

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2011

V tomto čísle

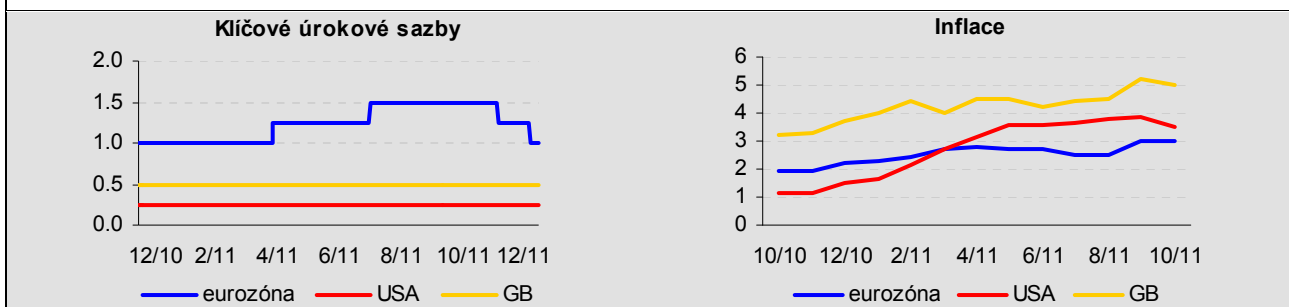
Dluhová krize v eurozóně negativně ovlivňuje vnímání ekonomických subjektů, a to nejen v Evropě, a přispívá k nervozitě na finančních trzích. To se projevuje ve zdražování financování bank i ve zvýšené volatilitě na světových akciových trzích. ECB dvakrát snížila svou klíčovou úrokovou sazbu a přistoupila k opětovnému využívání nástrojů nekonvenční měnové politiky (mj. vstoupila na trh krytých dluhopisů – tzv. covered bonds, podporuje dodávání likvidity v eurech i v cizích měnách, v lednu navíc dojde ke snížení povinných minimálních rezerv). S nákupy dluhových cenných papírů opětovně začala i britská centrální banka. Švýcarská centrální banka ponechává minimální úroveň kurzu franku vůči euru na úrovni 1,20. Zpříšňování měnové politiky jsme zaznamenali pouze v Maďarsku. Zbývající námi sledované centrální banky ponechaly své klíčové úrokové sazby beze změny. V „Tématu pod lupou“ přibližujeme čtenářům aktuální měnovou politiku švýcarské centrální banky. Ve vybraném projevu přinášíme představy dnes již bývalého prezidenta ECB J. C. Tricheta o budoucím fungování Evropské unie.

1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	<u>eurozóna (ECB)</u>	<u>USA (Fed)</u>	<u>Velká Británie (BoE)</u>
inflační cíl	< 2 % ¹	n.a.	2 %
MP zasedání (změny sazeb)	6. října (0,00) 3. listopadu (-0,25) 8. prosince (-0,25)	20. září (0,00) 1. – 2. listopadu (0,00)	5. – 6. října (0,00) 9. – 10. listopadu (0,00) 7. – 8. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	1,00 %	0–0,25 %	0,50 %
poslední inflace	3,0 % (listopad 2011) ²	3,5 % (říjen 2011)	5,0 % (říjen 2011)
očekávaná MP zasedání	12. ledna 9. února 8. března	13. prosince 24. – 25. ledna	11. – 12. ledna 8. – 9. února 7. – 8. března
další očekávané události	8. března zveřejnění prognózy	druhá polovina ledna zveřejnění Beige Book	15. února zveřejnění Inflation Report
očekávaný vývoj sazeb ³	↓	→	→

¹ definice cenové stability dle ECB ; ² tzv. Flash odhad; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



ECB na svém říjnovém zasedání obnovila program nákupu krytých dluhopisů a pokračuje v provádění operací na dodání likvidity v tříměsíčním a jednoletém horizontu. Nasledně na listopadovém a prosincovém zasedání snížila úrokové sazby pokaždé o 0,25 p.b. na úroveň 1,00 %. Na prosincovém zasedání ECB schválila soubor opatření k podpoře financování bank, především dvě refinanční operace se splatností 36 měsíců s plným uspokojením nabídek (viz zajímavé události). K rozhodnutím ECB přispěla nejistota na finančních trzích a zhoršující se ekonomický výhled. Pro rok 2012 je růst reálného HDP očekáván v rozmezí od -0,4 do 1,0 %, míra inflace by měla klesnout na úroveň 1,5–2,5 %.

