

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelském Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

## OBSAH

Ondřej SCHNEIDER: Euro, evropská konvergence a česká ekonomika . . . . . 1

Luděk URBAN: Rozšiřování Evropské unie a Česká republika . . . . . 6

František VENCOVSKÝ: Utváření emisního mechanismu společné evropské měny . . . . . 20

Petr ZAHRADNÍK: Význam maastrichtských kritérií makroekonomické konvergence . . . . . 33

Evžen KOČENDA: Sbližování měnových kurzů v zemích střední a východní Evropy . . . . . 46

## Převzato

Bernhard SPEYER: Dopady Evropské měnové unie na evropský bankovní sektor . . . . . 59

## CONTENTS

Ondřej SCHNEIDER: Euro, European Convergence and Czech Economy . . . . . 1

Luděk URBAN: The EU Enlargement and the Czech Republic . . . . . 6

František VENCOVSKÝ: Forming a Monetary Mechanism for the Single European Currency . . . . . 20

Petr ZAHRADNÍK: Maastricht Criteria and Their Macroeconomic Significance . . . . . 33

Evžen KOČENDA: Convergence of Exchange Rates in Central and Eastern Europe . . . . . 46

## Reprinted

Bernhard SPEYER: The Effects of EMU on the Structure of European Banking . . . . . 59

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů – , rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.*

**Editorial board:** Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

**Editorial board:** Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horáčková, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

# Utváření emisního mechanismu společné evropské měny

František VENCOVSKÝ\*

Rozhodnutí představitelů jedenácti států z května 1997 o tom, že už od ledna 1999 vytvoří společnou měnu, vyvolalo řadu velmi naléhavých a zásadních otázek – především: na jakých principech bude založena měnová politika, jak bude koncipována, jakou strategii bude centrální banka volit a jakými metodami bude tato politika realizována. Až dosud se dařilo vytvářet spolehlivou základnu společné měny vybraných zemí aspoň v hlavních oblastech, jak je určila maastrichtská konvergenční kritéria. Výrazně se sblížily míry inflace a dlouhodobé úrokové sazby, úspěšně se prosazuje konsolidace veřejných rozpočtů a v průběhu minulého roku se začaly sblížovat hladiny krátkodobých úrokových sazeb.

I přes tyto nesporné úspěchy však zůstává hospodářská a měnová situace v jednotlivých zemích stále ještě dost rozdílná. Hledají se tedy cesty, jak nejen zabránit tomu, aby tyto rozdíly neoslabovaly společnou měnu, ale spíše naopak jak dosáhnout toho, aby společná měna pomáhala překonávat a vyrovnávat tyto rozdíly. Jádrem měnové unie bude Německo, Francie, Belgie a Rakousko – skupina zemí, v nichž se výrazně urychluje hospodářský růst, vyrovnávají se rozdíly v produktivitě práce a podařilo se zvládnout téměř beze zbytku inflaci. Nadějný je vývoj ve Finsku, Nizozemí, Švédsku a Irsku – ve skupině zemí, v nichž konečně dochází k žádoucímu obratu k hospodářské konjunktuře, i když ne u všech stejně; existují však obavy, aby se rychlejší hospodářský růst neprojevil inflačně; peněžní politika je tedy stále výrazně restriktivní, tedy odlišná od tendencí zejména v Německu. Problémovou je třetí skupina zemí, označovaná jako jižní; patří sem Itálie, Španělsko a Portugalsko; zde stále přetrvává výrazně nižší produktivita práce; obava z inflace vedla k udržování krátkodobých úrokových sazeb na vysoké úrovni a jejich snižování se prosazuje jen obtížně; vnitřní hospodářské napětí ohrožuje stabilitu měnových kurzů.

Měnový vývoj bude jistě předmětem prioritního zájmu Evropského parlamentu a řídicích orgánů Hospodářské a měnové unie, ale koncepce, strategie i provádění měnové politiky bude záležitostí Evropské centrální banky. Hlavně na ní bude záležet, jak zajistí spolehlivé a předpokládané fungování evropské měny i při dosavadních odlišných způsobech řízení peněžního oběhu v členských zemích, resp. jak je bude konvergovat. Jde jednak o pojetí, konstrukci a využívání peněžního mechanismu Evropské centrální banky a jednak o vyšší transparentnost měnové politiky banky.

\* Prof. JUDr. František Vencovský – katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha

## Konvergence emisních nástrojů

Základním a nesporně pozitivním rysem dosavadní peněžní politiky centrálních bank zemí Evropské unie je sbližování jejich emisních mechanismů. Je to nejen výsledek záměrné a zatím úspěšně prováděné konvergenční politiky, ale i projev výrazné liberalizace finančních trhů, která vede k jejich mezinárodní integraci, a tedy i k větší homogenitě postupů centrálních bank, když reagují na výkyvy těchto trhů. Zřetelný je trend k uplatňování pružnějších emisních nástrojů, zejména pestrých operací na volném trhu, ale i k odklonu od nástrojů trvalého nebo pevného financování, zejména od povinných minimálních rezerv. I přes toto sbližování emisních mechanismů však zůstávají rozdíly, a to jak v jejich konstrukci, tak v jejich využívání, resp. v nasazování při určování a provádění konkrétní peněžní politiky. Je to nejen důsledek určité tradice a zvyklostí, kterými se lišilo postavení a aktivity centrálních bank jednotlivých zemí (například podíl reeskontních směnečných úvěrů na peněžní emisi), ale stále více i důsledek odlišných přístupů k obsahu, resp. ke koncipování peněžní politiky z hlediska cílů společné evropské měny, když hospodářské a měnové pozice všech jedenácti účastníků nebyly ani zdaleka shodné.

