

Anděla Landorová

Technická univerzita v Liberci

ŘÍZENÍ JEDNOTNÉ MĚNY EVROPSKÉ MĚNOVÉ UNIE

1. Instituce řídící emisi jednotné měny euro

V únoru 1992 byla podepsána Smlouva o Evropské unii a novelizována Smlouva o založení Evropského společenství, tzv. Maastrichtská smlouva. Dnem 1.11.1993 nabyla účinnosti. Položila spolehlivý institucionální rámec pro utváření ekonomické politiky v Evropě. Od 1.1.1994 byla zahájena druhá etapa Hospodářské a měnové unie (HMU) a přípravná fáze pro vznik vlastní měnové unie jako nové samostatné identity.

Jedním z výchozích opatření bylo zřízení **Evropského měnového institutu** (EMI) jako předchůdce **Evropské centrální banky** (ECB) s koordinační úlohou při zavedení jednotné měny. Následující kroky znamenaly počátek procesu, jenž nemá v historii měnových unií precedens. Lze uvést například zasedání Evropské rady v Madridu, kde byl schválen název pro jednotnou měnu euro a scénář jejího zavedení, dále tzv. „Master plan“ v roce 1996, který byl plánem konkrétního postupu v tomto procesu a na který posléze navazovaly národní plány zemí, jež se rozhodly přijmout jednotnou měnu euro a nahradit jí své vlastní národní měny.

Dále lze též uvést rok 1997, kdy byly intenzivně připravovány legislativní akty pro emisi eura a hodnotící podklady vyjadřující splnění vstupních podmínek kandidátů na členství v budoucí eurozóně. Na této přípravě se účinně podílela Evropská komise a EMI.

K rozhodnutí Evropské rady o 11 zemích, které vytvoří oblast jednotné měny, eurozónu, došlo v květnu 1998. Tento rok byl významný také tím, že již v červnu zahájila své působení ECB jako řídící centrum emise jednotné měny a měnové politiky pro členské země eurozóny. Současně ukončil svou činnost EMI.

Třetí etapa HMU byla otevřena zavedením bezhotovostního eura 1.1.1999. V následujícím roce byla dokončena příprava emise hotovostního eura, tisk bankovek a ražba mincí. K hotovostnímu oběhu došlo od 1.1.2002 již ve 12 zemích eurozóny; v abecedním uspořádání to jsou Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemí, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Španělsko, tzv. EU-12. Platnost hotovostních národních peněžních prostředků byla ukončena proti původně stanovenému termínu v polovině roku již koncem února 2002; toto datum také učinilo poslední tečku za více než půlstoletým působením (od konce druhé světové války) národních měn a národních měnových politik¹.

Dnem 1.1.1999 ECB přijala odpovědnost za měnovou politiku v eurozóně, druhé největší ekonomické oblasti ve světě po USA. Přenesení zodpovědnosti za měnovou politiku 11, resp. 12 zeměmi s připojením Řecka 1.1.2001, do nové nadnárodní instituce se stalo jedním z nejvýznamnějších mezníků v dlouhém integračním procesu evropských zemí. Před přijetím eura byly všechny kandidátské země vyzvány, aby splnily konvergenční kritéria, jež byla zaměřena na zabezpečení ekonomických předpokladů pro úspěšné podílení se na měnové unii orientované na stabilitu.

Legální základnou jednotné měnové politiky v Eurozóně je Smlouva o založení Evropského společenství. V její Třetí části Hlavě VI. jsou definovány principy jednotlivých složek hospodářské a měnové politiky. V Kapitole 2 počínaje článkem 105 jsou stanoveny úkoly, práva a povinnosti orgánů řídicích a uskutečňujících měnovou politiku. Těmito orgány jsou podle ke Smlouvě připojeného Protokolu **Evropský systém centrálních bank (ESCB)** a Evropská centrální banka.

Podle Protokolu se ESCB skládá ze všech centrálních bank členských států Evropské unie a ECB. Jeho prvořadý cíl a úkol stanoví článek 105 odst. 1 Smlouvy: „udržovat cenovou stabilitu“. V dalším textu se praví: „Aniž by byl dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky ve Společenství se záměrem přispět k dosažení cílů Společenství, jak jsou vymezeny v článku 2 této smlouvy. ESCB jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž je podporována účinná alokace zdrojů ve shodě se zásadami stanovenými v článku 3a. [1] Cíle Společenství jsou ve zmiňovaném článku stanoveny jako trvalý neinflační ekonomický růst respektující životní prostředí, vysoký stupeň konvergence ekonomické výkonnosti, vysoká úroveň zaměstnanosti a sociální ochrany a další, podrobněji konkretizované v článcích 3 a 3a.

Protokol explicitně určuje **úkoly pro ESCB** následovně:

- definovat a uskutečňovat měnovou politiku eurozóny,
- provádět devizové operace,

¹ Tato konstatace je prosta jak nostalgie doprovázející opuštění národních peněžních oběhů, tak i racionálního politického a ekonomického hodnocení motivace zavedení jednotné měny.

- držet a spravovat oficiální devizové rezervy členských států,
- podporovat plynulé fungování platebních systémů.

Citovaný článek 105 byl koncipován za předpokladu, že všechny členské státy Evropské unie (EU) přijmou jednotnou měnu současně. Tento předpoklad však se nenaplnil, a proto nastala modifikace v uspořádání rozhodovacích orgánů: národní centrální banky (NCB) států členů eurozóny a ECB tvoří tzv. **Eurosystem**, který uskutečňuje úkoly ESCB v rámci euro-oblasti. NCB členských států Evropské unie (EU), jež dosud nepřijaly jednotnou měnu (Spojené království Velké Británie a Severního Irska, Dánsko, Švédsko a nově přistoupivší státy v květnu 2004), jsou členy ESCB vedle členů Eurosystemu. Nepodílejí se však na rozhodování o měnové politice eurozóny, na operativním zavádění měnových opatření ani na jejich provádění.

V protikladu k ESCB jako celku je ECB svěřeno nezadatelné právo subjektivity a také každá z NCB má právní subjektivitu zabezpečenou národními zákony dané země². V souladu s článkem 6 Statutu ESCB mohou se ECB a s jejím souhlasem NCB účastnit v mezinárodních měnových institucích. ECB může rozhodnout, jak je zastupován Eurosystem v oblasti mezinárodní spolupráce, týkající se úkolů jemu svěřených (v původním znění bylo uvedeno ESCB).

Primární **úkoly Eurosystemu** jsou dány již zmiňovanými úkoly stanovenými pro ESCB, tj.:

- udržovat cenovou stabilitu,
- podporovat hospodářské politiky Společenství,
- jednat podle zásad otevřené tržní ekonomiky,
- přispívat k hladkému průběhu politik kompetentních orgánů při obezřetném dozoru nad úvěrovými institucemi a nad stabilitou finanční soustavy.

Proces rozhodování v Eurosystemu je centralizován prostřednictvím rozhodovacích orgánů ECB, které jsou zodpovědné za přípravu, řízení a provádění jednotné měnové politiky. Svou strategii měnové politiky včetně kvantitativního vymezení cíle cenové stability oznámila ECB již v roce 1998, kdy zahájila své působení. K jejím dalším úkolům náleží také plnit poradní funkci vůči orgánům Společenství a národním autoritám v záležitostech spadajících do její kompetence, zvláště týkajících se legislativy národní nebo Společenství (komunitární). Plní úkoly spojené s právem schvalování emise hotovostních platidel, se sběrem statistických informací buď od kompetentních národních autorit nebo přímo od ekonomických agentur a další převzaté úkoly od ESCB.

