

Stanislava Janáčková

**EVROPSKÉ SOUVISLOSTI
DEZINFLAČNÍ POLITIKY ČNB**

Praha 1998

VP č. 1

Názory a stanoviska v této studii jsou stanovisky autorky a nikoliv ČNB.

Obsah

1. Ekonomická připravenost České republiky na vstup do EU a měnová politika České národní banky	7
2. Strategie dezinflační měnové politiky ČNB v kontextu měnové politiky zemí EU	13
3. Mantinely dezinflačního procesu v české ekonomice	19
4. Dezinflace a růst: některé transmisní mechanismy měnové politiky do reálného produktu v pohledu ekonomické teorie	27
5. Vybrané náměty pro další strategii	43

Literatura

1 Ekonomická připravenost České republiky na vstup do EU a měnová politika České národní banky

Úsilí České republiky o přijetí do Evropské unie vyžaduje posuzovat již dnes její hospodářskou politiku, včetně měnové politiky, v kontextu příprav na vstup do tohoto seskupení. Hledisku postupné konvergence ČR ke stavu umožňujícímu přijetí do EU je podřízen i pohled této studie.

ČR projevila úmysl usilovat o dosažení připravenosti pro vstup do Evropské unie kolem roku 2002. Tento rok však má být zároveň klíčovou etapou Evropské měnové unie - rokem definitivního nahrazování národních měn eurem. I za předpokladu, že uskutečňování EMU bude probíhat zcela hladce, jeví se jako realističtější termín rozšiřování EU až následující období, kolem roku 2005. To výrazně nesnižuje náročnost včasné připravenosti kandidátských zemí.

Ekonomická připravenost ČR na vstup do EU bude posuzována z řady hledisek, nikoli však podle Maastrichtských kritérií. Ta mají tvořit pouze "obecný referenční rámec" pro dlouhodobou hospodářskou strategii kandidátských zemí. Respektuje se, že přijetí kandidátů do Evropské unie a jejich případné budoucí přistoupení k Evropské měnové unii představují dvě samostatné a časově odlišné etapy, zásadně se lišící svou náročností.¹

¹ Do oblastí posuzování schopnosti země přistoupit k měnové unii patří otázky

Pro prvou etapu - přijetí nových kandidátů do Evropské unie - nebyla stanovena žádná jednoznačná kvantitativní kritéria typu Maastrichtských. Posouzení okamžiku připravenosti jednotlivých kandidátů na vstup - a připravenosti Unie na rozšíření - bude záležitostí společných jednání. Položíme-li si však otázku, čím bude ovlivněna *objektivní míra* připravenosti ekonomiky ČR na vstup do EU, vystupují nepochybně do popředí zejména tři faktory:

- ekonomická úroveň (HDP na hlavu)
- míra inflace
- vnější rovnováha.

Uvedeným třem faktorům je věnována velká pozornost také ve vládním materiálu "Hospodářská strategie vstupu do Evropské unie: východiska a směry řešení" z června 1998. V nejbližších letech bude v české ekonomice velký prostor pro zlepšování těchto tří charakteristik cestou dokončení mikroekonomické restrukturalizace, včetně všech institucionálních a právních opatření, které tvoří její rámec. *Pokud jde o makroekonomickou hospodářskou politiku, zlepšování uvedených tří charakteristik si do jisté míry konkuruje, takže nebude snadné napomáhat uspokojivé úrovni připravenosti ve všech třech oblastech. Všechny tři oblasti jsou silně ovlivňovány měnovou a kurzovou politikou České národní banky.*

Vstupní pozice ČR kolem roku 2002, tak jak ji původně viděly rámcové prognostické úvahy ČNB, měla být zhruba porovnatelná s výchozí pozicí, s níž do EU v minulosti vstupovaly nejméně rozvinuté země tohoto seskupení. Srovnání s jednou variantou prognostických úvah ČNB uvádí tabulka 1. Uvádíme ji jako ilustraci, s vědomím, že podmínky v Evropě i ve světové ekonomice budou v době vstupu ČR zcela jiné než v letech 1973-1986, kdy byly tyto země do EU přijímány.

Tabulka 1

přijatelnosti společné měnové politiky (optimálních měnových zón), synchronizace hospodářského cyklu a rozdílných reakcí na vnější šoky, otázky flexibility pracovního trhu, a v neposlední řadě problémy rozdílnosti cenových a mzdových hladin a hrozcích cenových a mzdových skoků po připojení k měnové unii. Srovnej též Janáčková, S., /10/.

Ukazatel	ČR (v r. 2002)	Irsko (v r. 1973)	Řecko (v r. 1981)	Španělsko (v r. 1986)	Portugalsko (v r. 1986)
Inflace	5	15,3	19,8	11,1	20,5
Inflační diferenciál vůči průměru EU	3	6,2	8,8	5,6	15,0
HDP na obyv. (PPP) v % průměru EU	55 - 59	57,1	63,7	70,2	51,9
Běžný účet v % HDP	-2,8	-2,4	-2,4	2,1	-5,9
ERDI	2	1,0	1,2	1,3	1,8
Nezaměstnanost	10	6,2	4,0	21,1	8,3

Pramen: Zeman, I., Dopady vstupu ČR do EU v měnové oblasti, ČNB, odbor měnový, 13. března 1998, str. 22.

Podle uvedených předpokladů měla ČR mít kolem roku 2002 relativně velmi dobrou pozici z hlediska inflace, průměrnou z hlediska vnější nerovnováhy a průměrnou až horší v ekonomické úrovni - ve srovnání se vstupní pozicí výše uvedených zemí.

Vyšší důraz na míru inflace lze zdůvodnit odlišností podmínek, vzhledem k novému fenoménu Evropské měnové unie. *V časové posloupnosti však v první etapě - při samotném vstupu do EU - bude relevantní zejména ekonomická úroveň, které ČR dosáhne v relaci k průměru Evropské unie.*

Čím bude relativní pozice ČR v ekonomické úrovni nižší, tím silnější budou v zemích Evropské unie obavy z růstu nákladů na společné hospodářské politiky, obavy z přílivu levnější pracovní síly, respektive levněji (s nižšími mzdami a sociálními náklady) vyráběného zboží a obavy, že nově přistupující země se nestanou rychle rostoucím novým trhem pro zboží ostatních členů EU. Tyto obavy se projeví bezprostředně a výsledkem může být oddalování okamžiku přijetí do Evropské unie.

Je třeba uvést, že oproti předpokladům, z nichž Tabulka 1 vycházela, je nyní ekonomická úroveň ČR odhadována o něco výše. Podle údajů ČSÚ nejnovější studie OECD staví úroveň ČR zhruba na 62 % průměru EU, což trochu modifikuje úvahy o postupu dohánění (srovnej kap. 5). Ani z této vyšší úrovně však proces dohánění nebude snadný.

Také vnější nerovnováha ekonomiky ČR by evokovala v zemích EU obavy - z "kompetitivních devalvací", z růstu zahraniční zadluženosti ČR a z neschopnosti připojit se při vstupu nebo brzy po něm k mechanismu směnných kurzů ERM a obstát v jeho pravidlech. Ani to by pro jednání o přijetí nevytvářelo příznivou atmosféru. Členství v ERM má nicméně být podle dosavadních ujednání dobrovolné, což by mělo znamenat, že nebude striktně vyžadováno ani od nových členů. Flukuační interval v rámci ERM je dostatečný i pro mírné korekce vnější nerovnováhy kurzem.

Značně vysoká míra inflace by při jednáních o vstupu ČR do EU vyvolávala obavy, že česká ekonomika nedokáže kompenzovat z toho rezultující reálné zhodnocování koruny dostatečně rychlým zvyšováním produktivity. Výsledkem by pak mohlo být zhoršování vnější rovnováhy, nebo nutnost upravovat kurz - s důsledky jako v předchozím bodě. Značně vysoká míra inflace by také znamenala oddálení připravenosti ČR na případný vstup do Evropské měnové unie.

Tempo dezinflace, které si jako cíl vytyčuje ČNB, má silný vliv na tempo ekonomického růstu, a tím i na vývoj ekonomické úrovně ČR ve vztahu k zemím Evropské unie. *Má-li být inflace již před vstupem do EU snížena tak výrazně, jak předpokládají cíle ČNB na r. 2000 resp. prognóza na rok 2002, plyne z toho, že toto období bude v České republice obdobím výrazného dezinflačního úsilí. Proto se v této době budou projevovat bezprostřední negativní vlivy opakovaných dezinflačních kroků na růst - zatímco opačný, příznivý vliv nízké míry inflace lze očekávat teprve po skončení dezinflace.* V této souvislosti se autorka domnívá, že kdyby se sledování dezinflačních cílů orientovalo spíše k horní hranici vyhlášených cílových intervalů, mohlo by to poskytnout poněkud větší prostor pro růst i pro zvyšování relativní ekonomické úrovně ČR vůči průměru EU.

Transmisní mechanismy dezinflační politiky do brzdění ekonomického růstu jsou předmětem dalších částí studie. Tyto mechanismy působí v každé ekonomice, kde ceny nejsou dokonale pružné (směrem dolů) a kde cenová hladina reaguje na měnovou restrikcí až se zpožděním. V tomto mezidobí spustí měnová restrikce rychlejší přizpůsobovací procesy v reálné sféře. Výsledný pokles reálného produktu (HDP) je sice ve většině případů jen dočasný - po přizpůsobení cenové hladiny (po poklesu míry inflace) se produkt vrací na předchozí úroveň.² Negativní dopady

² Růst by se měl dokonce vlivem dosažené nižší míry inflace urychlit, diskuse k této

každého postupného dezinflačního kroku na reálný růst však trvají - podle parametrů konkrétní ekonomiky - několik měsíců až několik let. *Opakované restriktivní kroky mohou pak mít na růst významný negativní kumulativní dopad, jehož trvání již není pouze krátkodobé, nýbrž rozprostírá se přes celé dezinflační období a pokračuje ještě určitou dobu po jeho skončení.*

Kromě nepružnosti cen mohou být zdrojem nepříznivých dopadů dezinflační politiky na růst ještě další faktory - nepružnost mezd, omezení dostupnosti úvěrů (s diferencovaným dopadem na podniky), vlivy měnové restrikce a změn úrokových sazeb na bohatství domácností a na tržní hodnotu podniků.

V otevřené ekonomice se restriktivní měnová politika má tendenci přenášet přes úrokový diferenciál i do změn kurzu měny a tím brzdit čistý export zboží a služeb. Úrokový diferenciál může také vyvolávat silný příliv kapitálu. V takovém případě si cíl snižování míry inflace může konkurovat nejen s růstem, ale zároveň také s cílem snižování vnější nerovnováhy. Transmisní mechanismy, kterými působí na ekonomiku změny úrokových sazeb, změny měnového kurzu a změny peněžních agregátů se mohou v otevřené ekonomice dostat do vzájemného rozporu a působit proti sobě. Taková situace snižuje účinnost dezinflační politiky a zvyšuje náklady dezinflačního procesu.

Je pravděpodobné, že vysoce otevřená transformační česká ekonomika je zatím na některé mechanismy (ty, které vyžadují sofistikované rozhodování podniků nebo dobře rozvinutý kapitálový trh) méně citlivá - ale na jiné, zejména na vlivy jdoucí přes cenu úvěru a jeho dostupnost, je citlivější a reaguje i jinými způsoby než standardní tržní ekonomiky.

Skutečnost, že v krátkém až středním horizontu, tedy v období příprav na vstup do Evropské unie, si v České republice jednotlivé cíle - nízká inflace, růst a vnější rovnováha - budou do jisté míry konkurovat, znamená, že pro snižování inflace bude nutno něco obětovat z míry naplnění dalších cílů (existuje určité "sacrifice ratio"). Měnová restrikce má své nenulové náklady, což podtrhuje potřebu volby co nejefektivnější a rozumně dávkované dezinflační strategie.

tezi viz dále, kap. 5. Teze o dočasnosti nepříznivého efektu měnové restrikce na růst však nemusí platit, pokud se měnovou restrikcí bojuje proti inflaci, která je ve skutečnosti způsobená autonomním růstem světových cen dováženého zboží, nebo která plyne z růstu dovozních cen vlivem depreciace kurzu.

2 Strategie dezinflační měnové politiky ČNB v kontextu měnové politiky zemí EU

Základní složitost úkolů ČNB spočívá v tom, že stojí před potřebou uskutečňovat nejen protiinflační, ale *dezinflační* politiku - a to v malé otevřené ekonomice, při poměrně velkém inflačním diferenciale, a s liberalizovanými kapitálovými toky. Tyto základní charakteristiky určují možnosti i mantinely veškerých postupů, které jsou z teorie měnové politiky a ze zkušeností ostatních zemí k dispozici.

V každé ekonomice působí souběžně několik různě silných transmisních mechanismů, které vedou od měnových proměnných (nejsilněji zpravidla od peněžní zásoby, od úrokové sazby jako interní ceny peněz a od kurzu měny) k cenové hladině a k reálnému produktu. Měnová politika může tyto mechanismy využívat k cílenému ovlivňování ekonomiky, avšak žádný z nich nefunguje ideálně.