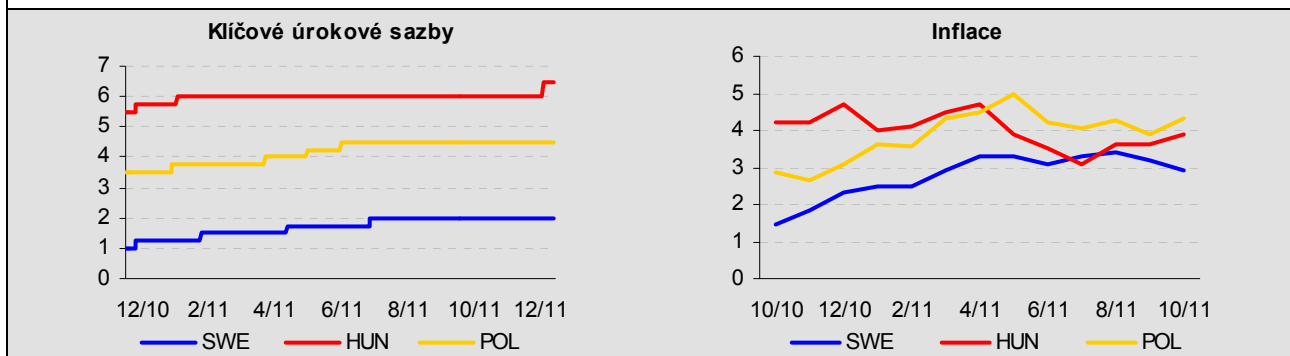
Fed ponechal klíčovou úrokovou sazbu beze změny. V září Fed informoval o svém záměru prodávat krátkodobé státní dluhopisy a z jejich prodejů financovat nákup dluhopisů dlouhodobých; navíc jsou také reinvestovány jistiny expirujících agenturních cenných papírů (více viz zajímavé události). Ekonomický růst má dle poslední prognózy ve 3Q mírně zrychlit, avšak podmínky na trhu práce jsou stále slabé. Rostoucí trend míry nezaměstnanosti se sice zastavil, její úroveň ale zůstává vysoká, když v září 2011 dosáhla 9,1 %. Průmyslová produkce v září zrychlila, avšak za 3Q vykáže spíše jen mírný růst. Závazek Fedu udržet úrokové sazby na nízké úrovni až do poloviny roku 2013 je stále platný. Z inflace postupně odeznívá minulý růst cen komodit a dováženého zboží.

BoE i nadále ponechává úrokovou sazbu na úrovni 0,50 %. V říjnu opětovně zahájila nákupy dluhových cenných papírů, a to ve výši 75 mld. GBP. K realizaci nákupů dochází v týdenních intervalech. Obnovení tohoto programu by mělo vést ke zmírnění napětí kolem financování bank způsobeného dluhovou krizí v eurozóně. Inflace dosáhla 5,0 %, avšak ve střednědobém horizontu by měla klesnout vlivem odeznění dočasných faktorů, jakými jsou nárůst cen energií v nedávné minulosti a efekty plynoucí z lednového zvýšení sazby DPH.

Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)
inflační cíl	2 %	3 %	2,5 %
MP zasedání (změny sazeb)	27. října (0,00)	20. září (0,00) 25. října (0,00) 29. listopadu (+0,50)	4. – 5. října (0,00) 8. – 9. listopadu (0,00) 6. – 7. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	2,00 %	6,50 %	4,50 %
poslední inflace	2,9 % (říjen 2011)	3,9 % (říjen 2011)	4,3 % (říjen 2011)
očekávaná MP zasedání	19. – 20. prosince 15. – 16. února	20. prosince 23. ledna 20. února	10. – 11. ledna 7. – 8. února 6. – 7. března
další očekávané události	16. února zveřejnění Monetary Policy Report	22. února zveřejnění Quarterly Report on Inflation	½ března zveřejnění Inflation Report
Očekávaný vývoj sazeb¹	→	↓ ²	→

¹ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts; ² Odhad budoucího snížení sazeb vychází z listopadového CF, následně však došlo ke zvýšení sazeb MNB. Prosincový CF zatím není k dispozici.



Riksbank ponechala klíčovou úrokovou sazbu beze změny na 2% úrovni. Riksbank očekává mírně slabší ekonomický růst oproti předchozí prognóze, a to kvůli zhoršujícím se podmínkám ve světové ekonomice. Navíc domácí inflační tlaky jsou aktuálně podle Riksbank slabé, ačkoliv se inflace nachází nad inflačním cílem. Dva členové boardu Riksbank (Karolina Ekholm a Lars E.O. Svensson) nesouhlasili s nastavením repo sazby, ani s budoucí trajektorií úrokové sazby. Pro aktuální období navrhovali snížení repo sazby na 1,75 %, více [zde](#).