² Čl. 9 Protokolu o Statutu ESCB praví: "... ECB má v každém z členských států nejširší způsobilost k právům a právním výkonům, jako jejich právo přiznává právníkům osobám. ECB může zejména nabyvat a zcizovat movitý i nemovitý majetek a vystupovat před soudem". ECB má výhradní právo emitovat hotovostní oběživo, sbírat statistické informace ve spolupráci s NCB a další práva a povinnosti.

K rozhodovacím orgánům ECB patří:

Bankovní rada ECB (Governing Council),
Výkonný výbor (Executive Board),
Generální rada (General Council).

Bankovní rada ECB sestává z šesti členů Výkonného výboru a 12 guvernérů NCB eurozóny. Bankovní radě i Výkonnému výboru předsedá prezident ECB, v jeho nepřítomnosti viceprezident. Do její kompetence a zodpovědnosti patří:

- přijímat směrnice, činit rozhodnutí potřebná k zajištění splnění úkolů svěřených Eurosystemu,
- utvářet měnovou politiku eurozóny (střednědobé měnové cíle, klíčové úrokové míry, zásoby rezerv v Eurosystemu),
- vydávat prováděcí směrnice pro uskutečnění daných rozhodnutí.

Bankovní rada ECB má zasedat alespoň **desetkrát ročně**, podle čl. 10 Stanov. V současné praxi zasedá **dvakrát za měsíc**, v budově ECB ve Frankfurtu nad Mohanem.

Na svých zasedáních projednává Bankovní rada ECB **příčiny ekonomického a měnového vývoje** a jeho **prognózy** v budoucnosti. Na své první schůzi v měsíci zejména přijímá potřebná rozhodnutí a opatření, druhé zasedání je zpravidla zaměřeno na otázky vztahující se k ostatním úkolům a zodpovědnostem ECB a Eurosystemu. Např. v roce 2002 byla jedna ze schůzí konána jako telekonference, dvě schůze byly uskutečněny mimo Frankfurt: jednu hostila De Nederlandsche Bank v Maastrichtu a druhou Banque centrale du Luxembourg v Luxemburgu³.

Při přijímání rozhodnutí v měnové politice a jiných úkolech Eurosystemu členové Bankovní rady nejednají jako národní představitelé, ale jako **plně nezávislé osobnosti na národních institucích**. To se odráží v principu „**jeden člen, jeden hlas**“, který je v Radě uplatňován.

V prosinci 2002 Bankovní rada jednomyslně rozhodla o obsahu svého návrhu, týkajícího se **budoucí úpravy** způsobu hlasování. Taková úprava bude nezbytná, aby se udržela efektivnost a správné načasování rozhodovacího procesu Bankovní rady po rozšíření eurozóny. V současné době (červen 2004) o zaměření měnové politiky ECB rozhoduje 18 členů Bankovní rady, tj. 12 guvernérů NCB eurozóny a 6 členů Výkonného výboru. Po rozšíření HMU by byla procedura hlasování příliš složitá a pomalá.

Návrh na změnu způsobu hlasování byl vypracován v souladu s „opravňující“ doložkou pro ECB ve Smlouvě z Nice. Tato doložka vstoupila v platnost 1.2.2003 a ECB oficiálně přijala doporučení k úpravě uvedené hlasovací procedury.

Hlavní body navrhované úpravy jsou následující:

³ European Central Bank: Annual Report 2002.

I nadále všichni členové Bankovní rady se budou zúčastňovat schůzí a podílet se na rokování jako nezávislé osobnosti na národních vládách a národních institucích. Avšak počet hlasujících guvernérů NCB by měl být omezen na 15. Těchto 15 hlasovacích práv by mělo rotovat mezi guvernéry, ti by se měli střídat podle předem stanovených pravidel. Šest členů Bankovní rady a členové Výkonného výboru, by měli permanentní hlasovací právo. Aby bylo zajištěno, že všichni guvernéři NCB z eurozóny se budou na hlasování podílet, bude zaveden rotační systém v časových frekvencích. Přitom i nadále bude dodržen princip „jeden člen, jeden hlas“.

Aby byla všechna rozhodnutí reprezentativní v rámci eurozóny jako celku, jednotlivé NCB by byly rozděleny do různých skupin podle relativní velikosti ekonomik příslušných zemí; má to být hrubý domácí produkt podílem 5/6 a 1/6 podílem na celkové bilanční sumě finančních institucí. Evropská komise a Evropský parlament však doporučují, aby bylo také přihlíženo k počtu obyvatel daných zemí.

Rotační systém by začal působit se dvěma skupinami, jakmile by počet členů eurozóny přesáhl 15 zemí (od 16 do 21 zemí). Pokud by se počet členů zvýšil na 22 zemí eurozóny, rotační systém by zahájil ve třech skupinách. Rotace by měla být pevná a automatická, velikost skupin a frekvence hlasování guvernérů NCB by bylo upravováno během doby tak, aby se pořadí (posloupnost) přizpůsobilo zvětšení eurozóny až na 27 zemí⁴.

Přesné prováděcí opatření má určit Bankovní rada, která rozhodne dvoutřetinovou většinou všech svých členů.

Výkonný výbor

tvorí prezident, viceprezident a čtyři další členové, jmenovaní na základě všeobecného souhlasu hlavami států nebo vlád zemí eurozóny. Výkonný výbor je pověřen řadou pravomocí naň delegovanými Radou ECB, včetně pravomocí regulatorní povahy. Provádí měnovou politiku v eurozóně v souladu se směrnicemi a rozhodnutími danými Radou ECB, v souvislosti s tím dává potřebné pokyny NCB eurozóny. Přípravuje schůze Rady ECB, řídí běžný „business“ ECB, je zodpovědný za její běžnou činnost.

Generální rada

je třetím rozhodovacím orgánem ECB. Jejími členy jsou rovněž prezident a viceprezident ECB, zároveň všichni guvernéři centrálních bank členských zemí EU. Její existence je předpokládána do budoucna až do doby, pokud budou v EU

⁴ Současný předpoklad vychází z následujícího členění: v první skupině je pět nejsilnějších zemí eurozóny disponujících 4 hlasy; ve druhé skupině je polovina členů HMU, lichý počet se zaokrouhluje nahoru, skupina disponuje 8 hlasy; ve třetí skupině jsou země hospodářsky nejslabší disponující 3 hlasy.

členské státy, které nepřijaly euro jako svou měnu. Generální rada nezodpovídá za rozhodování o měnové politice eurozóny. V zásadě plní úkoly převzaté od Evropského měnového institutu a přenesené na Evropskou centrální banku.

Její úkoly se vztahují

- k poradním funkcím ECB a jejich plnění; týkajících se zejména výjimek udělených státům EU a jejich rušení,
- ke sběru statistických informací,
- k podávání zpráv o činnosti ECB, včetně výročních,
- ke stanovení pravidel pro standardizaci účetnictví,
- k oznamování operací prováděných NCB členských států EU,
- k opatřením týkajícím se klíče pro upisování kapitálu ECB,
- k přípravám pro neodvolatelný fixing směnných kurzů měn členských států vstupujících do eurozóny, včetně těch, které mají výjimku „opt-out“, a kandidátů,
- ke stanovení podmínek zaměstnání pracovníků ECB.

Již v roce 2002 byli na základě rozhodnutí Generální rady pozváni také guvernéři centrálních bank kandidátských zemí, jež podepsaly přístupové dohody, na jednu z jejich pěti schůzí jako pozorovatelé.