Ve strategii měnové politiky jde o to, vybrat v dané etapě ten transmisní mechanismus, který je relativně nejsilnější, nejstabilnější, nejpredikovatelnější, nejméně eratický. Ten je pak použit jako základ strategie měnové politiky příslušné země, a může být k tomuto cíli záměrnou kultivací některých pravidel i do jisté míry posílen. Ostatní - slabší, eratictější transmisní mechanismy však tím z ekonomiky nezmizí. Pokud je například za základ strategie zvolen úrok jako cena peněz, pak

mechanismy vycházející od množství peněz a od kurzu působí dále, i když eratičtěji, jejich vlivy jsou slabší, centrální banka je může do jisté míry blokovat. Nemůže je však zcela pustit ze zřetele, protože za určité situace mohou působit protichůdně a podkopávat její politiku.

Cílování inflace. Od roku 1998 vyhlásila ČNB novou strategii měnové politiky - přímé cílování čisté míry inflace. Jde o strategii založenou na transmisním mechanismu, který vychází od změn úrokových sazeb. Za základ rozhodovacího procesu slouží predikce budoucí míry inflace. Podle její odchylky od stanovených cílů jsou volena opatření měnové politiky. Cílová hranice míry čisté inflace má být pro každé další období snižována, půjde tedy o dezinflační cíle.

Strategii cílování inflace lze schematicky znázornit např. vztahem³

$$\Delta R = \alpha(\pi^F - \pi^T),$$

kde R je operativní cíl centrální banky, α je koeficient citlivosti měnového pravidla, π^F je očekávaný vývoj budoucí inflace a π^T je inflační cíl. Efektivní používání této strategie vyžaduje za prvé kvalitní prognózu očekávané čisté inflace. Za druhé, za symbolem α se skrývá transmisní mechanismus, který má působit od změny úrokových sazeb jako operativního cíle ke změně míry inflace. Jelikož jde o strategii založenou na řízení ceny peněz, nikoli množství peněz (peněžní zásoby), mají se změny repo sazby jako hlavního nástroje měnových opatření ČNB přenášet do operativního cíle, kterým je jednotýdenní PRIBOR, a dále do celé struktury úrokových sazeb v ekonomice.

Na rozdíl od některých zemí Evropské unie, které řízení úrokových sazeb používaly v rámci transmisního mechanismu fixního kurzu (úrokové sazby zajišťovaly nízký úrokový diferenciál, ten zaručoval stabilitu kurzu a tím dovoz nízké míry inflace z vnějšího prostředí ekonomiky), má v ČR být řízení úrokových sazeb použito k přímému zajišťování vnitřních dezinflačních cílů, ve vyhlášeném kurzovém režimu řízeného floatingu. Detailní podoba druhé části transmisního mechanismu, kterým se změny úrokových sazeb mají promítat do změn čisté míry inflace, zatím nebyla centrální bankou oficiálně zveřejněna.

³ Srovnej Šmídková, K. - Hrnčíř, M. /17/.

Zkušenosti zemí Evropské unie. V rámci příprav ČR na vstup do EU se logicky nabízí myšlenka, aby se česká ekonomika pokusila ve své protiinflační politice těžit ze zkušeností měnové politiky malých otevřených západoevropských ekonomik. Především je však z hlediska příprav na přijetí důležitá kompatibilita dnešní strategie ČNB s budoucím vstupem do EU a s případnou účastí ČR v systému směnných kurzů (ERM), který bude sdružovat členy EU neparticipující (prozatím) v měnové unii.

Přímé cílování inflace je v evropském kontextu poměrně nová strategie, která se zatím měla možnost osvědčit spíše pro udržování (již předtím dosažené) nízké míry inflace. V *dezinflační* měnové politice měly menší země EU i některé nečlenské západoevropské ekonomiky v minulosti dobré zkušenosti především s použitím kurzové kotvy. Překážkou imitace této strategie je však fakt, že Česká republika dnes provádí své dezinflační úsilí v podstatně jiných podmínkách, než v jakých kurzovou kotvu používala řada menších západoevropských zemí.

Skupina západoevropských zemí prováděla dezinflační úsilí společně, v rámci evropských integračních procesů. Právě z nich se odvíjely kurzové mechanismy, které udržovaly vyšší míru kurzové stability mezi členskými zeměmi navzájem (případně poskytovaly základ pro ukotvení kurzu i dalším nečlenským zemím). Značná míra vzájemné kurzové stability tlumila nebezpečí těch inflačních tlaků, které se mohou odvíjet od pohybu dovozních cen. V jistém smyslu to malé otevřené ekonomiky stavělo do pozice, jaké se jinak v boji s inflací těší jen ekonomiky velké a relativně uzavřené.

Využití kurzové kotvy (která představovala zároveň i "dovoz" měnové disciplíny) bylo významně usnadněno za prvé časovou souběžností dezinflačních procesů v celé oblasti: společným problémem byla vyšší míra inflace po rozpadu Bretton-Woodského systému a také následkem ropných šoků.

Druhým významným rozdílem oproti dnešku byla reálná možnost regulace kapitálových toků pro ty země, které se s dezinflačním úsilím opozdily, nebo kde byla inflace mimořádně vysoká - a které tedy musely při využití kurzové kotvy udržovat značný úrokový diferenciál. Regulací kapitálových toků si tyto země zajišťovaly, aby vysoký inflační a úrokový diferenciál nevedl k nadměrnému přílivu kapitálu. (Některé země příliv kapitálu donutil regulaci i znovu zavádět - viz případ Portugalska.) V sedmdesátých a do jisté míry i v osmdesátých letech byla regulace

kapitálových toků v evropském kontextu nejen obvyklou politikou, ale byla i technicky snáze proveditelná, s nižšími obtížemi a náklady než dnes.

Napodobení dezinflačních postupů, založených na kurzové kotvě, se v ČR při existenci značného inflačního a úrokového diferenciálu a při dnešní míře deregulace toků kapitálu, v minulosti ukázalo jako dlouhodobě neudržitelné.⁴

Po opuštění kurzové kotvy, tedy v režimu plovoucího kurzu (řízeného plování), bylo pro českou ekonomiku možno volit mezi strategií založenou čistě na řízení měnových agregátů, a mezi přímým inflačním cílením, opřeným o sledování širšího vějíře ukazatelů. S řízením měnových agregátů při plovoucím kurzu má v evropském kontextu dlouhodobější zkušenost z menších ekonomik jen Švýcarsko, jehož pozice jako "mezinárodního bankéře" je však dosti výjimečná. Z velkých evropských zemí praktikovala tuto strategii úspěšně SRN. Česká republika se však nemůže jednoduše opřít ani o německé zkušenosti: nejde jen o nesouměřitelný ekonomický rozměr, ale i o to, že SRN kombinovala plovoucí kurz navenek EU se značnou kurzovou stabilitou dovnitř EU. Díky orientaci velké části obchodu na země Evropské unie měly změny kurzu DEM vůči nečlenským měnám poměrně malý dopad na vývoj německé inflace (přes dovozní ceny). Měnový kurz tak v SRN nebyl pro protiinflační politiku zdaleka tak významným limitujícím faktorem, jakým se může ukázat být v otevřené, malé české ekonomice.

Přímé cílování inflace zvolily (vedle Nového Zélandu v r. 1990, Kanady v r. 1991, Austrálie v r. 1993) v důsledku krize Evropského měnového systému let 1992-93 i některé evropské ekonomiky - Velká Británie v roce 1992, Švédsko a Finsko v roce 1993 a Španělsko v roce 1994. *U většiny zemí však strategie cílování inflace nebyla nasazena pro výraznou dezinflaci, nýbrž až po dosažení určitých úspěchů ve snižování inflace. Např. Velká Británie před zavedením této strategie*

⁴ V poslední době, vlivem asijských krizí, se postoj IMF, zastávajícího deregulaci kapitálových toků, začíná dostávat pod palbu kritiky části ekonomů. V důsledku rozvoje informační techniky a růstu rychlosti a objemu kapitálových transakcí by však dnes úsilí o jejich regulaci bylo i technicky daleko obtížnější a nákladnější (regulační opatření lze snadněji obcházet). Tato skutečnost limituje i relevantnost úvah o tom, zda z hlediska potřeb dezinflační měnové politiky nebyla deregulace kapitálových toků v české ekonomice předčasná, respektive příliš rozsáhlá. Realitou je, že v ČR se jevila potřeba doplňovat kurzovou kotvu stanovováním cílových intervalů pro růst peněžní zásoby (cílováním měnových agregátů) a sterilizací přílivu kapitálu - avšak snaha o brzdění růstu peněžní zásoby se do značné míry míjela účinkem.

nejprve snížila inflaci (měřeno % růstu spotřebitelských cen) z 9,5 v r. 1990 na 5,9 v r. 1991, Švédsko z 10,5 v r. 1990 na 2,3 v r. 1992, Finsko z 6,6 v r. 1989 na 2,6 v r. 1992 - z neevropských pak Nový Zéland z 15,8 v r. 1987 na 5,7 v r. 1989, Kanada sice jen z 5,0 v r. 1989 na 4,8 v r. 1990, ale Austrálie postupně z 9,1 v r. 1986 až na 1,0 % v r. 1992. V české ekonomice bude politika přímého cílování inflace o to obtížnější, že je nasazována při podstatně vyšší míře inflace a má sloužit jako výrazně dezinflační strategie. V této roli zatím nebyla ve větším počtu zemí úspěšně vyzkoušena.

Z hlediska vstupu do EU by strategie přímého cílování inflace v budoucnu neměla být v rozporu s členstvím České republiky v mechanismu směnných kurzů ERM. V tomto směru nekompatibilita nehrozí, neboť bylo rozhodnuto, že nový mechanismus ERM, zřízený od 1. 1. 1999, bude povolovat dostatečně široký flukтуаční interval ($\pm 15\%$).

Jakmile by však ČR usilovala o těsnější kurzovou vazbu na euro (užší interval), musel by ve strategii její měnové politiky začít kurz hrát znovu větší implicitní nebo explicitní roli. To by mohlo implikovat opětovný přechod na strategii kurzové kotvy, až pro to v ekonomice ČR budou splněny podmínky (zejména z hlediska inflačního diferenciálu a vnější rovnováhy). Kurzová kotva - dokonce i explicitně nevyhlášená - by v takových podmínkách znamenala faktické přebírání měnové politiky Evropské centrální banky. Případný vstup do Evropské měnové unie by pak tento vývoj dovršil.

Proto je pro budoucí vývoj měnové strategie ČR silně relevantní fakt, že Evropská centrální banka s největší pravděpodobností zvolí pro euro strategii řízení měnových agregátů a nikoli cílování inflace.⁵ Na přebírání měnové politiky Evropské centrální banky a na eventuelní budoucí vstup do EMU by bylo třeba se v české ekonomice připravovat soustavným monitorováním a kultivací i těch transmisních mechanismů měnové politiky, které vycházejí od řízení peněžní zásoby.

⁵ V diskusích o obou strategiích, které tomuto rozhodnutí předcházely, bylo často poukazováno spíše na jejich shodné stránky (cílení měnových agregátů také vyžaduje mít alespoň implicitní inflační cíl) a na to, že obě používají v podstatě stejné nástroje. Námítkou proti řízení měnových agregátů bylo to, že v řadě evropských zemí se již v poslední době nedařilo prokázat dostatečně predikovatelný vztah mezi měnovou zásobou a HDP. Převážily však zřejmě empirické studie slibující, že v průměru za země Evropské měnové unie bude dostatečně predikovatelný vztah existovat a podmínky pro cílení měnových agregátů tedy budou dány.

3 Mantinely dezinflačního procesu v české ekonomice

ČNB při stanovení inflačních (přesněji vzato dezinflačních) cílů musí vycházet ze stavu české ekonomiky. Podobně jako v jiných zemích, i zde měnová politika může ovlivňovat pouze část celkové míry inflace - přičemž v ČR je významným faktem dosud vysoký podíl cenových deregulací na celkové inflaci. Bylo rozhodnuto cílovat tzv. čistou inflaci. Index čisté inflace je odvozen z indexu spotřebitelských cen vyloučením položek dosud regulovaných cen, cen ovlivňovaných administrativními opatřeními, a je upraven o vliv změn nepřímých daní. V současnosti zahrnuje index čisté inflace 82 % váhy celkového cenového koše.⁶

Přímé cílování inflace je ve většině zemí střednědobou strategií (cíle jsou vyhlášovány pro konec několikaletého období). Také ve strategii přímého cílování inflace ČNB bude stěžejní roli hrát střednědobý horizont, za který byl v první etapě zvolen rok 2000. Krátkodobý cíl pro rok 1998 byl vzhledem ke zpožděním v dopadu měnové politiky do značné míry již předurčen minulostí a měl sloužit spíše k verifikaci nastavení měnových nástrojů.

Ani čistá inflace není čistě monetárním jevem v tom smyslu, že by byla plně ovlivnitelná měnovou politikou. Její vývoj závisí přinejmenším ještě na vztahu mezd

⁶ Zpráva o Inflaci, ČNB, duben 1998.

a produktivity práce a na vlivu vnějšího okolí ekonomiky. Působení mzdově inflačních tlaků i kurzového vývoje bylo pro českou ekonomiku empiricky prokázáno v řadě studií. Na rozdíl od některých jiných centrálních bank ČNB nevylučuje z indexu čisté inflace vlivy změn dovážených surovin a zemědělských produktů. Jejich mimořádné, krizové změny mají být reflektovány změnou strategie. Menší, plíživé nárůsty těchto dovozních cen, pokud by nebyly v očekávané čisté inflaci rozlišeny, by však mohly vést k tomu, že ČNB bude bojovat úrokovými sazbami proti růstu čisté inflace způsobovanému autonomními vnějšími inflačními impulsy. Důležitá tedy bude analýza příčin očekávaného pohybu čisté inflace.

