

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s. r. o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

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

http: //web.iol.cz/fau

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Postavení a význam centrálních bank
(2. část):

Viktor KOTLÁN – Jan FRAIT: Empirie
vztahu mezi mírou nezávislosti centrální
banky a výsledky její politiky565

Petr ZAHRADNÍK: Měnová politika ECB:
funkce, cíle, rizika587

Zpráva o inflaci – Inflační vývoj ve 2. čtvrtle-
tí 1999 pohledem ČNB602

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní
č. 21–22/99622

Informace pro čtenáře628

CONTENTS

The Role of Central Banks and the Issue of
Their Independence (2nd Part):

Viktor KOTLÁN – Jan FRAIT: Examining
the Relation Between the Degree of Central
Bank Independence and Its Policy
Outcomes565

Petr ZAHRADNÍK: Functions, Targets, and
Risks of the European Central Bank's
Monetary Policy587

The Czech National Bank's Inflation Report
for Q2 1999602

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning
Taxation No. 21–22/99622

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

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (předseda), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmidková, PhD., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. Miloš Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, 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 Mičoch, 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.

Měnová politika ECB: funkce, cíle, rizika

Petr ZAHRADNÍK*

1. Tříbení instrumentária ECB (1995–1997) do současné podoby

Osvojením a spuštěním jednotné měny euro v 11 z 15 členských států Evropské unie (EU) vstoupila 1. ledna 1999 Evropa do nové éry svého ekonomického vývoje. Jediným pojítkem mezi národními měnami těchto 11 zemí a eurem je po přechodnou dobu fixovaný vzájemný přepočítací koeficient používaný pro transfer hotovosti v těchto měnách. V přípravě na 1. leden 1999 uplatnily členské země EU hospodářské politiky, které jim umožnily dosažení vysokého stupně ekonomické konvergence. Souběžně s tím se postupně vytvářel institucionální a právní rámec pro to, aby nová společná měnová jednotka mohla být řízena – vytvářela se společná měnová politika, jejíž definování bylo v kompetenci dnes již neexistujícího Evropského měnového institutu (EMI) a za jejíž výkon je zodpovědná Evropská centrální banka ECB.

Ekonomickými předpoklady fungování EMU se autor zabýval ve svém předcházejícím příspěvku (Zahradník, 1999). V předkládaném příspěvku budou v příslušných souvislostech využity již poznatky a závěry uvedeného příspěvku.

V průběhu rozhodného období 1995–1997 došlo k vytříbení názorů na obsah instrumentária Evropské centrální banky a na její smysl a cíl. Stabilita EMU představuje vrcholnou prioritu *Eurosystému*, tvořeného *Evropskou centrální bankou* (ECB) a národními centrálními bankami 11 členských zemí eurozóny.

ECB byla založena 1. července 1998 (jako nástupce EMI, který zajistil hrubou přípravnou práci), společně s *Evropským systémem centrálních bank* (ESCB), jenž je tvořen ECB a 15 národními centrálními bankami všech členských zemí EU. Za stabilitu Eurosystému jsou zodpovědné dva rozhodovací orgány ECB: Výkonný výbor (Executive Board) a Řídící rada (Governing Council).

Hlavním cílem Výkonného výboru, tvořeného prezidentem ECB, viceprezidentem a čtyřmi dalšími členy, je provádění měnové politiky v souladu s pravidly a rozhodnutími formulovanými Řídící radou a předávání instrukcí národním centrálním bankám. Kromě toho je Výkonný výbor zodpovědný za běžné obchodní aktivity ECB.

* Ing. Petr Zahradník – ekonom, Conseq Finance, Praha

Řídící rada je zodpovědná za formulování jednotné měnové politiky a vytvoření pravidel pro její implementaci. Je tvořena Výkonným výborem a guvernéry národních centrálních bank 11 zemí eurozóny. Každý člen Řídící rady má jeden hlas. Zasedání Řídící rady se mohou rovněž účastnit prezident Rady EU (jmenován na rotačním principu každých šest měsíců na národní bázi) a člen Evropské komise (obvykle funkčně příslušný), nemají však právo zapojit se do hlasování. Většina rozhodnutí, včetně těch, která upravují parametry měnové politiky, může být přijata prostou většinou. Nicméně hlasování k rozhodnutím, která mohou ovlivnit pozice národních centrálních bank jako akcionářů ESCB (kupříkladu vztaheným ke kapitálu či devizovým rezervám ECB), jsou vážena podílem každé národní centrální banky na kapitálu ECB (hlasy členů Výkonného výboru mají v těchto případech nulovou váhu).

Dokud bude trvat situace, že ne všechny členské státy EU se budou účastnit na eurozóně, bude ESCB podřízen třetímu rozhodovacímu orgánu, Generální radě (General Council). Ta je tvořena prezidentem a viceprezidentem ECB a guvernéry centrálních bank všech 15 členských zemí EU. Dokud centrální banky zemí EU, které dosud ještě nepřijaly euro (Dánsko, Řecko, Švédsko, Velká Británie) na svém území jako zákonné platidlo, budou i nadále provádět národně orientovanou měnovou politiku, nemohou se zúčastňovat rozhodnutí vztahujících se k jednotné měnové politice eurozóny. V Generální radě mají nicméně příležitost diskutovat obecné záležitosti měnové politiky a vztahy měnových kurzů svých národních měn k euru. V tomto kontextu Generální rada přispívá k nutným postupným přípravám na fixování měnových kurzů těchto čtyř zemí.

Pokud jde o *cíle a úkoly*, je Statut ESCB integrální součástí Maastrichtské smlouvy. Články upravující ESCB uvádějí, že „primárním cílem ESCB je udržení cenové stability. Bez újmy při plnění tohoto cíle má systém rovněž podporovat všeobecnou hospodářskou politiku Společenství¹ ve směru dosažení cílů Společenství [...] ESCB působí v souladu s principem otevřené tržní ekonomiky a volné konkurence a upřednostňuje efektivní alokaci zdrojů [...]“ Tento mandát dává jasnou prioritu udržení cenové stability na základě takových ekonomických podmínek, které zajišťují udržitelný hospodářský růst, vysokou úroveň vytváření nových pracovních míst, vytváření lepších životních podmínek (což jsou všechno priority zmiňované rovněž v Maastrichtské smlouvě).