2. Měnová politika ECB

2.1. Principy měnové politiky ECB

Institucionální rámec jednotné měnové politiky ECB je utvářen souborem předpokladů, z nichž jedním z výchozích je **nezávislost ECB na mocensko politickém vlivu** při plnění jejího primárního cíle udržení **cenové stability**. Uvedený princip takové nezávislosti ECB stanoví již článek 107 a 108 Smlouvy o založení Evropského společenství (jakož i obdobně článek 7 Protokolu o Statutu ESCB a ECB) explicitně: „Při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim touto smlouvou a Statutem ESCB nejsou oprávněny ani ECB ani NCB, ani žádný člen jejich orgánů s rozhodovacími pravomocemi požadovat nebo přijímat pokyny orgánů Společenství, od žádné vlády členského státu nebo od jakéhokoli jiného orgánu. Orgány Společenství a vlády členských států se zavazují respektovat tento princip a neusilovat o ovlivňování členů orgánů ECB s rozhodovacími pravomocemi či národních centrálních bank při plnění jejich úkolů“ [1].

Tento princip je platný pro celý ESCB, resp. Eurosystem, neboť veškeré teoretické analýzy ověřené zásadními empirickými důkazy vyplývajícími z dlouhodobé historie centrálního bankovníctví potvrzují, že nezávislost centrální banky na vládních a mocensko politických orgánech přispívá k udržení cenové

stability. Proto zmiňovaný článek 108 Smlouvy říká, že „Každý členský stát zajistí nejpozději k datu ustanovení ESCB, aby jeho vnitrostátní právní předpisy, včetně statutu jeho národní centrální banky, byly slučitelné s touto smlouvou a se Statutem ESCB“ [1].

Například náš zákon o centrální bance, zákon České národní rady č. 6/1993 Sb. o České národní bance v současně platném znění od 1.5.2002, zakotvuje tento princip v §9 slovy: „Česká národní banka a bankovní rada při plnění hlavního cíle České národní banky a při výkonu dalších činností nesmějí přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády, správních úřadů ani od jakéhokoliv jiného subjektu“ [5]. Nicméně řada předchozích i následujících paragrafů přesně vymezuje vztahy k vládě, Parlamentu a Komisi pro cenné papíry a zásadní způsoby jejich součinnosti.

Realizace principu nezávislosti ECB je podpořena opatřeními v ekonomické a právní oblasti. Např. finanční dohody ECB jsou odděleny od finančních vztahů a zájmů Evropského společenství. ECB má svůj vlastní rozpočet. Kapitál ECB je upsán a splacen NCB eurozóny. Členové Výkonného výboru jsou jmenováni na funkční období osmi let, nemohou být jmenováni opakovaně; toto pravidlo přispívá k minimalizaci potenciálního politického vlivu na jednotlivé členy rozhodovacích útvarů ECB. Nezávislost ECB je rovněž chráněna zákazem Smlouvy poskytovat jakýkoliv úvěr veřejnému sektoru centrální bankou.

Stejným směrem působí též opatření zajišťující, že hlavní úkol ECB, udržení cenové stability, musí být plně respektováno politikou směnného kurzu eura. Tato politika (devizová politika) musí být konzistentní s primárním cílem jednotné měnové politiky, jejíž organickou součástí devizová politika v systému konvertibilní řízené pohyblivé měny (řízený floating) nesporně je. Rozhodování o devizové politice jsou proto svěřena ECB a Radě ECOFIN (Economic and Financial Committee)⁵; zodpovědnost za provádění operací na devizovém trhu spočívá na ECB. Článek 3a Smlouvy hovoří mimo jiné o jednotné měnové a devizové politice, „jejímž prvořadým cílem je udržet cenovou stabilitu a bez újmy tomuto cíli podporovat obecné hospodářské politiky Společenství v souladu se zásadami otevřeného tržního hospodářství ...“ [1].

Aby udržela své oprávnění, nezávislá centrální banka musí být zodpovědná demokratickým institucím a široké veřejnosti za své akce při výkonu svého mandátu. Bez zasahování do nezávislosti ECB článek 15 Statutu ESCB ukládá jí přesné zpravodajské povinnosti. ECB musí publikovat čtvrtletní zprávy o aktivitách Eurosystemu, jakož i týdenní konsolidovaný finanční výkaz. Dále musí připravit výroční zprávu o své činnosti a o měnové politice předchozího a běžného

⁵ ECOFIN, Economic and Financial Committee, Ekonomický a finanční výbor, je konzultativní útvar Společenství zřízený na počátku vzniku třetího stupně Hospodářské a měnové unie. Členský stát, Evropská komise a ECB jmenují dva členy tohoto výboru.

roku. Výroční zpráva musí být předložena Evropskému parlamentu, Radě EU, Evropské komisi a Evropské radě.

Aby byla pokud možno transparentní, ECB se rozhodla jíti ještě dále za tyto statutární zpravodajské požadavky: publikuje měsíční přehled, Monthly Bulletin, ve kterém provádí důkladné hodnocení ekonomické situace, jež byla podkladem pro měnově politická rozhodnutí, a charakterizuje podmínky jednotlivých otázek relevantních pro měnovou politiku ECB.

Mimo to prezident ECB vystupuje v Evropském parlamentu před Výborem pro ekonomické a měnové záležitosti⁶ každé čtvrtletí, aby informoval o měnové politice ECB a odpověděl na případné otázky. Transkripty těchto slyšení (audiencí) jsou k dispozici na webových stránkách ECB. Také svou výroční zprávu předkládá ECB Evropskému parlamentu, jak již je uvedeno.

Prezident a viceprezident konají tiskovou konferenci okamžitě po prvním zasedání Bankovní rady každý měsíc. V úvodní zprávě prezident předkládá přehled ekonomické situace a její hodnocení týkající se zejména rizik ohrožujících cenovou stabilitu, relevantních pro její rozhodování o měnové politice, poskytuje informaci o ostatních diskutovaných otázkách a rozhodnutích přijatých Bankovní radou. To je následováno prodlouženým zasedáním k otázkám a odpovědím s žurnalisty zúčastněnými na tiskové konferenci. Záznamy těchto tiskových konferencí jsou zveřejňovány na webových stránkách ECB ještě téhož dne. To dovoluje poskytovat veřejnosti informaci o rozhodnutích týkajících se měnové politiky včasným a nestranným způsobem.

Členové Bankovní rady se zúčastňují řady veřejných schůzek. Projevy členů Výkonného výboru jsou k dispozici na webové stránce ECB. ECB také přijímá velké množství návštěv představitelů široké veřejnosti, jakož i odborníků různých institucí. Je zavázána k otevřenému dialogu s akademickým světem. Výsledky výzkumu technické povahy a studie vztahující se k politice všeobecného zájmu jsou publikovány členy zaměstnanců v řadě pracovních pojednání ECB, případně příležitostných esejí⁷.

Konečně transparentnost měnové politiky také vyžaduje, aby byla publikována statistická data sebraná centrální bankou, jakmile jsou zjištěna, plně a včasným způsobem. S pomocí NCB soustřeďuje ECB měnovou, bankovní a s tím související statistiky, statistiky platebních bilancí a statistiky o stavu mezinárodních investic; z toho sestavuje statistiky finančních účtů eurozóny. Včasná publikace těchto dat dovoluje ECB, aby sdílela s veřejností informaci, kterou má o ekonomickém vývoji v eurozóně, a tím usnadnila Bankovní radě přenos měnově politických rozhodnutí.

⁶ The European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.

⁷ ECB's Working Paper and Occasional Paper.