Velký význam pro úspěch politiky cílování inflace má její kredibilita, prosazení cílů ČNB do inflačních očekávání a chování ekonomických subjektů. Při vysokém stupni kredibility by bylo možno působit i na některé nákladové faktory inflace (mzdové požadavky) a na chování nabídkové strany ekonomiky (strategie cenové tvorby), jakož i posílit inovační klima v ekonomice. To by pomohlo dosáhnout dané míry dezinflace při nižší míře měnové restrikce a snížit tak celkové náklady dezinflačního procesu pro ekonomický růst. Otázkou však zůstává, nakolik ekonomické subjekty mohou vnímat jako významnou pro své chování a expektace i čistou inflaci, nikoli jen inflaci celkovou.

Ekonomický rozměr a celkový stav české ekonomiky staví určité mantinely pro tempo dezinflace, které si ČNB může dávat za úkol. Pro kredibilitu strategie přímého cílování inflace je velmi důležité realistické stanovení cílů. V této souvislosti je možno poukázat zejména na následující omezení či potenciální obtíže, se kterými se nová strategie musí vyrovnávat:

- Dosud omezené zkušenosti s fungováním transmisního mechanismu změn úrokových sazeb do inflace a s indikátory budoucího vývoje inflace.
- Druhotné vlivy cenových deregulací, daňových změn, popř. jiných jednorázových opatření, na čistou inflaci. To je významné zejména v podmínkách silných nejistot o dalším průběhu deregulací cen uskutečňovaných vládou.
- Závislost čisté inflace na vztahu mezd a produktivity práce. Zde jsou v poslední době příznaky zlepšení. Politika přímého cílování inflace, pokud je vysoce kredibilní, může vytvářením příznivých očekávání poklesu inflace oslabit mzdově inflační tlaky.
- Závislost čisté inflace na vývoji světových cen dovážených komodit.

- Vývoj nominálního kurzu koruny jako významný spoluurčující faktor míry inflace. V malé otevřené ekonomice nelze vyloučit odtržení kurzu od vývoje fundamentálních veličin a jeho exogenní určenost pohybem mezinárodních kapitálových trhů.
- Potenciál pro příliv kapitálu, pokud kredibilní dezinflační závazek vyžaduje stabilitu či apreciaci kurzu.
- Spojitosti měnové politiky s nedokončenou konsolidací bankovního sektoru a mikrosféry a s náklady, které si konsolidace ještě vyžádá.
- Náklady dezinflace v podobě vlivu měnové restrikce na reálný ekonomický růst a (za určitých podmínek) na vnější nerovnováhu. Tento bod uvádíme na závěr, protože se v něm kumulují i některé předchozí problémy. Lze jej však považovat za bod klíčový. V následujícím textu rozebereme blíže jen některé z výše uvedených mantinelů či problémů.

Indikátory a transmisní mechanismus změn úrokových sazeb do inflace.

Česká ekonomika je dosud ekonomikou procházející transformací, je tedy institucionálně a strukturálně silně proměnlivá. Tato skutečnost bude objektivně ztěžovat využití soustavy indikátorů budoucí inflace pro měnově politická rozhodnutí (stejně ovšem ztěžovala i práci s peněžní zásobou jako mezicílem). Základním nástrojem přímého cílování inflace má nadále být ovlivňování úrokových sazeb v ekonomice. Úspěšnost tohoto nástroje závisí na citlivosti inflace na úrokové sazby a na možnosti správného odhadu zpoždění mezi změnou úrokové politiky a dopadem na inflaci. Vyžaduje to tedy soustavně empiricky zkoumat transmisní mechanismus úrokových sazeb do míry inflace.

Důležitá je i relativní síla tohoto mechanismu oproti vlivu mechanismu změn peněžní zásoby a změn dovozních cen - protože za určitých okolností mohou uvedené transmisní mechanismy působit v ekonomice současně a proti sobě. Fakt, že se monetaristický nebo kurzový transmisní mechanismus nejeví v dané ekonomice, v dané etapě, jako nejlepší pro kontrolu inflace, ještě neznamena, že tyto mechanismy zde zcela přestaly na inflaci působit.

Jak již bylo zmíněno, v řadě zemí EU byla politika založená na řízení úrokových sazeb vlastně politikou nízkého (nulového) úrokového diferenciálu. Pracovala s transmisním mechanismem, který šel přes stabilní kurzy uvnitř EU -

akcentovala tedy dovozní ceny jako základní inflační faktor. Transmisní mechanismus pak byl: řízení úrokových sazeb - nulový úrokový diferenciál proti SRN - stabilita kurzu - stabilita dovozních cen z EU - cenová stabilita. Česká republika ale transmisní mechanismus úrokových sazeb, jdoucí přes pevný kurz, oficiálně nepoužívá - a nemůže ho používat ani implicitně, pokud má být kurzový režim řízeného floatingu brán zahraničními investory vážně a odrazovat velké spekulativní kapitálové toky.

Vliv nominálního kurzu měny na inflaci. Spojité nádoby inflace a vnější nerovnováhy. Zkušenosti České republiky ukázaly na ztrátu použitelnosti kurzové kotvy v malé otevřené ekonomice s vysokým inflačním diferenciálem, jakmile silně pokročí liberalizace kapitálových toků a naroste jejich objem. Ani po zavedení flukтуаčního intervalu $\pm 7,5\%$ nebyla situace ideální - kurz nemohl svým pohybem přispívat ke zmírňování nerovnováhy obchodní bilance, ani na druhé straně dostatečně důrazně signalizovat nebezpečí přípravy spekulativního útoku na korunu. Opuštění kurzové kotvy však přináší pro protiinflační politiku také určité problémy. Bez ohledu na kurzový režim se totiž v ČR projevuje fenomén, který bychom mohli nazvat "spojité nádoby inflace a vnější nerovnováhy".

Při pevném kurzu byl výsledkem úsilí měnové restrikce a růstu úrokových sazeb zesílený příliv kapitálu. Ten podporoval převis investic nad domácími úsporami a byl jedním ze zdrojů mezery mezi domácí poptávkou a nabídkou i deficitu obchodní bilance. Rostoucí využití zahraničních zdrojů pro investice bylo v ČR provázeno ještě i předstihem růstu mezd před produktivitou práce. Čím méně se mzdy, odtržené od produktivity, znehodnocovaly inflací, tím více tlačily na dovoz a zhoršovaly vnější nerovnováhu. Tak docházelo prostřednictvím pevného kurzu k částečnému přelivu vnitřní nerovnováhy do vnější.

Rozšíření flukтуаčního intervalu umožnilo více působit měnovou restrikcí jak na domácí inflaci, tak i na zmírnění vnější nerovnováhy (s nenulovými náklady pro ekonomický růst). Zároveň ale širší flukтуаční interval otevřel problém dopadu, který může mít na inflaci nominální znehodnocení kurzu prostřednictvím růstu dovozních cen.

Při režimu zcela volně plovoucího kurzu by se nominální kurzové změny mohly stát pro míru inflace i pro tempo dezinflace hlavním určujícím faktorem - díky

vlivu, který mají dovozní ceny v malé, vysoce otevřené české ekonomice. ČNB proto usiluje o řízené plování, při kterém by kurzové změny byly udržovány v určitých mezích. Spojité nádoby inflace a vnější nerovnováhy však mohou působit i v režimu řízeného plování: nominální zhodnocení měny by mělo tendenci přispět k prohloubení obchodního deficitu, ale usnadnilo by dezinflaci. Znehodnocení měny působí naopak jako jeden z faktorů příznivých pro vnější rovnováhu, ale má nepříznivý vliv na vývoj inflace. Také kurzové intervence centrální banky budou mít tento protichůdný dopad na inflaci a vnější rovnováhu (na tom nic nemění fakt, že kurz je pouze jedním z faktorů vývoje vnější rovnováhy). Prostřednictvím pohyblivého kurzu se může nejen vnitřní nerovnováha přelévat do vnější, ale může docházet i k přelivu opačným směrem. Centrální banka rozhodně nemůže ve jménu boje s inflací pustit starost o vnější rovnováhu ze zřetele. Existuje silná zpětná vazba obchodní a platební bilance, devizových rezerv a měnového kurzu na inflaci.

Zároveň centrální banka nemůže mít pohyb kurzu vždy plně pod kontrolou. Ani kurzové intervence ani úsilí o zdravý ekonomický vývoj nevyločí spekulativní kurzové výkyvy a nezamezí možnému odtržení kurzu od vývoje fundamentálních veličin ekonomiky. Depreciace kurzu by se pak mohla stát pro dezinflační politiku exogenně daným omezením. .

Potenciál pro příliv kapitálu při řízeném plovoucím kurzu. Vysoce kredibilní dezinflační závazek centrální banky by za určité situace na mezinárodních kapitálových trzích mohl v kombinaci s vysokým úrokovým diferencíálem vyvolat opět silný příliv krátkodobého zahraničního kapitálu.

Je zřejmé, že při silné prioritě vnitřní rovnováhy by mohly ohledy na inflační cíle centrální banky nutit k jednostranným kurzovým intervencím, které se stanou predikovatelnými. Vědomí, že dezinflační záměry nutí centrální banku zabraňovat znehodnocování měny, snižuje v očích zahraničních investorů kurzové riziko a stírá tak rozdíl mezi působením režimu fixního kurzu a řízeného plování.

Vysoké úrokové sazby urychlují příliv kapitálu a růst peněžní zásoby. Záleží pak na tom, zda transmisní vztah mezi pohybem peněžní zásoby a inflací je *slabší než vztah mezi úrokovými sazbami a inflací*. Ani to však nezaručuje, že nadměrný růst peněžní zásoby dezinflační cíle zčásti nepodryje. Navíc silný příliv spekulativního kapitálu by ohrožoval i kurz.

Kombinace vysokých úrokových sazeb a liberalizace kapitálových toků by mohla vést i k situaci na ostří nože - kdy apreciacie a dokonce i kurzová stabilita hrozí inflačním vlivem přílivu kapitálu, a znehodnocení kurzu zase depreciační inflací přes dovozní ceny. Udržování vysokých úrokových sazeb by pak nemuselo být dostatečnou zárukou dezinflačního vývoje a mohlo by se dokonce stát ve vztahu k dezinflačním cílům i kontraproduktivním.

Spojivosti měnové politiky s nedokončenou konsolidací bankovního sektoru a mikrosféry. Bankovní sektor ČR nesl a nese náklady transformace a privatizace a celého procesu postupné konsolidace mikrosféry české ekonomiky. Jeho vlastní konsolidace přitom ještě není dokončena. Na fakt, že to snižuje efektivnost měnové politiky, poukázal i poziční materiál EU.

K tomu se v současnosti přidává i určitý "asijský syndrom".⁷ Zahraniční investoři podmiňují svou důvěru k českým bankám přehodnocením záruk za úvěry a vytvářením vyšších rezerv. Tento požadavek je oprávněný, nicméně zpomaluje konsolidaci bankovního sektoru a zvyšuje nebezpečí, že do ekonomiky bude nutno na tento účel pustit další prostředky. Kompenzovat to plošnou měnovou restrikcí by pak fakticky znamenalo neúspěšným dávat a úspěšným brát.

Náklady dezinflace v podobě dopadu měnové restrikce na reálný ekonomický růst, případně na vnější nerovnováhu. Jak bylo uvedeno, snížení inflace se většinou neobejde bez nákladů v podobě dočasného zpomalení ekonomického růstu. Dokazují to empirické zkušenosti a ekonomická teorie nabízí pro tento fakt různé roviny vysvětlení - od původně empiricky odvozeného vztahu vyjádřeného Phillipsovou křivkou, až po odvozování konkrétních mechanismů,

⁷ Původ asijské měnové krize je některými analytiky spatřován v řetězci příčin, který začíná od přílišného přílivu kapitálu - mimo jiné i pod vlivem implicitních nebo explicitních záruk státu, vnímaných zahraničními investory (projevil se zde možná i problém morálního hazardu, kdy po mexické krizi investoři spoléhali na mezinárodní záchranné akce). Zájem zahraničních investorů vyhnal nahoru ceny nemovitostí, a nerealisticky oceněné nemovitosti pak byly používány jako záruky pro rozpůjčení přitékajícího kapitálu domácími bankami. Při měnové krizi, kdy asijské ekonomiky ztratily důvěru zahraničních investorů, pak zároveň ceny nemovitostí rychle klesaly, takže domácí banky náhle neměly dostatečně pokrytá svá rizika. Vědomí podobného nebezpečí se per analogiam přenáší do pohledu zahraničních investorů na další země, včetně České republiky (i zde zahraniční investoři počítali se státní zárukou v podobě státních podílů ve velkých bankách).

kterými může v určitých teoretických modelech restriktivní měnová politika působit na reálný output. V modelech pro otevřenou ekonomiku se brzdící vliv měnové restrikce na růst může za určitých předpokladů prosazovat i prostřednictvím brzdění čistého exportu, takže zhoršování obchodní bilance je dalším nákladem dezinflace.

Převažuje shoda názorů v tom směru, že negativní vliv restriktivní měnové politiky na zpomalení ekonomického růstu je většinou dočasný, trvá jen po omezený počet let (zhruba 2-3 roky je odhad pro země Evropské unie). V tomto smyslu se vliv jednorázové měnové restrikce dá označit za krátkodobý. Nicméně při opakovaných dezinflačních krocích prováděných po dobu několika let půjde celkově o vliv střednědobý až dlouhodobý - posílený tím, že dopady jednotlivých kroků se zčásti budou v čase kumulovat.