Základní úkoly Eurosystemu jsou přímo spojeny s dosahováním cenové stability a spočívají v definování a provádění měnové politiky eurozóny; v řízení devizových operací (v souladu s článkem 109 Maastrichtské smlouvy); v držbě a řízení oficiálních devizových rezerv zúčastněných zemí EU; v podpoře hladkého fungování platebních systémů; v přispívání k hladkému výkonu politik těch institucí, jež jsou zodpovědné za dohled nad obezřetností úvěrových institucí a stabilitou finančního systému. Navíc má Eurosystem důležitou poradní funkci ve věcech nové národní legislativy a legislativy EU v rámci této kompetence.

Článek 107 Maastrichtské smlouvy a článek 7 Statutu ESCB zaručují nezávislost ECB, národních centrálních bank a rovněž členů jejich rozhod-

¹ Společenství (Evropské společenství) je prvním, ekonomickým pilířem Evropské unie; dalšími pilíři jsou (2) zahraniční a bezpečnostní politika a (3) otázky vnitra a justice.

vacích orgánů při výkonu jejich pravomocí a zajišťování jejich povinností; uvedené instituce a jejich členové nesmějí být pod vlivem vlády jakéhokoliv členského státu nebo od ní přebírat instrukce, totéž se týká vlivu a instrukcí jakéhokoliv organizace Evropského společenství či jakéhokoliv jiného oficiálního orgánu. A naopak z druhé strany jsou tyto vlády, instituce a orgány zavázány zdržovat se jakýchkoliv pokusů o ovlivňování ECB nebo národních centrálních bank při výkonu jejich úkolů.

Tato míra nezávislosti by měla rozhodovacím orgánům ECB umožnit soustředit se na plnění svého mandátu a osvojit si střednědobou orientaci nenarušovanou krátkodobými, politicky ovlivňovanými úvahami. Pro novou instituci, která nemá zatím ve výkonu své politiky žádnou historii, je mimořádně důležité nastolit vysokou míru kredibility, která je následně podstatná pro úspěšný výkon měnové politiky. V demokratické společnosti je stejně tak podstatné, aby nezávislost centrálních bank či dalších institucí podobného charakteru při plnění jejich cílů existovala ruku v ruce s odpovědností vůči veřejnosti. I Maastrichtská smlouva obsahuje několik ujednání, která mají zajistit, aby ECB byla za své konání odpovědná.

ECB má například několikerou zpravodajskou povinnost (článek 15 statutu ESCB). Za prvé, musí každý týden publikovat konsolidovaný finanční výkaz Eurosystemu. Za druhé, musí publikovat čtvrtletní zprávy o vývoji Eurosystemu. Za třetí, musí připravovat výroční zprávu o měnové politice a dalších činnostech Eurosystemu. Tato zpráva je předkládána prezidentem ECB Evropskému parlamentu.

V praxi však jde ECB daleko za rámec těchto zákonem daných zpravodajských povinností. Od samého počátku existence ECB zveřejňuje její prezident pravidelná prohlášení, která objasňují a vysvětlují rozhodnutí přijatá Řídící radou. Od ledna 1999, kdy se uskutečnilo první pravidelné měsíční zasedání Řídící rady, je následně poté uspořádávána tisková konference, na níž prezident a viceprezident ECB prezentují názor Řídící rady na ekonomickou situaci a argumentují ve prospěch příslušných rozhodnutí Řídící rady v měnové politice. Text tohoto prezidentova prohlášení je zveřejňován okamžitě po skončení těchto tiskových konferencí.

ECB rovněž v pravidelném měsíčním bulletinu publikuje detailní hodnocení ekonomického vývoje eurozóny a zdůvodnění příslušných opatření měnové politiky; bulletin navíc obsahuje odborné příspěvky relevantní pro ekonomiku eurozóny i její statistiku (měnová statistika eurozóny je rovněž k dispozici na velmi komfortní internetové stránce ECB). Navíc ECB vydává pracovní a příležitostně sešity, ve kterých prezentuje své názory a podporuje diskuzi k relevantním problémům měnové politiky. A konečně, prezident ECB je zván na zasedání Rady EU ve složení ministrů hospodářství a financí (ECOFIN) pokaždé, když předmětem jejího jednání jsou záležitosti vztahující se k cílům a úkolům ECB a Eurosystemu. Je rovněž zván na zasedání nově založené Rady Euro-11, jež je tvořena členy Rady ECOFIN z těch zemí, jež současně představují země eurozóny. Smyslem Rady Euro-11 je výměna pohledů a stanovisek na neformální bázi.

A na těchto cílech a úkolech bylo nutné se postupně dohodnout a zaujmout konsenzuální stanovisko jednotlivých národních centrálních měnových autorit; ty sice v obecném smyslu plnily totéž poslání, to se však v konkrétnostech a zvycích vzájemně odlišovalo.

Velmi podstatným prvkem přípravných prací EMI a následně i ECB byl návrh strategie měnové politiky orientované na stabilitu a rozvoj nástrojů a procedur pro její uplatnění.

Podle článku 109j Maastrichtské smlouvy je nutné, aby cenová konvergence měřená vývojem indexu spotřebitelských cen byla zjišťována pro všechny země na srovnatelném základě; aby ve výsledném indexu vývoje spotřebitelských cen v celé eurozóně byly eliminovány rozdíly jednotlivých národních definic. Ačkoliv současné statistiky zachycující vývoj spotřebitelských cen v jednotlivých zemích vycházejí z velmi podobných principů, existují stále značné rozdíly v některých detailech, které pak ovlivňují srovnatelnost jednotlivých národních výsledků. Pro splnění výše uvedeného článku Maastrichtské smlouvy a v dostatečném předstihu před vlastním spuštěním EMU byly zahájeny práce na harmonizaci statistiky spotřebitelských cen; podílely se na nich Evropská komise, EUROSTAT, národní statistické úřady a EMI, následně pak ECB. Formulace HICP je dosavadním výsledkem tohoto úsilí.