2.2. Strategie měnové politiky ECB

Cenová stabilita, její udržení a řízení, jsou primárními cíli jednotné měnové politiky, za které je ECB zodpovědná; to je vymezeno ve Smlouvě o založení ES, článku 3a. Desetiletí praktických zkušeností a velký počet teoretických ekonomických studií prokazují, že měnová politika přispívá ke zdokonalení ekonomických vyhlídek a ke zvýšení ekonomické úrovně občanů tím, že svým působením je přímo zaměřena na udržení dlouhodobé cenové stability.

Cenová stabilita je chápána jako eliminace inflace i deflace. Způsoby, jimiž přispívá k dosažení vysoké úrovně ekonomické aktivity a zaměstnanosti, lze načrtnout v následujících hlavních rysech.

Cenová stabilita umožňuje snadněji postihnout změny relativních cen, které nejsou zkraslovány výkyvy v celkové cenové úrovni. Podniky i spotřebitelé mohou proto činit přesněji motivovaná investiční i spotřební rozhodnutí, trh efektivněji alokuje zdroje. V důsledku toho cenová stabilita zvyšuje produktivní potenciál ekonomiky.

Investoři, jsou-li ujištěni, že cenová stabilita se v budoucnu udrží, nepožadují prémii za inflační riziko, jež by jim kompenzovala eventuální ztráty spojené s dlouhodobější držbou aktiv. Snížením rizikové premie jako součásti reálné výnosové míry přispívá k alokační efektivnosti kapitálových trhů, podněcuje investování a podporuje ekonomický růst.

Věrohodnost udržení cenové stability zabraňuje tomu, že investoři zaměří své úspory na nákup reálného zboží, jež v inflačním prostředí udržuje svou hodnotu lépe než peníze či některá finanční aktiva.

Udržení cenové stability zabraňuje rovněž závažnému a svévolnému přerozdělení bohatství a důchodů, které zpravidla vzniká v inflačním a deflačním prostředí. Prostředí stabilních cen pomáhá upevnit sociální soudržnost. Negativní důkaz lze nalézt v řadě příkladů z 20. století, že vysoké míry inflace nebo deflace často tvoří sociální a politickou nestabilitu.

Uvedené argumenty ukazují, že centrální banka, která udržuje cenovou stabilitu, podstatně přispívá k dosažení širších ekonomických cílů: vyšší úroveň ekonomické aktivity, lepší vyhlídky zaměstnanosti, vyšší životní úroveň. Tento závěr je podporován ekonomickým svědectvím, které – pro různé druhy zemí, různá období a způsoby řízení (režimy) – ukazují, že ekonomiky s nižší inflací v dlouhém období rostou rychleji v reálných ukazatelích.

Strategie měnové politiky ECB se opírá o dva „pilíře“ (pillars). Předním pilířem je **prominentní úloha peněz**, druhým pilířem je rozsáhlá **analýza** řady ostatních **ekonomických** a zejména **finančních proměnných**. Zvýraznění působení peněz vychází z velmi rozšířeného konsensu mezi ekonomy, že inflace je peněžní jev v průběhu středního období směrem k období delšímu. V makroekonomii je jako jedna z nejpozoruhodnějších pravidelností uznávána

vzájemná relace mezi cenovou úrovní a penězi, působící jako stabilní a dlouhodobá. To je zvláště zřejmé, je-li množství peněz měřeno širokými peněžními agregáty. Peněžní, resp. měnový vývoj, obsahuje informaci o budoucím cenovém vývoji, může proto pomoci při odhadu rizik cenové stability. Měnové agregáty mohou také hrát roli v transmisním mechanismu měnové politiky do cenové úrovně. Z těchto důvodů je důležité, aby centrální banka pozorně monitorovala měnový a úvěrový vývoj. Tím, že ECB stanovila prominentní postavení peněz ve své měnové politice, zřetelně oznámila veřejnosti svůj záměr vzít na sebe odpovědnost za měnové analýzy a řízení.

Analýza na základě druhého pilíře je zaměřena na odhalování vlivu různých faktorů, které působí na cenový vývoj v krátkém období. Takové faktory jsou relevantní pro měnovou politiku, neboť mohou ohrožovat vyhlídky na cenovou stabilitu ve středním období. Vedle standardních modelů ekonomického cyklu jsou tyto analýzy často soustředěny na účinky souhry nabídky a poptávky, na nákladové tlaky ovlivňující cenový vývoj na trzích zboží, služeb a práce.

Cenová stabilita jako primární cíl ECB byla Bankovní radou oznámena v podobě **kvantitativní definice**, aby dala jasné vodítko očekávání budoucího cenového vývoje a byla sledovatelná. ECB tím naplnila usnesení Rady ECOFIN z července 1995, ve kterém se uvádí mimo jiné, že veličina 2% bude maximem míry inflace slučitelné s cenovou stabilitou. V souvislosti s tím Bankovní rada ECB definovala cenovou stabilitu v roce 1998 jako **meziroční zvýšení harmonizovaného indexu spotřebních cen (Harmonized Index of Consumer Prices, HICP)⁸ pro eurozónu pod 2%**. Tato úroveň má být udržována v **průběhu středního období** (medium term). Uvedené vymezení stanoví pouze horní stupeň míry inflace; současně též naznačuje, že deflace, tj. prolouhující se snižování úrovně HICP, by nebylo posuzováno jako konzistentní s cenovou stabilitou. Výslovné stanovení středního období vyjadřuje, že měnová politika nemůže jemně doladovat cenový vývoj nebo inflaci během krátkého horizontu několika týdnů nebo měsíců. Změny měnové politiky působí na ceny nikoliv okamžitě, ale s určitým časovým zpožděním, a míra eventuálního vlivu je nejistá. Z toho plyne,

⁸ HICP, harmonizovaný index spotřebních cen pro eurozónu, je harmonizován z ukazatelů zemí eurozóny; zahrnuje váhy složek cen zboží, cca 62%, a cen služeb, cca 38%; potraviny člení na přírodní, cca 8%, zpracovatelské, cca 12%, ostatní zboží tzv. neenergetického průmyslu, cca 32%, energií 9,5% cca. Index byl vyvinut Evropskou komisí (Eurostatem) v úzké vazbě s národními statistickými orgány a EMI, později ECB. Eurostat propočtl údaje od ledna 1995 na srovnatelnou úroveň. Hlavní myšlenkou při tom bylo identifikovat vlivy různých faktorů působících na ekonomiku (např. přírodní podmínky, jako počasí, sezónnost, energetické složky podmíněné pohybem cen ropy atp.). Měřítka harmonizace byla vypracována spolu s regulačními opatřeními a směrnicemi odsouhlasenými s členskými státy; týkají se (mimo jiné): krytí spotřebních výdajů, standardů pro přizpůsobení kvality, všeobecných pravidel zavedení nového zboží a služeb apod.; podrobná klasifikace sladování byla odsouhlasena v sub-indexech, v revizi váhy komodit v indexu, ve zdokonalení kalkulčních metod, zejména jejich srovnatelnosti v různých zemích.

že měnová politika nemůže vyrovnávat náhlé nebo nepředvídané poruchy v cenové úrovni. Určitá krátkodobá volatilita cenové úrovně je proto nevyhnutelná.

Kvantitativní definice cenové stability má určité přednosti:

- rámec měnové politiky je snadno pochopitelný;
- je měřítkem, jehož prostřednictvím veřejnost může oceňovat zodpovědnost ECB a její plnění; odchylky cenového vývoje od cenové stability lze identifikovat, ECB je musí vysvětlit a zároveň objasnit, jak cenovou stabilitu obnoví v přijatelném časovém období;
- ovlivňuje očekávání budoucího vývoje, ekonomické kalkulace a rozhodování, působí na jejich racionalitu.