Tento dopad tedy nelze podceňovat, zejména v české ekonomice, kde několikaleté významné zpomalení (stagnace) růstu by mohlo znamenat ztrátu tempa transformace a restrukturalizace. Je nesporné, že pokračování restrukturalizace mikrosféry závisí na řadě institucionálních opatření a dalších vlivů, které bezprostředně s růstem ekonomiky nesouvisejí. Pokles temp růstu HDP však má také vliv na určitý segment restrukturalizace. Jako příklad lze uvést, že zpomalení růstu sice nutí podniky k efektivnějšímu využívání existujících zdrojů a k eliminaci přezaměstnanosti, ale na druhé straně podvazuje zdroje pro výraznější a dlouhodobý vzestup produktivity, který je závislý na investicích a inovacích. Nebezpečí negativního dopadu rychlé dezinflace na ekonomický růst je tedy jedním z limitujících faktorů pro razantnost dezinflační politiky ČNB.

Toto omezení je důležité i v kontextu úsilí ČR o přijetí do Evropské unie, kdy nižší ekonomická úroveň (HDP na obyvatele) v přijímané zemi znamená vyšší potenciální náklady pro rozpočet EU, vyšší obavy z konkurence levné pracovní síly, a s pokračující integrací i vyšší nebezpečí prudkých mzdových a cenových pohybů v nově přijaté zemi.

V ekonomické teorii i v empirických studiích se v současnosti oživuje zájem o nové poznatky o vztazích mezi dezinflací a růstem, o době trvání dočasných negativních efektů pro růst, a o konkrétních transmisních mechanismech, kterými měnová politika může reálný produkt a růst ovlivnit. Některým bude věnována pozornost v dalších kapitolách této studie.

Na druhé straně chceme předem vyvrátit možné nedorozumění, které se často vyskytuje při zmínce o "nutnosti volby mezi inflací a růstem". Zejména ekonomové vyspělých zemí, s nízkou mírou inflace, chápou takovou úvahu automaticky jako skrytý úmysl dovolit míře inflace, *aby se zvýšila*, v naději že tím bude dosaženo vyššího ekonomického růstu. V této rovině se tato studie v žádném případě nehodlá pohybovat. Pro českou ekonomiku je nezbytností proces *snižování míry inflace*. Veškeré úvahy by se tedy měly pohybovat v rovině otázky, *jak rychlé tempo dezinflace si tato ekonomika může dovolit, aniž by byl příliš podvázán ekonomický růst* - a tím znesnadněn jak určitý segment restrukturalizace mikrosféry, tak i jeden ze segmentů přípravy české ekonomiky na přijetí do Evropské unie. Podobně je nutno postavit i otázku mezi tempem dezinflace a kurzovou politikou, která má vliv na vnější nerovnováhu. Jde tedy o problém vyváženosti při naplňování cílů, které si *v nejbližším několikaletém dezinflačním období* navzájem konkurují - přestože obecně a v dlouhodobém kontextu *již dosažená* nízká míra inflace naopak růst podporuje (a působí příznivě i na vnější rovnováhu).

4 Dezinflace a růst: některé transmisní mechanismy měnové politiky do reálného produktu v pohledu ekonomické teorie

Jednoduchý učebnicový výklad pro uzavřenou ekonomiku říká, že dočasný pokles reálného produktu po měnové restrikci může být způsoben nepružností cen a tvarem křivky agregátní nabídky - krátkodobá nabídková křivka není svislou přímkou, "sedící" v bodě potenciálního outputu, nýbrž je pružná vůči úrokové míře. V takovém případě může měnová restrikce a růst úrokové míry způsobit dočasný pokles reálného produktu. Teprve v delším období ceny absorbují vliv opatření měnové politiky, inflace klesne a produkt se vrátí zpět na vyšší úroveň. Nicméně, přizpůsobovací procesy mohou být tak pomalé, že návrat produktu na původní vyšší úroveň může trvat řadu let - což představuje nevratnou ztrátu pro celkový reálný ekonomický růst dosažený za dané období.⁸

Podrobnější analýzy hledají přímo konkrétní transmisní mechanismy, kterými se může prosadit vliv měnové politiky na reálný produkt. Pokusíme se zmínit jen **některé často uváděné transmisní mechanismy měnové politiky do reálného produktu, bez nároku na jejich vyčerpávající přehled nebo na přesné roztřídění**

⁸ Za určitých předpokladů může na produkt dočasně negativně působit i sama dezinflace, a to prostřednictvím mechanismu krátkodobé Phillipsovy křivky (viz dále).

podle teoretických proudů. Z obecného hlediska tento směr analýzy představuje snahu o překonání klasické dichotomie mezi reálným a finančním sektorem, úsilí o nahrazení striktní neutrality peněz vůči reálnému produktu realističtějšími pohledy.

Nejznámější modelové přístupy vycházejí z toho, že centrální banka kontroluje peněžní zásobu a (nebo) ovlivňuje úrokové sazby a odtud pak vede transmisní mechanismus k reálnému produktu. Existují však i další možné transmisní mechanismy. Vliv dezinflace na reálný produkt budeme pro zjednodušení uvažovat v rámci modelů pro uzavřenou ekonomiku - zatímco modely otevřené ekonomiky použijeme v další části především k ilustraci možných vztahů mezi dezinflací a vnější nerovnováhou.

4.1 Modely pro uzavřenou ekonomiku

Nejprve pro srovnání uvedeme případ, kdy k transmisi do reálného sektoru nedochází. **Striktní neutralita peněz vůči outputu: transmise měnové politiky jde pouze do cen (do míry inflace).** Tento pohled vychází z předpokladu, že centrální banka kontroluje přes velikost peněžní zásoby v ekonomice přímo cenovou hladinu a její pohyb (míru inflace). Pokud jsou ceny dokonale pružné, okamžitě svým pohybem uzavírají každou vzniklou mezeru mezi agregátní poptávkou a nabídkou, takže peníze jsou vůči reálnému outputu zcela neutrální - změny peněžní nabídky nemají dopad do reálného produktu. Takový pohled na ekonomiku má kořeny v klasické dichotomii mezi reálným a finančním sektorem: v reálném sektoru jsou determinována vyráběná množství a relativní ceny. Absolutní cenová hladina pak závisí na množství peněz v oběhu, podle rovnice kvantitativní teorie peněz $Mv=pQ$. Tento pohled je silně spojen právě se striktní verzí kvantitativní teorie peněz, tedy s předpokladem stabilní důchodové rychlosti oběhu v . Znamená to, že se měnová politika (změna nabídky peněz) bude proporcionálně promítat do úrovně nominálního produktu - a díky dokonale pružným cenám se její vliv vyčerpá pohybem cenové hladiny, takže reálný produkt se nezmění.

V jednoduchém grafickém vyjádření by takový pohled implikoval, že ekonomika se vyznačuje svislou křivkou agregátní nabídky v bodě potenciálního

outputu. Pokud expanzivní měnová politika vyvolá posun křivky agregátní poptávky směrem vzhůru, zvýší se pouze cenová hladina, nikoli však reálný produkt.

Model ovšem funguje symetricky i směrem dolů - restriktivní měnová politika také nesníží reálný produkt, nýbrž pouze nominální produkt a cenovou hladinu. Měnová restrikce sice posune křivku agregátní poptávky dolů, ale při dokonalé pružnosti cen se to okamžitě promítne do poklesu cen, které absorbují celý přizpůsobovací proces. Ekonomické subjekty nemají důvod reagovat omezením outputu. (Častý předpoklad je přizpůsobení cen v nulovém čase.) Nový bod rovnováhy leží na stejné úrovni reálného produktu.

Moderní monetarismus: spojení transmisních mechanismů do reálného i peněžního sektoru rozlišením krátkého a dlouhého období. Moderní ekonomická teorie vnáší do této analýzy rozdílný časový horizont.⁹ Neutralitu peněz a existenci svislé křivky agregátní nabídky zastává pro dlouhé období jako výsledek přizpůsobovacího procesu. Ten však začíná krátkodobými dopady měnové politiky, ovlivňujícími reálný output. Uznává se tedy, že krátkodobě existuje nesvislá křivka agregátní nabídky, a že přizpůsobovací proces po posunu křivky agregátní poptávky zahrnuje v první fázi změnu reálného produktu. V delším období jsou to nicméně opět ceny, které se plně přizpůsobí. Cenová hladina se trvale změní a reálný produkt se vrátí zpět na svou původní úroveň.

Potřeba rozlišovat krátké a dlouhé období může být nahrazena předpokladem racionálních očekávání: ekonomické subjekty nebudou měnit úroveň reálného outputu pod vlivem krátkodobých nerovnováh, protože racionálně předvídají přizpůsobení cen.

V ekonomice, kde nejsou ceny dokonale pružné ani očekávání dokonale racionální, bude však část přizpůsobovacích procesů dočasně absorbována i reálným outputem.

⁹ Za vůdčí osobnost soudobého monetarismu je díky svým významným pracím o kvantitativní teorii peněz uznáván Milton Friedman. Moderní monetaristická teorie se významně přenesla i do měnové politiky. V současnosti se prosazuje ve volnější podobě v tzv. "pragmatickém monetarismu", jehož výraznou představitelkou je v evropském rámci Bundesbanka v SRN. Tato koncepce silně ovlivňuje i přípravu budoucí měnové politiky pro euro.

Model IS-LM: krátkodobá transmise změn nabídky peněz do reálného sektoru při nepružných cenách (přes úrokovou sazbu). Tradičním nástrojem analýzy mechanismů přenosu měnové politiky do reálného sektoru je model IS-LM, vycházející zčásti z keynesiánských kořenů a tedy z popření klasické dichotomie mezi reálnými a peněžními procesy. Keynesovská teorie také přinesla odlišný pohled na úrokovou míru, když akcentovala spíše její roli na trhu investic, než na peněžním trhu.

Model IS-LM je určitým pokusem o syntézu obou rolí úrokové míry¹⁰, přitom si však zachovává část keynesiánských rysů, zejména rozhodující roli agregátní poptávky pro určení rovnovážné úrovně důchodu (předpoklad, že reálná agregátní nabídka je vždy schopna se přizpůsobit poptávce, což je spíše atributem ekonomiky, pohybující se pod potenciálním produktem). Aparát křivek IS-LM lze nicméně použít i v obecnějším kontextu pracujícím s pohyby okolo potenciálního produktu a počítajícím v delším období s cenovým přizpůsobováním (krátkodobě reálný produkt může vzrůst nad potenciální, znamená to však nadoptimální využití výrobních zdrojů, což v delším období vyvolá růst cenové hladiny a návrat reálného produktu na výchozí úroveň).

Pro výklad transmise měnové politiky do reálného sektoru model IS-LM zachovává předpoklad stálosti cenové hladiny (nepružných cen) - kdy není nutno explicitně rozlišovat mezi pohyby nominálních a reálných veličin (nabídky a poptávky po penězích, úrokové míry, produktu, atd. - nominální i reálné veličiny se pohybují identicky). Přijmeme-li předpoklad nepružnosti cen jako plauzibilní pro krátké období, lze model IS-LM použít k analýze krátkodobých dopadů měnové politiky.

Schematicky lze dopad měnové restrikce v tomto modelu zobrazit následovně¹¹

$$M \downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow Y \downarrow,$$

kde M je peněžní zásoba, i_r úroková míra, I jsou investice (investiční výdaje) a Y je reálný důchod (produkt).

¹⁰ Poprvé byl formulován J.R. Hicksem ve stati Mr. Keynes and the Classics. A Suggested Interpretation, *Econometrica*, 1937, str. 147-159.

¹¹ Obrázky, které bychom mohli použít k ilustraci tohoto schématu, lze najít v každé učebnici makroekonomie - s tím rozdílem, že tam je většinou znázorněna měnová expanze, kdežto my bychom zde analogicky zakreslovaly měnovou restrikci. Podrobněji k průběhu křivek viz např. R. Dornbusch - S. Fischer, *Makroekonomie*, SPN, Praha 1994.

Jinak řečeno, snížení nabídky peněz vyžaduje pro obnovení rovnováhy na trhu peněz vyšší úrokovou míru. Vyšší úroková míra z hlediska rovnováhy na trhu statků implikuje nižší investiční výdaje a tím i nižší rovnovážnou úroveň důchodu. Měnová restrikce tak vede k poklesu reálného produktu. Tento efekt může být zamýšlený, pokud je měnová politika používána jako anticyklický nástroj. Stejný efekt ale nastává jako *nezamýšlený důsledek* dezinflační měnové politiky, pokud ceny jsou alespoň krátkodobě nepružné směrem dolů.