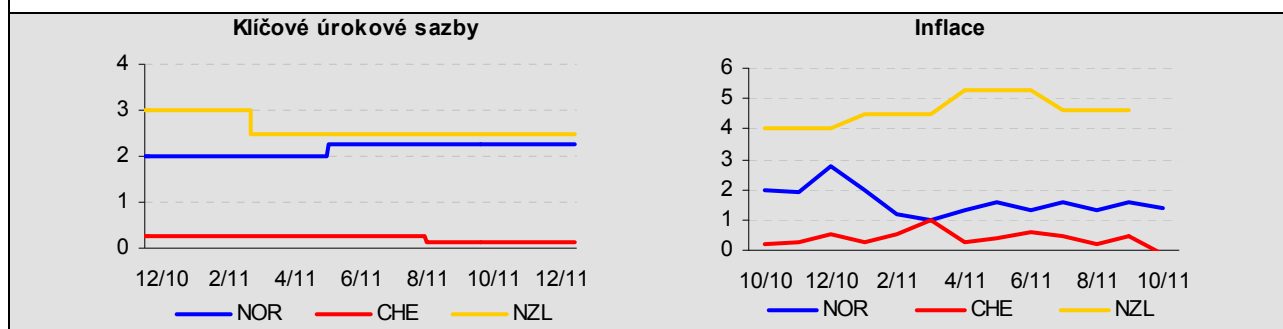
MNB v listopadu zvýšila klíčovou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na 6,50 %. Důvodem byl zřejmě slabý kurz forintu a nárůst rizikové prémie země, který znamená výrazné riziko pro dosažení inflačního cíle. Pro MNB je slabý forint rovněž potenciálním zdrojem zranitelnosti finančního systému i ekonomiky jako celku, neboť významná část závazků soukromých subjektů je nadále denominována v cizí měně. V příštích dvou letech MNB očekává úroveň výstupu pod potenciálem. Vzhledem k nepříznivému ekonomickému vývoji v zahraničí dojde ke snížení růstu exportů. Domácí poptávka zůstává stále nízká a firemní sektor očekává snížení svých zisků.

NBP po ponechala klíčové sazby beze změny na úrovni 4,50 %. Ekonomický růst ve 3Q 2011 zůstává poměrně vysoký, tažený zvýšenou spotřebou domácností a zrychleným růstem investic. Míra inflace zůstala v říjnu nad inflačním cílem, když dosáhla 4,3 %. V následujících měsících míra inflace zůstane i nadále zvýšená, zejména kvůli předchozímu vyššímu růstu cen komodit a depreciaci zlatého v uplynulých měsících. Ke snižování míry inflace ve střednědobém horizontu podle NBP přispěje snížení domácí poptávky, na kterou působí fiskální restriktce implementovaná v první polovině roku 2011 a globální ekonomické zpomalení.

Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)
inflační cíl	2,5 %	< 2 %	2 % ¹
MP zasedání (změny sazeb)	21. září (0,00) 19. října (0,00)	15. září (0,00)	15. září (0,00) 27. října (0,00) 8. prosince (0,00)
aktuální klíčová sazba	2,25 %	0 – 0,25 % ²	2,50 %
poslední inflace	1,4 % (říjen 2011)	-0,1 % (říjen 2011)	4,6 % (říjen 2011)
očekávaná MP zasedání	14. prosince 14. března	15. prosince	26. ledna 8. března
další očekávané události	14. března zveřejnění Monetary policy report	15. prosince Monetary policy report	8. března Monetary policy statement
očekávaný vývoj sazeb³	↓	→	→

¹ střed cílového pásma 1 – 3 %; ² v grafu znázorněn střed pásma; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ.



Norges bank (NB) ponechala v uplynulém období měnověpolitickou úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 2,25 %. Ekonomický růst zůstává nadále solidní, avšak signály jdoucí z podnikatelského sektoru naznačují snižování zisků, přičemž spotřeba domácností je nízká. Jako nepříznivý faktor pro budoucí vývoj norské ekonomiky se jeví očekávaný slabší hospodářský růst ve světě a dluhové problémy v eurozóně. Inflace je nízká. NB očekává v létě 2012 (tj. na horizontu prognózy) míru inflace v rozpětí 1,25–1,50 %. Pro následující období končící 14. březnem 2012 NB očekává rozpětí úrokové sazby na úrovni 1,75–2,75 % za předpokladu, že norská ekonomika nebude zasažena výrazným ekonomickým šokem.