Pokud jde o využívání pružných a tržně adekvátních emisních nástrojů, stává se společným problémem centrálních bank jasnější vztah k vývoji likvidity obchodního bankovníctví, resp. problém řešení a usměrňování této likvidity z hlediska měnového vývoje. Střetává se prioritou likvidity bank s prioritou měnové stability. Obchodní banky si udržují u centrální banky určitou krátkodobou aktivní pozici – jako saldo svých běžných vztahů k centrální bance („working balance“) –, a to téměř pravidelně, i když to není povinné. Je to saldo neúročené, na jehož určitém stavu však mají obchodní banky zájem právě z hlediska své jistoty v likviditě. Ve svém krátkodobém zájmu kalkulují tak, aby úroková ztráta z tohoto aktivního salda a úrokové náklady z čerpaných emisních úvěrů byly převáženy výhodami z udržování celkové likvidity, tedy i z toho, jak funguje platební systém v zemi. Do moderní emisní úvěrové politiky proto vstupuje stále výrazněji i vztah k těmto „working balances“, protože jejich ovlivňováním působí centrální banka na likviditu obchodních bank. Zejména u bank, které přecházejí na strategii přímého určování a řízení inflace (v naší obvyklé terminologii „cílování inflace“), se vývoj tohoto běžného aktivního salda a jeho vztah k čerpání emisních úvěrů stává důležitou orientací pro denní peněžní politiku. Například Bank of England operuje až třikrát denně na peněžním trhu; centrální banky Belgie, Nizozemí a Švédska intervnují zpravidla několikrát týdně; aktivněji začíná vystupovat francouzská centrální banka. Jde v podstatě o aktivní řízení likvidity jako jeden z nástrojů působení na měnový vývoj.

Vedle této stále více se prosazující emisní aktivity, jejíž těžiště je v běžných úrokových a úvěrových intervencích centrálních bank ve vztahu k průměrné likviditě, se stává diskuzní otázkou emisní politika, jejíž těžiště je v působení na stabilitu úroků krátkodobého peněžního trhu prostřednictvím povinných minimálních rezerv. Zdůrazňuje se jejich určitá „nárazníková“ funkce, která má tlumit nebezpečí velkých výkyvů na peněžním trhu. Tato funkce je tím silnější, čím vyšší jsou sazby rezerv a čím delší je doba jejich tvorby. Především v Rakousku, Německu a Itálii – tedy v zemích s usměrňováním měnové politiky přes vývoj peněžní zásoby v zemi – se přikládá zásadní význam této stabilizační funkci. Staví se i na tom, že pomocí povinných minimálních rezerv se zvyšuje kontrolovatelnost vývoje množ-

ství peněz v zemi podle toho, jak probíhá naplňování stanovených rezerv, jak se právě se zřetelem k vývoji peněžní zásoby upravují sazby rezerv a jak se tedy vývoj těchto povinných rezerv odrazí v množství peněz a odtud ve vývoji měnové situace. Prioritní je tedy stabilizační funkce.

Poměrně odlišný je však přístup, resp. zásadní pohled na konstrukci emisního mechanismu u těch centrálních bank, které příliš neuznávají význam povinných minimálních rezerv jako stabilizátora poměrů na peněžním trhu, ale kladou důraz na pružnou emisní aktivitu. U těchto bank ustupuje význam těchto rezerv do pozadí. Je to příznačné zejména pro emisní politiku v Nizozemí, Irsku, Finsku a Švédsku, kde centrální banky nemají pro průběžné utváření povinných minimálních rezerv ani pravidla a v popředí zájmu je možnost operativního vlivu na poptávku po penězích centrální banky, resp. vlivu na odčerpání likvidity. Vztah povinných minimálních rezerv právě k likviditě je u těchto bank rozhodující, a proto často mění sazby povinných rezerv (zejména v Nizozemí). Úrokový vliv na peněžní trh se tak dává do úzke souvislosti právě s politikou povinných minimálních rezerv. Jejich výše je stanovena tak, aby vyvolávaly nebo zvyšovaly nedostatek likvidity, čímž si tyto centrální banky vytvářejí i při existenci povinných rezerv prostor pro svou aktivní politiku. Záleží pak na tom, jaká je kombinace pravidel pro úrokové krátkodobé působení a pravidel pro tvorbu povinných rezerv.

Důsledkem těchto dvou odlišných přístupů k pojetí, resp. ke smyslu emisního instrumentaria jsou výrazné rozdíly mezi zeměmi Evropské unie v přístupech k likviditě na peněžním trhu: buď jsou determinovány pouze saldem na peněžním trhu, resp. samotnou likviditou v situaci, kdy povinné minimální rezervy jsou bezvýznamné, anebo jsou determinovány potřebou likvidity, jak se vyvíjí v závislosti na vytváření povinných rezerv. V prvním případě se v západoevropské emisní praxi hovoří o tzv. strukturálním saldu centrálních bank. Dostává-li se toto saldo do negativní pozice, řeší se hlavně operacemi na volném trhu, a to zejména repo operacemi; naopak při strukturálním přebytku centrální banka intervenuje na peněžním trhu k odčerpání likvidity prodejem směnek, repo operacemi, anebo – což bývá vzácnější – emisí svých pokladničních poukázek, takže jaksi „ex post“ vzniká deficitní situace.

Z dosavadních studií Evropského měnového institutu vyplývá, že volba instrumentaria – přesněji vyjádřeno: práce s ním – je ovlivněna právě strukturou v likviditě peněžního trhu. V zemích, kde se pro režim povinných minimálních rezerv zdůrazňuje jejich stabilizační funkce, existuje permanentní poptávka po penězích centrální banky, resp. převažuje pasivní strukturální saldo nad aktivním saldem (Rakousko, Německo, Řecko, Portugalsko, Španělsko). Vývoj strukturálního salda bilance centrálních bank však doposud probíhá ve výkyvech a má dost silnou volatilitu, která je způsobována hlavně vývojem pozice vládních financí na účtech centrální banky a vývojem devizové pozice, v posledních dvou letech i kurzovými otřesy. Podle odhadů Evropského měnového institutu (EMI) by však měla být volatilita strukturálního salda vyjádřená v euru poměrně nízká. Upozorňuje se však na riziko deficitního vývoje veřejných financí v některých členských zemích; to by mohlo vážně komplikovat celkové řízení likvidity a vyvolávat nežádoucí volatilitu uplatňovaných emisních nástrojů. Studie EMI také naznačuje, že pro politiku stabilní kupní síly eura bude zřejmě nutné počítat s permanentní potřebou peněz Evropské centrální banky, a tedy i národních emisních bank, na financování strukturálních deficitů.