Moderní měnová politika často pracuje spíše prostřednictvím změn ceny peněz - úrokové míry - než prostřednictvím změn množství peněz (změn peněžní zásoby). Logika rovnováhy obou trhů v IS-LM modelu zpravidla¹² vyžaduje, aby při změně úrokové sazby se měnila i peněžní zásoba (např. když centrální banka zvýší úrokovou sazbu, zároveň stahuje část peněz operacemi na volném trhu, aby vyrovnala nabídku s poptávkou při nové úrokové sazbě). V praktické politice může být přechod od peněžní zásoby k řízení úrokových sazeb motivován empiricky zjištěnou nestabilitou vztahu mezi peněžní zásobou a reálným důchodem.¹³

USA: příklad využívání transmise měnové politiky do reálného produktu? Potenciální růst a "GDP gap" . Přestože konkrétní rozhodovací postupy Federálního rezervního systému (FED) v USA nejsou oficiálně zveřejňovány, domnívají se někteří odborníci, že kromě boje s inflací jako dlouhodobého cíle sledoval FED od konce 80. let i krátkodobé zmírňování cyklických výkyvů - snažil se využívat transmise měnové politiky do reálného produktu k minimalizaci mezery mezi skutečným a potenciálním outputem, skutečným a potenciálním tempem růstu. K výkladu pravděpodobného použití tohoto transmisního mechanismu využijeme přístup popsáný v roce 1996 A. Blinderem, tehdy vicepresidentem Rady guvernérů Federálního rezervního systému.¹⁴

Potenciální tempo růstu HDP je dáno tempy růstu výrobních faktorů a jejich produktivity. Skutečné tempo růstu HDP se pohybuje cyklicky kolem potenciálního

¹² Souběžnost změn nabídky peněz a změn úrokové míry nemusí platit v krajních případech svislé nebo vodorovné křivky LM. Situace by také vypadala jinak v modelu IS-LM pro otevřenou ekonomiku, respektive v Mundell-Fleminogově modelu (viz další kapitola).

¹³ Dalším motivem, který nacházíme u řady evropských bank, bylo přebírání měnové politiky Bundesbanky pomocí stabilního kurzu - pak je však řízení úrokových sazeb nástrojem kurzové stability, nikoli nástrojem autonomní měnové politiky.

¹⁴ Blinder, Alan S., /2/.

tempa, a může být ovlivněno měnovou politikou prostřednictvím jejího dopadu na reálné úrokové sazby. Reálné úrokové sazby mají v USA bezprostřední vliv na vývoj investic do fixního kapitálu, na bytovou výstavbu, na poptávku po předmětech dlouhodobé spotřeby - přičemž další součásti agregátní poptávky jsou jimi ovlivňovány nepřímo.

Podle empirických výzkumů se v USA míra inflace vyznačuje značnou mírou inerce a potenciálnímu tempu růstu by odpovídala víceméně stabilní míra inflace. Nejčastější silou působící změny míry inflace je v USA mezera mezi skutečným a potenciálním outputem - "GDP gap". Je-li skutečný HDP pod potenciálním, míra inflace má tendenci klesnout a naopak. "GDP gap" reaguje na změny reálných úrokových sazeb. Ty může FED ovlivnit prostřednictvím změn nominální úrokové sazby z federálních fondů. V rámci toho může také krátkodobě volit mezi zaměstnaností (respektive reálným produktem, reálným růstem) a inflací.

Za neutrální je pak možno považovat měnovou politiku vedoucí k takové úrovni reálných úrokových sazeb, při které je skutečný HDP roven potenciálnímu - neexistuje tedy "GDP gap" (po proběhnutí všech zpoždění a při absenci náhodných šoků). Je zřejmé, že podle této definice je neutrální měnová politika zároveň konzistentní s konstantní mírou inflace ve střednědobém horizontu. Restriktivní měnová politika (tight money) je každá, při které jsou reálné úrokové sazby vyšší než by odpovídalo politice neutrální, a která tedy usiluje o snížení míry inflace. Opačně je definována expanzivní měnová politika (easy money).

Odborníci se domnívají, že FED měnil úrokové sazby, když se objevil "GDP gap", nebo když se inflace odchýlila od míry odpovídající určité dlouhodobé cílové úrovni (která má odpovídat potenciálnímu produktu a odhaduje se na 2 %). Toto chování lze směrem do minulosti empiricky prokázat a bylo popsáno tzv. Taylorovým pravidlem.¹⁵

Problémem anticyklického ovlivňování ekonomiky měnovou politikou je však správný odhad neutrální výše reálné úrokové míry a dále to, že centrální banka může přímo ovlivňovat jen nominální úrokovou míru - a vliv na reálnou míru je zprostředkován nejen běžnou mírou inflace, ale též inflačními expektacemi. Snaha vyrovnávat cyklické odchylky sebou proto nese určitá nebezpečí. Je-li inflace vyvolána jinou příčinou než "GDP gap", může tato měnová politika nezamýšlenou

¹⁵ Podle prof. Johna Taylora ze Stanford University, který je na základě empirických studií formuloval pro období od roku 1987 do první poloviny 90. let.

odchylku od potenciálního produktu naopak vyvolat. Dalším nebezpečím je přestřelování cíle. Např. pokud centrální banka stanoví nominální úrokovou míru na takové úrovni, že reálná úroková míra bude vyšší než neutrální, inflace klesne ale otevře se "GDP gap" v tom směru, že skutečný HDP bude nižší než potenciální. Nezmění-li pak centrální banka včas nominální úrokovou míru, bude pokles inflace vyvolávat ještě další růst reálné úrokové míry a další rozevírání mezery mezi skutečným a potenciálním HDP - vznikne dezinflační spirála. Omyl v opačném směru hrozí vznikem inflační spirály.

Praktické ovlivňování odchylek od potenciálního produktu a výkyvů míry inflace pomocí nominálních úrokových sazeb přes sazby reálné vyžaduje dlouhodobé zkušenosti s chováním příslušné ekonomiky. V USA bylo nepochybně usnadněno velkým ekonomickým rozměrem a relativně menší otevřeností - autonomní vliv domácích úrokových sazeb je o něco slabší v malých otevřených ekonomikách, pokud subjekty více využívají zahraniční úvěry a reagují tedy do jisté míry i na zahraniční sazby.

Phillipsova křivka: transmise poklesu míry inflace do nezaměstnanosti a snížení reálného produktu. Phillipsova křivka nebývá přímo zařazována do analýzy transmisních mechanismů měnové politiky do reálného sektoru, nicméně je vhodným nástrojem pro zobrazení některých možných dopadů změn míry inflace, vyvolaných měnovou politikou, na zaměstnanost, produkt a ekonomický růst. Phillipsova křivka vychází z růstu cenové hladiny jako procesu, tedy z existence určité míry inflace a ze změn této míry.¹⁶ Rozebereme zde případ, kdy ekonomické subjekty existující míru inflace již zahrnují do svých očekávání a do svých ekonomických rozhodnutí. Zajímají nás důsledky neočekávaného snížení existující míry inflace na zaměstnanost a output - a to nejprve krátkodobý dopad, a pak, po posunu krátkodobé Phillipsovy křivky, dlouhodobý výsledek dezinflace.

Předpokládejme, že dezinflační měnová politika sníží inflaci. Podnikatelé zjistí, že při dané úrovni nominálních mezd je skutečná reálná mzda (díky nižší míře

¹⁶ Jednorázový pokles cenové hladiny lze samozřejmě interpretovat jako snížení míry inflace (případně jako míru deflace) v určitém období.

inlace) vyšší než očekávali. To je přiměje, aby krátkodobě omezili výrobu a zaměstnanost.¹⁷

V delším období se však předpokládá, že vyšší nezaměstnanost sníží mzdové požadavky a vyvolá pokles nominálních i reálných mezd - což následně dovolí, aby se výroba a zaměstnanost vrátila na výchozí úroveň. Trvalým výsledkem je nižší míra inflace, která již zůstává zachována. (Dlouhodobá Phillipsova křivka je vertikální - dezinflační měnová politika omezí inflaci, přičemž output a zaměstnanost se v dlouhém období nezmění.)

Otázkou zůstává délka přizpůsobovacího období. Při dokonale pružných mzdách by mohla být i krátkodobá Phillipsova křivka vertikální přímkou - přizpůsobení nižší míře inflace by šlo přes mzdy a ne přes pokles produktu. Pokud však jsou mzdy vysoce nepružné (v tomto případě směrem dolů), bude vliv poklesu míry inflace na output významnější a delší - negativní dopad na zaměstnanost a produkt potrvá několik let. Může jít např. o situaci, kdy ekonomické subjekty zbrzdění inflace neočekávaly, protože vyhlášená dezinflační politika nebyla dostatečně kredibilní. To znamená, že i poté, co je prvotní nepříznivý vliv měnové restrikce na produkt převážen jejím blahodárným vlivem na cenovou hladinu, může být za určitých nepříznivých okolností spuštěn ještě krátkodobý mechanismus Phillipsovy křivky a dále produkt zbrzdit.

Transmise růstu úrokových sazeb do reálného sektoru přes objem a dostupnost úvěrů. V poslední době roste v úvahách o transmisních mechanismech měnové politiky pozornost věnovaná "objemové" dostupnosti bankovních úvěrů pro financování investic. Pokud jsou totiž bankovní úvěry (alespoň pro část firem) rozhodujícím zdrojem financování investic, je třeba vzít v úvahu vliv měnové restrikce nejen na cenu úvěrů, ale i na jejich objem (dostupnost). Vysoké úrokové sazby snižují dostupnost úvěrů a vyvolávají problém nepříznivého výběru (adverse selection) - projekty, které slibují svým výnosem pokrýt vysoké úroky, jsou

¹⁷ Uvádíme jedno z možných vysvětlení, jak mechanismus krátkodobé křivky funguje. Možných vysvětlení je více v závislosti na předpokladech o způsobu rozhodování zaměstnanců a podnikatelů. Např. v modelech používajících předpoklad racionálních očekávání lze vyvodit, že k poklesu produktu nedojde a že již krátkodobá Phillipsova křivka je vertikální přímkou.

zpravidla také vysoce rizikové. Další problém je "morální hazard" - vysoké sazby zvyšují podíl nesplacených úvěrů a mohou podkopávat celkovou platební morálku.¹⁸

Tobinovo q: transmise změn nabídky peněz do reálného produktu přes ceny akcií. V ekonomikách, kde kapitálový trh hraje velkou roli ve financování firem - relativně větší roli než bankovní úvěr - může transmise začínající snížením množství peněz v ekonomice působit (spíše než přes úrokovou míru) prostřednictvím změn v cenách finančních aktiv - akcií a obligací (equities). Veličina zvaná Tobinovo q¹⁹ je vztah mezi burzovní hodnotou firmy (tj. aktualizovanou hodnotou toku jejích budoucích dividend) a momentální reprodukční hodnotou jejího kapitálu. Můžeme nyní rozlišovat následující případy:

Je-li q větší než 1 - burzovní hodnota firmy je vyšší než její reprodukční hodnota (firmy jsou burzou nadhodnoceny). V této situaci jsou nové investiční statky levné v relaci k burzovní hodnotě firem. Zároveň, když firmy v takové situaci vydají nové akcie, mohou za ně dostat vyšší ceny v relaci k cenám nových investičních statků. To je vede, aby více investovaly.²⁰

Pokud v počáteční situaci bylo $q = 1$, vyvolá měnová expanze růst q nad 1. Při měnové expanzi totiž subjekty zjistily, že drží více peněz než zamýšlely, a zbavují se jich nákupem akcií, jejichž cena pak stoupá. (Alternativní vysvětlení je, že při měnové expanzi a poklesu úrokové míry se ekonomické subjekty zbavují aktiv nesoucích úrok a investují do akcií, aby snížily vliv měnové politiky na své příjmy - z toho plyne růst cen akcií a růst q .) Je-li q větší než 1, podniky více investují, což vede k růstu ekonomické aktivity a k růstu reálného produktu.

Naopak, je-li q menší než 1, pro firmy není výhodné nakupovat nové investiční statky, protože ty jsou drahé v relaci k tržní hodnotě firem. Restriktivní měnová politika a růst úrokové míry způsobuje, že se subjekty zbavují akcií a investují do aktiv nesoucích úrok a že ceny akcií klesají. Burzovní hodnota firem klesne pod jejich reprodukční hodnotu, podniky investují méně, což vede k poklesu ekonomické aktivity.

¹⁸ Tento mechanismus může mít značnou sílu v české ekonomice, viz dále.

¹⁹ Srovnej Tobin, J., /18/.

²⁰ Obdobně se bude více investovat i do bytové výstavby, protože expanzivní měnová politika vyvolá také růst cen půdy, domů a bytů v relaci k pořizovací hodnotě.

Jednoduché schéma transmise měnové restrikce by v tomto případě vypadalo:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow,$$

kde P_e jsou ceny akcií.

Určitým zamlčeným předpokladem tohoto pohledu je, že pokles investiční poptávky povede k poklesu reálného produktu a nebude tedy absorbován poklesem cen. Mění se ceny akcií, ale nemění se současně ceny investičních a ostatních statků.

Uvedený transmisní mechanismus vyžaduje silný vliv kapitálového trhu, takže (na rozdíl od USA) se jeho význam pro evropské ekonomiky zatím nedaří empiricky prokázat.

Transmise přes změny bohatství ekonomických subjektů do reálného produktu. Tento mechanismus akcentoval keynesiánský ekonom F. Modigliani. Vychází z toho, že ekonomické subjekty mají určitý životní cyklus spotřeby a investování. Je přijata hypotéza, že subjekty (domácnosti) maximalizují intertemporálně svůj užitek, a podřizují tomu spotřebu v různých obdobích. Alokace mezi spotřebu a investice je založena na teorii permanentního důchodu (subjekt usiluje o udržení určité permanentní úrovně důchodu v čase).

Mechanismus opět působí zejména přes kapitálový trh: měnová expanze a růst úrokové míry vyvolá růst cen akcií²¹, to zvýší bohatství ekonomických subjektů, a tím i jejich celoživotní zdroje. Růst bohatství je vede k tomu, aby zvýšili spotřebu.