SNB udržuje sazby v dolní části koridoru 0–0,25 %. SNB rovněž stále uplatňuje stanovenou minimální výši kurzu švýcarského franku k euru na úrovni 1,20 CHF/EUR a je i nadále odhodlána při překročení této hranice nakupovat cizí měny v neomezeném množství. Švýcarskou ekonomiku negativně ovlivňuje předchozí aprece franku a současně oslabující zahraniční poptávka. SNB očekává růst reálného HDP v roce 2011 mezi 1,5–2 %. Dle své prognózy SNB předpokládá inflaci pro rok 2011 na úrovni 0,4 %. Pro následující roky, tj. 2012 a 2013, očekává SNB průměrnou míru inflace na úrovni -0,3 %, resp. 0,5 % za předpokladu nulové hodnoty úrokových sazeb a dalšího oslabování kurzu franku.

RBNZ ponechala klíčovou sazbu na úrovni 2,50 % s komentářem, že domácí ekonomická aktivita pokračuje v mírném růstu navzdory vyšším cenám komodit. Existují rizika, že evropská dluhová krize by mohla způsobit další zpomalení globálního ekonomického růstu, což by mohlo tlačit na snižování cen novozélandských exportních komodit. Nejistota na mezinárodních finančních trzích rovněž způsobuje zdražení financování novozélandských bank.

2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI

Koordinovaná akce centrálních bank ke zmírnění tlaku na finančních trzích

Šest centrálních bank se začátkem prosince dohodlo na snížení úrokové sazby při dodávání dolarové likvidity formou tzv. devizových swapů o 0,50 p.b., platnost existujících swapových dohod byla navíc prodloužena do února 2013. Koordinované akce se vedle Fedu a ECB účastní centrální banky Velké Británie, Švýcarska, Japonska a Kanady. Centrální banky se pro případ budoucí potřeby dohodly i na bilaterálních swapových linkách k dodávání měn ostatních centrálních bank z této šestice. Již v předchozích měsících zavedly ECB, BoE, SNB a BoJ provádění tříměsíčních operací na dodávání dolarové likvidity, pokračují rovněž krátkodobé operace zahájené v květnu 2010.

Evropská centrální banka v říjnu vyhlásila nový program nákupu krytých dluhopisů...

ECB na svém říjnovém zasedání rozhodla, že bude nakupovat kryté dluhopisy v rámci nového programu (*covered bond purchase programme, CBPP2*). Nákupy mají probíhat od listopadu tohoto roku do října 2012 na primárních i sekundárních trzích a jejich celkový plánovaný objem je 40 mld. EUR. V červnu skončil první program nákupu krytých dluhopisů, který byl vyhlášen v květnu 2009 a jehož objem činil 60 mld. EUR.

...v prosinci ECB přijala další opatření na podporu finančních trhů

ECB v prosinci rozhodla, že provede dvě dlouhodobé refinanční operace (LTRO) se splatností 36 měsíců a s možností předčasného splacení po jednom roce. Uspokojení nabídek bude v plné výši a za průměrnou sazbu z hlavních refinančních operací po dobu trvání dané dlouhodobé operace. První z operací proběhne již v prosinci, druhá pak v únoru 2012. ECB rovněž přistoupila ke snížení povinných minimálních rezerv z 2 % na 1 %, a to od 18. ledna příštího roku. Další změnou je zmírnění podmínek pro kolaterál.

Nová opatření Fedu ke zlepšení podmínek na finančních trzích

Fed po svém zářijovém zasedání oznámil svůj záměr nakoupit do konce června 2012 státní dluhopisy se splatností 6–30 let v hodnotě 400 mld. USD, ve stejném objemu prodá dluhopisy se splatností tři roky či kratší. Od programu (nazývaného též „operation twist“) si Fed slibuje snížení dlouhodobých úrokových sazeb a uvolnění podmínek na finančních trzích. Fed navíc reinvestuje jistiny expirujících agenturních cenných papírů, aby zlepšil podmínky na trzích s hypotečními úvěry.

Centrální banky Maďarska, Polska a Švýcarska jsou nespokojené s vývojem kurzu

Maďarskou ekonomiku trápí oslabování forintu, navíc k další depreciaci přispělo listopadové zhoršení ratingu Maďarska agenturou Moody's do spekulativního pásma na stupeň Ba1 s negativním výhledem. Oslabování své měny čelí také centrální banka Polska, která opakovaně intervnuje ve prospěch zlotého na devizovém trhu. Zatímco Maďarsko a Polsko se bojí následků příliš slabého kurzu (rizika zvýšené inflace a problémů vyplývajících z velkého zadlužení v cizích měnách), centrální banka Švýcarska bojuje naopak s příliš silnou měnou. Měnové politice švýcarské centrální banky a jejímu boji proti silnému franku v posledním období se podrobněji věnuje aktuální Téma pod lupou.