Řídící rada ECB sleduje cenovou stabilitu – i pro fázi III EMU – rovněž na základě HICP. Jak bylo řečeno výše, původní funkce HICP spočívala v ocenění cenové konvergence během fáze II EMU, tedy před spuštěním eura. EUROSTAT publikuje údaje o HICP na měsíční bázi, přibližně tři týdny po skončení příslušného měsíce. K dispozici jsou nyní přepočtené údaje od roku 1995 dále; starší údaje budou vypočteny ve vybraných zemích eurozóny. HICP je tvořen 77 různými podsložkami a pěti hlavními složkami, jež jsou publikovány v pravidelných měsíčních bulletiních ECB.

Hlavní složky HICP a jejich váhy pro rok 1999

<i>složky HICP</i>	<i>váhy jednotlivých složek HICP platné pro rok 1999 [%]</i>
– zpracované potraviny	13,4
– nezpracované potraviny	9,0
– průmyslové spotřební zboží	32,5
– energie	8,8
– služby	36,3
<i>zdroj: Evropská centrální banka</i>	

K podpoře odpovědnosti a transparentnosti připravila Řídící rada ECB jasnou kvantifikovanou definici cenové stability: „meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) v eurozóně by neměl převyšovat 2 %“. Avšak rovněž deflace je považována za nekonzistentní s požadavkem cenové stability. Řídící rada dále vymezuje, že „cenová stabilita má být udržitelná po střednědobé období“. Řídící rada tedy nebude reagovat na krátkodobé odchylky (vyvolané například šoky v cenách energií či specifickými fiskálními opatřeními) od hladiny inflace považované za kompatibilní s cenovou stabilitou. V těchto případech měnová politika nereaguje na jednorázové změny cenové hladiny, ale zaměřuje se na zamezení druhořadých následků.

Strategie měnové politiky Eurosystemu spočívá ve dvou klíčových prvcích. Za prvé, vývoji peněžní zásoby je přisouzena zcela prominentní role, založená na empiricky ověřeném pohledu, že inflace – alespoň v dlouhém období – představuje měnový fenomén. Řídící rada oznámila kvantifikovanou referenční hodnotu 4,5 % – míru měnové expanze, která je konzistentní, přispívá k udržení cenové stability a současně umožňuje dosahování udržitelného hospodářského růstu. Tato referenční hodnota je vztažena k tříměsíčnímu klouzavému průměru meziročního růstu peněžního agregátu M3 (broad money). Není považována za zprostředkovaný měnový cíl. Slouží jako prostředek korekce a prevence před automatickou okamžitou reakcí měnové politiky na výkyvy růstu M3, které nemusejí být spojeny s inflačními tlaky.

Za druhé, Řídící rada využívá široce pojaté oceňování rizika narušení cenové stability. Pro tento účel používá rozsáhlou sadu proměnných – eko-

nomických a finančních ukazatelů; například dlouhodobé úrokové sazby a výnosovou křivku, ukazatele spotřebitelské a podnikatelské důvěry, indikátory hospodářského růstu, mezd a jednotkových nákladů práce, dovozních cen komodit.

Úsilí o sblížení obsahu nástrojů ECB a vymezení jejich cílů nebylo úplně triviální záležitostí. Každá národní centrální banka byla zvyklá na svoji „směs“ nástrojů a na svůj specifický měnový cíl. Přestože se zdálo, že tvorba instrumentária bude velmi silně ovlivněna názorem německé centrální banky, je jeho konečná podoba příjemným překvapením především co do míry respektu k názoru ostatních centrálních bank. Příznivá je i skutečnost, že tento víceméně konsenzuální výsledek představuje pozitivní aparát jak z hlediska cenové stability, tak z hlediska nezávislosti ECB. Překvapující je například fakt, že operace na volném trhu se staly zcela dominantním nástrojem měnové politiky ECB a naopak velmi typický německý nástroj – povinné minimální rezervy – nehrají v sadě nástrojů ECB až tak dominantní roli.

2. Působnost centrální měnové autority v nehomogenních ekonomických podmínkách

2.1 Koexistence národních fiskálních režimů

Není pochyb o tom, že fiskální disciplína v letech 1995–1997 doznala v zemích EU viditelného zlepšení, které se částečně projevilo i v průběhu roku 1998. Některé instrumenty, které vedly k tomuto zlepšení, není navíc možné označit za zcela standardní. Následně poté však jako by si země EU oddychly a důslednost udržování fiskální rovnováhy se v roce 1999 začíná v případě některých z nich postupně vytrácet.

Indikátory rozpočtového deficitu a státního dluhu se tedy i v průběhu roku 1998 dále zlepšovaly, třebaže spíše volnějším tempem. V průměru zůstaly rozpočty v eurozóně v poměrně hluboké nerovnováze. Průměrná hodnota ukazatele výše deficitu vztaheného k HDP v eurozóně činila 2,1 %, v porovnání s 2,5 % v roce 1997.

Vládní deficity nejsou rozděleny mezi země eurozóny rovnoměrně. Větší země, disponující větší vahou v rámci eurozóny a určující do značné míry fiskální pozici celé zóny, mají tendenci vykazovat vyšší míru deficitu k HDP, a tím dávají podnět k další restrikci fiskální politiky. Pět zemí mělo v roce 1998 míru deficitu vyšší než 2 %. V případě Francie a Itálie činil tento podíl dokonce více než 2,5 %; v Německu, Rakousku a Portugalsku se jeho hodnota pohybovala mezi 2–2,5 %. Ze zbývajících zemí byly deficity odpovídající 1–2 % HDP zaznamenány v Belgii a ve Španělsku, pod 1 % v Nizozemsku, rozpočtové přebytky byly dosaženy v Irsku, Lucembursku a Finsku. Nejvýraznější zlepšení rozpočtových výsledků bylo pozorováno v Irsku a Finsku, kde se rozpočtová bilance k HDP meziročně vylepšila o více než jeden procentní bod. V Belgii, Německu a Španělsku se míra deficitu snížila o 0,5–1 procentní bod. Zanedbatelné snížení deficitu (o 0,1–0,2 procentního bodu) bylo dosaženo rovněž ve Francii a v Portugalsku. V Rakousku naopak míra deficitu v roce 1998 vzrostla a v Lucembursku se snížila míra rozpočtového přebytku.