Měnová restrikce má opačný vliv, jednoduché schéma transmise měnové restrikce by tedy bylo:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{bohatství} \downarrow \Rightarrow \text{spotřeba} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Poslední článek - relace mezi spotřebou a důchodem - předpokládá opět v keynesiánské logice že úroveň reálného důchodu (produktu) je dána poptávkově a

²¹ I tato transmise může fungovat také přes růst cen realit, zejména půdy, domů a bytů.

nabídka se přizpůsobí, a že po poklesu spotřební poptávky klesne reálný produkt - nestane se, že by přizpůsobení šlo (zcela nebo zčásti) přes pokles cen (dezinflaci).

4.2 Modely pro otevřenou ekonomiku

Transmise do reálného produktu a obchodní bilance přes měnový kurz - otevřený IS-LM model s pružným kurzem. Otevřený IS-LM model s pružným kurzem pracuje při transmisi měnové politiky do reálného sektoru opět s předpokladem (krátkodobě) nepružných domácích cen. Je však obohacen o pohyb měnového kurzu a čistého reálného exportu. Z různých možností aplikace tohoto modelu je pro naši analýzu zajímavý vztah od měnové restrikce, tj. od poklesu peněžní zásoby, ke krátkodobému poklesu úrovně reálného důchodu a zhoršení bilance obchodu zbožím a službami. Pokusíme se o maximálně zjednodušený výklad.

Pokles peněžní zásoby vede, stejně jako v uzavřeném IS-LM modelu, k růstu reálné úrokové míry. Výsledkem je pokles reálného produktu. V otevřeném IS-LM modelu znamená pokles reálného produktu zároveň snížení dovozu zboží a služeb (vývoz podle předpokladů modelu nezávisí na domácím reálném produktu, nýbrž na zahraničním a na měnovém kurzu). Dále v otevřeném modelu růst úrokové míry (přesněji řečeno zvýšení úrokového diferenciálu vůči cizině) vyvolá i tlak na příliv kapitálu. Celkově tedy pokles reálného produktu působí ve směru zlepšení platební bilance (běžného i kapitálového účtu), což vede k apreciaci měnového kurzu E (díky modelovému předpokladu krátkodobě stabilní cenové hladiny jde o nominální i reálnou apreciaci). Reálná apreciacie kurzu však na druhé straně vyvolá pokles konkurenceschopnosti a pokles reálného vývozu. Záleží pak na vývoji zahraničního produktu a na parametrech domácí ekonomiky (včetně elasticity dovozu vůči úrovni produktu a vývozu vůči zahraničnímu produktu a kurzu), který vliv převládne. Když převládne vliv změny kurzu na vývoz nad vlivem změny produktu na dovoz, dojde k poklesu čistého vývozu zboží a služeb NX . Pokles čistého vývozu znamená, že i z tohoto titulu dochází k poklesu celkové ekonomické aktivity - reálného produktu.

Schematické znázornění vlivu reálné apreciacie kurzu na produkt:

Otevřený IS-LM model ukazuje, že dezinflační politika (snížení nabídky peněz a zvýšení úrokových sazeb) může v otevřené ekonomice s plovoucím kurzem brzdit růst a zároveň i zhoršovat obchodní bilanci. Právě v tomto modelu se prostřednictvím kurzu měny mohou projevit "spojité nádoby inflace a vnější nerovnováhy", o kterých se zmiňovala první kapitola této studie: vyšší úrokové sazby vyvolají zhodnocení kurzu, které (při předpokladu krátkodobě nepružných cen) zhorší obchodní bilanci. Až v delším období reaguje cenová hladina - projeví se v ní protiinflační efekt snížení domácí poptávky i poklesu dovozních cen. Jednoduchý transmisní mechanismus uzavřených modelů nebezpečí dočasného zhoršení obchodní bilance po měnové restrikci nechává stranou.

Otevřený IS-LM model s pružným kurzem tedy akcentuje fakt, že růst úrokové sazby zhodnocuje měnu a snižuje zahraniční poptávku po domácím zboží. Určenost vývozu vývojem zahraničního produktu a kurzu měny je samozřejmě zjednodušením reality, neboť na vývoz může působit více faktorů (včetně necenové konkurence). Pohled přes vliv růstu úrokových sazeb na kurz měny zachycuje jednu souvislost - od zhoršování obchodní bilance ke zpomalení růstu. Růst úrokových sazeb má však v daném modelu i druhý dopad: zvýšení úrokové sazby snižuje domácí produkt, a toto zpomalení růstu sníží dovoz a může obchodní bilanci naopak zlepšovat.

Transmise měnové restrikce do poklesu produktu, případně do zhoršení vnější nerovnováhy, je v otevřeném IS-LM modelu opět závislá na předpokladu (krátkodobé) nepružnosti cen. Kombinací otevřeného IS-LM modelu s předpokladem dokonale pružných cen bychom namísto toho odvodili přímou transmisí poklesu peněžní zásoby (nebo růstu nominální úrokové míry) do poklesu cenové hladiny, bez vlivu na reálný produkt.

Předpoklad nepružných cen v krátkém období a současně dokonale pružných cen v dlouhém období by pak dovolil kombinovat oba vlivy - krátkodobý a dočasný vliv změn peněžní zásoby na produkt, a dlouhodobý a trvalý vliv na inflaci.²²

²² Povšimněme si v této souvislosti jednoho faktu, který může být relevantní pro českou měnovou politiku. *Dočasnost* negativního dopadu měnové restrikce na reálný produkt závisí na předpokladu, že v *delším období* se měnové restrikci přizpůsobí cenová hladina. To může

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Mundel-Flemingův model dokonalé mobility kapitálu. Zjednodušený výklad otevřeného IS-LM modelu ponechal stranou některé významné problémy, zejména otázku, zda a jak dlouho je snížení peněžní zásoby a zvýšení úrokové míry vůbec udržitelné - zda úrokový diferenciál není ihned anulován přílivem kapitálu, který zároveň zvýší peněžní zásobu, a tím podkope zamýšlenou měnovou restrikcí.

Jednoduchý model sice počítá s úrokovým diferenciálem a s tlaky na toky kapitálu, které rozpo pohybují kurz, ale již nevěnuje dostatek pozornosti jejich zpětnému vlivu na peněžní zásobu. Nezabývá se explicitně transmisí *poklesu* peněžní zásoby a růstu úrokové sazby (diferenciálu) přes příliv kapitálu do *zpětného růstu* peněžní zásoby. Čím je kapitál mobilnější, tím větší příliv kapitálu je vyvolán již malým zvýšením úrokové míry.

Sofistikovanější variantou otevřeného IS-LM modelu, která se přímo zaměřuje na tyto otázky a zkoumá dopad kroků měnové politiky při různých kurzových režimech a při dokonalé mobilitě kapitálu, je Mundel-Flemingův model.²³

Případ fixního kurzu. Měnová restrikce, která vede k poklesu peněžní zásoby a k růstu úrokových sazeb, vyvolá (případně zvýší) úrokový diferenciál dané ekonomiky vůči zahraničí. Při dokonalé mobilitě kapitálu vyvolá i malý růst úrokových sazeb velký příliv kapitálu. Poptávka po domácí měně vyvolává tlak na apreciaci kurzu. K udržení fixního kurzu musí centrální banka intervenovat, tedy prodávat domácí měnu. To zvyšuje domácí peněžní zásobu. Následkem je, že úroková sazba opět klesne a peněžní zásoba vzroste na původní úroveň. Peněžní zásoba je endogenní, centrální banka ji následkem přílivu kapitálu nemá pod kontrolou. Původní měnová restrikce je rychle anulována, takže měnová politika je v situaci

platit, pokud byla inflace vyvolána mezerou mezi domácí poptávkou a nabídkou. V ČR však je ukazatelem rozhodujícím pro míru měnové restrikce čistá inflace, ze které nejsou vyloučeny vlivy růstu světových cen dovážených surovin a zemědělských produktů. Může pak hrozit, že i na inflaci vyvolanou tímto autonomním vnějším vlivem bude odpovědí měnová restrikce. To omezí dovoz a podváže reálný růst - tentokrát nikoli krátkodobě, ale i dlouhodobě, protože zahraniční ceny na domácí restrikcí reagovat nebudou. Zčásti může pomoci jedině pokles elasticity HDP na tyto dovozy. Alternativně by zastavení růstu domácích cen dovážených komodit v tomto případě bylo možné apreciací měny - opět s dopadem na konkurenceschopnost, čistý vývoz a růst.

²³ Podle prací J.M. Fleminga a R.A. Mundella z let 1962-1963, které byly později rozvinuty dalšími autory, viz např. Dornbusch, R., Fischer, S., /6/.

fixního kurzu a dokonalé kapitálové mobility fakticky neúčinná. Nedochozí k její transmisi ani do reálného produktu ani do cenové hladiny.

V realitě tento model nepůsobí takto absolutně, protože centrální banka může vlivu na domácí peněžní zásobu bránit sterilizací přílivu kapitálu. To sebou však nese značné náklady, navíc možnosti účinné sterilizace nejsou neomezené.

Určitému vlivu na domácí peněžní zásobu se většinou nepodaří zabránit, takže účinnost měnové politiky je přinejmenším oslabena. Platí dále, že problém přílivu kapitálu vystupuje tím silněji, čím kredibilnějším se zahraničním investorům jeví fixní kurz. Silné riziko devalvace by kapitálový příliv oslabilo.

Případ plovoucího kurzu (čistý floating). Při zcela volně plovoucím kurzu bude účinek měnové restrikce vypadat jinak. Pokles peněžní zásoby a růst úrokové sazby i zde vyvolá tlak na příliv kapitálu. Poptávka po domácí měně bude tlačit na její apreciaci, které však při plovoucím kurzu nic nestojí v cestě. Apreciace kurzu sníží čistý vývoz a zbrzdí růst reálného produktu (srovnej otevřený IS-LM model).

Tím, že centrální banka nemusí intervenovat na udržení kurzu, nepřenáší se vliv vyšších úrokových sazeb do růstu nabídky peněz v domácí ekonomice. Díky volně plovoucímu kurzu může tak centrální banka i v situaci dokonalé kapitálové mobility účinně působit na ekonomiku, ovlivňovat peněžní zásobu a úrokové míry.

Apreciace kurzu může kromě toho zdražováním domácích aktiv odrazovat některé formy přílivu kapitálu, vyvolává i obavy z náhlého zpětného pohybu kurzu. Proto rozdíly v úrokových sazbách nemusí ani při dokonalé kapitálové mobilitě vést k tak masivním tlakům na kapitálové toky, jako při kurzu pevném. (To však platí, jen pokud je kurz jako volně plovoucí skutečně vnímán - investoři věří, že centrální banka nebude intervenovat.)

Řízení peněžní zásoby versus řízení úrokových sazeb v otevřené ekonomice. V otevřené ekonomice s liberalizovanými kapitálovými toky se při silné mobilitě kapitálu stává složitější otázkou i samotná možnost působit měnovou politikou přímo na úrokové míry - tedy ovlivňovat míru inflace ne přes množství peněz, nýbrž přes cenu peněz. Pokud je ovlivňování úrokových sazeb v ekonomice prováděno prostřednictvím sazby administrativně řízené centrální bankou a zároveň má daná ekonomika velký inflační, a tím i úrokový diferenciál, může se úroková politika centrální banky dostat s vývojem peněžní zásoby do rozporu. V duchu

Mundell-Flemingova modelu může pak zvýšení úrokové sazby vyvolat příliv kapitálu a růst peněžní zásoby. V takovém případě se řízená úroková sazba nemusí hladce přenášet do celé další struktury úrokových sazeb v ekonomice, protože vývoj peněžní zásoby působí protisměrně. Může nastat souběh zvýšení úrokové sazby řízené centrální bankou s *růstem* peněžní zásoby (v důsledku přílivu kapitálu). Účinnost měnové politiky je ohrožena, jakmile transmisní mechanismus růstu peněžní zásoby působí na ekonomiku silněji, než transmisní mechanismus odvíjející se od řízené úrokové sazby.

Na první pohled by z logiky Mundell-Flemingova modelu vyplývalo, že tento problém se může objevit jen při fixním kurzu. Dosud jsme však uvažovali jen oba mezní kurzové režimy - fixní kurz a čistý floating. Mezi nimi existuje řada mezistupňů, z nichž nás nyní zejména zajímá režim řízeného plování. Při řízeném plování není zaručeno, že k souběhu růstu úrokové sazby s růstem peněžní zásoby nemůže dojít. Při kredibilním dezinflačním závazku, nutícím v malé otevřené ekonomice centrální banku zabraňovat depreciaci kurzu pod určitou hranici, neodrazuje riziko depreciace kapitálové toky. Zároveň centrální banka v režimu řízeného plování obvykle není ochotna připustit ani silnou apreciaci kurzu, takže od určité hranice začne intervenovat - prodávat domácí měnu, což zvyšuje peněžní zásobu. Proto ani opuštění fixního kurzu ve prospěch řízeného plování neodstraní nebezpečí, že může dojít k souběhu zvýšení řízené úrokové sazby s růstem peněžní zásoby. Oba vlivy by pak působily proti sobě. Centrální banka musí posoudit, který transmisní mechanismus se v daném kontextu a při daných hranicích kurzové intervence prosadí výrazněji.

5 Vybrané náměty pro další strategii

5.1 Inlace a ekonomická úroveň

Jak bylo uvedeno, v době před vstupem České republiky do Evropské unie se budou výrazně projevovat krátkodobé negativní vlivy dezinflačního procesu na růst - zatímco příznivý vliv nízké míry inflace lze očekávat teprve po skončení dezinflace.