Dosavadní emisní praxe centrálních bank mimoto dost citlivě rozlišuje poptávku po penězích, kterými má být kryta určitá permanentní potřeba likvidity peněžního trhu, a poptávkou po peněžní emisi, kterou mají být kryty výkyvy v likviditě.

V prvním případě se jedná o úvěrové postupy („standing facilities“), kdy přísun likvidity – v podstatě tvorba peněžní zásoby v zemi – závisí na iniciativě klientů centrální banky. Úvěrový a úrokový režim je upraven tak, aby sloužil jako určitá „záchranná nebo bezpečnostní síť“ pro minimální potřebu likvidity na konci každého dne; důležitý je i vztah k udržování plynulého platebního styku v zemi. Úrokové sazby jsou většinou nad sazbami peněžního trhu a převažující formou těchto facilit jsou repo operace. Možnost nárokování facilit pro financování permanentní likvidity pod úrovní tržních úroků je však ve všech zemích limitována nebo regulována, často dokonce tak, že centrální banka rozhoduje o přístupu jednotlivých obchodních bank (např. ve Velké Británii). Naproti tomu ztrácejí na významu emisní úvěrové postupy, jejichž základem je reeskont obchodních směnek a lombard cenných papírů, tedy diskontní a lombardní politika, kde úrokové sazby jsou pod tržní úrovní (např. Německo, Belgie a do konce minulého roku ještě Rakousko).

V případech, kdy přísun peněz centrální banky na krátkodobý peněžní trh má řešit potřebu likvidity nad permanentní úroveň, tedy řešit výkyvy v napětí na peněžním trhu a přes usměrňování likvidity prosazovat určitou peněžní politiku, jsou konstrukce emisního instrumentaria, a zejména způsob jeho využívání řešeny tak, aby iniciativa vcházela od centrální banky. Těžiště je v operacích na volném trhu; ty mají v současné době pět forem a nasazují se, resp. kombinují se podle rozsahu, splatnosti a úrokové výše tak, aby odpovídaly žádoucí peněžní poptávce, resp. – tedy přesněji – žádoucímu rozsahu a struktuře utváření agregátní kupní síly, jak přichází z peněžní emise do ekonomiky, tedy aby odpovídaly koncepci měnové politiky:

- Jsou to především prosté repo operace, tedy prodej cenných papírů s jejich přesně smluvným pozdějším odkupem (tzv. repurchase agreements); centrální banky tak působí pružně na vývoj likvidity a tyto operace preferují právě pro jejich krátkodobé a často nárazové účinky.
- Opačně působí reverzní repo operace, kdy centrální banky nakupují cenné papíry, a to opět se smluvným odprodejem; tyto operace používají všechny centrální banky Evropské unie.
- Uplatňovány jsou i definitivní nákupy a prodeje cenných papírů, tedy klasické operace na volném trhu, jež lavinovitě vznikaly už ve 30. letech, kdy znamenaly průlom do tehdy téměř výlučných reeskontů obchodních směnek. Stávají se však už druhotným a méně pružným emisním nástrojem právě pro svou neodvolatelnost (tzv. outright transactions). Patří sem i nákupy a prodeje deviz při zásazích, které směřují k ovlivňování kurzů na devizovém trhu.
- Dochází však k odklonu od definitivních nákupů a prodejů deviz, neboť začínají převažovat devizové swapy, kdy centrální banky nakupují nebo prodávají devizy s tím, že v dohodnutém termínu nebo za dohodnutých podmínek uskuteční zpětnou operaci (tedy obdoba úvěrových repo operací). Devizové swapy používají s oblibou všechny centrální banky Evropské unie v dobách kurzové nejistoty nebo turbulencí na devizových trzích.
- Významným, i když sporadickým nástrojem je emise krátkodobých cenných papírů, tedy pokladničních poukázek centrálních bank. Používají se

TABULKA 1 Úroky peněžního trhu

|                                            | SRN  | Francie | Belgie | Švédsko | Itálie |
|--------------------------------------------|------|---------|--------|---------|--------|
| diskontní sazba                            |      |         |        |         |        |
| 1990 – průměr                              | 6,0  | ×       | 10,50  | 11,50   | 12,50  |
| červen 1998                                | 2,5  | ×       | 2,75   | 2,50    | 5,00   |
| repo operace                               |      |         |        |         |        |
| 1990 – průměr                              | 8,00 | 9,25    | ×      | ×       | 13,30  |
| červen 1998                                | 3,30 | 3,30    | 3,30   | 4,10    | 4,90   |
| krátkodobý<br>mezibankovní trh             |      |         |        |         |        |
| 1990 – průměr                              | 7,92 | 9,96    | 9,72   | 13,44   | 10,61  |
| červen 1998                                | 3,47 | 3,38    | 3,56   | 4,28    | 5,38   |
| výnosy státních dlouho-<br>dobých obligací |      |         |        |         |        |
| 1990 – průměr                              | 8,70 | 9,93    | 10,01  | 13,16   | 13,27  |
| červen 1998                                | 4,80 | 4,86    | 4,96   | 4,97    | 5,08   |

prameny: OECD, *Economic Outlook*  
*Oesterreichische Nationalbank, Statistische Monatshefte*

jen ojediněle v situacích, kdy byly v úsilí o snižování množství peněz v zemi vyčerpány ostatní emisní možnosti; emise těchto poukázek totiž bývá velmi riskantní, protože předpokládá spolehlivý odhad vývoje likvidity v budoucnu.