Pres veškeré úsilí však zůstává podíl státního dluhu na HDP stále vysoký. Dluhové míry v eurozóně zůstávají v průměru na velmi vysoké hladině, a tím výrazně omezují manévrovací prostor pro běžnou rozpočtovou politiku v řadě zemí zóny. Průměrná dluhová míra se v roce 1998 snížila o 0,8 procentního bodu a dosáhla hodnoty 73,8 % poté, co se nepatrně snížila i v roce 1997 (poprvé od roku 1991, kdy je tento údaj na srovnatelné úrovni v zemích EU vykazován). Míra dluhu tak stále výrazně převyšuje referenční hodnotu 60 %, vymezenou v Maastrichtské smlouvě. V roce 1998 byla míra dluhu nad 60 % registrována v šesti zemích eurozóny, přičemž Belgie a Itálie dosahovaly tradičně nejvyšších hodnot tohoto ukazatele (117,3 %, resp. 118,7 %). Ve zbývajících pěti zemích se dluhová míra pohybovala v loňském roce mezi 50–60 % HDP – s výjimkou dlouhodobě vybočujícího Lucemburska s hodnotou dluhu 6 % HDP. V roce 1998 se míra dluhu snížila prakticky ve všech zemích EMU – s výjimkou Francie a Lucemburska. Největší absolutní snížení dluhu bylo možné pozorovat v Belgii a Irsku (které se tím stalo – spolu s Lucemburskem – nejdisciplinovanější a v současnosti nejméně rizikovou zemí EMU vůbec).

V roce 1998 byl rozpočtový vývoj v rozsáhlé míře ovlivňován faktory, které přesáhly možnosti přímého ovlivnění fiskálními autoritami. Tvůrci hospodářské politiky – zdá se – nebyli dostatečně důrazní při posilování finančních pozic svých vlád. Především lze říci, že rozpočtové příjmy se v loňském roce zvýšily i díky silnějšímu hospodářskému růstu a nižším úrokovým sazbám než v roce předchozím.

Rozpočtový vývoj v roce 1998 byl však ovlivněn rovněž přechodnými opatřeními redukcími rozpočtové deficity. Taková opatření mají příznivý vliv pouze v příslušném roce a posilují běžnou rozpočtovou situaci na úkor budoucích rozpočtů. Nepřispívají tak fiskální udržitelnosti. Existují důvody k tvrzení, že v rozhodném období pro vstup do EMU v roce 1997 tato přechodná (či spíše nestandardní) opatření snížila podíl fiskálního deficitu na HDP v jednotlivých státech v rozsahu od 0,1 až 1,0 procentního bodu. Aby tedy v letech následujících došlo k obhájení pozic roku 1997 i bez těchto přechodných opatření (nelze je činit každoročně), je zapotřebí přijmout mnohem ambicióznější rozpočtové cíle.

Jinak řečeno, úsilí o fiskální konsolidaci v roce 1998 nepřispělo k úplné redukci deficitů, neboť nebylo schopné kompenzovat výpadky přechodných opatření roku 1997.

Fiskální plány pro rok 1999 a pro další střednědobý výhled signalizují, že dojde ke zpomalení předešlého úsilí o konsolidaci veřejných financí a vytvoření příznivějších podmínek pro hospodářský růst a tvorbu nových pracovních míst. Tento závěr se stává zjevným, pokud zvážíme rozpočty pro rok 1999 i střednědobé fiskální strategie jednotlivých států tak, jak byly předloženy Evropské komisi v souvislosti s Paktem stability a růstu. Většina zemí je od dosažení cílů, které Pakt stability a růstu (dosažení rozpočtových pozic blízkých vyrovnaným nebo přebytkovým) vymezuje pro střednědobé období, stále dosti vzdálena.

Způsoby dosahování tohoto cíle a časový scénář se v jednotlivých zemích podstatně odlišují, a to rovněž v důsledku významných odlišností ve startovacích pozicích i v očekávaných makroekonomických scénářích. Zamýšlené fiskální úsilí v některých zemích můžeme – vzhledem k příznivým vyhlídkám reálného růstu a úrokových sazeb – považovat za nepřilíš ambiciózní. Nebo obecněji řečeno: další konsolidační úsilí bylo zřejmě posunuto do budoucna.

TABULKA 1 Makroekonomická očekávání a fiskální cíle vymezené jednotlivými zeměmi EMU v rámci stabilizačních programů

	<i>reálný růst HDP</i>			
	1999	2000	2001	2002
Belgie	2,4	2,3	2,3	2,3
Německo	2,0	2,5	2,5	2,5
Španělsko	3,8	3,3	3,3	3,3
Francie	2,7	3,0	3,0	3,0
Irsko	6,7	6,4	5,8	-
Itálie	2,5	2,8	2,9	-
Lucembursko	3,4	3,7	3,7	3,7
Nizozemsko	2,9	2,2	2,2	2,2
Rakousko	2,8	2,6	2,1	2,2
Portugalsko	3,5	3,5	3,2	3,3
Finsko	4,0	2,7	2,6	2,6
	<i>poměr bilance rozpočtu k HDP [%]</i>			
	1999	2000	2001	2002
Belgie	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3
Německo	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0
Španělsko	-1,6	-1,0	-0,4	+0,1
Francie	-2,3	-	-	-0,8
Irsko	+1,7	+1,4	+1,6	-
Itálie	-2,0	-1,5	-1,0	-
Lucembursko	+1,1	+1,2	+1,3	+1,7
Nizozemsko	-1,3	-	-	-1,1
Rakousko	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4
Portugalsko	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8
Finsko	+2,4	+2,2	+2,1	+2,3
	<i>poměr státního dluhu k HDP [%]</i>			
	1999	2000	2001	2002
Belgie	114,5	112,2	109,6	106,8
Německo	61,0	61,0	60,5	59,5
Španělsko	66,4	64,3	61,9	59,3
Francie	58,7	-	-	57,1
Irsko	52,0	47,0	43,0	-
Itálie	114,6	110,9	107,0	-
Lucembursko	6,7	6,5	6,5	6,5
Nizozemsko	66,4	-	-	64,5
Rakousko	63,5	62,2	61,2	60,0
Portugalsko	56,8	55,8	54,7	53,2
Finsko	48,5	46,4	44,8	43,2