Definice cenové stability je v souladu s definicemi užívanými většinou NCB v eurozóně ještě před vstupem do měnové unie. Uvedená kvantitativní definice cenové stability je zamýšlena jako trvalá veličina primárního cíle jednotné měnové politiky ECB.

První pilíř strategie měnové politiky ECB

Výrazná úloha peněz ve strategii měnové politiky ECB je vyjádřena v **kvantitativní referenční hodnotě růstu peněžního, resp. měnového agregátu M3 na 4½% ročně**, stanovené v prosinci 1998⁹. Uvedená referenční hodnota byla odvozena jako konzistentní s dosažením cenové stability. Podstatné či prodlužující se odchylky peněžního růstu od referenční hodnoty by za normálních okolností měly naznačovat rizika ohrožení cenové stability ve středním období.

Odvození referenční hodnoty je **teoreticky** založeno na vztazích mezi peněžním růstem (ΔM), inflací (ΔP), růstem reálného GDP (ΔYR) a změnami v rychlosti oběhu peněz (ΔV):

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

Podle uvedené kvantitativní rovnice se změna v peněžní zásobě v dané ekonomice rovná změně v nominálních transakcích (změna v reálném GDP plus změna v cenové úrovni minus změna v oběhové rychlosti peněz)¹⁰.

⁹ Peněžní/měnový agregát je **suma peněz v oběhu** (peněžní zásoba) plus suma **zůstatků určitých pasiv** měnových a finančních institucí (MFI), která mají vysokou likviditu (moneyness). Tzv. úzký měnový agregát M1 je definován Eurosystemem jako oběživo + držba depozit na 24 hodin (overnight deposits) rezidenty eurozóny, vyjma centrálních vlád, u MFI eurozóny. M2 zahrnuje M1 + termínová depozita se smluvní splatností do 2 let + depozita vypověditelná do 3 měsíců. M3, tzv. široký měnový agregát, obsahuje M2 + kontrakty REPO + akcie a podílové listy fondů peněžního trhu + aktiva peněžního trhu + dluhové cenné papíry se splatností do 2 let.

¹⁰ Rychlost oběhu peněz (velocity of circulation): rychlost, jíž jsou peníze převáděny mezi jejich různými držiteli; tím determinuje, jak mnoho peněz je žádoucí k obsluze určitého objemu nominálních transakcí.

V praxi byla referenční hodnota propočtena na střednědobém předpokladu potenciálního růstu GDP 2 – 2½% ročně pro eurozónu (odhady shodně provedené mezinárodními organizacemi a ECB). Dále byly použity různé metody propočtu rychlosti oběhu peněz, které braly v úvahu jednoduché trendy, ale také disponibilní informace z komplexnějších modelů poptávky po penězích. Souhrnně se dospělo k výsledku, že rychlost oběhu M3 poklesla v rozsahu ½ až 1% ročně, což vedlo k prognóze referenční hodnoty růstu M3 na úrovni 4½%. V dalších letech tato veličina měněna nebyla. Mnohé empirické studie podporují názor o stálém dlouhodobém vztahu peněžní poptávky, propojení M3 s cenovou úrovní a dalšími makroekonomickými proměnnými. Agregát M3 je rovněž uznáván pro své vlastnosti jako vedoucí ukazatel budoucí inflace, zvláště ve středním období.

Referenční hodnota není měnovým cílem. ECB se nepokouší udržovat růst M3 na referenční veličině v každém okamžiku tím, že by upravovala úrokové míry. Avšak odchylky růstu M3 od referenční hodnoty jsou důkladně analyzovány v souvislosti s ostatními ekonomickými daty tak, aby mohla být zjištěna informace o rizicích cenové stability.

Z různých důvodů měnová politika ECB však nesleduje mechanicky růstové odchylky M3 od referenční hodnoty:

- souvztažnost mezi penězi, cenami a ekonomickou aktivitou, která je souhrnně promítána do rychlosti peněžního oběhu, může být komplexnější a méně stabilní v krátkém období v porovnání s delším horizontem; k tomu musí přihlížet analýza měnového vývoje,
- změny ve struktuře bankovníctví a finanční soustavy mohou měnit permanentně rychlost oběhu peněz, a tím také souvztažnost peněz a úrovně ekonomických transakcí; pro měnovou analýzu ECB je důležité rozlišit dočasné a trvalé změny v rychlosti oběhu,
- měnový vývoj může být ovlivňován zvláštními faktory, např. institucionálními změnami jako jsou modifikace daňových úprav úrokových příjmů nebo kapitálových výnosů; tyto speciální faktory mohou vyvolat změny v držbě peněz, neboť jednotlivci i podniky budou reagovat na změny v atraktivitě bankovních depozit zahrnutých v definici peněz, relativně k alternativním finančním instrumentům; měnový vývoj vyvolaný těmito činiteli nelze využít jako informaci pro prognózu cenové stability, banka jim však musí věnovat podrobné hodnocení ve své analýze,
- někdy se také může stát, že dojde ke statistickým zkreslením, kdy oznamované údaje nejsou v souladu s vymezením měnových agregátů; musí proto dojít k dodatečným úpravám publikovaných údajů.

Referenční hodnota růstu měnového agregátu M3 je důležitým prvkem strategie měnového působení ECB. Jak již uvedeno, ECB nespolehá pouze na zkoumání odchylek růstu od M3 od referenční hodnoty. Zkoumá též dílčí agregáty, M1 i M2, změny poskytovaných úvěrů privátnímu sektoru, účetní výkazy MFI a

další, jež umožňují proniknout k dílčím tokům peněz v rámci agregátu a poskytnou širší obraz podmínek likvidity v ekonomice, jakož i jejich souvislosti s riziky cenové stability.

Druhý pilíř strategie měnové politiky ECB

Souběžně s analýzou měnového růstu ve vztahu k referenční hodnotě M3 jsou přísně a důkladně analyzovány ostatní ekonomické a finanční proměnné. To tvoří druhý pilíř strategie měnové politiky ECB. Tyto analýzy jsou zaměřeny na zkoumání a odhalení mnoha přímých a nepřímých činitelů, které ovlivňují cenový vývoj zejména v krátkém období a jejichž působení může ovlivnit vyhlídky na cenovou stabilitu ve středním období. Vedle standardních modelů ekonomického cyklu jsou používány modely vzájemných vztahů a působení nabídky a poptávky, modely nákladových tlaků na chování cen na trzích zboží, služeb a práce.

Bankovní rada musí mít vyčerpávající podklady pro rozhodování v rámci měnově politických opatření. Například lze uvést mezinárodně politickou situaci vyvolávané pohyby cen ropy, které působí jako „šoky“; tím ohrožují, resp. mohou ohrozit střednědobá inflační očekávání, být podnětem pro vznik inflační spirály. Proto je v ECB permanentně sledován vývoj v celkové produkci, v podmínkách poptávky a trhu práce, v širokém rozsahu cenových a nákladových ukazatelů. Jsou sledovány fiskální politiky členských států a jejich dopady v rámci eurozóny, jakož i dynamika a stavy platebních bilancí, vývoj ukazatelů finančních trhů a cen finančních aktiv. Pohyby cen aktiv mohou ovlivňovat cenový vývoj prostřednictvím důchodových efektů a dopadů do bohatství. Například rostou-li ceny akcií, bohatnou jejich držitelé; mohou se proto rozhodnout, že budou vydávat více na osobní spotřebu, což se promítne do zvýšení poptávky a způsobí tlak na cenový růst atd.; v případě poklesu cen akcií nastane opačný vývojový trend (to vše za jinak nezměněných podmínek).

