslových výrobců (PPI)**
- **index cen stavebních prací a stavebních objektů**
- **index cen zemědělských výrobců**
- **index cen tržních služeb v produkční sféře**

Typy spotřebitelské inflace: (vedle CPI)

- *jádrová inflace* (očistěna o vývoj cen energie a potravin)
- *čistá inflace* (bez položek regulovaných cen + očistění o vliv dalších administrativních opatření) – cílována do konce roku 2001, pro vyšší srozumitelnost přešla ČNB na cílování celkové inflace, ovšem při uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle při působení tzv. exogenního šoku.
- *korigovaná inflace* (očistěna o vývoj cen potravin a cen podléhajících regulaci a administrativním úpravám)

V praxi se nejvíce využívá pro měření inflace přírůstek indexu spotřebních cen (CPI - consumer price index).

Měří ji [ČSÚ](#) - [metodika](#). Spotřebitelské ceny jsou šetřeny měsíčně – cca. 13 500 prodejen a provozoven. Je definován **spotřební koš**:

- obsahuje vybrané výrobky a služby, které se podílejí výrazně na výdajích obyvatelstva a pokrývají celou sféru spotřeby;
- obsahuje 12 základních skupin;
- obsahuje 775 položek, zjišťovány měsíčně;
- z hlediska měnové politiky se dle cenotvorby položky dělí do tří skupiny:
 - *regulované ceny*: centrálně určovány, neovlivnitelné centrální bankou, (plyn, teplo, nájmené, poštovní služby, aj.)
 - *potraviny*: asi 1/3 koše, působí zde vliv počasí, regulace, dotace, atd.
 - *tržní ceny*: určovány tržně, ovlivnitelné měnovou politikou, z vývoje tržních cen lze usuzovat na účinnost měnové politiky centrální banky.

- výpočet indexu spotřebních cen se provádí pomocí Laspeyresova indexu:

$$I = \frac{\sum p_n * q_0}{\sum p_0 * q_0}$$

Váhy zůstávají stejné po několik let, struktura výdajů se mění pomalu, tudíž je takto naměřeně „čistá cenová změna“, tj. cenová změna neovlivněná strukturou spotřebního koše.

CPI – Index spotřebitelských cen (průměrný ročního indexu)

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9

Eurozóna:

- používá se *harmonizovaný index spotřebitelských cen*
- zahrnuje ceny zboží (61,9 %) a služeb (38,1 %), viz. materiál ČSÚ

Cílování inflace

- režim měnové politiky, kdy inflaci jako konečný cíl se centrální banka snaží docílit přímo prostřednictvím operačního cíle a posloupnosti cílů;
- vyhlášen je konkrétní cíle pro výši inflace v určitém horizontu (od roku 2006 v ČR 3 %, až do přistoupení k eurozóně), poté reguluje operační cíl tržní krátkodobou úrokovou míru;
- do roku 2002 cílena čistá inflace (bez regulovaných cen a bez vlivu jiných administrativních opatření (daně, atd.)
- důležitá je **prognóza inflace**, musí být v rámci cílového intervalu pro CPI. Indikátory budoucí inflace (různě časové zpoždění):
 - *cenové indikátory*: CPI, atd.;
 - *peněžní agregáty*: M1, M2 a L (M2 + SPP + poukázky ČNB v portfoliu nebank. Institucí);
 - *indikátory budoucího vývoje úrokových sazeb*: PRIBOR, FRA, swapy;
 - *indikátory trhu zboží*: nezaměstnanost, počet volných pracovních míst, stupeň využití kapacit, tempo růstu HDP, tempo růstu průmyslové a stavební výroby, dynamika C,I,G, běžného účtu, atd.;
 - *mzdové indikátory*: příjmy z mezd, průměrné mzdy, předstih tempa růstu reálné mzdy před produktivitou práce, vývoj JMN;
 - *ostatní nákladové indikátory*: cenový index PPI a index dovozních cen pro výrobní spotřebu;
 - *směnný kurz*: index nominálního efektivního kurzu a index reálného efektivního kurzu.

Inflační cíle ČNB – http://www.cnb.cz/cz/menova_politika/cilovani.html.