Vedle průběžného empirického testování transmisního mechanismu měnové politiky do míry inflace je tedy třeba pro českou ekonomiku testovat také její transmisi do reálného produktu.

Například empirické testy pro země Evropské unie uvádějí jako společný rys, že po zpřísnění měnové politiky nejprve klesne reálný produkt - zatímco vliv na inflaci se dostaví až později /14/. Jeden z odhadů pro země Evropské unie např. udává, že i dočasné jednorázové zvýšení úrokových sazeb vede k poklesu reálného produktu, který začíná zhruba po dvou čtvrtletích, vrcholí po 5-6 čtvrtletích, a zcela odezní až po 3 - 4 letech /8/. V ekonometrickém modelu Banque de France přináší zvýšení intervenční úrokové sazby o 1 procentní bod pokles reálného produktu v

následujících třech letech (-0.18, -0.36 a -0.2 % HDP), jako cenu za to, že po těchto třech letech je dosaženo poklesu cenové hladiny zhruba o 0.3 až 0.4 % (podle /3/).

Pro českou ekonomiku se jako relevantní jeví především následující transmisní mechanismy měnové restrikce do poklesu reálného produktu (které mohou být spuštěny, jakmile se zvýšení nominálních úrokových sazeb přenesse do růstu *očekávaných reálných sazeb*):

- Růst reálných úrokových sazeb sníží investiční výdaje firem, čímž se (na zatím nspecifikovatelný počet let) omezí celková poptávka a produkt (a navíc i potenciál pro budoucí růst). Pro nástup tohoto transmisního mechanismu zřejmě bude rozhodující pohyb reálných úrokových sazeb odvozených od očekávaného vývoje cen průmyslových výrobců, nikoli od CPI nebo čisté inflace. Pokud jde o sílu tohoto mechanismu, je známo, že české podniky jsou na úvěrovém financování daleko závislejší než např. firmy zemí EU. V EU jsou nové rozvojové programy firem většinou až ze 70 % financovány vnitřními zdroji (reinvestovaný zisk), dalších 5-7 % zdrojů firmy získávají z kapitálového trhu, a jen zbytek cca 25 % představují úvěry - středně- a dlouhodobé. Odhaduje se, že v České republice představují vlastní zdroje jen 40-45 %, kapitálový trh pouze 1 %, zatímco 50-55 % financování nových rozvojových projektů firem pokrývají bankovní úvěry, a to z poloviny úvěry krátkodobé.

Specifikem české ekonomiky je dále i míra, v níž je na bankovních úvěrech závislý dokonce běžný provoz podniků. Zvýšení reálných úrokových sazeb zde proto nepodvazuje jen investice, ale může na dosti dlouhou dobu ohrozit dokonce i běžnou úroveň ekonomické aktivity podniků. Namísto brzdění investiční poptávky tak úrokové sazby mohou přibrzdit běžnou nabídku, což by bylo z hlediska uzavírání mezery mezi agregátní poptávkou a nabídkou kontraproduktivní.

- Růst reálné úrokové míry sníží i "investice" domácností do bytové výstavby a předmětů dlouhodobé spotřeby. Také tím je po určitou dobu snížena celková poptávka a produkt. V tomto případě však budou zřejmě relevantní reálné sazby odvozené z očekávaného vývoje spotřebitelských cen.
- Růst reálných úrokových sazeb může tlačit na nominální i reálné zhodnocení měnového kurzu, což by omezilo čistý export a tím i celkový produkt.

- Růst reálných úrokových sazeb sníží i objem a kvalitu nově poskytovaných úvěrů ("nepříznivý výběr" úvěrových projektů vedoucí k růstu podílu vysoce rizikových úvěrů na nových úvěrech), zvýší riziko nesplacení některých starých úvěrů, a posílí problém "morálního hazardu".

V otevřené české ekonomice mohou být transmisní mechanismy vedoucí od reálných sazeb a dostupnosti úvěrů k investiční i běžné aktivitě podniků zčásti oslabeny díky možnosti používání zahraničních úvěrových zdrojů, což však samo nese značná rizika.²⁴ Vysoká závislost podniků na bankovních úvěrech (oproti vlastním zdrojům a zdrojům z kapitálového trhu) naopak tento transmisní mechanismus posiluje. Navíc se ukázalo, že vyšší úrokové sazby vedou i k tendenci k růstu vynucených mezipodnikových úvěrů a tedy i druhotné platební neschopnosti. Dopad růstu úrokových sazeb do mikrosféry české ekonomiky je přitom velmi diferencovaný. Zejména jsou defavorizovány malé podniky a podniky, které neexportují. Vytlačování velkých klientů k levnějším zahraničním úvěrům zase defavorizuje domácí banky.

Poté, co se se zpožděním prosadí vliv měnové restrikce na inflaci, mohou uvedené nepříznivé vlivy na produkt ještě řadu měsíců odeznívat. Úspěšná dezinflace může pak navíc spustit ještě i mechanismus krátkodobé Phillipsovy křivky, kdy samo snížení míry inflace vyvolá krátkodobý pokles zaměstnanosti a produktu.

Některé možné transmisní mechanismy do reálného produktu jsou empiricky těžko prokazatelné - např. dopad zhoršování úvěrového portfolia vlivem "nepříznivého výběru" a "morálního hazardu". Z hlediska dostupnosti údajů se nejeví snadným specifikovat konkrétní jednotlivé transmisní mechanismy, kterými

²⁴ Další transmisní mechanismy, uvedené v kapitole 2, zřejmě pro ČR zřejmě nejsou tak relevantní:

- Růst reálné úrokové míry relativně znevýhodní držbu akcií a obligací. Subjekty prodávají akcie, jejich ceny klesají, klesá burzovní hodnota firem, při nižší burzovní hodnotě se nové investice jeví jako příliš drahé a jsou omezovány. Tato transmise (Tobinovo q) působí silněji v ekonomikách, kde velkou roli hraje kapitálový trh, zejména v USA - kdežto ani pro západní Evropu se ho zatím nedaří prokázat.

- Růst reálné úrokové míry a jím vyvolaný pokles cen akcií (viz předchozí bod) sníží celkové bohatství ekonomických subjektů, což je vede k omezení spotřeby. Klesá poptávka a reálný produkt. (Opět je otázkou, nakolik v ČR by tento mechanismus zatím mohl mít význam.)

k dopadu úrokových sazeb na produkt dochází. Vedle vlastních empirických výzkumů ČNB se pro možné porovnání nabízejí i testy prováděné na dalších pracovištích, zejména na Českém statistickém úřadu, ve výzkumných útvarech bank a na vysokých školách. Existují např. neoficiální odhady ČSÚ, podle kterých v ČR snížení míry inflace o jeden procentní bod, pokud k němu došlo vlivem měnové restrikce, vyvolá snížení růstu průmyslu zhruba o 4,5 procentního bodu. Odhady Expandia Finance (/16/) udávají, že vzestup úrokových sazeb o 1 procentní bod vyvolá snížení míry inflace o 0,2 procentního bodu a pokles HDP o 0,3 až 0,9 procentního bodu. Z toho vyvozují, že snížení míry inflace o jeden procentní bod pomocí změny úrokových sazeb vyvolá pokles tempa růstu HDP o 1,5 až 5,0 procentního bodu.

V posledních letech ve světě dochází i k určitým názorovým posunům, pokud jde o samotnou důležitost nízké míry inflace. Znovu je nastolován problém, který byl již pokládán za vyřešený - totiž zda velmi nízká míra inflace je za každých okolností tím nejlepším předpokladem pro dlouhodobý ekonomický růst a pro plné využívání ekonomického potenciálu. Objevila se studie Mezinárodního měnového fondu ukazující, že v průměru za velký vzorek zemí se dlouhodobý negativní vliv na růst podařilo empiricky prokázat jen pro inflaci převyšující roční tempo 8 %.²⁵ Jiné prameny, s odvoláním např. na studie Světové banky, udávají jako hranici 10 nebo i 15 %, což může ovšem být způsobeno hrubší klasifikací intervalů.²⁶ Pokud je snižování inflace pod určitou hranici spojeno s významným krátkodobým (a při opakovaných dezinflačních krocích i střednědobým) zbrzděním růstu - a přitom by nevedlo k významnému dlouhodobému urychlení růstu - jevila by se pak užitečnost takové politiky jako pochybná. To, co platí v průměru za velký vzorek zemí a dlouhé období, nelze ovšem automaticky vztáhnout k jedné ekonomice a její konkrétní situaci.

V každém případě však v České republice **musí strategie přípravy na vstup do EU brát vztah mezi dezinflací a růstem v úvahu**. Nejde o falešnou dichotomii *bud'* snižování inflace *nebo* růst, ale o nalezení únosného tempa dezinflace s ohledem na potřebu zvyšování ekonomické úrovně. Dosažení takové relativní ekonomické úrovně, která by zaručovala dobré předpoklady pro vstup do EU,

²⁵ Sarel, M., NonLinear Effects of Inflation on Economic Growth, IMF Working Paper No. 56, May 1995.

²⁶ Viz Frait, J., /7/ a studie tam citované.

nebude pro ČR nijak snadný úkol. Materiály Evropské Unie, analyzující připravenost České republiky na zahájení rozhovorů o přijetí, udávaly původně pro ČR úroveň HDP na obyvatele v roce 1995 jako 9410 ECU (v paritě kupní síly). To odpovídalo 55 % průměru zemí EU (/1/, str. 18). Relativní úroveň mezd i produktivity práce vůči průměru EU činila v paritě kupní síly v r. 1995 zhruba 45 %. (/19/ str. 17). Podle informací ČSÚ nicméně novější srovnávací studie OECD přehodnotila stupeň kvality českých výrobků při výpočtu parity kupní síly a udává úroveň HDP na obyvatele v paritě kupní síly v roce 1996 jako 62-63 % průměru zemí EU. Podle těchto čísel by tedy ČR již v současnosti dosahovala ekonomické úrovně, s níž do EU vstupovaly Řecko, Irsko a Portugalsko. Zkušenost "bohatších" zemí EU s financováním vstupu těchto tří zemí však nenasvědčuje ochotě takovéto kroky v budoucnu opakovat. Připravovaná reforma ve směru redukce finanční náročnosti společných politik bude znamenat, že minimální relativní úroveň kandidátských zemí, která umožní jejich hladké začlenění, se posune směrem nahoru.

Jaké jsou předpoklady pro to, aby ČR vstupovala do EU s relativní úrovní alespoň 70 % průměru EU (s níž vstupovala čtvrtá z "nejchudších" zemí, tj. Španělsko)? Vyjdeme-li z nových, příznivějších čísel, a vezmeme-li jako nejbližší pravděpodobný termín přijetí až rok 2005, pak za předpokladu průměrného 2% tempa růstu zemí EU by ekonomika ČR musela počínaje rokem 1998 růst průměrným ročním tempem cca 3,93 %, aby do začátku roku 2005 dosáhla 70 % průměru EU. V případě průměrného růstu zemí EU tempem 2,5 % ročně by k dosažení stejného výsledku musela ČR růst průměrným tempem 4,44 %, při růstu zemí EU tempem 3 % pak průměrným tempem 4,95 %. Pod zorným úhlem současných temp růstu české ekonomiky se tedy její připravenost na vstup do EU z tohoto hlediska nejeví příliš optimisticky.²⁷

Naproti tomu v oblasti míry inflace by splnění inflačních cílů ČNB podle prognózy uvedené v tabulce 1 zajistilo pokles celkové míry inflace na 5 % již kolem roku 2002, což by zároveň implikovalo pokles inflačního diferenciálu ČR oproti průměru zemí EU zhruba na 3 procentní body. I poté, a patrně i po vstupu do EU, lze však očekávat přetrvávání inflačního diferenciálu, tedy pokračující předstih

²⁷ Propočty ekonomické úrovně založené na paritě kupní síly jsou samozřejmě závislé na správném odhadu této parity, a tím i na srovnání kvality výroby v ČR se zeměmi EU. Zvyšování kvality naší produkce může napomoci růstu naší ekonomické úrovně měřené v paritě kupní síly, rozhodujícím zdrojem dohánění však zůstává rychlejší ekonomický růst.

cenového růstu v ČR vůči průměru EU - v důsledku poměrně vysokého ERDI, které podle prognóz ještě bude ČR vykazovat.

Rozdíl cenových hladin (ČR oproti průměru EU), který dnes trvá zejména v neobchodovatelném sektoru, bude mít tendenci se díky mzdovým a dalším tlakům vyrovnávat, díky dezinflační politice však jen postupně a v delším období. Pokud by ovšem ČR uvažovala o vstupu do Evropské měnové unie, měla by jej načasovat do situace zhruba vyrovnaných cenových hladin - jinak by po přijetí společné měny hrozil rychlý cenový a mzdový skok.

Teoreticky je postupné sblížení cenových hladin možné i bez dlouhodobě vyšší míry inflace v ČR oproti průměru EU. Pak by však muselo být založeno na předstihu ČR v růstu produktivity, zejména u obchodovatelných zboží a služeb, a muselo by být prováděno pohybem nominálního kurzu (a tedy z převážné části nastat ještě před přijetím kurzových závazků plynoucích ze vstupu do ERM).²⁸

V praxi je scénář tak výrazného předstihu v růstu produktivity, který by zcela pokryl sblížení cenových hladin, málo realistický. V nejlepším případě je možno očekávat kombinaci sblížení cenových hladin oběma procesy - což pravděpodobně implikuje vyšší míru inflace oproti zemím Evropské unie i po vstupu do EU.