Předností operací na volném trhu je jejich pružnost, citlivost, a zejména vliv na vývoj krátkodobých úroků. Z uvedených pěti forem mají v současné době jasnou prioritu repo operace (nazývané také penzijní obchody). Určitou výjimkou je Bank of England, která přikročila k jejich využívání teprve v roce 1994 a až v roce 1996 se odhodlala k opuštění dřívějších klasických nástrojů. Repo operace mají také tu výhodu, že jejich nasazování – na rozdíl od „outright“ operací – má pouze nepřímý vliv na ceny obligací, ke kterým se vztahují, protože doba oběhu obligace, resp. cenného papíru se může výrazně lišit od doby smluvené repo transakce. Slouží prostě jako nástroj jemného řízení likvidity a nelze je tak snadno využít – nebo spíše zneužít – k zásadním změnám v peněžní politice, které by se měly projevit především v diskontních a lombardních sazbách nebo „outright“ operacích, tedy v definitivních nákupech a prodeji cenných papírů, příp. v emisích pokladničních poukázek.

Vývoj struktury operací na volném trhu, zejména přechod k emisním repo operacím je tendencí, která zřetelně dosvědčuje dalekosáhlou liberalizaci kapitálových pohybů. Právě ve sblížování konstrukcí emisních nástrojů pokračovala globalizace nejvíce, i když existují rozdíly v intenzitě nasazování jednotlivých nástrojů a v jejich vzájemné kombinaci.

Jako nástroj emisní politiky přirozeně odpadlo zlato, resp. vztah peněžní emise ke zlatu, jak byl uplatňován v dobách různých variant pravidla o určitém krytí emitovaných peněz zlatými, příp. devizovými rezervami. Je přesto pozoruhodné, že zlaté zásoby zůstávají u některých centrálních bank významnou položkou v aktivech, a to i přes značné náklady s jejich udržováním. Důvodem může být přesvědčení o potřebě spolehlivé garance bankovních úvěrových aktivit, a to i přes prudký pokles ceny zlata na světových trzích (z 437 USD za trojskou uncii v průměru roku 1988 na 331 USD v prosinci roku 1997 a s další tendencí k poklesu v současné době). Zatímco

německá Bundesbank udržuje stav své zlaté rezervy za posledních deset let ve stejné výši (2 960 tun) a na zlatých rezervách setrvávají i centrální banky Francie, Itálie a Velké Británie, výrazně se zbavují zlata centrální banky Belgie a Nizozemí.

### **Konstrukce a využívání peněžních agregátů „M“**

I přes tento zřetelně konvergenční vývoj emisního instrumentaria centrálních bank přetrvávají diskuze teoretiků i praktiků o jeho vztahu ke konstrukci, resp. k propočtům množství peněz v zemi, tedy k agregátu, jehož vývojem se zabývá politika každé centrální banky, i když se různí názory na měnovou funkci tohoto agregátu. Těžko se hledá taková veličina „M“, která by byla spolehlivým a dostačujícím vodítkem, resp. orientací určitého směru měnové politiky. Vymezení peněžní zásoby „M“ bylo zpočátku jasné a nesporné: množství hotových peněz nalézající se mimo banky plus peněžní prostředky na šekových účtech v obchodních bankách (vklady bez výpovědní lhůty) se vymezovalo jako agregát „M1“. Problémy začaly vznikat s růstem podílu bezhotovostních peněz, s multiplikačními účinky depozit a s charakterem depozit ihned splatných (když deponent je sice takto deklaruje, ale chová se k nim jinak) a v posledních letech s dalekosáhlou internacionalizací peněžních pohybů. Došlo k upřesňování agregátu „M“, přičemž hlavním kritériem je likvidita, resp. termíny a druhy depozit. Do úvah o měnové politice tak začínají pronikat funkční kritéria peněz, měnově funkční strukturování peněz: peníze jen transakční, peníze jako platební prostředek, peníze jako kapitál atd. Postup centrálních bank není jednotný, konstrukce „M“ jsou různé. Teorie i praxe tuto makroveličinu permanentně upřeshňují; konstruují se další modifikace „množství peněz“ v ekonomice, protože se ukazuje, že dosavadní konstrukce ještě nevyhovuje buď obecně vůbec, nebo v určitých podmínkách. Stačí uvést:

- SRN – „M3“ zahrnuje termínovaná depozita do 4 měsíců a depozita z úspor se zákonnou výpovědní lhůtou; od roku 1990 se sleduje „M3 rozšířené“, které zahrnuje i vklady domácích nebankovních subjektů u zahraničních bank, krátkodobé bankovní dluhopisy do 2 let v rukou domácích nebankovních subjektů a podíly domácích nebankovních subjektů na domácích i zahraničních peněžních fondech. Důvodem pro toto rozšířené pojetí „M3“ je postupující internacionalizace finančních trhů.
- Velká Británie – „M4“ zahrnuje tzv. malá depozita, tj. depozita u bank a spořitelen s obecně vyhlášenými úrokovými sazbami, depozita domácností u stavebních společností a podniková depozita u stavebních společností do 50 tis. liber, a dále tzv. velká depozita, tj. depozita na základě individuálně sjednaných podmínek, depozitní certifikáty, obchodní papíry vydávané bankami a stavebními společnostmi a jiné cenné papíry vydávané bankami a spořitelny se splatností do 5 roků.
- Rakousko používá od roku 1996 ještě „M3H“ (tj. „M3“ harmonizované), které zahrnuje kromě oběživa a depozit na viděnou (bez státního sektoru), depozit termínovaných (rovněž bez státního sektoru), úsporových vkladů s výpovědní lhůtou do 1 roku a vkladů v cizí měně i emise dluhopisů komerčních bank se splatností do 1 roku ve vlastnictví nebankovních institucí a částečně i emise některých institucí v rukou bank.

Stále se tedy hledá měnově citlivá struktura peněz, s kterou by mohla pracovat měnová politika. Stejně obtížná jako výchozí konstrukce různých

TABULKA 2 Měnový a hospodářský vývoj – růst v %

|            |                  | SRN | Francie | Belgie | Švédsko | Itálie |
|------------|------------------|-----|---------|--------|---------|--------|
| inlace     | 1997             | 1,5 | 1,3     | 1,5    | 1,9     | 1,9    |
|            | 1998 (očekáváno) | 1,0 | 1,0     | 1,2    | 1,7     | 2,0    |
| M 3        | 1997             | 3,6 | 2,1     | 6,2    | 8,7     | 7,8    |
|            | 1998 (očekáváno) | 4,2 | 4,5     | 6,1    | 6,1     | 11,0   |
| HDP reálný | 1997             | 2,2 | 2,4     | 2,7    | 1,8     | 1,5    |
|            | 1998 (očekáváno) | 2,7 | 3,0     | 2,7    | 2,6     | 2,4    |

prameny: OECD, *Economic Outlook*  
Oesterreichische Nationalbank, *Statistische Monatshefte*

variant „M“ je i jejich kvantifikace jako ročního cíle praktické měnové politiky. Je obtížné vystihnout intenzitu a vliv např. vývoje mzdové hladiny, úrokové hladiny, salda a struktury veřejných financí, měnového kurzu, salda a struktury salda platební bilance atd. Praxe je taková, že jako cíl se určuje pro kvantifikaci „M“ poměrně široký koridor. (V SRN, kde se zdůrazňuje význam řízení „M“ pro realizaci vytyčeného měnového cíle, byl pro rok 1998 stanoven koridor 3,5–6,5 %, přičemž během 24letého trvání této politiky se v polovině případů nepodařilo tyto cíle splnit. V Rakousku, kde se odmítá strategie přímého cílování inflace, není jako mezicíl měnové politiky chápán vývoj „M“, ale je jím udržování stabilního kurzu šilinku k německé marce atd. Ve všech zemích Evropské unie je však vývoj „M“ sledován jako jeden z nesporně významných ukazatelů měnového vývoje.)

Typickým rysem práce centrálních bank s transmisním mechanismem v posledních letech je také opatrnost. Centrální banky totiž nemění nárazově a prudce své postupy, ale realizují citlivě a „v drobných krůčcích“ směr, resp. orientaci, kterou si zásadně určily pro svou měnovou politiku. To platí zejména pro úpravy úrokových sazeb. Proti tomu se sice často ze strany podnikové sféry i obchodních bank namítá, že „je to málo a je to pozdě“. Převažuje však názor, podpořený zkušenostmi měnové praxe, že zpravidla není jistota o rychlosti a síle důsledků, tedy o bezprostřední účinnosti jednotlivých emisních impulzů, a že jejich prudké změny by mohly působit na finanční trhy i destabilizačně. Centrální banky také připomínají, že prudké změny úroků – třeba i v jednom směru – by mohly vyvolat dojem diskontinuity v peněžní politice, zejména dojem, že není dostatečně posouzena celková hospodářská situace v zemi a nejsou rozpoznány i endogenní faktory peněžního vývoje.

I přes různost teoretických a praktických pohledů na postavení emisního mechanismu v měnové politice však dochází u všech centrálních bank Evropské unie stále zřetelněji k sladování názorů na vytypování, resp. utřídění konkrétních inflačních faktorů, zejména v tom smyslu, že banky neprovádějí takovou emisní politiku, která se dříve označovala jako tvorba umělé kupní síly v zemi. Šlo by zejména o případy peněžní emise, která by vědomě financovala deficity státních rozpočtů nebo která by měla nahrazovat deficity v tvorbě dlouhodobého kapitálu nebo která by řešila likviditu jednotlivých bank. Emisní pravidla i emisní praxe jsou v zemích Evropské unie už natolik propracovány a natolik „střeženy“, že k takovým inflačním „únikům“, jak jsou dobře známé z historie peněžních rozvratů, nedochází.

Aktuální jsou naproti tomu případy, resp. endogenní vlivy, které lze označit jako umělé zásahy do cen, mezd, nákladů atp.; ty snadno vedou ke zvýšení cenové, mzdové, úrokové atd. hladiny nad poměry, jaké se utvářejí při volném působení trhu, a mají tedy negativní dopady na měnový vývoj. Podněty k takovým zásahům mohou přicházet a v určitých politických a sociálních situacích skutečně přicházejí z různých kartelových nebo odborových dohod, ale i z normativních zásahů, které upravují daňové tarify, tvorbu podnikových fondů a podobně a které se pak „přelíjí“ do cenové hladiny a do peněžního vývoje. Praktická měnová politika v zemích Evropské unie se nepřidrží jen úzce vymezených teoretických směrů, ale je spíše pragmatická a vychází z konkrétních zkušeností. Lze ji vyjádřit konstatováním, že tato politika už nespátřuje výlučnou prioritu emisního působení centrálních bank na straně pasiv (tedy v stanovování, kolik peněz je v oběhu nebo kolik peněz má být v oběhu, a v přizpůsobování tomu rozsahu jejich emise), ale stále více na straně aktiv bilance centrální banky, tedy v ovlivňování toho, jakými cestami a jaké peníze jdou do oběhu a co „tam provedou“, včetně vlivu na ceny.