Ceny aktiv a finančních výnosů jsou využívány též jako informace o očekávání vývoje na finančních trzích, včetně očekávaného vývoje cen v budoucnosti. Účastníci těchto trhů implicitně vyjadřují svá očekávání budoucího vývoje úrokových měr a cen tím, že nakupují anebo prodávají dluhopisy. ECB používá řadu analytických technik, jejichž pomocí zjišťuje pravděpodobné možné souvislosti přítomných jevů a jejich budoucích důsledků.

Vývoj směnných kurzů má rovněž velmi těsné implikace pro cenovou stabilitu. Změny směnného kurzu mohou měnit cenovou konkurenci domácího zboží na mezinárodních trzích; mohou tím ovlivnit podmínky poptávky a eventuálně i výhledy cenového vývoje, očekávání a chování výrobců (zaměstnavatelů) stanovících mzdy a ceny; řetězovitě se pak mohou prosazovat další s tím spojené druhořadé účinky.

Pro druhý pilíř jsou připravovány makroekonomické projekty pracovníky Eurosystemu dvakrát ročně. Tyto projekty soustřeďují a syntetizují velké množství informací, jež poskytují platformu pro ekonomickou analýzu potřebnou pro druhý pilíř a jako podklad pro následné rozhodování Bankovní rady ECB, pro zaměření její měnové politiky. V projektech se promítá snaha spojitým a vnitřně sladěným způsobem zobrazit minulé zkušenosti a fundamentální ekonomické souvztažnosti.

Používané modely obsahují různá hlediska na hodnocení ekonomických jevů. Projekce vyhotovené na jejich základě jsou posléze upravovány expertními pracovníky jak ECB, tak NCB. Ačkoliv plní užitečnou funkci, nejsou považovány za univerzální lék. Jsou založeny na specifických předpokladech, které mohou být diskutabilní anebo jsou snadno proměnlivé, což snižuje jejich použitelnost (např. vývoj směnných kurzů, cen ropy či jiných důležitých mezinárodně obchodovaných produktů). Nelze ani opomenout, že konečná verze projektu závisí také na jeho koncepčním rámci a na použité technice jeho zpracování. Obojí může být zjednodušením reality a eventuálně zanedbat klíčové otázky relevantní pro měnovou politiku. Obdobně je tomu, jsou-li jen popisem ekonomiky neobsahujícím veškeré informace; zároveň i v tomto případě nelze se vyhnout tomu, že reálný vývoj přinese nové změny, které v projektu obsaženy nejsou. V neposlední řadě jsou do projektů nevyhnutelně včleněny názory expertů, z nichž s mnohými nemusí být všeobecný souhlas.

Je proto zcela logické, že ačkoli uváděné makroekonomické projekty mají důležitý význam, je pro měnovou politiku ECB tento význam do jisté míry omezený. Bankovní rada projekty hodnotí spolu s mnoha dalšími informacemi a s výsledky analýzy vypracované na základě prvního pilíře a dále na základě analýz cen finančních aktiv, jednotlivých indikátorů a eventuálně předpovědí v rámci druhého pilíře. Nepoužívá je však jako hlavní nástroj pro stanovení svých prognóz.

O publikování makroekonomických projektů vypracovaných zaměstnanci Eurosystemu rozhodla ECB v prosinci 2000. Děje se tak dvakrát ročně v měsíčním Bulletinu ECB.

Poznámka:

Termín „projekt“ (projection) byl zvolen jako odraz toho, že se jedná o výsledek scénáře sestaveného na základě technických předpokladů a odhadů krátkodobých úrokových sazeb. Tento typ prognóz je prováděn v mnoha CB jako způsob informace o měnové politice CB.

Volba dvou pilířů měnové politiky ECB, jak již plyne z výše uvedeného textu, úzce souvisí s vypovídacími schopnostmi modelů inflačního procesu. Mnohé z těchto modelů jsou odrazem nedokonalého chápání ekonomiky všeobecně a transmisního mechanismu měnové politiky zvláště, anebo odrazem nejistot a proměnnosti. Modely vyjadřují rozličné pohledy na fungování ekonomiky, anebo kladou důraz na různý rozsah jednotlivých kanálů převodu měnové politiky; s tím

se pak pojí alternativní strategie měnové politiky (peněžní cílování, cílování přímé inflace, cílování směnného kurzu). Některé modely zdůrazňují úlohu peněz v převodovém (transmisním) mechanismu, zatímco zejména jiné kladou prvotní důraz na nepeněžní vlivy způsobující inflaci, zejména na pohyb vztahu nabídky a poptávky a na různé nákladové tlaky na trzích zboží, služeb a práce (z hlediska příčin vzniku je inflace potom označována jako poptávková nebo nákladová inflace).

Mnoho z modelů obsahuje důležité prvky reality, ale žádný z nich nemůže zachytit realitu v její celistvosti, není úplný. Vzhledem k nekomplexnosti jednotlivých modelů a k jejich multiplicitě bylo v ECB rozhodnuto opřít rozhodovací základnu měnové politiky ECB o dva pilíře, neboť by bylo nemoudré spoléhat pouze na jediný model nebo jediný indikátor.

Proto také ECB se při volbě své strategie rozhodla odmítnout peněžní či měnové cílování (monetary targeting); to znamená, že pokládá za krajně obtížné dát penězům prominentní roli v konvenčních modelech reálné ekonomiky, navzdory všeobecnému konsenzu o vzájemné souvislosti a propojení peněz a cen, jakož i empirickým důkazům o tom, že peněžní agregáty mohou být vedoucími indikátory cenového vývoje, důležitým kanálem transmise měnové politiky. ECB nepřijala ani strategii přímého inflačního cílování, ani strategii cílování směnného kurzu.

V její volbě strategie měnové politiky první pilíř lze chápat jako soubor modelů a analytických rámců vyjadřujících hlediska (kritéria) determinace cenové úrovně. V prvním pilíři je penězům dána důležitá funkce a zároveň jsou brány v úvahu transmisní kanály měnové politiky. Druhý pilíř obsahuje řadu alternativních modelů inflačního procesu, především těch, které zdůrazňují vzájemné působení nabídky a poptávky anebo nákladových činitelů, včetně transmisních kanálů, jimiž tyto proměnné působí.

Výběr modelů je podřízen cílům obou pilířů. Modely podléhají stálému vývoji, neboť výzkum přináší nové empirické a analytické nástroje zkoumání struktury ekonomiky a transmisního mechanismu měnové politiky v eurozóně.

Také centrální banky čelící mnoha nejistotám musí ověřovat a porovnávat signály dané různými indikátory, hodnotit disponibilní informace a souvislosti své činnosti při použití vhodných modelů ekonomiky. To jim umožňuje racionální výběr měnové politiky pro střední období.

Strategie měnové politiky ECB je dána rámcem, který zahrnuje všechny relevantní informace, přičemž bere v úvahu různé interpretace těchto informací. Dvoupilířový přístup umožňuje snížení rizik omylů, která by plynula ze spoléhání se na jediný model, resp. předpovědi či indikátory. Diverzifikace směřující k interpretaci ekonomických podmínek usnadňuje ECB, aby volila pevnou měnovou politiku v nejistém prostředí.

Bankovní rada stanoví nástroje měnové politiky Eurosystemu na základě posouzení signálů týkajících se rizik pro cenovou stabilitu, které jsou poskytovány oběma políři strategie.

Měnová politika nereaguje mechanicky na vývoj kteréhokoliv ukazatele nebo předpovědi (prognózy), ale spíše hodnotí, zkoumá a integruje informace z obou pilířů do celkového posouzení stávající ekonomické situace, povahy a rozsahu šoků a převažujících rizik cenové stability.