Proběhly hodnotící mise v Řecku, Irsku a v Portugalsku

V uplynulém čtvrtletí proběhlo další kolo hodnotících misí tzv. Troiky, složené ze zástupců Evropské komise, Evropské centrální banky a Mezinárodního měnového fondu: v pořadí již páté hodnocení situace v Řecku, čtvrté v Irsku a druhé v Portugalsku. Všem třem zemím bylo následně schváleno vyplacení další části finanční pomoci.

V Izraeli začal o měnové politice rozhodovat šestičlenný výbor

O nastavení izraelské měnové politiky rozhoduje od října šestičlenný měnový výbor, v němž figurují vedle guvernéra, jeho zástupce a poradce také tři externí členové. Výši měnověpolitických sazeb určuje názor většiny členů výboru, při nerozhodném poměru hlasů rozhoduje hlas guvernéra. Poměr hlasů je zveřejňován v rámci záznamu z jednání. Jmenováním výboru byl naplněn požadavek Zákona o centrální bance z roku 2010. Do října rozhodoval o nastavení měnověpolitických úrokových sazeb pouze guvernér.

Změny ve vedení Evropské centrální banky

Od 1. listopadu nahradil J. C. Tricheta (viz též projev v části 4) ve funkci prezidenta ECB Mario Draghi, bývalý guvernér italské centrální banky. K obměně dojde i v případě dalších dvou členů výkonné rady ECB. V září podal rezignaci Jürgen Stark a jeho působení v ECB se završí koncem tohoto roku. Ve stejnou dobu odejde ze svého postu v ECB i Lorenzo Bini Smaghi.

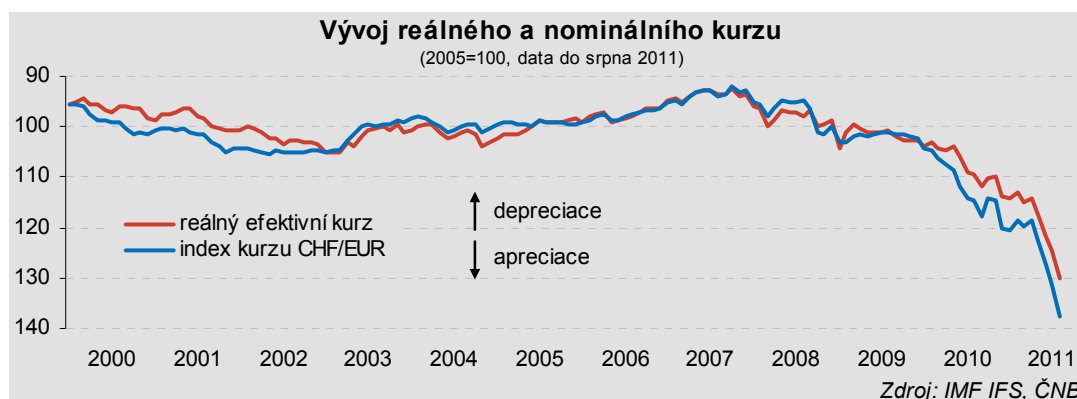
3. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA ŠVÝCARSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Volně plovoucí měnový kurz představuje nástroj k vyrovnání ekonomických nerovnováh či k absorpci hospodářských šoků. Cílená intervence na oslabení národní měny je okolními ekonomikami často vnímána jako nástroj zvýšení cenové konkurenceschopnosti dané země na úkor ostatních (tzv. kompetitivní devalvace), debaty jsou přitom ztíženy problematičností odhadů rovnovážné hodnoty kurzu. Při extrémním vývoji v podmínkách volně plovoucího kurzu však může dojít k nadměrnému, „fundamentálně nepodloženému“ posilování měny, které hrozí ekonomice způsobit vážné potíže. V takové situaci se ocitlo např. Japonsko po březnovém tsunami. S intenzivním posilováním své měny se v letošním roce potýkalo také Švýcarsko, přičemž v jeho případě byla aprece měny způsobena „zemětřesením“ na finančních trzích. Měnové politice Švýcarské národní banky a jejímu boji proti posilujícímu kurzu franku jsou věnovány následující řádky.