zdroj: Evropská centrální banka

V případě výrazného nebo déletrvajícího poklesu hospodářského růstu by rozpočtové deficity v řadě zemí mohly snadno dosáhnout limitu deficitu v úrovni 3 % (nebo dokonce více) HDP, neboť nynější fiskální plány neobsahují dostatečný „bezpečnostní prostor“ pro to, aby případné působení automatických stabilizátorů nebylo spojeno s rizikem, že rozpočtové pozice jednotlivých zemí dosáhnou nadměrné nevyrovnanosti. To vše je o to významnější, že vládní dluh zůstává rovněž daleko vzdálen představám a dlouhodobé poměry k HDP se začaly snižovat teprve nedávno bez toho, že by tento trend poklesu byl nějak přehnaně rychlý. Vytváří se tím silný tlak na veřejné finance, neboť úrokové splátky absorbují velmi podstatný podíl vládních příjmů. Navíc vládní rozpočty – a zejména veřejné penzijní a zdravotní fondy – budou konfrontovány s velmi vážnými finančními důsledky stár-

Podle Paktu stability a růstu přijatého Radou EU v roce 1997 jsou členské státy zavázány „držet ve střednědobém horizontu své rozpočtové pozice blízko vyrovnanosti nebo v přebytku“. Tento cíl je považován za dostatečný k tomu, aby „členskými státy umožnil vyrovnávat normální cyklické fluktuace a současně udržet rozpočtové deficity v rámci limitu vymezeném referenční hodnotou 3 % HDP“. Pro účel mnohostranného dohledu nad podmínkami Paktu stability jsou současně členské státy zavázány předložit Radě EU a Evropské komisi stabilizační programy (pokud je země účastna v eurozóně) nebo konvergenční programy (pro členy EU, kteří se eurozóny neúčastní), které poskytují informace potřebné k ohodnocení fiskálního přizpůsobení zaměřeného na dosažení pozice blízké vyrovnané či přebytkové.

nutí populace během střednědobého období v téměř všech zemích eurozóny. Z těchto důvodů by rozpočtové plány neměly být koncipovány pouze tak, aby zajistily veřejné finance proti finančním následkům možných budoucích recesí, ale měly by být postaveny na mechanismech, které budou schopny se plně vypořádat s implicitními budoucími závazky akumulovanými v rámci veřejného sektoru.

Lze se domnívat, že z makroekonomického hlediska znamená zavedení eura zřejmě vítězství liberálnějších ekonomických koncepcí. Nezávislá Evropská centrální banka a potřeba udržování rozpočtové disciplíny v rámci Paktu stability a růstu do jisté míry omezují možnosti státních zásahů do ekonomiky, a tím i erozi společného měnového prostředí.

2.2 Riziko mzdové náklady

Stejně jako umírněná fiskální politika patří i mzdová politika mezi klíčové parametry stability EMU. Je zajímavé, že žádný z klíčových dokumentů upravujících fungování EMU či jednotného vnitřního trhu nehovoří explicitně o doporučeních ve mzdové politice pro příslušné sociální partnery. Maastrichtská smlouva obsahuje pouze jediné doporučení, a to že pro vstup do EMU bude rovněž přihlédnuto k vývoji jednotkových mzdových nákladů. Nelze však tvrdit, že v daném období měl tento pohled příliš významnou váhu.

Existují současně některé dílčí, spíše doporučující dokumenty, které vyzývají sociální partnery k potřebě flexibility mezd a ke zdrženlivosti při mzdových požadavcích. Příkladem může být například Amsterdamská rezoluce, vyzývající sociální partnery k vytvoření institucionálního rámce pro mzdové vyjednávání a diskusi vedoucí ke kompromisu mezi potřebou vysoké zaměstnanosti a mzdovými požadavky.

Nicméně lze oprávněně tvrdit, že tendence k institucionalizaci evropského sociálního dialogu je i v podmínkách jednotné měny velmi slabá. Z jednotlivých ostrůvků zodpovědných tak vyčnívá kupříkladu Německo, jehož představitelé předložili návrh na posílení koordinace mzdové politiky členských států celé Unie tím, že „zavěsí“ a podmíní vývoj mezd inflačním vývojem a produktivitou práce. Tento návrh se stal součástí Paktu zaměstnanosti, který byl diskutován a přijat na červnovém summitu Evropské rady v Kolíně nad Rýnem. Jeho autoři zastávají názor, že upřesnění směrnic zaměstnanosti ve smyslu kontroly mzdového růstu a boje proti napodobování

TABULKA 2 Operace měnové politiky Eurosystemu

operace měnové politiky	typ transakcí		splatnost	četnost provádění	provedení
	zajištění likvidity	stažení likvidity			
<i>operace na volném trhu</i>					
hlavní refinanční operace	zpětné transakce		2 týdny	týdně	standardní tendry
dlouhodobější refinanční operace	zpětné transakce		3 měsíce	měsíčně	standardní tendry
vyladovací operace	zpětné transakce	devizové swapy	není stan- dardizováno	nepřavidelně	urychlené tendry
	devizové swapy	sběr vkladů s pevným termínem; zpětné transakce			bilaterální záležitost
	přímé nákupy	přímé prodeje		nepřavidelně	bilaterální záležitost
strukturální operace	zpětné transakce	emise dluhových certifikátů	standardizo- vaná/nestan- dardizovaná	pravidelně i nepřavidelně	standardní tendry
	přímé nákupy	přímé prodeje		nepřavidelně	bilaterální záležitost
<i>stále facility</i>					
marginální výpůjční facilita	zpětné transakce		overnight	na základě dohody s protistranou	
depozitní facilita		depozita	overnight	na základě dohody s protistranou	

zdroj: Evropská centrální banka

mzdového vývoje v jednotlivých zemích (tzv. mzdová imitace) je podstatnou podmínkou pro stabilitu eura.