2.3. Statistika vztahující se k ekonomickému vývoji v eurozóně

K účelům měnově politického rozhodování je sledován pohyb řady indikátorů, jež mají přímý či zprostředkovaný vztah k cenové stabilitě.

Především jsou sledovány cenové indexy HICP (harmonizovaný index spotřebních cen) a jejich složky, dále ceny a náklady v průmyslových sektorech. S tím je spojena též statistika nákladů práce, které jsou významným činitelem a složkou celkových výrobních nákladů.

Informace o stavu ekonomického cyklu skýtají ukazatele výroby a poptávky. Jejich zdrojem jsou národní účty, statistiky o činnostech v průmyslových odvětvích a odvětvích služeb v krátkém období, o vývoji nabídky, o kvalitativních ukazatelích, jež tvoří nezbytné podklady pro analýzy výhledu cenového vývoje vypracovávané ECB. Rozhodující důležitost pro sledování konjunkturálního vývoje a prognózování strukturálních změn v ekonomice eurozóny mají údaje o trhu práce. Je sledována zaměstnanost, nezaměstnanost, volná místa a účastenství trhu práce.

Důležité je sledování vládního sektoru, neboť představuje nezanedbatelnou část ekonomické aktivity. To se týká informací o finančním i nefinančním veřejném sektoru.

Statistiky platební bilance sestavované ECB spolu se statistikami zahraničního obchodu zpracovávanými Eurostatem¹¹ zabezpečují důležité informace o vývozech a dovozech, jež mohou vyvolat či utlumit inflační tlaky prostřednictvím svého vlivu na podmínky poptávky. Tyto údaje také umožňují přesně sledovat vývoj cen zahraničního obchodu (obvykle vyjadřovaného ukazateli jednotkové hodnoty vývozu a dovozu). Jejich sledování přispívá ke stanovení trendů potenciálních změn importovaných komodit (zejména ropy) a zprostředkovaně ovlivňují směnné kurzy, jejich pohyby a úroveň. Ačkoli eurozóna je relativně uzavřenou ekonomickou oblastí v porovnání s jednotlivými članky, jež ji tvoří (země, jež

¹¹ Eurostat, plným názvem The Statistical Office of the European Communities, je částí Evropské komise; je zodpovědný za sestavování statistik Společenství. Sbírá a systematicky zpracovává data dodávaná hlavně národními úřady v rámci obsáhlých pětiletých statistických programů Společenství.

přijaly euro), dovážená inflace působí na jejich domácí, vnitřní ceny, výrobní i spotřebitelské. Údaje platební bilance o finančních transakcích jsou v neposlední řadě důležitými ukazateli pro měnové a finanční analýzy.

Kvalitativní aspekty statistiky spočívají v tom, že pokrývá všechny ekonomické sektory; vedle konvenčních statistik průmyslu a obchodu je věnována značná pozornost rostoucímu sektoru služeb. Dále, zásadní harmonizace koncepcí a metod zajišťuje, že každý indikátor eurozóny sestavovaný z národních řad správně zobrazuje vývoj; tím poskytuje spolehlivé poznatky pro rozhodování o měnové politice. Jinými kvalitativními aspekty jsou včasnost a dostatečně vysoká frekvence dodávání dat, jejich agregace pro jednotlivé členské země i pro eurozónu jako celek; dlouhé řady zpětných údajů slouží ekonomickým analýzám a také přispívají k poznání vývoje ekonomiky eurozóny jako integračního celku.

Vysoká kvalita statistiky je nezbytná pro spolehlivé zobrazení ekonomiky. Chyby v měnové politice, které by mohly vzniknout v důsledku nekompletní nebo nespolehlivé statistiky, by byly velmi nákladné vyšší inflací a vyšší volatilitou reálného růstu.

2.4. Transmisní mechanismus měnové politiky ECB

Obecně je **transmisním mechanismem** měnové politiky označován proces, jímž měnová politika a její rozhodnutí ovlivňují ekonomiku jako celek, zvláště však její cenovou úroveň. Přenesení účinku opatření měnové politiky do ekonomiky vždy trvá určitou dobu, jeho dopad do cenové úrovně je poznamenán časově různě dlouhými a nejistými časovými zpožděními. Je proto obtížné odhadnout přesný důsledek každého z přijatých měnově politických opatření.

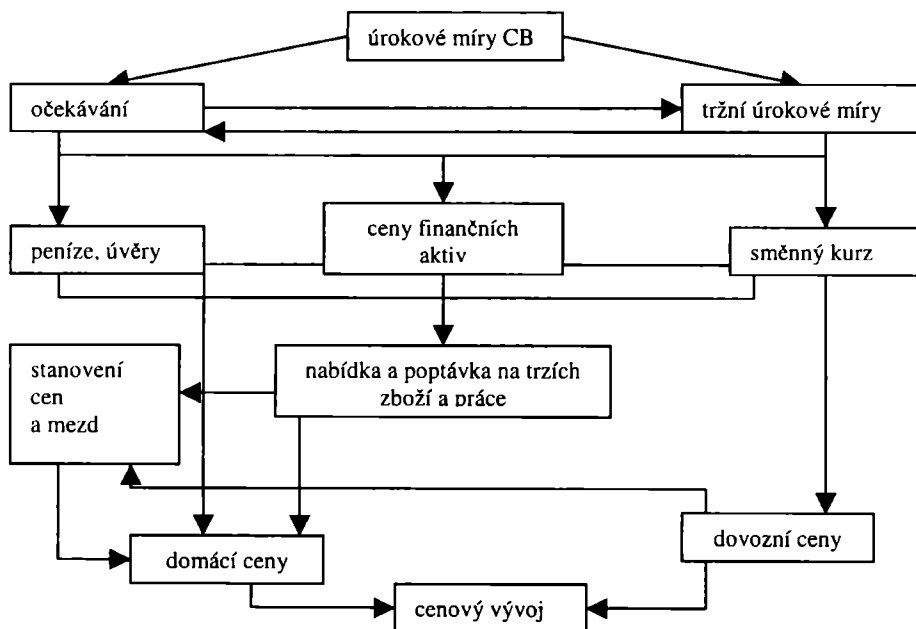
V dlouhém období měnová politika determinuje nominální hodnotu zboží a služeb, čili všeobecnou cenovou úroveň. Pohyby v cenové úrovni ukazují, jaké změny kupní síly peněz v daném čase nastaly; inflace je ve svém konečném působení vždy peněžní jev. Ekonomická zkoumání skutečného vývoje v různých obdobích a zemích rovněž potvrdila, že změny v nabídce peněz mohou mít v dlouhém období přímý dopad jen na nominální, nikoliv na reálné proměnné. To znamená, že změny v nabídce peněz nemají dlouhodobý vliv na reálnou výrobu a zaměstnanost, ani na reálné úrokové míry vyjadřující cenu peněz. Reálný důchod v dlouhém období je v podstatě dán nabídkovými činiteli, tj. technologií, její změnou, růstem populace, proměnlivostí trhů, efektivností institucionálního rámce ekonomiky. Měnová politika proto může pouze přispívat k dlouhodobému růstu udržováním cenové stability. Její rozhodování však mohou ovlivnit reálné proměnné v krátkém období.