Švýcarská národní banka (SNB) definuje cenovou stabilitu – prvořadý cíl své měnové politiky – jako inflaci menší než 2 % ročně. Prognóza inflace s časovým horizontem tří let, založená na předpokladu neměnných měnověpolitických sazeb (tzv. podmíněná prognóza), je sestavována čtvrtletně a současně s ní dochází k rozhodnutí o nastavení sazeb. Implementace měnové politiky probíhá skrze stanovení cílového pásma pro tříměsíční sazbu LIBOR ve švýcarských francích, což je referenční úroková sazba na mezibankovním trhu nezajištěných úvěrů. Tradičně bylo cílové pásmo stanoveno v šířce jednoho procentního bodu, přičemž SNB usilovala o udržení sazby uprostřed tohoto pásma. Hlavním nástrojem měnové politiky jsou repo operace.

Během světové finanční a hospodářské krize SNB výrazně uvolňovala svoji měnovou politiku, cílované sazby se postupně snížily na minimum, de facto na nulu. Využívány byly také měnové swapy. V březnu 2009 byly zavedeny nekonvenční nástroje: intervence na devizovém trhu a nákupy dluhopisů soukromých švýcarských subjektů. Navíc byla prodloužena splatnost repo operací na 12 měsíců. Od roku 2010 SNB otevřela nebankovním účastníkům finančních trhů repo trh, který se ukázal jako odolný vůči krizi, na rozdíl od nezajištěného peněžního trhu (blíže viz projev člena řídicího výboru SNB T. Jordana, představený v Monitoringu z března 2010).

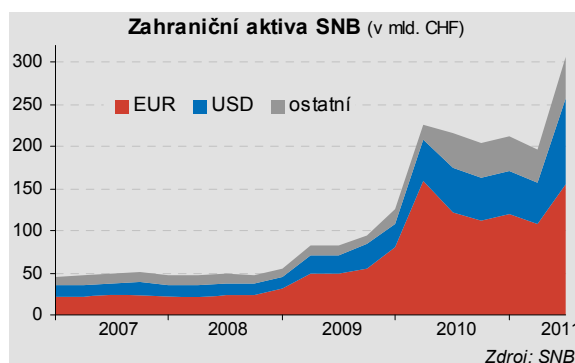
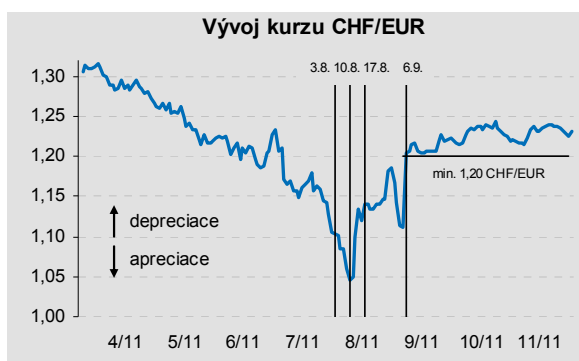
V té době se již více než dříve začaly projevovat – vedle jiných dopadů krize – potíže spojené s vývojem kurzu švýcarského franku. Ten byl od začátku nového milénia až do nedávna relativně stabilní. Od poloviny roku 2009 však začala švýcarská měna výrazně posilovat, do konce června 2011 se její hodnota zvýšila o 26 %. Od začátku července letošního roku do 10. srpna frank aprecioval o dalších 17 % a dosáhl své rekordně silné hodnoty 1,05 CHF/EUR. Velmi rychlé posilování v tak krátkém období pravděpodobně není dáno fundamentálními makroekonomickými faktory. K posilování franku výrazně přispěly dluhové problémy vyspělých ekonomik, především pak eurozóny, a s nimi spojené hledání „bezpečného přístavu“.



Intervence prováděné SNB na devizovém trhu již nebyly účinné v boji proti další apreciaci. V srpnu 2011 proto SNB přistoupila k nepřímým intervencím v podobě snížení rozpětí klíčových úrokových sazeb, a to z 0-0,75 p.b. až na 0-0,25 p.b. Současně výrazně navýšila dodávání likvidity na peněžní trh, nejprve z původních zhruba 30 mld. CHF na 80 mld. CHF, posléze na 120 mld. CHF a následně až na 200 mld. CHF. Zvýšení nabídky švýcarských franků bylo dosaženo neobnovováním reverzních (likviditu stahujících) repo operací a odkupem pokladničních poukázek SNB, později také měnovými swapy a repo operacemi k dodávání likvidity. Tyto operace vedly k tlaku na snížení sazeb na peněžních trzích a rovněž výrazně oslabily švýcarskou měnu, ovšem pouze dočasně.