²⁸ Takový scénář by mohl vypadat zhruba následovně: rychlý růst produktivity v obchodovatelném sektoru by umožnil vysoký čistý export, dovolil by (a sám by zčásti vyvolával) nominální zhodnocování kurzu koruny vůči euru, aniž by se snižovala konkurenceschopnost na evropských trzích. Nominální zhodnocování by zvedalo dnes nižší domácí cenovou hladinu neobchodovatelných zboží a služeb k hladině v EU. ERDI vůči euru by tak klesal kurzovým pohybem - namísto pohybu inflačního. K udržení konkurenceschopnosti by ovšem ceny obchodovatelných zboží a služeb musely i po přepočtu rostoucím kurzem stále zůstat zhruba na úrovni cenové hladiny EU, což znamená, že doma, před přepočtem kurzem, by jejich ceny musely vůči úrovni EU klesat. Právě proto by byl nutný předstih v růstu produktivity - což by zároveň umožnilo i sblížení mzdových hladin. Nominální zhodnocování vůči euru by nicméně mělo dopady i na konkurenceschopnost ve směru k dalším obchodním partnerům. Zvláště obtížná situace by mohla nastat, pokud by se splnilo očekávání některých odborníků o postupném zhodnocování eura vůči USD vlivem růstu významu eura jako mezinárodní a rezervní měny.

5.2 Inflace, vnější nerovnováha a kurzový režim pro vstup do ERM

Nízká míry inflace a vnější rovnováha ekonomiky jsou také cíle, které si v současné situaci české ekonomiky mohou vzájemně konkurovat. Vnitřní a vnější nerovnováha představují "spojité nádoby", což se projevuje i v kurzovém režimu řízeného floatingu: zhodnocení měny má tendenci přispět k prohloubení obchodního deficitu, ale usnadňuje dezinflaci. Znehodnocení měny působí jako jeden z faktorů příznivých pro vnější rovnováhu, ale má nepříznivý vliv na inflaci. Také kurzové intervence centrální banky mají tento protichůdný dopad.

Centrální banka nemůže starost o vnější rovnováhu pustit ze zřetele, neboť existuje silná vzájemná propojenost obchodní a platební bilance, devizových rezerv, kurzu a inflace. Vysoké úrokové sazby mimo jiné podněcují krátkodobé zahraniční vklady na úkor dlouhodobých investic.

Při výrazné prioritě vnitřní rovnováhy by ohledy na inflační cíle mohly ČNB nutit k jednostranným kurzovým intervencím proti depreciaci, které by se po určité době staly predikovatelnými, takže kurzové riziko by přestalo odrazovat spekulativní příliv kapitálu. Na druhé straně ČNB nemůže mít pohyb kurzu vždy plně pod kontrolou. Případná výrazná depreciace kurzu by se mohla stát pro dezinflační politiku exogenně daným omezením.

Varianta prognóz ČNB, uvedená za začátku této studie, počítá s určitou mírou priority dávané dezinflaci před řešením vnější nerovnováhy. Do roku 2002 by deficit běžného účtu měl sice klesnout na 2,8 % HDP, což je však stále výraznější nerovnováha, než jakou měly při vstupu do EU nejméně vyspělé země s výjimkou Portugalska.

Další otázkou je **vztah růstu a vnější rovnováhy**. Je sporné vyvozovat z minulého vývoje, že ČR si z hlediska vnější rovnováhy nemůže dovolit obnovu rychlejších temp růstu HDP. Řešením jsou strukturální i institucionální změny v ekonomice, které povedou ke zlepšení elasticit vývozu a dovozu vůči růstu HDP. Vývoj v roce 1997 a v posledních měsících naznačuje určité zlepšení.

Větší účast zahraničních firem na domácí produkci může sama o sobě vést k růstu dovozní náročnosti HDP vyšším uplatňováním zahraničních meziproductů ve výrobě. Pokud to bude provázeno nebo i převáženo růstem podílu vývozu na HDP, nepůjde o negativní jev, nýbrž o proces dalšího otevírání ekonomiky a zapojování do

světového obchodu. Obě elasticity - dovozu i vývozu vůči růstu HDP - je tedy třeba posuzovat ve vzájemném vztahu. Zlepšování vnější nerovnováhy však vyžaduje dostatečný předstih růstu vývozu před růstem dovozu.

Asijské měnové krize znovu připomněly, že i kapitálový účet platební bilance se může stát samostatným výrazným zdrojem vnější nerovnováhy. Do budoucna nelze vyloučit ani pokusy o určité přehodnocení postojů mezinárodních institucí k liberalizaci kapitálových toků. Liberální ekonomové naopak argumentují, že měnové krize jsou vyvolávány právě tam, kde hospodářská politika jde proti přirozeným tržním silám mezinárodní kapitálové alokace - příliš dlouhým udržováním nerealistických kurzových parit, a domácími investicemi, které se uskutečňují bez ohledu na jejich dostatečnou ziskovost.

Kurzový režim pro vstup do ERM, vztahy strategie měnové politiky a kurzového režimu. Nejbližším úkolem kurzové politiky bude reagovat na zavedení eura (1.1.1999) a pozdější "zmizení" DEM jako měny, ve které je v současnosti kurz koruny vyjadřován (1.6.2002, ale vláda SRN může tento termín i zkrátit). Nebylo by účelné otálet s přechodem ke kotaci kurzu koruny v euru. Podle všech signálů bude euro západoevropskou podnikatelskou a bankovní sférou velmi rychle přijato a české subjekty při styku se zahraničím budou muset tento trend následovat.

Při nebo po vstupu do EU bude ČR muset zvažovat připojení k mechanismu směnných kurzů (ERM), který od 1.1.1999 nahradí dosavadní evropský měnový systém a bude založen pro členy EU nezúčastněné v Evropské měnové unii. Podle usnesení Evropské rady (Amsterdam 1997) je členství v ERM dobrovolné a v současnosti se situace jeví tak, že dvě ze čtyř zemí EU stojících mimo EMU vstup do ERM odmítají. Velká Británie iniciovala i diskusi o tom, zda v dalších kolech přijímání do Evropské měnové unie bude pro splnění Maastrichtských kritérií rozhodující faktická kurzová stabilita, nebo zda bude požadováno určité období členství v ERM. Na krystalizaci těchto stanovisek bude v budoucnu záviset i naléhavost přičlenění ČR a dalších nově přijímaných členů EU k ERM. Povolený flukтуаční interval členských měn ERM vůči euru patrně zůstane i v budoucnu na úrovni 15 %. Tak široký interval by české koruně umožňoval poměrně hladký přechod od řízeného plování (pokud již dříve nebude nahrazeno zavěšením na

Euro) k včlenění kurzu do mechanismu ERM. Samostatným problémem pro úspěšnost fungování koruny v rámci ERM bude vstupní úroveň kurzu.

Flukuační interval $\pm 15\%$ by poskytoval i určitou míru autonomie měnové politiky. S omezením autonomie kurzové politiky je však nutno počítat: Evropská centrální banka nebude povinna intervenovat ve prospěch měn ERM, bude ale mít právo účastnit se rozhodování o změně jejich centrální parity.

Těsnější nebo fixní vazba na euro (oficiálně vyhlášená nebo fakticky praktikovaná větší kurzová stabilita než $\pm 15\%$) je další alternativní možností budoucího kurzového režimu české měny v období před nebo po vstupu do EU. V každém případě by větší kurzová stabilita (po dobu nejméně dvou let) byla od ČR vyžadována v rámci Maastrichtských kritérií, pokud by se v budoucnu případně uvažovalo o připojení ČR k EMU.

Rozhodnutí o těsné vazbě kurzu na euro by znamenalo faktickou změnu strategie měnové politiky - od autonomního cílování inflace k přejímání měnové politiky Evropské centrální banky.

Na těsné fixování kurzu by se ekonomika ČR v každém případě musela dobře připravit a nejprve se výrazně ozdravit:

- vyřešit problém vnější nerovnováhy
- dokončit proces cenových deregulací
- nastartovat rychlý růst produktivity
- dostat pod kontrolu soulad růstu mezd a produktivity práce
- snížit míru inflace; tím a) omezit reálné zhodnocování měny, b) snížit inflační diferenciál na míru nevyžadující velký úrokový diferenciál proti euru (aby příliv spekulativního kapitálu neohrožoval vnitřní i vnější rovnováhu)
- konsolidovat bankovní systém
- rozvinout kapitálový trh (aby stejná změna úrokových sazeb neměla na české podniky restriktivnější vliv než má na podniky zahraniční, které mají i jiné zdroje financování)
- pokud by ČR dokázala dosahovat sblížení cenových hladin se zeměmi EU neinflační cestou, tedy nominálním zhodnocováním měny založeném na předstihu v růstu produktivity, musel by i tento proces proběhnout před fixováním kurzu.

5.3 Příprava české ekonomiky na sílící vlivy měnové politiky Evropské centrální banky a na případné přizvání do Evropské měnové unie

Uvažování o budoucím vstupu ČR do Evropské měnové unie otevírá řadu dalších problémů.

Jedním z nich je nebezpečí skokového vyrovnání cenových a mzdových hladin v případě, že by v okamžiku vstupu do měnové unie ještě existovaly jejich výrazné rozdíly. Tento problém, diskutovaný obvykle ve smyslu vysokého ERDI, se bude díky přetrvávajícímu inflačnímu diferencíálu ČR vůči průměru EU v období před vstupem do EU a později případně do EMU postupně zmírňovat. Jak však bylo naznačeno výše, v jeho řešení se složitě proplétá řada faktorů - vývoj produktivity, mezd, inflace, změny nominálního a reálného kurzu.

Další problémy jsou spojeny s přijatelností měnové politiky zemí EMU pro českou ekonomiku. Je to zejména:

- Potřeba pokračovat v procesu dohánění a tedy mít relativně rychlejší tempa růstu oproti vyspělým zemím EMU. Při jednotné měnové politice, zaměřené na přizpůsobování růstu peněžní zásoby průměrnému potenciálnímu tempu růstu zemí EMU, mohou být dopady takové politiky na českou ekonomiku problematické.
- Synchronizace hospodářského cyklu - obchod ČR je a bude do vysoké míry orientován na země EU, přesto mohou přetrvávat rozdíly ve fázích cyklu dané vnitřními specifiky české ekonomiky.
- Odlišný dopad vnějších ekonomických šoků je dalším standardním problémem, diskutovaným v úvahách o důsledcích měnových uníí, a vztahuje se i na ČR.
- Konvergence transmisního mechanismu měnové politiky k situaci v EMU. Má-li v určitém okamžiku v budoucnu Česká republika převzít transmisní mechanismus měnové politiky Evropské centrální banky, založený na řízení množství peněz v ekonomice, bylo by třeba tento mechanismus v české ekonomice již předem monitorovat a kultivovat, tak aby opatření ECB zde neměla i z tohoto titulu výrazně odlišný dopad než v ostatních zemích.

Literatura

- [1] Agenda 2000, Commission Opinion on the Czech Republic's Application for Membership of the European Union, European Commission, July 16, 1997.
- [2] Blinder, Alan S., Remarks at the Senior Executives Conference of the Mortgage Bankers Association, New York, 10.1.1996, BIS Review No. 14, Basle 1996.
- [3] Cousseran, O - Pfister, C - Nadal, M.J., The Implementation and Effectiveness of Monetary Policy, Banque de France, International Banking and Financial Institute, Paris 1997.
- [4] Čihák, M. - Janáček, K., Inflace v ČR v polovině 90. let (srovnání alternativních vysvětlení), Politická ekonomie č. 6, 1996.
- [5] Davies, G., Causes, Cures and Consequences of the Asian Economic Crisis, Goldman Sachs, Febr.2, 1998.
- [6] Dornbusch, R - Fischer, S. Makroekonomie, SPN, Praha 1994.
- [7] Frait, J., Je snížení inflace podmínkou pro obnovení ekonomického růstu? Bankovníctví č. 8, 1998.

- [8] Gerlach, S., Smeets, F., The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from G7 Countries, in: Bank For International Settlements, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism, Basle, March 1995.
- [9] Holub, T., Analýza inflace v ČR, Finance a úvěr č.12, 1997.
- [10] Janáčková, S., European Union Accession: Selected Topics Relevant for Czech Monetary Policy, Institut ekonomie ČNB, Praha 1997.
- [11] Klacek, J, Šmídková, K., Čapek, A., Měnová krize koruny z pohledu ekonomických teorií, Bankovníctví č. 2., 1998.
- [12] McDonough, W.J., A Framework for the Pursuit of Price stability, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Special issue on inflation targeting, August 1997.
- [13] Mishkin, F.S., Posen, A.S., Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Special issue on inflation targeting, August 1997.
- [14] Moutot, Philippe P., Monetary Policy in Transition: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms. Paper at a Oesterreichische Nationalbank Conference on Monetary Policy in Transition, Vienna, November 1996.
- [15] Sarel, M., NonLinear Effects of Inflation on Economic Growth, IMF working Paper No. WP/95/56, May 1995.
- [16] Singer, M - Hlušek, M. Kolik nás stojí snižování inflace? Hospodářské noviny 18.3.1998.
- [17] Šmídková, K. - Hrnčíř, M., Přejchod na strategii cílování inflace, Finance a úvěr, č. 4, 1998.
- [18] Tobin, J., A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking, February 1969.
- [19] Zeman, I., Dopady vstupu ČR do EU v měnové oblasti, ČNB, odbor měnový, 13. března 1998.
- [20] Zpráva o Inflaci, ČNB, duben 1998.