Prostor, ve kterém CB včetně ECB mohou uskutečňovat svou měnovou politiku, je uvedenými charakteristickými znaky působení měnových intervencí omezen. Měnová politika a její důsledky pro reálný důchod a cenovou úroveň jsou

v této koncepci obsaženy ve Smlouvě, resp. ve způsobu, jímž Smlouva alokovala cíle a zodpovědnosti různým autoritám provádějícím ekonomickou politiku. **Cenová stabilita jako cíl měnové politiky** ECB uložená Smlouvou (článek 105) je **uskutečnitelným a splnitelným úkolem**, neboť měnová politika může cenovou úroveň ovlivnit v průběhu středního období. Pouze dosažením stanoveného cíle měnové statistiky může měnová politika ECB pozitivně ovlivňovat ekonomický růst eurozóny v dlouhém období, neboť má velmi omezený rozsah svého působení na reálné proměnné.

Transmisní proces jako zřetězení příčin a následků měnově politických rozhodnutí o cenové úrovni je zahajován změnami úrokových měr ECB, zvláště úrokových sazeb stanovených na hlavní refinanční operace (klíčové jsou operace na volném trhu) a facility výpůjční a depozitní¹².

Operace CB ovlivňují podmínky finančních trhů, především peněžních trhů (trhů krátkodobých finančních aktiv), působí zejména tržní úrokové míry, cenu peněz a tím i na poptávku po peněžích. Následně je tím ovlivňováno očekávání budoucího postupu měnové politiky, což působí následně na dlouhodobější úrokové míry, inflační očekávání a na změny cen a mezd, cen finančních aktiv a směnného kurzu. To lze vyjádřit obecně následujícím schématem.



Obr. 1. Kanály transmisí měnově politických rozhodnutí, resp. jejich převod k cílenému účinku
Zdroj: vlastní zpracování.

¹² Tématika refinančních operací přesahuje rámec této stati.

Ze schématu je zřejmé, že jen nástin převodových cest v této zjednodušené podobě ukazuje na složitost vzájemných relací, přičemž nezahrnuje zpětné vazby a vnitřní relace uvedených hlavních mezníků. Např. vývoj úvěrů, jejich dostupnost a náklady ovlivní rozhodování o podnikových investicích a o spotřebitelských výdajích a tím celkovou poptávku. Očekávání budoucích změn měnové politiky ovlivňují ceny a výnosy finančních aktiv. To má dále vliv na úspory, výdaje a investice firem a domácností. Za jinak neměnných okolností nižší úrokové míry vedou k vyšší atraktivitě utrácení běžných příjmů spíše než ke spoření, zvláště v domácnostech. Důsledkem změn v chování výdajů a úspor jsou změny v poměru domácí poptávky po zboží a službách ve vztahu k domácí nabídce. Za jinak neměnných podmínek poptávka převyší nabídku a vzniknou tlaky na cenový vzestup.

Také náklady výroby a služeb ovlivňují cenový vývoj. Změny v úrovni mezd a produktivity přitom hrají významnou roli. Měnová politika v těchto souvislostech působí na utváření mezd, stanovení cen meziproductů (výrobních materiálů) a na konečnou cenovou úroveň tím, že ovlivňuje inflační očekávání. Může-li učinit svůj primární cíl cenové stability důvěryhodným, inflační očekávání zůstanou pevně zakotvena na nízké úrovni definované jako cenová stabilita; tvorba cen a mezd zůstane v souladu s tímto cílem.

Změny v úrokových mírách vyvolané rozhodnutím měnové politiky mohou také ovlivnit směnný kurz tím, že mimo jiné působí na mezinárodní kapitálové toky: vyšší úrokové míry v dané zemi v porovnání s jinými zeměmi přitahují kapitál ze zahraničí, což může působit inflačně v této zemi. Poptávka po měně dané země s vyššími úrokovými mírami se promítá do zhodnocení směnného kurzu její měny (za jinak nezměněných podmínek).

V souvislosti se zahraničním obchodem pohyby směnného kurzu přímo ovlivňují domácí ceny dováženého zboží. Zhodnocuje-li se směnný kurz, ceny dováženého zboží tendují k poklesu, což přispívá přímo ke snížení inflace v tom případě, kdy se jedná o zboží spotřební. Jde-li o zboží, které je vstupním do výroby, mohou jeho nižší ceny po určitém čase způsobit pokles cen konečných produktů. Vývoj směnných kurzů může mít také zprostředkovaný vliv prostřednictvím svého působení na konkurenceschopnost domácí produkce na mezinárodních trzích. Zhodnocení směnného kurzu dané země působí na snížení jejího konkurenčního postavení na mezinárodních trzích; to také omezuje vnější poptávku, snižuje exportní kapacitu dané země, tím příliv deviz a jejich ekvivalentu v peněžní zásobě. Tím jsou také snižovány inflační tlaky.

Důležitost účinků směnných kurzů závisí na tom, jak otevřená je daná ekonomika vůči mezinárodnímu obchodu. Kanál směnného kurzu pro převod působení měnové politiky je méně významný pro velké a relativně uzavřené měnové oblasti jako je eorozóna, než pro malé otevřené ekonomiky (z nichž mnohé jsou její součástí).

Transmisní mechanismus měnové politiky představuje komplexní síť ekonomických interakcí. Přes veškeré nejlepší snahy ekonomů v akademických pracovištích, výzkumných institucích a centrálních bankách není dokonale poznán. Úroveň nejistot, jimž čelí ECB, může být vyšší než u NCB, neboť ECB je zodpovědná za úplně novou měnovou oblast s rozdílně strukturovaným základem reálné ekonomiky. Také institucionální změny a změny v chování ekonomických subjektů, které následovaly po zavedení jednotné měny v roce 1999, mohou vyvolávat proměny vzájemných vztahů mezi některými ekonomickými veličinami.

ECB čelí značné nejistotě týkající se spolehlivosti ekonomických indikátorů, rozmanitosti struktury ekonomiky eurozóny a mezi jiným i převodů jednotné měnové politiky k vytčenému cíli. To bude patrné zvláště v prvních letech existence měnové unie.

Literatura

- [1] *Smlouva o Evropské Unii, Smlouva o založení Evropského společenství*. Victoria Publishing, 1994.
- [2] *The Monetary Policy of the ECB*. European Central Bank, Frankfurt am Main, 2001.
- [3] *Měsíční bulletin ECB*, červen 2004.
- [4] European Central Bank – *Annual Report 2002, 2003* [<http://www.ecb.int>].
- [5] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v současně platném znění.

POJEDYNCZA WALUTA – KONTROLA W OBRĘBIE EUROPEJSKIEJ UNII WALUTOWEJ

Streszczenie

Opracowanie poświęcone jest głównym cechom polityki walutowej – stworzeniu Europejskiej Unii Walutowej. Omówiono następujące kwestie:

1) Zaprezentowano ramy instytucjonalne pojedynczej waluty wraz z podstawami prawnymi. Poświęcono szczególną uwagę organom odpowiedzialnym za podejmowanie decyzji, tj.: Europejski Bank Centralny, Europejski System Banków Centralnych oraz Eurosystem. Wyjaśniono ich główne zadania, które winny być realizowane zgodnie z Traktatem powołującym Wspólnotę Europejską.

2) Przedstawiono zasady polityki monetarnej i strategii Europejskiego Banku Centralnego. Opisano cechy charakterystyczne strategii polityki walutowej tj. ogólne podejście Europejskiego Banku Centralnego do osiągnięcia celu pierwszorzędowego, którym jest utrzymanie stabilności cenowej. Poruszono także problem mechanizmu transmisji polityki walutowej i jej implikacji w celu realizacji polityki walutowej.

Zasadniczą ideą i celem kontroli polityki walutowej jest przyczynianie się jej do poprawy perspektyw gospodarczych, osiągnięcia wysokiego poziomu aktywności gospodarczej i zatrudnienia oraz wspieranie wysokiego poziomu standardów życia obywateli poprzez utrzymanie w sposób trwały stabilności cenowej.