### **Těžiště je v krátkodobých úrocích**

Hlavní pozornost při využívání jednotlivých nástrojů peněžní emise se v posledních letech soustřeďuje na řízení krátkodobých úrokových sazeb. Ve všech jedenácti zemích společné evropské měny by měly tyto sazby už na počátku roku 1999 dosáhnout jednotné úrovně. Řeší se tedy otázka přiměřené výše emisních úroků Evropské centrální banky. Zatím se tyto sazby sbližují u sedmi členských zemí; problémem však jsou úroky v Itálii, Portugalsku, Španělsku a Irsku, kde jsou na dvoj- až trojnásobné výši proti ostatním zemím. Je to zřejmě hlavně u 3měsíční sazby z propočtů její odchylky od váženého průměru Evropské unie.

Cílové – do jisté míry teoreticky – se vychází z tzv. Taylerova pravidla, které určuje, že měnové instituce mají tendenci zvyšovat své úroky vždy, když celkový hospodářský výkon v zemi přesahuje svůj potenciál a inflace překračuje odpovídající cílovou míru. Při konkrétních propočtech přiměřené úrokové sazby se zvažuje rozdíl mezi produkcí a inflací, a to vždy vztahem k hrubému domácímu produktu. Například při inflačním cíli 2 % by se měl vážený průměr reálné úrokové sazby z emisních úvěrů pohybovat kolem 3,55 %, aby odpovídal potenciálnímu růstu ekonomiky. Propočty pro rok 1998 za jednotlivé země společné měny se od tohoto hypotetického úroku příliš nelišily, neboť uvažovaly s úrokem kolem 3,8 %. Dovedeno do velmi konkrétní situace: Jestliže by se pro repo operace Evropské centrální banky stanovila taková úroveň úroků, jaká platila v prvním pololetí 1998 v zemích s nejnižšími úroky, byla by – se zřetelem k odchýlkám v produktivitě práce a v míře inflace od průměru – nižší, než jak by odpovídalo Taylorovu pravidlu.

Přesto však – nezávisle na těchto velmi hypotetických úvahách – se odhaduje pro počáteční fázi emisní politiky měnové unie úrok na vyšší úrovni, a to ze dvou důvodů.

– Relativně vysoký úrok v Itálii, Španělsku a Portugalsku je nejen výrazem protiinflačního působení, ale také výrazem snahy zabránit nežádoucímu dopadu na měnové kurzy. Dá se však očekávat, že po vytvoření společné evropské měny tyto země ustoupí a zmírní svou úrokovou emisní politiku, aniž by se musely obávat nepříznivého výkyvu na devizovém trhu s do-

padem na kurz. Záměr Evropské centrální banky přiblížit se k úrovni zemí s nejnižšími úroky není tedy nereálný.

- Při posuzování úrovně úroků Evropské centrální banky se vychází z toho, že u členských zemí se už podařilo dosáhnout velmi nízké inflace a že činnost banky bude mít větší důvěru, než jakou doposud měly národní banky, a to jak ve zvládnání inflace, tak ve vlivu na hospodářskou aktivitu celého společenství, tedy na konjunkturu. To se zřejmě odrazí v kalkulacích hlavních investorů. Lze tedy předpokládat, že Evropská centrální banka bude prosazovat tendenci ke snižování nominálních úrokových sazeb tak, aby konvergovaly k nižší úrovni, než se předpokládalo.

Společná emisní politika tedy bude zpočátku velmi obtížná a bude narážet na vážné problémy. Nesnáze vzniknou i z obtížné srovnatelnosti – často vůbec nesrovnatelnosti – indikátorů, které dosud používaly jednotlivé centrální banky a které pro ně byly základem nebo orientací peněžní politiky. Existují odchylky v ekonomické výkonnosti, v míře inflace, ve stavu veřejných financí a dalších oblastech, a tedy i odchylky v práci s emisním instrumentariem, jako je zejména konstrukce „M“ a práce s ním. Transmisní proces peněžní politiky také neprobíhá ve všech zemích shodně, protože se liší citlivost peněžní poptávky na krátkodobé úroky podle časové struktury poskytovaných úvěrů, podle podílů různě úročených finančních potřeb a podle celkového úvěrového zatížení jednotlivých hospodářských odvětví. Nelze také přehlížet historické souvislosti, kdy úrokové sazby i míra inflace jsou v mnoha zemích už tak nízké, jak nebyly po mnoho let v dosavadní historii západoevropského společenství, a kdy cesty peněžní emise se přizpůsobovaly vyšší úrovni inflace a úroků.

Rozdíly jsou zejména mezi skupinou zemí, v nichž úroky byly vysoko nad průměrem, což umožňovalo provádět expanzivnější měnovou politiku (Itálie, Španělsko, Portugalsko), a skupinou zemí s vyšším konjunkturálním trendem a s přísnější měnovou politikou (Irsko, Finsko, Nizozemí), v nichž by směr ke snižování krátkodobých úroků mohl vyvolat nebezpečí inflačního uvolnění.

## **Měnová politika se stává transparentnější**

Pokles inflace, k němuž dochází ve všech zemích Evropské unie v 90. letech, je provázen výrazným růstem významu měnové politiky v hospodářském dění. S větší pozorností se sleduje rozhodování centrálních bank, jejich vztah k vládním financím a k podnikové sféře. Mluví se o vyšší transparentnosti peněžní politiky, která úzce souvisí i s větší zodpovědností a nezávislostí, jaké na sebe vzaly téměř všechny centrální banky Evropské unie v posledních letech. Maastrichtská konvergenční kritéria vyjádřila vědomě a nesporně prioritu koncipování a realizace jasné měnové politiky každé členské země. Dochází také k prudkému rozmachu finančních trhů, a to jak co do objemu, tak co do pestrosti forem. Jejich liberalizace vede také ke stále výraznějšímu procesu internacionalizace. Je to vývoj, který citlivě reaguje na úroky, na měnové kurzy a vůbec na všechny impulzy peněžní politiky centrálních bank a zvyšuje tedy jejich význam.

Prínosy vyšší transparentnosti, průhlednosti měnové politiky se spatřují v jejích obou oblastech: jednak v koncipování, v určování jejích hlavních cílů, v podstatě v určování inflace, a to i ve vztahu k hospodářskému růstu, k vlád-

ním financím a k devizové rovnováze, a jednak v opatřeních, v postupech, tedy ve způsobech provádění měnové politiky, především ve formách emisních úvěrů, v úrokových sazbách atd. Zkušenosti z posledních roků jednoznačně potvrzují, že je přínosem pro každé ekonomické rozhodování a na jakékoli úrovni, když se vyhláší a vysvětluje, jaké cíle sleduje centrální banka, jaká pozitiva a negativa jsou spojena s její politikou pro hospodářský a sociální vývoj v zemi, co se jí daří či nedaří a co lze od její politiky očekávat.

Nejzřetelnější je tento transparentní přístup v zemích, kde se centrální banky rozhodly pro strategii přímého řízení inflace, ale začíná se prosazovat i u bank ostatních. Transparentnost měnové politiky se stává prioritou veřejného zájmu a v řadě zemí se zprávy centrální banky projednávají v parlamentech (Velké Británie, Švédsko, Rakousko). Některé banky – tradičně už Bank of England – vydávají pravidelně zvláštní „zprávy o inflaci“ (od loňského roku i Česká národní banka).

Například v květnu 1997 oznámila nová britská vláda, že Bank of England se stává nezávislou při operativním provádění peněžní politiky. Až do té doby měla banka jen poradní funkce, zatímco definitivní rozhodování o oficiálních úrokových sazbách náleželo kancléři pokladu – ministru financí. Nyní má banka plnou zodpovědnost za takové utváření peněžní politiky, aby bylo dosaženo určeného inflačního cíle, který je vyhlášován vládou při projednávání státního rozpočtu. Guvernér banky je povinen každou odchylku, která přesáhne 1 %, vysvětlovat kancléři pokladu a informovat ho o dalším postupu.

V Evropském měnovém institutu už bylo dohodnuto, že Evropská centrální banka bude zřetelně sdělovat veřejnosti své hlavní cíle a zprávu o jejich plnění bude překládat čtvrtletně k projednání Evropskému parlamentu. Očekává se tedy, že široká otevřenost peněžní politiky banky otevře prostor pro fundované diskuze o výhodách a nevýhodách různých alternativ její peněžní politiky. Právě to by mělo zvýšit účinnost měnové politiky, a to ve dvojím směru, neboť:

- její transparentnost ovlivní konkrétní inflační očekávání, což může inflaci přibrzdit tím, že se její míra zakalkuluje do úvah investorů, výrobců, domácností a pak se podle těchto kalkulací rozhoduje o postupech, jak se s inflací „vyrovnat“;
- účastníci finančních trhů usnadňují úlohu centrální banky při jejím zajišťování vyhlášeného inflačního cíle tím, že působí na stabilizaci tržních výkyvů, neboť vědí, jak asi bude úvěrově a úrokově reagovat centrální banka; nárazové situace na finančních trzích se tedy mohou řešit uvážlivěji a klidněji bez vytváření inflační atmosféry z unáhleného a panického rozhodování.

## **Rozhoduje i volba strategie měnové politiky**

Konstruování emisního mechanismu a práce s ním jsou však od počátku 90. let stále intenzivněji podmiňovány i volbou strategie měnové politiky, když vedle názoru, že její těžiště musí být v řízení množství peněz v zemi, se začal prosazovat názor, že na vývoj měny působí často a silně endogenní faktory, a tedy že v měnové politice musí jít o přímé řízení inflace, o tzv. cílování inflace.

Už v roce 1992 přecházely v důsledku těžko zvládnutelného krizového měnového vývoje Velká Británie, Švédsko a Finsko k cílování inflace a k me-

točím, které se opírají především o aktivní a pružné úrokové působení, tedy bez spoléhání se na zvládnutelnost měnového vývoje prioritním řízením peněžní zásoby v zemi. Nebyl to proces jednoduchý ani teoreticky, ani prakticky. Diskuze a spory teoretiků se soustředily k otázce únosnosti jakékoliv verze kvantitativní peněžní teorie, pokud zdůrazňuje určitou kauzalitu mezi vývojem množství peněz v zemi a kupní silou peněžní jednotky. Na straně prosazující měnovou politiku stanovováním tzv. mezicíle právě kvantifikací peněžní zásoby setravává hlavně německá Bundesbank.

I když spory a diskuze k tomuto problému nejsou ještě ani zdaleka uzavřené, je nesporné, že se musí dospět k určitému rozhodnutí, které se stane základem strategie Evropské centrální banky, nemá-li být její praxe pragmaticky bezbřehá a ohrozit tak smysl společné evropské měny. Zatím se ukazuje jako velmi pravděpodobné, že aspoň pro počáteční fázi bude zvolen postup, který bude zahrnovat jak prvky strategie peněžní exogenity, resp. řízení inflace hlavně přes peněžní koridor, tak prvky explicitního řízení, resp. cílování inflace. Očekává se například, že banka veřejně sdělí, co rozumí pojmem cenové stability a k jakému cenovému vývoji bude směřovat její politika. Očekává se však také, že bude vážně přihlížet k vývoji peněžních agregátů, že bude přihlížet ke zkušenostem zemí, kde se tato strategie ukázala jako úspěšná, a to hlavně ve střednědobém horizontu.

Existují však i názory, že volba evropské měnové strategie je alespoň zpočátku problémem druhořadým, protože dojde k vážným změnám na finančních trzích, které se projeví v rozsahu a struktuře agregátní poptávky a peněžní zásoby v celém společném měnovém prostoru, a že teprve po uklidnění a stabilizaci finančních trhů bude možné definitivně rozhodnout o měnové strategii Unie. Připomíná se dále, že i explicitní určení inflace by bylo v počáteční fázi riskantní, jestliže se nepodaří dosáhnout jednotných krátkodobých úrokových sazeb, na jejichž úrovni zvládnutí inflace do značné míry závisí.

Měnovou strategii založenou na řízení peněžní zásoby jako hlavního prostředku – tzv. mezicíle – v působení na vývoj cenové hladiny prosazují zejména představitelé Německé spolkové banky. Zvláště přesně to vyjádřili v obšírné výroční zprávě za rok 1997, kde se uvádí: „Spolková banka vidí dobré důvody pro to, aby také Evropská centrální banka sledovala strategii řízení peněžní zásoby. Tato koncepce ukazuje proti přímému řízení inflace – druhému „kandidátovi“ na strategii peněžní politiky v Hospodářské a měnové unii – přednosti. Spočívají i v tom, že u množství peněz se jedná o sledovatelnou statistickou veličinu, zatímco inflační prognózy, které představují jádro přímého řízení inflace, jsou pro širokou veřejnost sotva postizitelné.“ Dodává se však, že „by se mohlo ukázat jako účelné doplnit strategii řízení peněžní zásoby o prvky přímého řízení inflace. Důkladná inflační prognóza by pomohla zvláště tehdy, když vývoj množství peněz je v důsledku mimořádných vlivů narušen, a tudíž není dobrým indikátorem budoucího cenového vývoje.“ (s. 86) Opatrnější je vedení Banky pro mezinárodní platby v Basileji, když ve své výroční zprávě za rok 1997 uvádí, že „Evropská centrální banka bude zpočátku pravděpodobně eklekticky spojovat prvky obou strategií“ a že další postup bude záviset na tom, jak bude probíhat měnový vývoj (s. 65 anglické verze zprávy).

Lze tedy předpokládat, že v prvních dvou až třech letech činnosti Evropské centrální banky bude peněžní transmisní mechanismus – v podstatě konvergence emisních mechanismů členských zemí – přihlížet k dosavadní převažující, i když v mnoha prvcích dost odlišné praxi. Zejména bude nutné

respektovat odlišnou citlivost peněžní poptávky na krátkodobé úvěry podle časové struktury poskytovaných emisních úvěrů, podle závislosti hlavních hospodářských odvětví na bankovních úvěrech, podle struktury zdrojů na finančních trzích jednotlivých členských zemí atd. Zcela nová a zřejmě vážná situace nastane v případech, kdy mzdové a cenové nárazy nebo finanční potíže v členské zemi se už nebudou moci projevit znehodnocováním kurzu její měny, devalvačními tlaky a podobně, ale odrazí se bezprostředně v hospodářských poměrech této země a projeví se i určitým tlakem na emisní politiku Evropské centrální banky.

Na intenzitě tohoto procesu a na jeho zvládnutí jak ze strany členských zemí, tak ze strany vedení Hospodářské a měnové unie bude záležet, jak brzy se Evropské centrální bance podaří vytvořit pevné emisní instrumentarium společné evropské měny. Nebude to proces jednoduchý.

## LITERATURA

*Bank for International Settlements. Annual Report 1997–1998.*

ČIHÁK, M. – HOLUB, T. (1998): Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, s. 223–36.

*Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1997.*

ETTL, H. (1996): Die Umsetzung der Strategie des direkten Inflationsziel in Grossbritannien, Schweden und Finnland. *Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank*, 1996, Nr. 4, S. 63–79.

GARTNER, CH. – SCHUBERT, H. (1996): Zur geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank. *Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank*, 1996, Nr. 3, S. 61–71.

GUBA, M. (1998): Peněžní agregáty v měnové politice vybraných zemí. *Finance a úvěr*, 1998, č. 2, s. 119–29.

IZÁK, V. (1997): Inflace, peníze a mzdy. *Finance a úvěr*, 1997, č. 4, s. 228–38.

IZÁK, V. (1998): *Transmisní mechanismus měnové politiky – úvěrový kanál*. Praha, Výzkumná publikace Institutu ekonomie České národní banky, 1998, č. 90.

JANÁČKOVÁ, S. (1997): Cesta do Evropské unie: vybrané problémy konvergence v měnové oblasti. *Finance a úvěr*, 1997, č. 12, s. 721–33.

KODERA, J. – MANDEL, M. (1998): Řízení peněžní zásoby. *Politická ekonomie*, 1998, č. 1, s. 15–28.

KREJČÍ, D. (1998): *Teorie endogenních peněz*. Praha, Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 1998.

MANDEL, M. (1998): Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, s. 237–51.

PFEIFFER, M. – QUEHENBERGER, M. (1996): Internationale Erfahrungen mit geldpolitischen Instrumenten. *Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank*, 1996, Nr. 4, S. 48–62.

ŠMÍDKOVÁ, K. – HRNČÍŘ, M. (1998): Přejít na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, s. 205–22.

TAYLOR, J. B. (1998): Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy. *Institute for Monetary and Economic Studies. Discussion Paper*, 1996, no. 12.

VENCOVSKÝ, F. (1994): Možnosti a meze emisní politiky. *Finance a úvěr*, 1994, č. 5, s. 219–31.

## SUMMARY

JEL Classification: E50, F02

Keywords: monetary policy – central banking – single currency – European Union

# Forming a Monetary Mechanism for the Single European Currency

František VENCOVSKÝ – University of Economics, Monetary Theory and Policy Chair

The strength of the single European currency will largely depend on forming an efficient monetary mechanism for the Central European Bank (CEB). Despite the achieved success in the convergence of monetary developments of member countries under the Maastricht criteria, there are still differences in applied tools for managing liquidity/currency, especially in the credit procedures of member countries, and in the transparency and strategy of monetary policy.

The path to a monetary mechanism will be more complicated than expected. The focus will be on short-term interest rates; the traditional stabilization role of minimum reserve requirements, commercial notes, and discount and lombard rates will weaken. The trend will be to shift from outright to repo operations. It will be important to specify the monetary strategy of the CEB and its procedures to enhance the transparency and credibility of the new monetary policy.