3. Nástroje ECB

Eurosystem má pro výkon měnové politiky k dispozici tyto nástroje: k řízení likvidity na peněžním trhu a ke korigování krátkodobých úrokových sazeb využívá *operace na volném trhu*; jejich prostřednictvím je zajišťována likvidita pro bankovní sektor proti adekvátnímu ručení. Kromě toho dvě stále *facility*² umožňují příslušným protistranám – komerčním bankám, resp. úvěrovým institucím – investovat své denní přebytky likvidity nebo pokrývat své okamžité potřeby likvidity. A konečně, úvěrové instituce jsou žádány o to, aby držely *minimální výši rezerv* na svých účtech u příslušných národních centrálních bank Eurosystemu.

² facilita = možnost čerpat úvěr od ECB

3.1 Operace na volném trhu, povinné minimální rezervy

Operace na volném trhu mohou být prováděny v podobě zpětných transakcí (reverse transactions), přímých transakcí (outright transactions), vydávání dluhových certifikátů, devizových swapů a sběru vkladů s pevným termínem. Tyto operace jsou iniciovány ECB, ale běžně jsou zajišťovány a prováděny prostřednictvím národních centrálních bank. V rejstříku ECB existují čtyři kategorie operací na volném trhu. Za prvé, hlavní refinanční (repo) operace jsou prováděny jako standardní, *každý týden vyhlášené tendry* v podobě zpětných transakcí dodávajících likviditu s *dobou splatnosti dva týdny*. Tento týdenní tender tedy představuje klíčovou proměnnou, jejímž prostřednictvím Eurosystem signalizuje svůj postoj k měnové politice veřejnosti. Za druhé, dlouhodobější refinanční (repo) operace, které jsou prováděny jako standardní *měsíční tendry* v podobě zpětných transakcí dodávajících likviditu s *dobou splatnosti tři měsíců*. Jejich smyslem je vyplnit a zajistit dlouhodobější refinanční potřeby finančního systému. Za třetí, „vyladovací“ operace jsou prováděny nepravidelně podle potřeby a jejich smyslem je uhlazení dopadů na úrokové sazby v případě neočekávaných šoků v likviditě na peněžním trhu. A konečně za čtvrté, Eurosystem může vydávat dluhové certifikáty a provádět jejich prostřednictvím zpětné i přímé transakce, kdykoliv si přeje přizpůsobit strukturální pozici Eurosystemu ve vztahu k finančnímu sektoru.

Eurosystem má možnost využívat i dvě stálé *facility* – marginální výpůjční facility a depozitní facility. Podle svého vlastního uvážení mohou partnerské strany (komerční banky) využít marginální výpůjční facility (svou povahou podobné lombardnímu úvěru) k získání jednodenního úvěru od příslušné národní centrální banky, jež je kryta odpovídajícím typem aktiv. To vede k tomu, že úroková míra pro marginální výpůjční facility obvykle určuje strop (maximální úroveň) pro úrokové sazby na *overnight* peněžním trhu. Komerční banky mohou naopak využít depozitní facility k otevření jednodenních depozit u příslušné národní centrální banky. Úroková míra pro depozitní facility tedy určuje za normálních podmínek dno (minimální úroveň) pro úrokové sazby na *overnight* peněžním trhu. Marginální výpůjční sazba a depozitní sazba tak vytvářejí koridor (pásmo) kolem úrokové sazby pro týdenní tender a *overnight* úrokové sazby na peněžním trhu.

Systém povinných minimálních rezerv plní dva hlavní cíle – za prvé, zvolený systém přispívá ke stabilizaci úrokových sazeb na peněžním trhu; za druhé, vytváří dostatečnou strukturální poptávku po penězích centrální banky. Úrokové sazby jsou stabilizovány tím, že komerčním bankám je umožněno využívat „průměrování“ rezerv – tedy být v souladu s požadavky povinných minimálních rezerv na základě průměrné denní držby rezerv v období jednoho měsíce. Jelikož komerční banky tak nemusejí udržovat své požadované rezervy na denní bázi, jsou vedeny k vyladování důsledků předchozích výkyvů v likviditě na úrokové sazby peněžního trhu.

Odpovídající strukturální poptávka po penězích centrální banky je zajišťována uplatňováním sazby povinných minimálních rezerv ve výši 2 % ze specifikovaných závazků komerčních bank. Současně je nutné věnovat pozornost tomu, aby bylo eliminováno vytváření konkurenčních poruch ve vztahu k finančním institucím, jež nejsou povinny vytvářet povinné minimální rezervy. Z tohoto důvodu jsou povinné minimální rezervy kompenzovány ve výši, která odpovídá úrokové sazbě pro týdenní tender (repo sazbě), obvykle v souladu s tržními podmínkami.

3.2 Devizová politika a devizové intervence

Prvním a nejdůležitějším, jednorázovým, úkolem devizové politiky v období spuštění eura a EMU bylo stanovení přepočítacích koeficientů mezi národními měnami EMU a eurem. Spolu s tím bylo velmi podstatným úkolem rovněž stanovení kurzu eura vůči klíčovým světovým měnám, především pak americkému dolaru. Druhou podstatnou úlohou devizové politiky v eurozóně bylo definování vztahu mezi EMU a modifikovaným kurzovým systémem – ERM II (Exchange-Rate Mechanism). ERM II je v současnosti tvořen pouze dvěma zeměmi – Dánskem a Řeckem. Dánská koruna se účastní na systému ERM II se zúženým flukтуаčním pásmem pro svůj pohyb (+/- 2,25 % od centrální parity), kdežto řecká drachma má možnost využívat v současnosti standardní prostor tohoto pásma (+/- 15 %).

Příprava a testování infrastruktury a prostředí požadovaných pro provádění devizových intervencí Eurosystemu byly završeny v průběhu roku 1998. Infrastruktura byla vyvinuta způsobem, který Eurosystemu umožňuje provádět devizové intervence jak na decentralizované, tak na centralizované úrovni, a navíc i v kontextu stability systému ERM II. Intervenční systém zahrnuje i měny dalších zbývajících zemí EU.

3.3 Platební operace v systému TARGET

Platební systém mezi jednotlivými zeměmi EU, resp. EMU představuje jeden z klíčových prvků evropského měnového a finančního systému, a to nikoliv pouze z hlediska podpory společné měnové politiky a míry rozšířenosti operací v euru, ale rovněž jako příspěvek k rozvoji efektivního a bezpečného platebního systému v Evropě, který nabízí komerčním bankám v EU kontinuální průběžné každodenní vypořádání jednotlivých obchodů a transferů. Podmínkou tohoto bezpečného a efektivního systému je zajištění toho, aby podmínky na jednotlivých peněžních trzích byly nepřetržité a soustavně srovnatelné s podmínkami na ostatních trzích, a tak zaručovaly konvergenci, resp. unifikaci úrokové sazby eura. Rovněž do vytváření tohoto systému bylo vloženo množství úsilí a energie, jež by se měly projevit v jeho spolehlivosti.

Systém TARGET (The Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) byl testován od poloviny roku 1998, od počátku roku pak „naostro“ plní svoji platební funkci. Je založen v podstatě na dvou základních prvcích: na systému vypořádání v reálném čase v jed-

TABULKA 3 Centrální parita a limity fluktuace měnových kurzů dánské koruny a řecké drachmy (v platnosti od 1. ledna 1999)

země a měna		1 EUR =
Dánsko DKK	horní limit pásma	7,62824
	centrální parita	7,46038
	dolní limit pásma	7,29252
Řecko GRD	horní limit pásma	406,075
	centrální parita	353,109
	dolní limit pásma	300,143

zdroj: Evropská centrální banka

notlivých zemích (National Real-time Gross Settlement System – RTGS) a na systému, který propojuje tyto národní systémy.

Národní platební systémy, včetně RTGS, umožňují od okamžiku spuštění eura využívat jak národní měny, tak euro. Základním principem i zde zůstává: „žádný zákaz, žádné donucení“ co do volby mezi národními měnami a eurem. Naproti tomu všechny transfery jdoucí přes TARGET mezi jednotlivými národními systémy jsou prováděny výlučně v euru.

4. Zhodnocení prvního pololetí „zahřívacího kola“ eura z pohledu rizik pro měnovou politiku ECB

Je příznačné, že již v prvním pololetí fungování nové evropské měny se dostavilo období jejího velmi vážného testování, testování její stability; příčinou byl již diskutovaný nesoulad mezi nadnárodním charakterem politiky měnové a národní kompetencí politiky fiskální. A je rovněž příznačné, že podnět k celému „vážnému testování“, ústícímu do výrazného oslabení eura, vzešel z potenciálně nejslabšího článku celé EMU, článku, který byl předem označován za možné ohnisko problémů – z Itálie a jejího fiskálního systému.

Už v době, kdy Itálie konečně dostala zelenou k tomu, aby se i ona stala zakládajícím členem jednotné evropské měny (rozhodnutí padlo v polovině roku 1998), přetrvávaly obavy jejích evropských partnerů ohledně italské fiskální spolehlivosti. Právě o rok později tyto obavy nejenže nezmizely, ale naopak vzrostly. Na pravidelném zasedání ministrů hospodářství a financí EU na konci května 1999 Itálie jako první země EMU formálně připustila, že letos nebude schopna dostát svému závazku učiněnému v květnu 1998 ohledně redukce svého rozpočtového deficitu.

Bylo by samozřejmě nespravedlivé svalovat vinu za slabost eura výlučně na Itálii. Nicméně, je pravdou, že impulzem pro první otřes Paktu stability i stability eura byla situace, kdy italský ministr financí Giuliano Amato přesvědčil své protějšky v EU, aby souhlasily se změnou italského cíle ohledně úrovně deficitu.

Ministři financí poté Itálii umožnili „přestřelit“ vlastní cíl rozpočtového deficitu v původní výši 2 % HDP pro letošní rok. Příčinou je slabá výkonost italské ekonomiky (pomalý hospodářský růst, vysoká nezaměstnanost), která neumožňuje dosažení předpokládané úrovně rozpočtových příjmů a naopak vyžaduje zvýšené mimořádné výdaje. (V návaznosti na tento ústupek se Itálie zavázala snížit deficit na úroveň 1 % HDP v roce 2001.) Nicméně i přesto: maximální výše deficitu umožněného Paktem stability stále činí 3 %, čemuž i Itálie zatím bohatě vyhovuje – není však možné říci, že tento ústupek není varující. Změkčená výše deficitního cíle byla stanovena na 2,4 %.

Zmíněný ústupek vyvolal obavy, aby systém skupinové kontroly fiskální disciplíny a stability neutrpěl kolaps již šest měsíců po svém faktickém startu. Současně s tím však vznikly obavy, že zdrojem nestability systému mohou být rovněž Německo a Francie.

Positivně kvitovat lze současně alespoň první reakce italského ministra financí, který jako způsob eliminace budoucího deficitního rizika vidí rovněž zavedení penzijní reformy (penzijní systém v Itálii v současnosti představuje jednu z finančně nejnáročnějších oblastí ve státních výdajích). Je ovšem zřejmé, že efekty této reformy nebudou znatelné na výdajové straně rozpočtu ani letos, ani příští rok.

5. Závěrem

Jako součást EU disponuje ekonomická oblast reprezentovaná eurozónou již od počátku roku 1993 výhodou volného pohybu kapitálu, pracovní síly, zboží a služeb. Se zavedením eura se zvýšila i ekonomická váha jednotného vnitřního trhu na úroveň téměř srovnatelnou s trhem Spojených států. Tento historický moment má dalekosáhlé důsledky pro výkon a řízení hospodářské politiky v eurozóně. Výzvou je především možnost, že by si euro vydobylo statut úspěšné měny v unikátním evropském uspořádání.

To platí v první řadě pro jednotnou měnovou politiku zajišťovanou Euro-systémem. Dokonce, ačkoliv je charakterizována vyšším stupněm kontinuity v porovnání s předchozím systémem měnové politiky, orientovaným na národní stabilitu, Eurosystem si teprve musí vytvořit svou dobrou historii, aby prokázal a potvrdil svoji schopnost zajistit důvěru delegovanou od národních centrálních bank.

Za prvé: Aby byla společná měnová politika úspěšná při udržování cenové stability, je nutná její nezpochybnitelná podpora v podobě neagresivních národních fiskálních politik a zodpovědnosti při mzdových vyjednáváních a výsledných dohodách. Tento přístup podpoří a zvýší důvěryhodnost měnové politiky, protože bude prevencí před nežádoucími inflačními tlaky. Rámec pro fiskální disciplínu – jak bylo demonstrováno v tomto příspěvku – je vymezen pravidly Paktu stability a růstu, na jejichž základě jsou všechny vlády zemí EU zavázány udržovat své rozpočtové pozice blízko rovnovážným, resp. v případě možnosti v pozici přebytkové, pokud tomu nebrání nepříznivé a nepředvídatelné ekonomické okolnosti. To by mělo vytvořit dostatečný manévrovací prostor, jenž by umožňoval rozumný a udržitelný přírůstek rozpočtového deficitu pro případ, že ekonomická výkonnost se zpomaluje či klesá, a to bez překročení limitu hodnoty deficitu odpovídajícího 3 % HDP příslušné země. Mzdový růst by měl odpovídat růstu produktivity práce, s přihlédnutím k vysoké úrovni míry nezaměstnanosti v eurozóně.

Za druhé: Jednotná měna jde ruku v ruce s jednotnou měnovou politikou. Eurosystem je zaměřen výlučně na cenový vývoj eurozóny a na něj také reaguje. Z toho vyplývá, že jednotná měnová politika nemůže hrát při zmírňování ekonomických šoků v jednotlivých zemích úlohu jakoukoliv. V tomto novém prostředí je zapotřebí, aby specifické ekonomické problémy jednotlivých zemí či příslušných regionů byly řešeny za pomoci aplikace vhodných národních fiskálních politik a posílení konkurenceschopnosti (kupříkladu redukcí nákladů). To by rovněž mělo zmírňovat možné asymetrické dopady opatření měnové politiky na jednotlivé členské státy.

Za třetí: Udržením měnové stability přispívá měnová politika Eurosystemu hospodářskému růstu a zaměstnanosti v dlouhém období. Navíc, za specifických cyklických okolností, může hrát měnová politika jistou roli při stabilizaci hospodářského růstu a zaměstnanosti za předpokladu, že není ohrožena cenová stabilita. Nicméně přínos pro snižování nezaměstnanosti může být pouze omezený. Řešení tohoto problému spočívá spíše ve strukturálních reformách zaměřených na deregulaci trhu práce i trhu zboží a vytvářejících silnější pobídky pro tvorbu nových pracovních míst.

Větší flexibilita by umožnila, aby se mzdy a ceny přizpůsobily měnícím se ekonomickým podmínkám, a vytvořila by prostředí, v němž by investoři museli být daleko citlivější na nové podněty a příležitosti.

Na základě těchto principů by tvůrci hospodářské politiky v eurozóně měli uskutečňovat vhodný mix hospodářské politiky zaměřený jak na priority národní hospodářské politiky, tak na hospodářské politiky celé eurozóny. Tento mix by měl přispívat udržitelnému neinflačnímu růstu, vysoké úrovni zaměstnanosti a lepším životním podmínkám. S příchodem nové éry společné evropské měny, připravené s vysokou mírou úsilí a zodpovědnosti, má Evropa bezprecedentní příležitost uskutečnit a naplnit tento několikavrstevný společný cíl.

LITERATURA:

Annual Report. European Central Bank, 1998.

Convergence Report. European Monetary Institute, 1998.

CRAWFORD, M. (1996): *One Money for Europe? The Economics and Politics of EMU.* St. Martin's Press, 1996.

GIORDANO, F. – PERSAUD, S. (1996): *The Political Economy of Monetary Union.* Routledge, 1996.

HERZOG, P. (1998): *Comment gouverner après l'euro?* ESPRIT, Fevrier 1998.

MAZIER, J. (1997): Les risques d'enlissement par la monnaie unique, La monnaie unique en débat. *Alternatives économiques*, 1997.

MEHNERT-MELAND, R. (1995): *Central Bank to the European Union.* Kluwer Law International, 1995.

Monthly Bulletin. European Central Bank, January–June Issues, 1999.

The Pink Book – The European Economy. *Financial Times Survey*, May 1999.

Quest – Questions & Answers on the Euro and European Economic and Monetary Union. European Commission, 1999.

RISSE, T. (1998): *To Euro or not to Euro?* Florence, European University Institute, 1998.

The Single Monetary Policy in Stage Three – Specification of the Operational Framework. European Monetary Institute, 1997.

ZAHRADNÍK, P. (1999): Význam maastrichtských kritérií makroekonomické konvergence. *Finance a úvěr*, 1999, č. 1, ss. 33–45.

SUMMARY

JEL Classification: E 58

Keywords: European Central Bank – monetary policy

Functions, Targets, and Risks of the European Central Bank's Monetary Policy

Petr ZAHRAVNÍK – Conseq Finance, Prague

On January 1, 1999, Europe entered a new era with the adoption of a single currency – the euro – by 11 of the European Union's 15 member states. In this paper, the author describes the framework for conducting monetary policy in the euro era.

The Eurosystem's basic tasks are directly related to achieving price stability. They include: 1) defining and implementing the euro area's monetary policy; 2) conducting foreign exchange operations; 3) holding and managing the official foreign reserves of participating EU countries; 4) promoting the smooth operation of payment systems; and 5) promoting the smooth execution of the policies of those in charge of supervising credit institutions and ensuring the stability of the financial system.

The Eurosystem has a range of instruments at its disposal for implementing monetary policy. To manage liquidity in the money market and steer short-term interest rates, it uses open market operation, through which liquidity is provided to the banking system against adequate collateral. In addition, two standing facilities allow eligible counterparts to invest their daily liquidity surpluses or cover their overnight liquidity needs. Furthermore, credit institutions are required to hold a minimum amount of reserves with the national central banks of the Eurosystem.