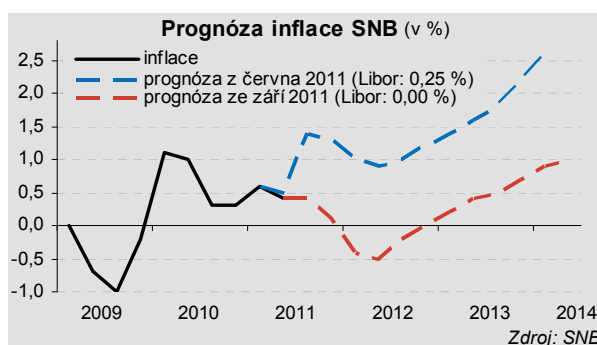
Repo operace SNB (v mld. CHF)																						
	2010												2011									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
dodávací	28	15	11	2	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18	7	25
stahovací	-	-	-	-	-	-	20	22	19	20	26	13	27	27	21	26	20	25	26	-	-	-

Když se začátkem září veškerá opatření proti posilování franku ukázala být neúčinná, SNB stanovila minimální výši měnového kurzu na úrovni 1,20 CHF/EUR, přičemž prohlásila, že při překročení této hranice bude nakupovat zahraniční měny v neomezeném množství. Dopoledne před oznámením tohoto kroku byl kurz 1,10 CHF/EUR, po oznámení se rychle zvýšil nad stanovenou minimální hranici.

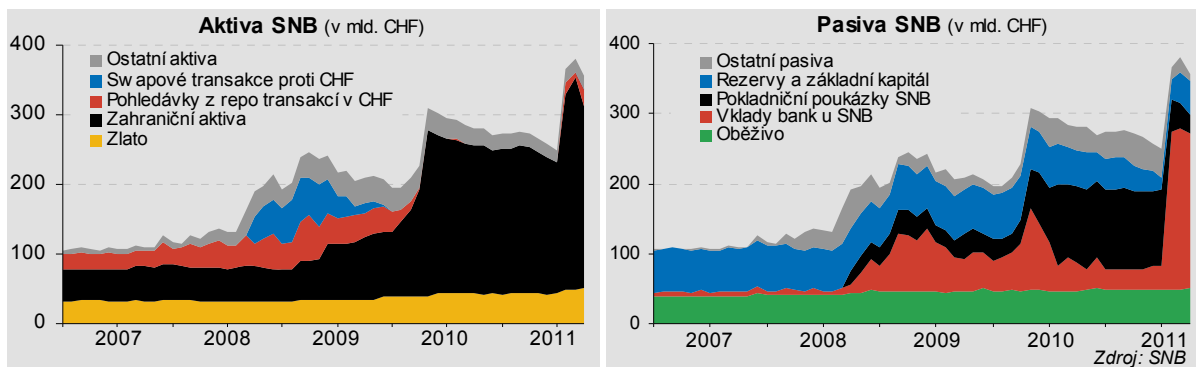


K tomu kroku vedla SNB obava z toho, že extrémně rychlá apreciacie jednak hrozí způsobit recesi, a jednak může ohrozit cenovou stabilitu. Z dotazníkového šetření SNB z července a srpna 2011 vyplývá, že negativní dopady ze zhodnocení franku pocítilo 84 % dotazovaných výrobních podniků. Exportéři reagovali na nominální posilování franku snížením marží, což však zvyšuje jejich zranitelnost v případě dalších poptávkových šoků. Poptávka po práci i investiční rozhodnutí jsou nyní navíc ovlivněny nejistotou ohledně budoucího vývoje, zhoršeným výhledem světové ekonomiky a dalšími negativními následky dluhové krize v Evropě.

Posilující frank výrazně ovlivnil také poslední prognózu inflace, která pro tento rok předpokládá míru inflace na úrovni 0,4 %, v roce 2012 -0,3 % a pro rok 2013 0,5 %. Tato předpověď je založena na předpokladu tříměsíčního Liboru na úrovni 0,0 % při mírném oslabování švýcarského franku. Pokud by však frank neoslaboval, znamenalo by to riziko ještě nižší inflace, resp. dlouhodobější deflace. Současná prognóza nízké inflace, nadále poměrně silný frank a nejistá zahraniční poptávka tak implikují potřebu uvolnění měnové politiky i do budoucna. To však může vytvářet podmínky pro další nárůst cen nemovitostí, který je již nyní relativně dynamický.



Nekonvenční měnová politika i boj SNB se silným frankem se odráží v objemu její rozvahy. Ten se z původní předkrizové úrovně 110 mld. CHF navýšil až na 245 mld. v dubnu 2009, v květnu 2010 poprvé přesáhl úroveň 300 mld a během září tohoto roku se vyšplhal téměř až na čtyřnásobek hodnoty z roku 2007, když přesáhl 380 mld. CHF. Důsledkem posilujícího franku je také ztráta centrální banky, kterou utrpěla již v roce 2010. Ztráty z přecenění (tzv. kurzové ztráty) jsou dány rozdílnou měnovou strukturou aktiv a pasiv. Z tohoto důvodu byla letos stanovena nová [dohoda](#) týkající se rozdělování jinak obvyklého zisku centrální banky Konfederaci a kantonům. Rozdělování zisku bude od letošního roku probíhat pouze tehdy, když se pro to vytvoří předpoklady, tj. pokud se rezerva SNB pro rozdělování zisků vrátí do kladných hodnot.



4. VYBRANÝ PROJEV: ZÍTRA A POZÍTRÍ – VIZE PRO EVROPU

Jean-Claude Trichet, kterému na konci října 2011 po osmi letech působení v křesle prezidenta Evropské centrální banky (ECB) vypršel mandát, [prezentoval](#) 24. října 2011 posluchačům Humboldtovy univerzity v Berlíně svoji představu o budoucím fungování Evropské unie v kontextu uplynulého vývoje a současných problémů eurozóny.

Na úvod se – dnes již bývalý – prezident ECB věnuje vztahu mezi Německem a Evropskou unií. Bilancuje svoji spolupráci s německými kolegy na legislativním zakotvení společné měny v Maastrichtské smlouvě. Zdůrazňuje, že jejich snahou bylo vtisknout Evropské centrální bance statut nezávislé instituce, jejímž primárním cílem je cenová stabilita. Připomíná, že Německo, které je považováno za motor evropského hospodářství, bylo před deseti lety hodnoceno některými komentátory jako nemocný muž Evropy. Nicméně od poloviny roku 2009 došlo k nárůstu německého HDP o 6,9 %, zaměstnanosti o 2,1 % a exportu o 25,6 %. Podle J. Tricheta není tento příznivý hospodářský vývoj výsledkem náhody, nýbrž důsledkem zdravé fiskální politiky a důsledně implementovaných strukturálních politik. Německo je tak pro něj ukázkou země, která se stala po svém sjednocení opět konkurenceschopnou ekonomikou, a to v prostředí společné měny. Při své hospodářské obnově těžila jednak z jednotného evropského trhu, jednak ze stabilního měnového prostředí (od roku 1999 dosahovala průměrná míra inflace v Německu hodnoty 1,6 %). V současné době tak představuje pozitivní příklad pro ty země eurozóny, které se snaží obnovit svoji konkurenceschopnost.

V druhé části projevu věnované měnové politice J. Trichet klade důraz na to, že cíle ECB – jako jsou stabilita, odpovědnost a nezávislost zůstávají stejné. Nicméně v případě hospodářské krize je třeba přizpůsobit politiku k jejich dosahování. Pokud se finanční instituce ocitnou ve finančních potížích, a nejsou tak schopné plnit svoji funkci v rámci transmisního mechanismu, považuje za správné přistoupit k použití nestandardních nástrojů, tj. objemově neomezených refinančních operací s fixní sazbou a plným uspokojením a intervencím na trhu s dluhopisy. Přitom použití druhého z těchto nástrojů nepovede dle J. Tricheta ke zvýšení inflace, neboť jeho cílem nebylo poskytnout dodatečnou likviditu, nýbrž podpořit transmisí měnové politiky v eurozóně. Trh s dluhopisy totiž ovlivňuje formování úrokových sazeb z úvěrů včetně hypoték. V důsledku těchto nástrojů vzrostla od začátku finanční krize hodnota rozvahy ECB o 80 %, což je mnohonásobně méně ve srovnání s některými jinými centrálními bankami (rozvaha Fedu vzrostla o 230 %, rozvaha Bank of England o 205 % a rozvaha švýcarské centrální banky o 235 %). Na závěr dodává, že použití těchto nástrojů v průběhu krize bylo plně v souladu s mandátem cenové stability. ECB zároveň prokázala svoji nezávislost na politické garnituře.

Budoucnost směřování Evropské unie spatřuje J. Trichet v užší politické integraci založené na novém institucionálním uspořádání. Navrhuje vytvoření evropského ministerstva financí, transformaci Rady EU do podoby horní komory (senátu) a současného Evropského parlamentu do podoby dolní komory nového parlamentu. Tyto nové instituce se širšími pravomocemi by pak byly zodpovědné za formování společné fiskální a hospodářské politiky podporující konkurenceschopnost při pokračujícím respektování principu subsidiarity.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 8. prosince 2011. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz.