

**Jiří Jonáš**

**VYBRANÉ OTÁZKY  
MĚNOVÉ POLITIKY V ČR**

**VP č. 29  
Praha 2001**



Názory a stanoviska v této studii jsou názory autora  
a nemusí nutně odpovídat názorům ČNB.



---

# Obsah

Úvod .....	7
1 Hospodářský vývoj a měnová politika před měnovým otřesem.....	9
1.1 Růst vnitřní a vnější nerovnováhy .....	10
1.2 Příčiny nerovnovážného vývoje .....	14
1.3 Dilema hospodářské politiky .....	24
2 Měnová politika po měnovém otřesu .....	31
2.1 Nový rámec měnové politiky .....	31
2.2 Transmisní mechanismus měnové politiky po krizi .....	35
2.3 Měnová politika, EU a EMU .....	43
2.4 Závěr .....	54
Literatura .....	57



---

# Úvod

Od počátku vzniku samostatného českého státu v roce 1993 prošla měnová politika poměrně zajímavým vývojem. Nejprve bylo nutné se vypořádat s oddělením měny, poté musela Česká národní banka (ČNB) řešit problémy spojené s akcelerujícím přílivem zahraničního kapitálu a následným rychlým zhoršováním běžného účtu platební bilance. Nejdramatičtější situace nastala v květnu roku 1997, kdy se dostala česká koruna pod silný tlak, a po neúspěšné snaze udržet kurzové pásmo opustila ČNB intervence na devizovém trhu ve prospěch koruny a umožnila prakticky volný pohyb měnového kurzu. Opuštění fixního kurzového pásma znamenalo konec prvního cyklu hospodářského růstu. Během následujících devíti čtvrtletí zaznamenal reálný hrubý domácí produkt pokles. Teprve ve druhé polovině roku 1999 a v roce 2000 došlo k obnovení hospodářského růstu, avšak prozatím mírným tempem.

Měnový otřes a následné období hospodářské recese podnítily intenzivní diskusi na téma příčin tohoto vývoje. Pozornost se soustředila především na úlohu měnové politiky při zpomalení hospodářského růstu. Vzhledem k tomu, že zhoršující se hospodářská situace ve druhé polovině roku 1997 byla doprovázena zvýšenou politickou nestabilitou vedoucí k předčasným volbám, není překvapivé, že otázka příčin tohoto vývoje se stala rovněž předmětem politicky orientovaných diskusí.

Odpověď na otázku, jakou úlohu sehrála měnová politika v tomto období, není důležitá jenom z hlediska historického a politického. Pečlivá analýza měnové krize, jejích příčin a jejích dopadů na ekonomiku je důležitá také pro správné provádění měnové politiky v budoucnu.

Tato studie se zabývá vybranými otázkami měnové politiky v období před měnovým otřesem, po otřesu a v souvislosti se vstupem do Evropské měnové unie. V první části jsou diskutovány příčiny vzniku vnější nerovnováhy v období před měnovým otřesem a možnosti hospodářské politiky, včetně měnové politiky, tomuto otřesu zabránit. V další části jsou stručně diskutovány problémy spojené s volbou nového rámce měnové politiky po opuštění fixního kurzu, a analyzovány některé specifické faktory, které přispěly ke snížení účinnosti transmisního mechanismu měnové politiky po měnové krizi. Závěrečná část je věnována diskusi měnové politiky v souvislosti se vstupem do Evropské měnové unie, mimo jiné diskusi optimálního tempa dezinflace a slučitelnosti dlouhodobého inflačního cíle ČNB s potřebou vyrovnávání cenových hladin v ČR a zemích eurozóny.



---

# 1 Hospodářský vývoj a měnová politika před měnovým otřesem

Měnová politika v období před měnovým otřesem bývá předmětem intenzivních diskusí a kritiky. V některých kritických esejích je popisována zhruba následujícím způsobem.<sup>1</sup> Do roku 1996 rostla česká ekonomika solidním tempem, avšak zároveň se prohlubovala vnější nerovnováha. Měnová politika reagovala kvalitativně správně na rostoucí vnější nerovnováhu, tj. zvýšením úrokových sazeb ve snaze zpomalit růst domácí poptávky a další prohlubování schodku obchodní bilance. Co však nebylo správné, byla intenzita zpřísnění měnové politiky. Česká ekonomika nebyla toto dramatické přitvrzení měnových podmínek schopna absorbovat, a banky i podniky byly těmito opatřeními tvrdě postiženy. Jako důkaz pro tvrzení, že měnová restrikce byla přehnaná, se uvádí zejména prudké zpomalení tempa růstu peněžní zásoby a ekonomické aktivity od druhé poloviny 1996. Po měnové krizi převládaly nadále nepřiměřeně tvrdé měnové podmínky v důsledku snahy udržet stabilitu měnového kurzu a v důsledku nadměrně ambiciózního plánu dezinflace, stanoveného Českou národní bankou v souvislosti s přechodem na

---

<sup>1</sup> Viz např. V. Klaus (2000) a ostatní příspěvky na semináři k měnové krizi pořádané Centrem pro ekonomiku a politiku v roce 2000, které lze nalézt na webové stránce <http://web.telecom.cz/cep>.

cílování inflace. Setrvávající nadměrně restriktivní měnová politika po měnové krizi tak dále přispěla k prohloubení poklesu hospodářského růstu.

Hospodářský růst je výsledkem celé řady vlivů a měnová politika patří pochopitelně k těm nejdůležitějším. Bylo by proto naivní argumentovat, že měnová politika negativní hospodářský vývoj v letech 1996-2000 neovlivnila. Úloha měnové politiky v před a pokrizovém období, její vliv na zpomalení hospodářského růstu a možnosti sledování alternativní měnové strategie však nejsou tak jednoznačné, jak je to prezentováno ve výše zmíněných příspěvcích. Na řadu otázek neexistuje jednoznačná odpověď, a to ani nyní, s výhodou znalostí o tom, jak se ekonomika vyvíjela. Není zřejmé, zda měla v období před měnovou krizí reagovat ČNB jinak, než reagovala, zda bylo možné řešit v daném strukturálním a institucionálním prostředí rostoucí vnitřní a vnější nerovnováhu jiným způsobem, bez toho, aniž by došlo k propadu či stagnaci ekonomiky po téměř tři roky. Tuto otázku lze dále rozdělit na dvě části. Za prvé, bylo možné prohlubující se vnější nerovnováhu řešit lépe jinou kombinací makroekonomické politiky a strukturálních reforem? Za druhé, pokud vezmeme ostatní součásti hospodářské politiky jako dané a v daném okamžiku neměnné, byla měnová politika prováděna přiměřeným způsobem?

## **1.1 Růst vnitřní a vnější nerovnováhy**

Než se pokusíme na tyto otázky odpovědět, připomeňme si nejprve stručně hlavní trendy makroekonomického vývoje v období před vypuknutím měnové krize (viz tabulku 1).

Za prvé, růst reálného HDP dosáhl maximální hodnoty na přelomu roku 1995 a 1996, a od té doby začal postupně ztrácet na dynamice. Ačkoli docházelo k současnému zpomalování tempa růstu domácí poptávky, pokračovalo ještě po určitou dobu prohlubování záporného salda běžného účtu platební bilance, které dosáhlo maximálních hodnot na přelomu roku 1996 a 1997. Za druhé, zpomalování tempa růstu reálného HDP bylo doprovázeno pouze mírným poklesem či stagnací tempa růstu spotřebitelských cen. Teprve v roce 1997 došlo k výraznějšímu poklesu míry inflace. Za třetí, po většinu sledovaného období docházelo k rychlému růstu peněžní zásoby, zachycené v tabulce peněžním agregátem M2. Tempo růstu M2 se

začalo výrazněji zpomalovat ve druhé polovině roku 1996 a prudce pokleslo v prvním pololetí 1997.

**Tabulka 1**

**ČR: vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů, 1993-97**

	Reálný HDP <sup>1)</sup>	Běžný účet PB (v % HDP) <sup>2)</sup>	Růst spotřebi- telských cen <sup>2)</sup>	Růst peněžní zásoby M2 <sup>2)</sup>
<b>1993</b>	0,1	1,2	18,2	19,8
<b>1994.</b>	2,2	-1,9	9,7	19,9
<b>1995.I</b>	3,4	-2,8	9,6	18,3
<b>1995.II</b>	4,1	-3,2	10,0	22,4
<b>1995.III</b>	4,2	-2,3	8,6	22,1
<b>1995.IV</b>	5,9	-2,7	7,9	19,8
<b>1996.I</b>	5,9	-3,3	8,9	18,3
<b>1996.II</b>	5,7	-4,3	8,4	18,6
<b>1996.III</b>	5,2	-6,3	8,9	17,6
<b>1996.IV</b>	4,8	-7,4	8,6	15,9
<b>1997.I</b>	3,4	-8,3	6,8	7,3
<b>1997.II</b>	2,0	-8,2	6,8	6,6,

<sup>1)</sup> Klouzavá tempa růstu. Např. 1997.II ukazuje tempo růstu reálného HDP za období 1996.II-1997.II v porovnání s obdobím 1995.II-1996.II, měřeno ve stálých cenách roku 1995.

<sup>2)</sup> Měřeno za posledních 12 měsíců.

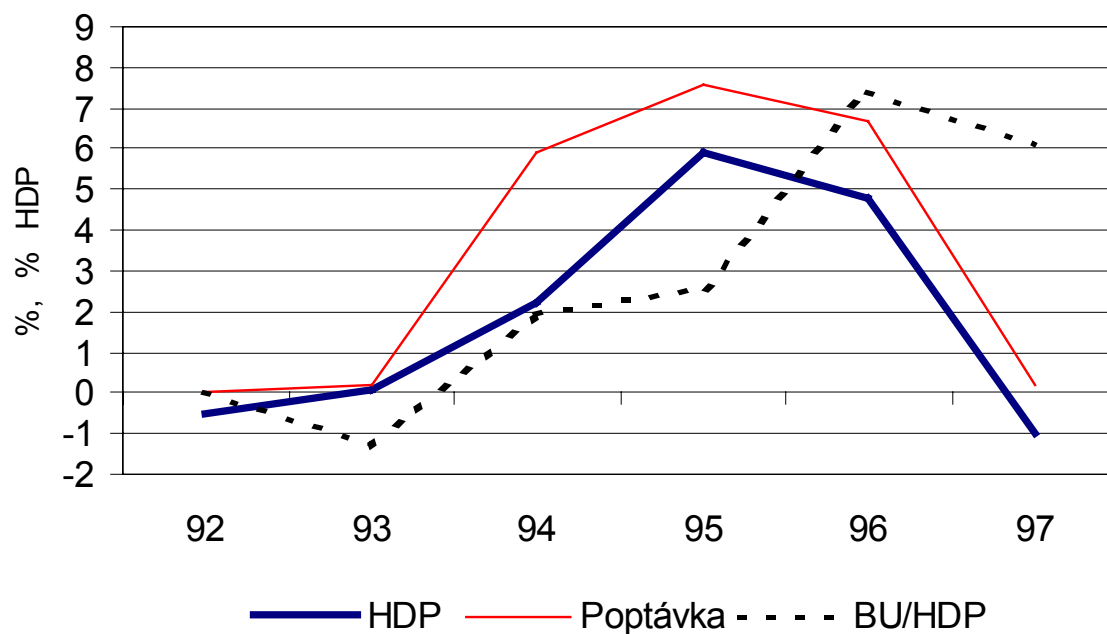
*Pramen:* Český statistický úřad, Česká národní banka.

Česká ekonomika se v období před vypuknutím měnové krize v roce 1997 vyznačovala rostoucím stupněm vnitřní i vnější nerovnováhy. Vývoj hlavních ukazatelů charakterizujících vnitřní a vnější nerovnováhu je zachycen na obrázcích 1, 2 a 3.

Vnitřní nerovnováha měla podobu nesouladu mezi tempem růstu celkové domácí poptávky a nabídky (reálného HDP). Jak je patrné z obrázku 1, prakticky po celé období 1992-97 rostla domácí poptávka rychleji než domácí nabídka. Především v letech 1994-96 byl předstih růstu poptávky před nabídkou výrazný, pohyboval se v rozmezí 2-4 procentních bodů. V absolutním vyjádření se rozdíl mezi celkovou domácí nabídkou a poptávkou rychle zvyšoval. Zatímco v roce 1994 dosáhl ještě ve stálých cenách roku 1995 převis domácí poptávky nad HDP necelých 20 mld. Kč (1,5 procenta HDP), roce 1996 činil již tento převis 56 miliard Kč (3,9 procenta HDP).

Obrázek 1

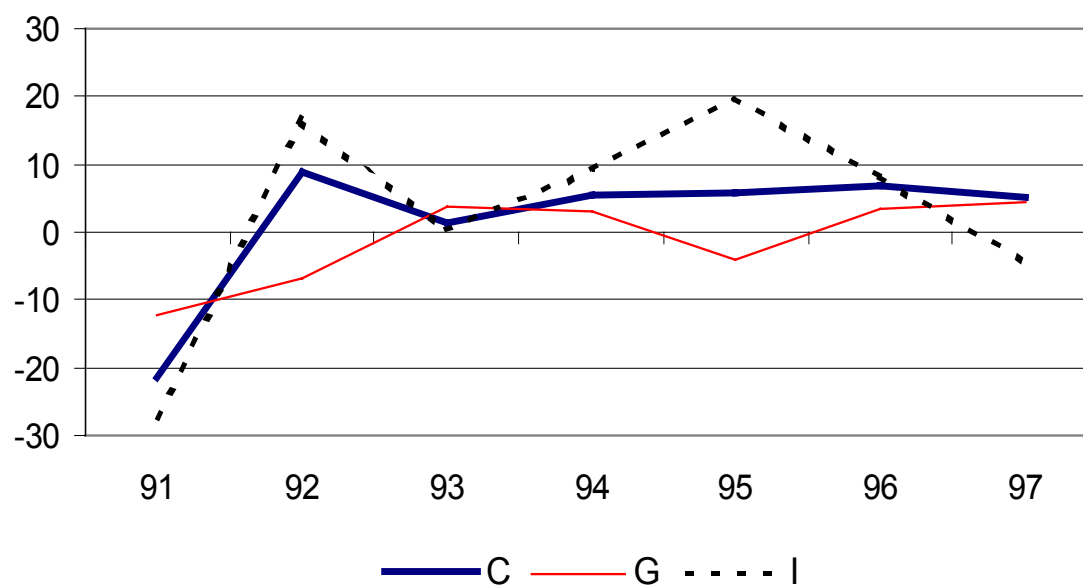
Změna HDP a domácí produkt poptávky v %, stálé ceny)  
a saldo běžného účtu (v % HDP, obrácené znaménko)



Pramen: ČNB, ČSÚ.

Obrázek 2

Vývoj domácí poptávky (meziroční změna v %)



Obrázek 2 ukazuje strukturu vývoje domácí poptávky. Nejrychlejší růst vykazovala konečná spotřeba domácností a investice. Největší dopad na prohlubující se mezeru mezi domácí poptávkou a nabídkou měl bezpochyby růst konečné spotřeby domácností, který se podílí zhruba jednou polovinou na celkové domácí poptávce. Růst investiční poptávky vykazoval sice vesměs vyšší dynamiku než poptávka domácností, ale podíl investiční poptávky na domácí poptávce je menší (zhruba jedna třetina), a navíc lze předpokládat, že na rozdíl od konečné spotřeby mají investice také pozitivní vliv na domácí nabídku.<sup>2</sup>

Souběžně se zhoršováním vnitřní nerovnováhy docházelo k prohlubování nerovnováhy vnější, v podobě prohlubujícího se schodku běžného účtu platební bilance. Pro rychle rostoucí ekonomiky na nižším stupni ekonomické úrovně není neobvyklé financovat část svých investic čerpáním zahraničních úspor, což se projevuje ve schodku běžného účtu platební bilance. Problém je však v udržitelnosti tohoto schodku, a v citlivosti na změny podmínek na mezinárodním trhu kapitálu. V ČR narůstal tento schodek velice rychle, a vysoký podíl na jeho financování měl nestabilní příliv krátkodobého kapitálu. Na druhé straně, vysoký a mírně rostoucí podíl investičních statků na celkovém dovozu dodával jistou váhu argumentům, že deficit bude sebelikvidující, protože zvýšené investice povedou k růstu produktivity, konkurenceschopnosti a vývozu. Bohužel, k potvrzení nebo vyvrácení této hypotézy by bylo zapotřebí více času, než kolik byli zahraniční investoři ochotni poskytnout.

Podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP je zachycen rovněž na obrázku 1, spolu s domácí poptávkou a nabídkou, aby bylo zřejmé, jak spolu vnitřní a vnější nerovnováha souvisí. V roce 1993 bylo ještě saldo běžného účtu přebytkové, ale od roku 1994 docházelo k jeho prakticky nepřerušnému poklesu až do roku 1997, kdy dosáhl schodek téměř 8 procent HDP. Při této úrovni schodku již vyvstává mezi investory naléhavě otázka udržitelnosti a ekonomika se stává zranitelnou vůči vnějším šokům.

---

<sup>2</sup> V krátkém období však dominuje poptávkotvorný efekt investic nad jejich efektem kapacitotvorným neboli nabídkovým, protože uvedení investic do provozu trvá určitou dobu. Navíc je známo, že řada velkých investičních akcí ve sledovaném období byla směřována do infrastruktury či životního prostředí, kde je nabídkový efekt velmi zpožděný a nepřímý.

## 1.2 Příčiny nerovnovážného vývoje

Jaké byly příčiny prohlubující se vnitřní a vnější nerovnováhy v období před vypuknutím měnové krize 1997? Zajímá nás především, do jaké míry lze připsat prohlubující se vnitřní a vnější nerovnováhu na vrub příliš uvolněné makroekonomické politice, a do jaké míry byla spíše odrazem strukturálních problémů ekonomiky.

Podívejme se nejprve na fiskální politiku. Ačkoli konečná spotřeba vlády rostla relativně pomalu (viz G v obrázku 2, zachycující veřejnou spotřebu), lze argumentovat, že fiskální politika do jisté míry přispěla k prohlubování nerovnováh, protože docházelo k postupnému poklesu rozpočtových přebytků a posléze k nárůstu rozpočtových schodků. Tabulka 2 zachycuje vývoj salda veřejných rozpočtů před vypuknutím krize.

**Tabulka 2**

### **Česká republika: saldo veřejných rozpočtů (v % HDP), 1992-97<sup>1)</sup>**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Saldo veřejných rozpočtů	0,4	0,5	-1,2	-2,3	-2,2	-2,1

<sup>1)</sup> Měřeno bez příjmů z privatizace.  
*Pramen:* IMF.

Od roku 1993 do roku 1995 došlo ke znatelnému zhoršování salda veřejných rozpočtů, které bylo zastaveno teprve na přelomu 1996/97, kdy byla v důsledku zhoršující se makroekonomické situace přijata restriktivní rozpočtová opatření. Z makroekonomického hlediska není tak důležitá výše rozpočtových schodků, která sama o sobě nepředstavovala problém. Podstatná je spíše skutečnost, že ke zhoršování rozpočtového salda docházelo v situaci, kdy se zároveň zrychlovalo tempo hospodářského růstu a tempo růstu domácí poptávky. Vzhledem k neexistenci dlouhodobých stabilních časových řad není sice možné pro českou ekonomiku odhadnout přesně výši a tempo růstu potenciálního HDP, a tudíž odhadnout cyklicky přizpůsobené saldo veřejných rozpočtů, které by měřilo fiskální impulz (míru vlivu fiskální politiky na domácí poptávku), ale navzdory těmto omezením lze dospět

k závěru, že minimálně do roku 1995 působila fiskální politika procyklicky. To znamená, že poskytovala pozitivní impulz domácí poptávce v období, kdy již domácí poptávka rychle rostla, a přispívala tak k rozšiřování mezery mezi domácí poptávkou a nabídkou.<sup>3</sup>

Navzdory tomuto procyklickému působení však není patrné, že by byla fiskální politika a růst veřejných výdajů hlavním zdrojem rostoucí vnitřní a vnější nerovnováhy. Jak jsme uvedli, nejdůležitější pro vývoj domácí poptávky je konečná spotřeba domácností, která představuje zhruba polovinu domácí poptávky. A konečná spotřeba domácností vykazovala v období do roku 1997 mnohem rychlejší růst než konečná spotřeba vlády (viz C v obrázku 2). Růst konečné spotřeby domácností do určité míry souvisí s vývojem veřejných rozpočtů, v té míře, v jaké růst mezd ve veřejném sektoru financuje tuto spotřebu. Ale v rozhodující míře je růst konečné spotřeby domácností ovlivněn vývojem mezd a ostatních příjmů v mimorozpočtové sféře. A právě vývoj mezd hrál klíčovou úlohu při růstu vnitřní i vnější nerovnováhy v české ekonomice v období do roku 1997.

Obrázek 3 ukazuje vývoj celkových mezd a růst produktivity práce v ekonomice jako celku. Z obrázku je patrné, že během celého období až do roku 1996 byl růst mezd mnohem vyšší než růst produktivity práce, zhruba o 6-7 procentních bodů. To znamená, že kupní síla příjemců mezd se zvyšovala rychleji než hodnota produkce, kterou vyrobili. Na počátku ekonomické transformace došlo k výraznému poklesu reálných mezd, do značné míry v důsledku nečekané inflace, a lze proto argumentovat, že do určité míry představoval reálný růst mezd v následujících letech "dohánění" tohoto poklesu. Nicméně, pokles produkce a produktivity na počátku transformace byl taktéž výrazný, a tudíž není zřejmé, zda existující "mzdový polštář" byl natolik velký, aby poskytoval prostor pro setrvalý výrazný předstih růstu reálných mezd oproti růstu produktivity práce, aniž by to vedlo k problémům v podobě poklesu konkurenceschopnosti a narůstání nerovnováh v ekonomice. Tento „polštář“ nebyl rozhodně tak velký, pokud ho místo poklesu

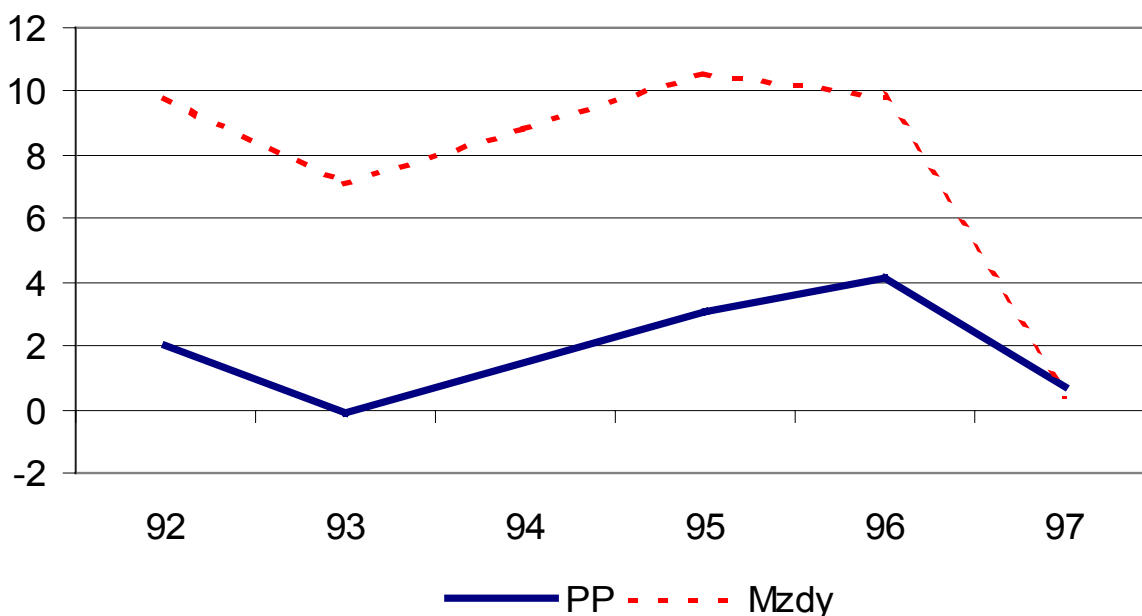
---

<sup>3</sup> Správně bychom měli upravit rozpočtové saldo ještě o splácení úroků z veřejného dluhu a sledovat tak cyklicky upravený primární rozpočet. Úroky z veřejných dluhů však byly v tomto období poměrně nízké a nepřesahovaly příliš 1 procento HDP. Jejich zahrnutí by závěry o procyklickém působení fiskální politiky nezměnilo.

reálných mezd měříme vývojem běžného účtu platební bilance či mezerou mezi růstem agregátní poptávky a nabídky.<sup>4</sup>

Obrázek 3

Vývoj mezd a produktivity práce (roční změna v %)



*Pramen:* ČSÚ.

Setrvávající předstih růstu mezd před růstem produktivity práce měl přímý dopad na vnitřní i vnější nerovnováhu. Za prvé, růst mezd stimuloval růst poptávky domácností, což vedlo k rychlému růstu poptávky po dovozech spotřebního zboží, a zvyšovalo schodek běžného účtu platební bilance. Za druhé, tento předstih měl za následek růst jednotkových mzdových nákladů. Růst jednotkových mzdových nákladů znamenal, že klesal podíl zisku na jednotku produkce (přidané hodnoty).

<sup>4</sup> Velký “polštář” by znamenal vysoký přebytek běžného účtu a výrazně nižší růst poptávky ve srovnání s růstem produkce. Nic takového se však nekonalo. Běžný účet byl v podstatě vyrovnaný, a prudký pokles poptávky ve srovnání s nabídkou v roce 1991 byl v roce 1992 do značné míry kompenzován.



Pokud tento trend přetrvává delší dobu, má to za následek pokles konkurenceschopnosti a negativní dopad na vývoz a hospodářský růst.<sup>5</sup>

V normálně fungující tržní ekonomice nemůže dlouhodobě a ve velkém rozsahu k předstihu růstu reálných mezd oproti produktivitě práce docházet, protože existují dosti silné korigující mechanismy, včetně např. růstu nezaměstnanosti, které tomuto zabrání. V české ekonomice byla v předkrizovém období úloha těchto korigujících mechanismů oslabena, mimo jiné v důsledku „neusazené“ vlastnické struktury a výrazného segmentu polosoukromého či polostátního vlastnictví. Výsledkem této vlastnické struktury bylo nedostatečné zastoupení dlouhodobého zájmu kapitálu v podnicích, a volné rozpočtové omezení umožňující financování rychlého růstu mezd z vnějších zdrojů, bez dostatečného zohlednění finanční situace podniků.

Pokud jde o hodnocení úlohy měnové politiky při prohlubování vnitřní a vnější nerovnováhy, zde je situace komplikovanější. Měnová politika v období 1993-97 nebývá obvykle charakterizována jako příliš uvolněná. Je přesto možné, že navzdory relativně restriktivnímu charakteru přispěla měnová politika k prohlubování vnitřní a vnější nerovnováhy a k následné krizi? Odpověď zní ano, pokud vezmeme v úvahu kurzový režim, ve kterém byla měnová politika prováděna.

Česká republika uplatňovala od počátku ekonomické transformace v roce 1991 režim fixního měnového kurzu. ČNB vystupovala na straně poptávky či nabídky na devizovém trhu, s cílem udržet kurz koruny ve stanoveném pásmu. V ekonomikách s fixním měnovým kurzem existuje více či méně silná závislost mezi vývojem platební bilance a vývojem měnové zásoby. S tím, jak dochází k liberalizaci transakcí na kapitálovém účtu platební bilance, tato závislost sílí. To se jednoznačně projevilo v případě ČR. V roce 1995, v souvislosti s očekávaným vstupem do OECD, došlo v podstatě k dokončení liberalizace transakcí na kapitálovém účtu, včetně liberalizace pohybu krátkodobého kapitálu, který umožňoval zahraničním investorům využívat pozitivní úrokový diferenciál. Výsledkem fixního měnového kurzu, a tudíž relativně nízkého kurzového rizika, v kombinaci s pozitivním úrokovým diferenciálem,

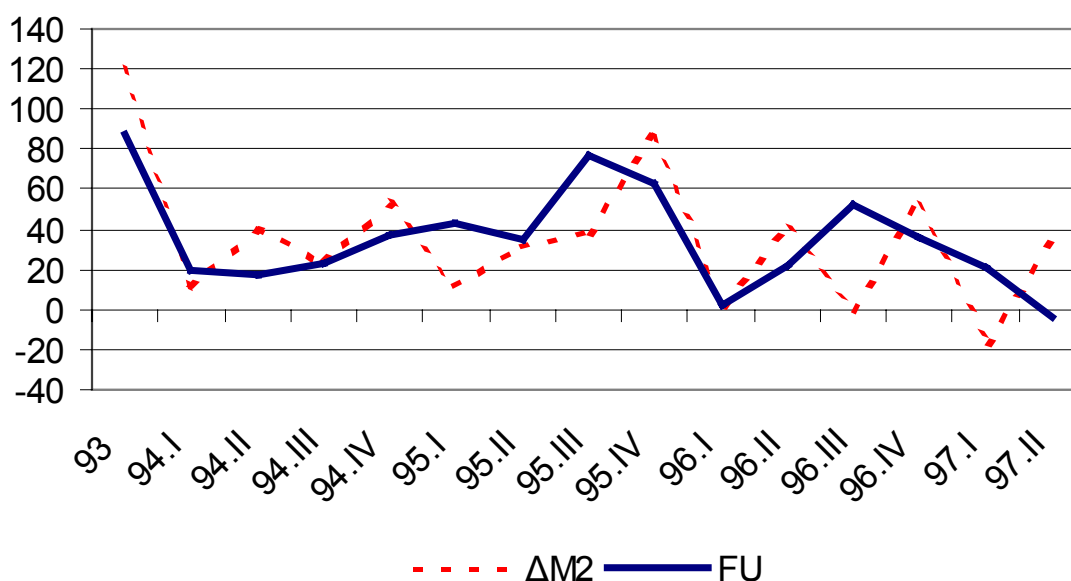
---

<sup>5</sup> Zhruba rok před měnovým otřesem došlo k poklesu růstu mezd na úroveň růstu produktivity práce. Tím se ale pouze zastavilo další zhoršování vnitřní nerovnováhy.

byl poměrně vysoký příliv zahraničního kapitálu. ČNB se sice pokoušela dopad přílivu kapitálu na peněžní zásobu sterilizovat, ale pouze s částečným úspěchem. Výsledkem byl růst peněžní zásoby, který výrazně převyšoval limity stanovené v měnových programech ČNB <sup>6</sup>. Úzká souvislost mezi přílivem zahraničního kapitálu (měřeno saldem kapitálového účtu platební bilance) a přírůstkem peněžní zásoby M2 je patrná na obrázku 4.

Obrázek 4

Růst M2 a saldo kapitálového účtu (mld. Kč)



Pramen: ČNB.

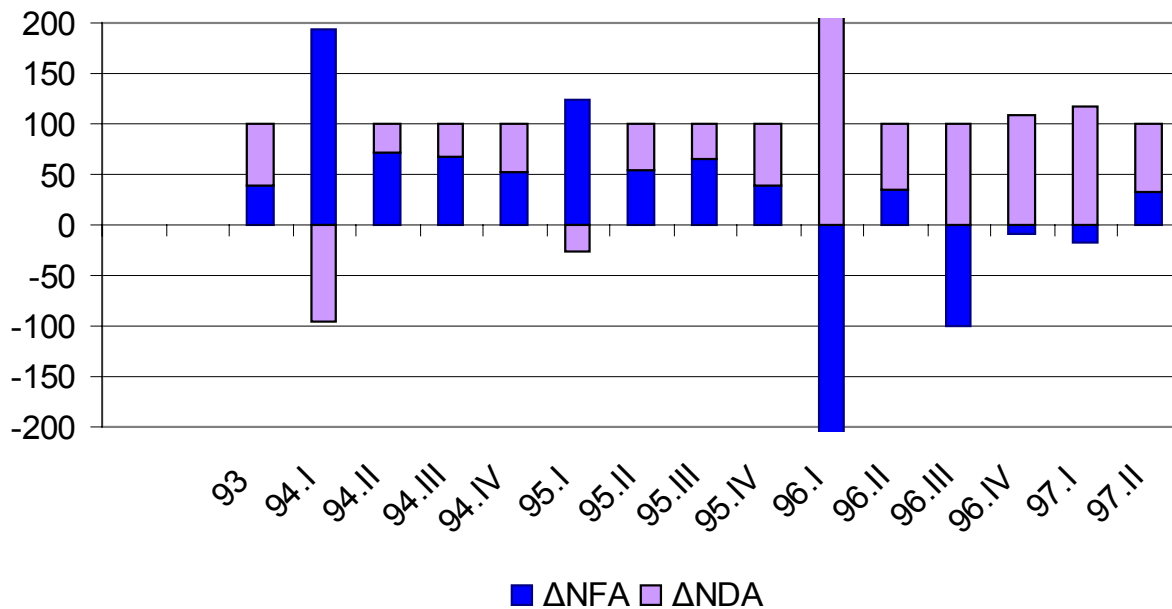
Souvislost mezi vývojem platební bilance a peněžní zásobou lze rovněž analyzovat s pomocí vývoje čistých domácích a čistých zahraničních aktiv bankovní soustavy. Peněžní zásoba M2 se z definice rovná součtu čistých domácích a čistých zahraničních aktiv bankovní soustavy, a změny M2 lze tudíž rozložit na změny těchto dvou složek. Obrázek 5 zachycuje, jak se podílel přírůstek těchto dvou složek na přírůstku M2 v jednotlivých čtvrtletích do vypuknutí krize. Především v letech 1994 a 1995 byl přírůstek čistých zahraničních aktiv dominujícím zdrojem růstu M2. Teprve

<sup>6</sup> V období 1991-95 se zvýšila měnová zásoba M2 o zhruba 200 miliard Kč více, než kolik by činil její nárůst, kdyby rostla tempy odpovídajícími horním limitům měnových programů ČNB. V roce 1995 dosáhl tento kumulovaný předstih zhruba 20 procent celkové výše M2.

v roce 1996 se situace obrátila, a čistá domácí aktiva se stala prakticky jediným zdrojem přírůstku peněžní zásoby.

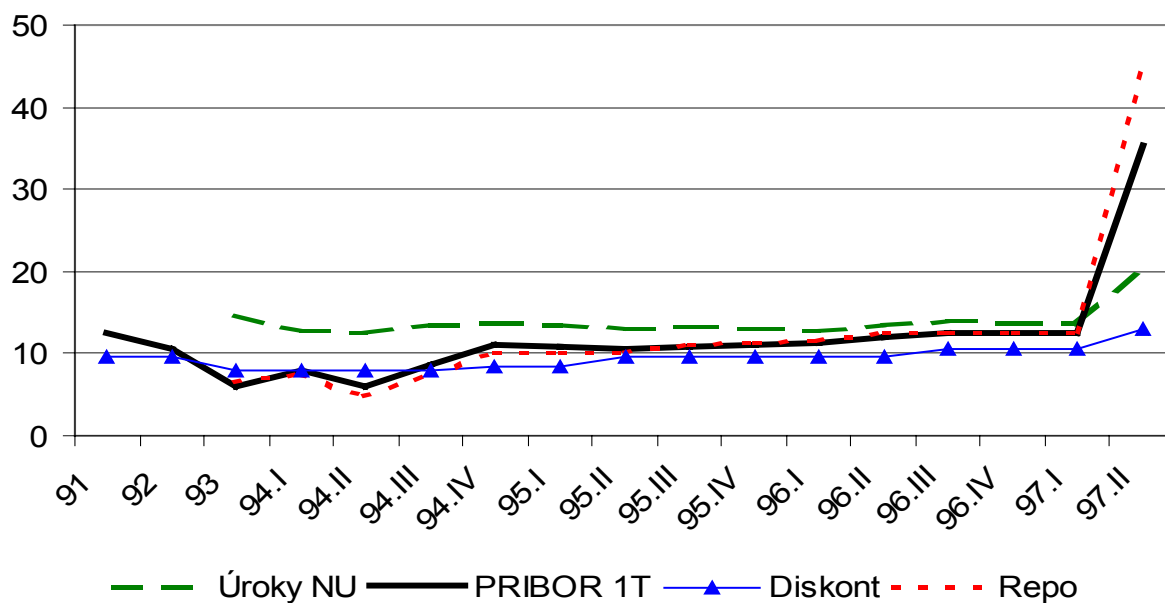
Obrázek 5

Podíl NFA a NDA na růstu M2 (v %)



Obrázek 6

Vybrané úrokové sazby



Z výše uvedených skutečností je patrné, že ČNB měla pouze omezenou kontrolu nad vývojem peněžní zásoby, a po většinu období 1991-95 přesahoval růst peněžní zásoby limity měnových programů ČNB. Důvodem byla nemožnost měnové politiky izolovat domácí měnový vývoj kompletně od vývoje platební bilance. Teprve s rozšířením flukтуаčního pásma koruny na počátku roku 1996 došlo přechodně ke zpomalení přílivu zahraničního kapitálu a tempa růstu peněžní zásoby. Nicméně, ani rozšíření flukтуаčního pásma nezabránilo plně dočasnému obnovení přílivu kapitálu a zhodnocování koruny.

Jak byly ovlivňovány v tomto období měnové podmínky v ekonomice v důsledku změn ostatních nástrojů měnové politiky ČNB? Obrázek 6 zachycuje vývoj týdenní repo sazby a diskontní sazby ČNB, povinných minimálních rezerv (PMR), mezibankovní dvoutýdenní sazby PRIBOR, a úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů.<sup>7</sup> Ve vývoji měnové politiky v předkrizovém období můžeme rozlišit tři hlavní momenty.

Za prvé, ve druhé polovině roku 1994 došlo k výraznému zvýšení úrokových sazeb, v reakci na rychlý růst peněžní zásoby způsobený především vysokým přílivem zahraničního kapitálu. Jak je však patrné z obrázku 4, příliv zahraničního kapitálu v roce 1995 dále vzrostl a s ním také tempo růstu peněžní zásoby. Výrazné zvýšení úrokových sazeb růst likvidity v ekonomice nezpomalilo. Spíše naopak. Za druhé, v období od konce roku 1994 do počátku roku 1996 zůstaly úrokové sazby ČNB a sazby PRIBOR poměrně stabilní, přičemž rychlý růst peněžní zásoby pokračoval. Za třetí, v první polovině roku 1996 došlo k dalšímu zpřísnění měnové politiky. Repo sazba byla zvyšována v malých dávkách od prosince 1995 do června 1996 z 11,25 procent na 12,40 procent, diskontní sazba byla zvýšena v červnu 1996 z 9,5 na 10,5 procent, a lombardní sazba z 12,5 na 14 procent. Na této úrovni pak zůstaly sazby až do konce května 1997. Často zmiňované dramatické přitvrzení měnové politiky v polovině roku 1996 bylo ve skutečnosti poměrně mírné. Jediným

---

<sup>7</sup> Pro přehlednost není v obrázku uveden vývoj lombardní sazby, za kterou poskytuje ČNB dočasnou likviditu bankám. Tento nástroj však nehraje příliš velkou úlohu při ovlivňování likvidity v ekonomice. Totéž platí také pro diskontní sazbu. Z obrázku 6 je rovněž patrné, že diskontní sazba sleduje se zpožděním vývoj tržních podmínek, a hraje spíše signální roli. Nejdůležitější úlohu hraje repo sazba, protože slouží jako referenční bod a odvíjí se od ní úrokové sazby komerčních bank.

výraznějším přitvrzením měnové politiky bylo zvýšení povinných minimálních rezerv (PMR) komerčních bank od 1. srpna 1996 z 8,5 na 11,5 procent.<sup>8</sup>

Změna úrokových sazeb ČNB a PMR se projevovala pouze nepatrně ve změně úrokových sazeb nově poskytnutých úvěrů. Navzdory postupnému růstu repo sazby a PRIBORU od počátku roku 1995 do počátku roku 1997 a navzdory zpřísnění měnové politiky v polovině roku 1996, se sazba z nově poskytnutých úvěrů v období od prvního čtvrtletí 1994 do druhého čtvrtletí 1997 s výjimkou mírného zvýšení v první polovině 1996 prakticky neměnila. Teprve krizový vývoj ve druhém čtvrtletí 1997 vedl k výraznému zvýšení všech úrokových sazeb.

Výrazné zpomalení tempa růstu peněžní zásoby M2 se shoduje časově přesně s opatřeními ČNB v polovině roku 1996. Lze však toto relativně výrazné zpomalení růstu peněžní zásoby vysvětlit relativně mírným růstem úrokových sazeb? Všimněme si rovněž, že zpomalení úvěrů nebylo zdaleka tak výrazné a okamžité, jako zpomalení růstu M2. Lze argumentovat, že pokud by mírné zvýšení úrokových sazeb<sup>9</sup> skutečně bylo hlavní příčinou následného prudkého zpomalení růstu peněžní zásoby a hospodářského růstu, potom by bylo s ekonomikou něco skutečně závažného v nepořádku. K této otázce se ještě vrátíme.

Podívejme se ale na další aspekt měnové politiky. Likvidita v ekonomice a dostupnost bankovních úvěrů závisí do značné míry také na vývoji vkladů v bankách, protože bankovní vklady představují hlavní zdroj financování bankovních úvěrů. Obrázek 7 zachycuje změny celkového stavu úvěrů a vkladů za posledních 12 měsíců. Od konce roku 1995 došlo k podstatnému zpomalení přírůstků vkladů, a k souběžnému zpomalení (byť v menším rozsahu) přírůstků úvěrů. Jak je z obrázku patrné, objem poskytnutých úvěrů úzce sleduje vývoj celkových vkladů.

Těsnou závislost mezi vývojem vkladů a úvěrů bankovního sektoru v období před měnovou krizí 1997 lze interpretovat dvěma způsoby. Na jedné straně odráží tato závislost skutečnost, že v uvedeném období nebyl ještě příliš rozvinutý peněžní

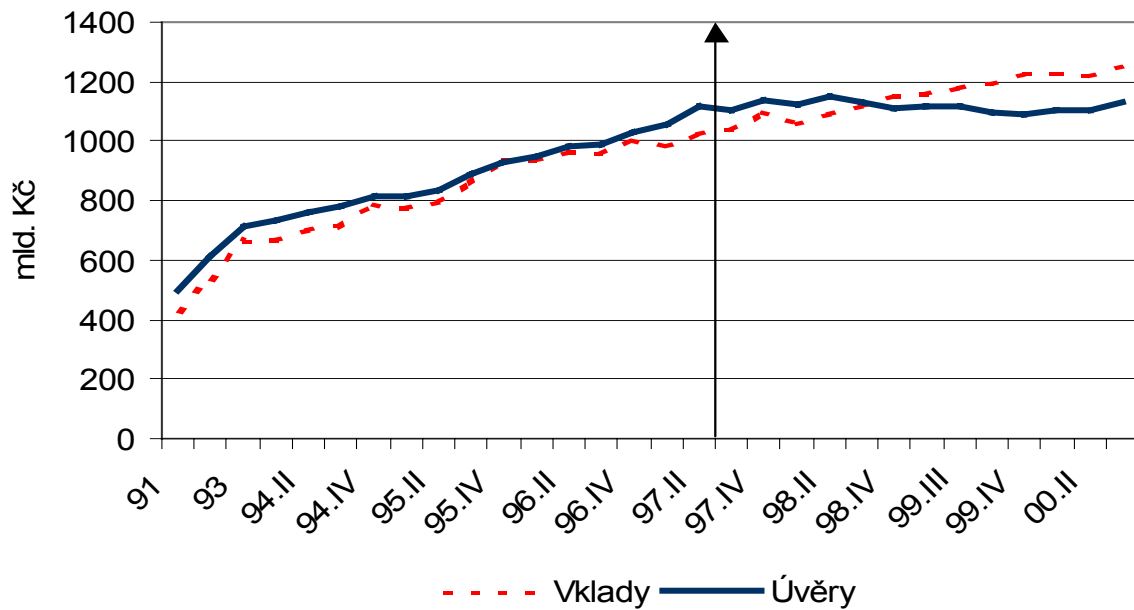
---

<sup>8</sup> Zvýšení PMR z 8,5 na 11,5 procent odčerpalo z bankovního sektoru zhruba 30 miliard Kč.

<sup>9</sup> Absolutní zvýšení úrokových sazeb je nutné poměřovat s existující mírou inflace v ekonomice. Pokud roste cenová hladina o 10 procent, a úrokové sazby se změni o 1 procentní bod, v relativním vyjádření je tato změna stejně velká jako změna úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu v ekonomice s inflací 5 procent, a 0,25 procentního bodu s inflací 2,5 procenta.

Obrázek 7a

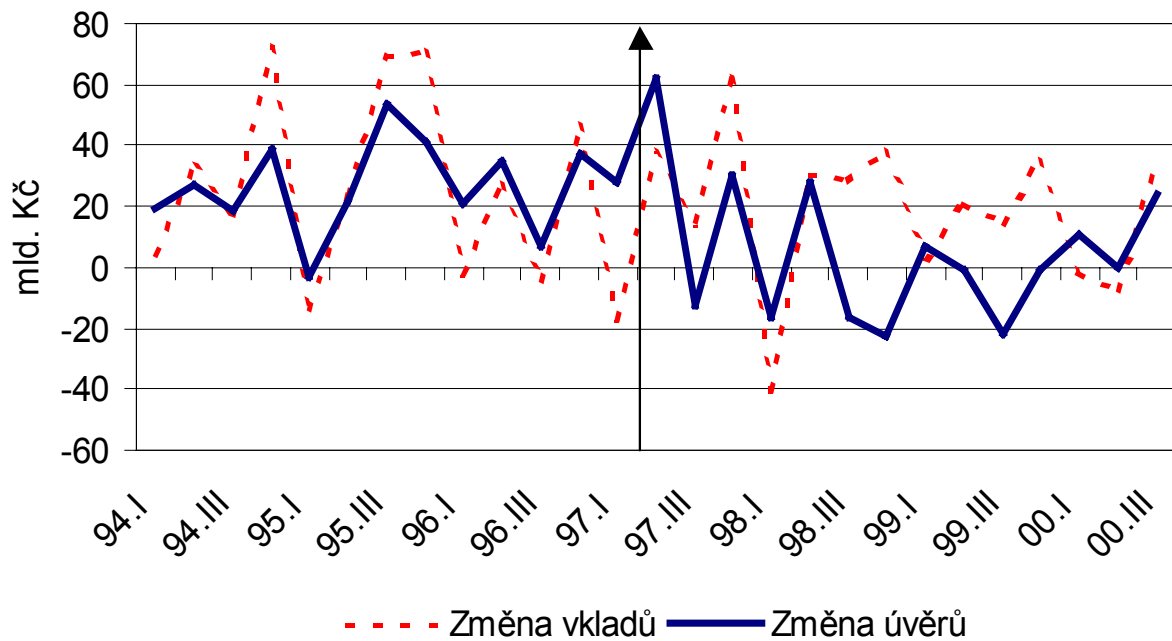
### Vývoj bankovních vkladů a úvěrů (mld. Kč)



Pramen: ČNB

Obrázek 7b

### Změna vkladů a úvěrů (čtvrtletně, mld. Kč)



Pramen: ČNB

trh a vklady domácností, podniků a pojišťoven byly pro banky hlavním zdrojem financování jejich aktivit. Na druhé straně tato závislost znamená, že banky používaly svá pasiva (vklady) především k poskytování úvěrů, zatímco jiná aktiva hrála v jejich rozvahách poměrně omezenou úlohu. Tato situace se výrazně změnila po měnové krizi, jak budeme diskutovat níže.

Z výše uvedených skutečností vyplývá několik závěrů o úloze měnové politiky při ovlivňování měnových podmínek a o jejím vlivu na reálnou ekonomiku.

Za prvé, v období silného přílivu zahraničního kapitálu a fixního měnového kurzu nebyla měnová politika schopna kontrolovat plně vývoj likvidity v ekonomice a rychlý růst peněžní zásoby a úvěrů přispěl k prohlubování vnitřní a vnější nerovnováhy. Měnová politika ovlivňuje tradičně nejvíce investiční poptávku, a nadměrný růst likvidity v letech 1993-96 umožnil rychlou expanzi úvěrové aktivity a vysoký růst investiční poptávky. Úvěrová expanze ale také umožnila financovat vysoký růst mezd překračující růst produktivity práce, což přispělo k růstu spotřebitelské poptávky, k poklesu konkurenceschopnosti podniků a k prohlubování vnější nerovnováhy. Rozšíření flukтуаčního pásma koruny počátkem roku 1996 přispělo sice dočasně ke zpomalení přílivu zahraničního kapitálu v první polovině roku 1996, ale ve druhé polovině roku se příliv zahraničního kapitálu obnovil. Přesto byl v roce 1996 tento příliv zhruba o polovinu nižší než v předchozím roce, a přispěl ke zpomalení růstu peněžní zásoby. Toto vývojem platební bilance vyvolané zpomalení růstu peněžní zásoby však nevedlo ihned ke snížení vnější nerovnováhy, jak je patrné z přetrvávajících schodků běžného účtu platební bilance.

Za druhé, opatření ČNB v polovině roku 1996 v podobě zvýšení úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv se projevila v určitém zpřísnění měnových podmínek, ale nebyla okamžitě patrná ve zvýšení ceny nových úvěrů a ve výraznějším zpomalení jejich přírůstku. Jak je patrné z obrázků, růst úvěrů pokračoval i v roce 1997, ale ve druhé polovině tohoto roku poklesly čtvrtletní přírůstky úvěrů pod výši přírůstků vkladů, což byl ve sledovaném období poměrně ojedinělý jev. Jedním z možných vysvětlení je zvýšená obezřetnost bank při poskytování nových úvěrů, odrážející zhoršující se finanční situaci bank i podniků.

Souběžně s rozšířením kurzového pásma počátkem roku 1996 začala ČNB při prosazování svých měnových cílů více spoléhat na své referenční úrokové sazby a potenciální účinnost změn úrokových sazeb ČNB při ovlivňování likvidity v ekonomice se zvýšila, především z toho důvodu, že komerční banky začaly více

využívat repo sazbu jako referenční bod pro svoje vlastní úrokové sazby.<sup>10</sup> Tato zvýšená účinnost úrokových sazeb ČNB při ovlivňování vývoje peněžní zásoby se však výrazněji projevila až v souvislosti s měnovou krizí v květnu 1997.

### 1.3 Dilema hospodářské politiky

Nerovnovážený vývoj, který charakterizoval českou ekonomiku v období před vypuknutím měnové krize, nemohl z definice pokračovat do nekonečna, a dříve či později musela nastat jeho korekce. Otázkou bylo, kdy a jakým způsobem k této korekci dojde.

Nerovnováhu vnitřní, spočívající v tom, že ekonomické subjekty poptávají více zboží, než kolik ekonomika produkuje, lze řešit v podstatě třemi způsoby. Za prvé, v ekonomice existují nevyužitá výrobní zdroje, a převis poptávky nad nabídkou stimuluje zvýšení nabídky a hospodářského růstu. Mezera mezi růstem poptávky a nabídky se uzavře zvýšením růstu nabídky. Za druhé, dojde ke zpřísnění makroekonomické politiky, vedoucí k přizpůsobení růstu domácí poptávky na úroveň odpovídající existující nabídce.<sup>11</sup> K této restrikci domácí poptávky lze použít řadu nástrojů, např. zvýšení daní, snížení veřejných výdajů, zvýšení úrokových sazeb, opatření směřující ke snížení růstu mezd a jiných příjmů (důchodová politika). Pokud výše uvedené přizpůsobení nenastane a mezera mezi růstem poptávky a nabídky přetrvává, může dojít k uspokojování části domácí poptávky zahraniční nabídkou, tj. dovozem zboží ze zahraničí, což se projevuje ve schodku obchodní bilance, a obvykle také ve schodku běžného účtu platební bilance. V té míře, v jaké převis domácí poptávky nad nabídkou není uspokojen z tohoto zdroje, dochází k omezení poptávky zvýšením míry inflace. Růst cenové hladiny vede k erozi kupní síly a k omezení domácí poptávky na úroveň domácí nabídky.

---

<sup>10</sup> Podrobněji viz ČNB (1999).

<sup>11</sup> Pokud existuje převis celkové poptávky nad nabídkou, poptávka musí růst po určitou dobu dokonce pomaleji, aby byla obnovena rovnováha.



Pokud by se jednalo o relativně uzavřenou ekonomiku, vnitřní nerovnováha nepředstavuje teoreticky výrazné bezprostřední riziko, protože je méně pravděpodobné, že se projeví v rychlém prohlubování vnější nerovnováhy. Pokud se nesoulad mezi domácí nabídkou a poptávkou projevuje pouze ve zvyšování inflačních tlaků, potom nemusí dojít k náhlé a násilné korekci, ale přizpůsobování může probíhat pozvolna, v podobě rostoucí míry inflace, eroze příjmů a úspor, a poklesu poptávky. Růst inflace samozřejmě po určité době negativně ovlivní úspory, investice a hospodářský růst, ale nedojde k dramatickému náhlému přizpůsobení, jakého jsme byli v uplynulých letech svědky v ekonomikách, které byly postiženy nerovnováhou vnější. To platí především tehdy, pokud existují administrativní omezení zabraňující odlivu úspor do zahraničí.

V malé otevřené ekonomice však bývá obvykle vnitřní nerovnováha spojena s nerovnováhou vnější. To znamená, že přetrvávající vnitřní nerovnováha se projevuje více v rostoucím schodku běžného účtu platební bilance a méně ve zrychlování míry inflace. Prohlubující se domácí nerovnováha je ve stále větší míře „řešena“ prohlubováním nerovnováhy vnější. V takovémto případě může ke korekci nerovnovážného vývoje dojít mnohem rychleji.

Pokud ekonomika vykazuje schodek běžného účtu platební bilance, znamená to, že financuje část svých investic ze zahraničních úspor. Tento schodek může být financován jednak současným čerpáním zahraničních úspor (přebytkem kapitálového účtu),<sup>12</sup> anebo čerpáním v minulosti naakumulovaných zahraničních úspor (devizových rezerv). Pokud jsou tyto možnosti financování schodku běžného účtu vyčerpány, musí dojít nezbytně k odpovídajícímu přizpůsobení salda běžného účtu platební bilance.

K přizpůsobení může dojít jednak aktivním způsobem, to znamená vědomými opatřeními hospodářské politiky, a nebo způsobem pasivním, kdy je přizpůsobení domácí poptávky a salda běžného účtu dosaženo v důsledku finanční krize a náhlé ztráty zahraničního financování schodku běžného účtu.

---

<sup>12</sup> Čerpání zahraničních úspor může probíhat různými způsoby, včetně např. oficiální zahraniční pomoci.

Pokud jde o aktivní řešení vnější nerovnováhy, přichází v úvahu dva tržně konformní způsoby.<sup>13</sup> Za prvé, opatření směřujícími k omezení domácí poptávky, a tudíž růstu dovozů a schodku obchodní bilance (a běžného účtu) a za druhé, změna relativních cen dovozu a vývozu prostřednictvím změny reálného měnového kurzu. Hlavními nástroji pro omezení růstu domácí poptávky je měnová a fiskální restrikce, změny reálného měnového kurzu lze dosáhnout znehodnocením či devalvací.

V malé otevřené ekonomice s fixním měnovým kurzem je teoreticky nejúčinnějším nástrojem omezení růstu domácí poptávky snížení rozpočtových výdajů (případně zvýšení rozpočtových příjmů). V roce 1996 však byly možnosti fiskální politiky v ČR při řešení problému vnější nerovnováhy omezené. Především nebylo patrné, že nadměrný růst veřejných výdajů byl hlavním zdrojem růstu domácí poptávky (viz obrázek 2), a to navzdory procyklickému působení veřejných rozpočtů. Hospodaření veřejných rozpočtů nebylo považováno za hlavní příčinu nerovnovážného vývoje ekonomiky, a proto nebyla pocíťována silně potřeba korekce fiskální politiky. Teprve koncem roku 1996, s pokračujícím zhoršováním platební bilance, se začalo uvažovat o aktivnějším použití fiskální politiky jako nástroji makroekonomické restrikce a na jaře 1997 byla pak přijata restriktivní rozpočtová opatření. Nicméně, rozsah zpřísnění fiskální politiky měl politické i technické meze, a nebylo pravděpodobné, že samotné zpřísnění fiskální politiky by postačilo k vyřešení problému rostoucího schodku běžného účtu platební bilance.<sup>14</sup> Vzhledem k omezeným možnostem dosáhnout v krátkém období zpomalení růstu domácí poptávky a snížení schodku běžného účtu platební bilance pomocí fiskální restrikce zůstalo tudíž na měnové politice, aby se pokusila další nárůst vnější nerovnováhy zastavit a zvrátit. V polovině roku 1996 přistoupila proto ČNB ke zmíněnému zpřísnění měnové politiky.

---

<sup>13</sup> Abstrahujeme od administrativních opatření typu kvantitativní omezení dovozu, devizové kontroly a dovozní přírážky.

<sup>14</sup> V situaci, kdy schodek běžného účtu platební bilance dosahuje 8 procent HDP, by muselo jeho výraznější snížení vyžadovat zvýšení veřejných úspor řekněme o 3-4 procentní body, a to navíc za předpokladu, že by se nesnížily úspory soukromého sektoru.

Avšak ani zpřísnění měnových podmínek, ať již v důsledku opatření měnové politiky či v důsledku poklesu přílivu zahraničního kapitálu, nebylo při snižování vnější nerovnováhy okamžitě účinné. Připomeňme si, že schodek běžného účtu je roven rozdílu mezi hrubými domácími úsporami a investicemi (viz tabulku 3). Měnová politika má teoreticky nejvíce ovlivňovat investice, a k jejich jistému snížení v roce 1997 došlo, ovšem za současného mírného snížení domácích úspor.

**Tabulka 3**

**Hrubé domácí úspory, investice a saldo běžného účtu (v % HDP)**

	1995	1996	1997	1998
Domácí úspory	29,3	25,4	24,7	25,9
Domácí investice	32,8	33,0	30,7	28,1
Saldo veřejného sektoru <sup>1)</sup>	-1,8	-1,2	-2,1	-2,1
Saldo běžného účtu	-3,5	-7,6	-6,1	-2,2

<sup>1)</sup> Rozdíl mezi celkovými veřejnými úsporami a investicemi  
*Pramen: IMF*

Podobně fiskální politika nebyla při snižování schodku běžného účtu velmi účinná. Příspěvek fiskální politiky je měřen rozdílem mezi veřejnými úsporami a investicemi. Jak je patrné z tabulky 3, toto záporné saldo se v roce 1997 oproti roku 1996 prohloubilo, a fiskální politika tudíž přispěla v tomto období ke zhoršení vnější nerovnováhy, nikoli k jejímu zmenšení.<sup>15</sup>

Relativně nízká účinnost měnové a fiskální politiky při snižování vnější nerovnováhy souvisí především se skutečností, že prohlubování vnitřní a vnější nerovnováhy bylo do značné míry výsledkem nadměrného růstu mezd, předstihujícím růst produktivity práce. V té míře, v jaké odráží nadměrný růst mezd spíše strukturální a institucionální charakteristiky ekonomiky a v jaké je zmírňován restriktivní makroekonomickou politikou pouze zpožděně a nevýrazně, nebylo možné s pomocí makroekonomických nástrojů v období 1996-97 nerovnovážný vývoj dostatečně rychle zvrátit.

<sup>15</sup> To neznamená, že restriktivní rozpočtová opatření, tzv. Balíčky, snížení vnější nerovnováhy nepomohly. Bez nich by se saldo veřejného sektoru v roce 1997 zhoršilo ještě více.

Pokud bychom měli odpovědět na otázku, zda existovala v daném institucionálním prostředí a při daném kurzovém režimu lepší kombinace makroekonomické politiky, která mohla v roce 1996 předejít krizi a dosáhnout korekci existujících nerovnováh méně nákladným způsobem, odpověď bude znít „stěžít“. Je sice možné, že výraznější fiskální restriktce by mohla o něco více zpomalit růst domácí poptávky, ale dopad na běžný účet by byl pravděpodobně omezený. Nelze předpokládat, že zpomalení veřejných výdajů by samo o sobě výrazně snížilo schodek běžného účtu na udržitelnou úroveň. Je rovněž možné, že více restriktivní fiskální politika by ovlivnila pozitivně zahraniční investory, kteří by byli ochotni poněkud déle financovat schodek běžného účtu, ale nestabilita na světových finančních trzích v souvislosti s asijskou krizí by nakonec stejně vedla brzy k zpomalení přílivu kapitálu do ČR a k nutnosti omezit schodek běžného účtu.

Vezmeme-li navíc fiskální politiku jako danou, byla v dané situaci vhodná méně restriktivní měnová politika? Zde je odpověď obtížnější, a bez znalosti toho, co by se skutečně dělo v takovém případě, lze pouze spekulovat. Především je nutno v této souvislosti opětovně zdůraznit, že ke zpříšňování měnové politiky docházelo do značné míry bez ohledu na opatření ČNB. Vývoj úvěrů v ekonomice je ovlivňován celou řadou jiných vlivů než úrokovými sazbami centrální banky. Jedním z důležitých faktorů, jehož podrobnější diskuse je mimo rámec tohoto článku, je způsob, jakým byla nabídka úvěrů ovlivňována činností bankovního dohledu a rychlým růstem klasifikovaných úvěrů bank jak v absolutním vyjádření, tak v procentech z celkových úvěrů.

Lze vést spory o tom, zda bylo v polovině roku 1996 přiměřené zvýšit o 3 procentní body povinné rezervy a stáhnout z ekonomiky 30 miliard Kč. Je však třeba mít na paměti situaci, jaká v ekonomice v tomto okamžiku existovala. Vnější nerovnováha se rychle prohlubovala a tržně vyvolané zpomalení růstu likvidity v ekonomice nebylo v té době ještě patrné.<sup>16</sup> Vzhledem k rychle se zhoršující kvalitě úvěrového portfolia bank v té době by došlo k omezení jejich schopnosti poskytovat nové úvěry v každém případě. Zvýšení povinných minimálních rezerv navíc neznamená, že banky o tyto zdroje natrvalo přichází, a pokud to situace vyžaduje,

---

<sup>16</sup> ČNB navíc poskytla v první polovině roku 1996 8 miliard Kč nouzových úvěrů, což zvýšilo likviditu v situaci, kdy se výrazně prohlubovala vnější nerovnováha.

mohou (a také následně byly) opětovně sníženy. Pokud by nedošlo v polovině roku 1996 ke stažení likvidity, je možné, že by byla alespoň částečně použita na poskytnutí nových úvěrů, které by naopak mohly umožnit podnikům financovat další růst mezd či nové investice. To by ale také mělo za následek rychlejší růst domácí poptávky a další zpomalení redukce vnější nerovnováhy. Přizpůsobení v následujícím období by bylo o to nákladnější.

Posledním řešením, které v dané situaci zbývalo, spočívalo ve změně kurzového režimu, v očekávání, že dojde ke znehodnocení reálného měnového kurzu, které zvýší vývozy a sníží dovozy. Kurz koruny byl od počátku roku 1991 fixován, a pohyboval se pouze ve velice úzkém pásmu  $\nabla$  0,5 procent, které bylo počátkem roku 1996 rozšířeno na  $\nabla$  7,5 procent. Od rozšíření flukтуаčního pásma se očekávalo zvýšení kurzového rizika a omezení přílivu především krátkodobého spekulativního kapitálu, a tudíž zvýšená schopnost ČNB kontrolovat vývoj likvidity v ekonomice. Nicméně, po určitém odlivu zahraničního kapitálu po rozšíření flukтуаčního pásma se situace opět obrátila, zahraniční kapitál přitahovaný vysokým úrokovým diferencíalem a očekávaným zhodnocením koruny opět začal připlývat, a koruna se brzy ocitla u horní hranice flukтуаčního pásma. Otázka je, zda by bylo v této situaci vhodné flukтуаční pásmo opustit zcela. Hlavní riziko této strategie spočívalo v dalším výrazném zhodnocování koruny, které by vedlo k dalšímu růstu již tak vysokého schodku obchodní bilance a běžného účtu. Hrozilo nebezpečí, že po přechodném prudkém zhodnocení dojde v určitém okamžiku k přehodnocení očekávání ohledně budoucího pohybu kurzu (v důsledku jeho zhodnocování a narůstajícího schodku běžného účtu), a že bude následovat prudké znehodnocení, s negativními dopady na podniky a banky s otevřenými devizovými pozicemi a ke zrychlení inflace.

Nicméně, ve světle zkušeností s krizí 1997 není pochyb o tom, že opuštění fixního kurzu v klidnějších podmínkách by bylo lepší než jeho opuštění v době krize. Je možné, že by po určitou dobu po jeho opuštění docházelo ke zhodnocování, ale není pravděpodobné, že by toto zhodnocování bylo výrazné. Pokud jde o riziko spojené s následnou korekcí nadhodnoceného kurzu, zkušenosti z pokrizového období ukazují, že s pomocí přiměřeně restriktivní makroekonomické politiky lze nadměrnému znehodnocení volně plovoucí měny zabránit. Nelze proto odmítnout jako naprosto neopodstatněný argument, že včasné opuštění fixního kurzu, možná již na počátku roku 1996, by bylo vhodnější a že by mohlo nakonec přispět

k poněkud plynulejší korekci nerovnovážných tendencí. Nicméně, rizika tohoto postupu byla v průběhu roku 1996 patrná, a tato alternativa se v daném okamžiku nejevila jako jednoznačně lepší.<sup>17</sup>

Skutečností je, že bráno čistě z hlediska vnitřních potřeb ekonomiky, zpomalování tempa hospodářského růstu v roce 1996 a 1997 hovořilo ve prospěch snížení úrokových sazeb. V uzavřené ekonomice by bylo ideálním řešením rychlé dokončení strukturálních reforem podporované uvolněnou měnovou politikou a restriktivní fiskální politikou. Avšak vysoká míra otevřenosti české ekonomiky a vnější omezení v podobě vývoje platební bilance znemožňovalo uskutečňovat měnovou politiku výlučně v souladu s vnitřními potřebami ekonomiky. Řešení doporučené J. Weiglem (2000), spočívající v odstraňování bariér růstu a redukcí vnitřní a vnější nerovnováhy podporou růstu domácí nabídky, je dlouhodobě naprosto správné. Ovšem v časovém horizontu daném udržitelností vývoje platební bilance nemělo šanci na úspěch. Stimulace růstu nabídky bez toho, aniž by bylo použito stimulace poptávky, vyžaduje především růst produktivity práce, což bylo v krátkém horizontu několika měsíců nedosažitelné. Investoři nebyli ochotni tak dlouho čekat.

Poučení z této epizody zní, že ztráta autonomie měnové politiky je nedílnou cenou za liberalizaci pohybu kapitálu v podmínkách fixního měnového kurzu. Pokud se řídí měnová politika těmito vnějšími omezeními, výsledkem může být vyšší míra měnové restrikce, než jaká by byla aplikována, pokud by se řídila výlučně domácími potřebami uzavřené ekonomiky.

---

<sup>17</sup> Důkazem o obtížnosti volby správné kurzové politiky v roce 1996 je rovněž intenzivní diskuse, která na toto téma probíhala v radě výkonných ředitelů Mezinárodního měnového fondu při pravidelném projednávání české ekonomiky. Pochyby o schůdnosti tohoto řešení viz O. Dědek (2000). Dědkův argument, že se v době před krizí neřešila úloha přesměrování výdajů směrem od zboží z dovozu po zboží domácím není příliš přesvědčivý. Tato úloha zde byla, otázkou bylo, nakolik bude možné dosáhnout zavedením pružného kurzu reálné znehodnocení kurzu a požadované přesměrování výdajů.

---

## 2 Měnová politika po měnovém otřesu

V této části budeme nejprve diskutovat některé otázky spojené se změnou rámce pro provádění měnové politiky, a poté se budeme zabývat některými specifickými faktory, které ovlivnily dopad měnové politiky na ekonomiku v pokrizovém období.

### 2.1 Nový rámec měnové politiky

Po zavedení volného kurzu koruny v polovině roku 1997 vyvstala otázka, jak dále v měnové politice. Centrální banky obvykle neprovádí měnovou politiku nahodile, ale podle určitých pravidel, v určitém rámci měnové politiky. Do roku 1997 byl hlavním prvkem rámce měnové politiky v ČR fixní měnový kurz, který v podstatě stanovil limity toho, co měnová politika může a co nikoli. Je pravda, že ČNB rovněž sledovala měnové cíle v podobě růstu peněžní zásoby M2, ale tyto cíle byly podřízeny zachování fixního kurzu, a tudíž v praxi často porušovány, jak ilustruje opakované překračování cíleného růstu peněžní zásoby.

Po opuštění fixního kurzu během květnového otřesu existovalo v podstatě pět možností, jakým způsobem nadále provádět měnovou politiku.

Za prvé, návrat k fixnímu či částečně fixnímu kurzu, možná na jiné úrovni či v jiném flukтуаčním pásmu (pevném nebo posuvném) nebo dokonce zavedení měnového výboru (currency board) či přijetí jiné měny. Za druhé, cílování měnových agregátů, např. peněžní zásoby M2. Za třetí, cílování jiné nominální veličiny, např. nominálního hrubého domácího produktu. Za čtvrté, cílování inflace. A konečně, za páté, provádění měnové politiky bez nějakého explicitního rámce a měnového kritéria.

Po předchozích zkušenostech s fixním měnovým kurzem v podmínkách vysokého stupně liberalizace pohybu kapitálu nebylo jeho opětovné fixování záhy po měnových turbulencích příliš realistické. Existovalo nebezpečí, že nový fixní kurz by byl vystaven brzy opět spekulativnímu útoku s negativními dopady na finanční stabilitu a na reálnou ekonomiku.<sup>18</sup> Udržování fixního kurzu v podmínkách výrazné tržní nestability by vyžadovalo vysoké úrokové sazby, mnohem vyšší, než jaké převládaly ve skutečnosti v podmínkách kurzu plovoucího. Problém nedostatečné kredibility nového fixního kurzu a vysokých úrokových sazeb by mohl být teoreticky vyřešen institucionálním ukotvením fixního kurzu v podobě měnového výboru. Měnový výbor však přináší své vlastní problémy, a pro jeho zavedení v ČR neexistovaly vhodné podmínky.<sup>19</sup> Přijetí jiné měny (dolarizace nebo eurizace) v předstihu před normálním vstupem do EMU by také nebyla schůdnou alternativou měnového uspořádání.

Cílování měnových agregátů není příliš rozšířené, protože i v relativně stabilizovaných tržních ekonomikách dochází ke značnému kolísání poptávky po penězích a snaha o stabilizaci růstu peněžní zásoby v takovéto situaci vede k nestabilitě úrokových sazeb a ostatních veličin. V tranzitorních ekonomikách je nestabilita poptávky po penězích obzvlášť vysoká, a cílování měnových agregátů se tudíž nejeví jako realistická alternativa pro provádění měnové politiky.<sup>20</sup> Není náhodou, že žádná tranzitorní ekonomika tento rámec měnové politiky nepoužívá.

---

<sup>18</sup> Prakticky žádná z početné skupiny zemí, které ve druhé polovině 90. let opustily pod spekulativním tlakem fixní kurz, se k němu nevrátila.

<sup>19</sup> Podrobnější diskusi použitelnosti měnového výboru v ČR viz Čihák a Holub (2000b). Autoři upozorňují, že hlavní potenciální přínos měnového výboru, "dovoz" kredibility, není pro českou měnovou politiku příliš podstatný.

<sup>20</sup> V případě ČR tuto nestabilitu ilustrují výrazné změny rychlosti oběhu peněžní zásoby M2 či M1.



Podobné námitky platí i pro cílování nominálního HDP.<sup>21</sup> Cílování nominálního HDP vyžaduje např. schopnost predikovat tempa růstu potenciálního HDP, což je v podmínkách tranzitorních ekonomik pravděpodobně ještě obtížnější než predikovat vývoj poptávky po penězích.

Po vyloučení těchto variant zůstávají tudíž dvě možnosti: cílování inflace, anebo provádění měnové politiky „jen tak“, bez explicitního pravidla či rámce. Proti cílování inflace v tranzitorních ekonomikách existuje několik námitek, které souvisí především s omezenou schopností prognózovat budoucí vývoj inflace.<sup>22</sup> Není však realistické očekávat, že lze identifikovat či formulovat bezproblémové pravidlo pro provádění měnové politiky. Nejde o to najít dokonalý rámec pro měnovou politiku, ale takové pravidlo, které je nejméně problematické, a u kterého existuje realistická možnost zlepšování jeho fungování v průběhu času. V případě cílování inflace prostor pro zlepšování bezpochyby existuje. Naopak lze pochybovat, že provádění měnové politiky bez explicitně formulovaného rámce by podobné zlepšování umožnilo. Nicméně, někteří kritici inflačního cílování patrně provádění měnové politiky „jen tak“ zřejmě podporují, alespoň implicitně, protože nenavrhují žádný alternativní rámec pro měnovou politiku. V čem je problém tohoto přístupu?

Ve druhé polovině roku 1997, po opuštění fixního kurzu, došlo mimo jiné v důsledku jeho znehodnocení ke zvýšení inflace a inflačních očekávání. Zatímco v polovině roku 1997 byla míra inflace (růst cen za posledních 12 měsíců) 6,6 procent, ke konci roku již dosáhla 10,1 procent a v březnu 1998 13,3 procent. V podmínkách rostoucích inflačních tlaků je nesmírně důležité zabránit sebenaplňujícím očekáváním, tj. situaci, kdy příjemci mezd, podniky aj. očekávají zrychlení růstu cen, těmto očekáváním přizpůsobí mzdové požadavky či cenovou politiku, a očekávaný růst cen se pak skutečně dostaví. Pokud neexistuje explicitní kredibilní nominální kotva v ekonomice, která by sloužila jako zřetelný záchytný bod pro inflační očekávání ekonomických subjektů, hrozí riziko, že budoucí inflace bude do značné míry výsledkem dynamiky současné inflace a s ní spojených inflačních

---

<sup>21</sup> Podrobnější diskusi problémů spojených s cílováním nominálního HDP viz B. Bernanke aj. (1999).

<sup>22</sup> Podrobnější diskusi problematiky inflačního cílování v tranzitorních a rozvojových ekonomikách viz J. Jonáš, (2000a); P. R. Masson aj. (1997); A. Schaechter aj. (2000).

očekávání. Úkolem měnové politiky v takové situaci je zajistit, aby budoucí inflace byla výsledkem budoucích inflačních očekávání, která nejsou určena převážně současnou dynamikou inflace, ale žádoucí budoucí trajektorií inflace. Splnění takového úkolu v podmínkách, kdy neexistuje formální do budoucna zaměřený rámec pro provádění měnové politiky, je značně obtížné, ne-li nemožné.

V situaci, kdy by byla měnová politika prováděna jen tak, bez explicitního rámce, by bylo mnohem obtížnější jak zastavit zvyšování inflace, ke kterému došlo ve druhé polovině roku 1997, tak dosáhnout snížení inflace na úroveň blízkou se inflaci ve vyspělých ekonomikách. K dezinflaci může docházet různými mechanismy, ale pokud abstrahujeme od přechodných exogenních šoků typu změny měnového kurzu či pohybu cen surovin, existují v podstatě dva mechanismy dezinflace: změny inflačních očekávání a změny hospodářské politiky ovlivňující domácí poptávku. Za jinak stejných okolností platí, že čím kredibilnější je měnová politika při ovlivňování očekávané inflace v budoucnu, tím menší je potřeba restriktivní makroekonomické politiky ke snížení inflace.<sup>23</sup> Pokud měnová politika nefunguje v rámci explicitních pravidel, znamená to, že prakticky abdikuje na možnost ovlivňovat inflační očekávání a dezinflace musí tudíž probíhat prakticky výlučně cestou restriktivní makroekonomické politiky. Dosažení trvalého snížení inflace v takové situaci by bezpochyby vyžadovalo udržování mnohem restriktivnější makroekonomické politiky po delší dobu, s mnohem vyššími náklady v podobě nižšího hospodářského růstu.

Vzhledem k těmto skutečnostem sejevilo inflační cílování jako nejméně problematický rámec pro provádění měnové politiky. Je pravda, že v ČR neexistovaly na konci roku 1997 pro úspěšné uskutečňování cílování inflace všechny potřebné předpoklady. Cílování inflace bylo navíc zaváděno ve velice obtížném prostředí, kde již tak poměrně omezená schopnost centrální banky predikovat budoucí vývoj inflace byla nadále omezena výraznými cenovými šoky v podobě prudkého poklesu cen ropy a potravin a poněkud překvapivým zhodnocením měnového kurzu koruny. Tyto šoky, spolu s poklesem růstu domácí poptávky a ekonomické aktivity, přispěly

---

<sup>23</sup> V literatuře bývá občas namítáno, že cílování čisté inflace není příliš efektivní při ovlivňování inflačních očekávání, která se utváří ohledně celkové inflace - viz např. S. Janáčková (2000). To může být do určité míry pravda, ale s postupným dokončováním deregulace cen, sbližováním čisté a celkové inflace a publikací projekcí celkové inflace tento problém ztrácí na významu.

k prudkému poklesu inflace pod cílenou úroveň, a vyvolaly řadu pochybností jak o přiměřenosti měnové restrikce, tak o přiměřenosti cílování inflace jako měnového rámce.

V každém případě nelze zaměňovat kritiku rámce měnové politiky (cílování inflace) s kritikou provádění měnové politiky (míry její restriktivnosti). Míra restrikce nevyplývá přímo z měnového rámce. Pokud by např. sledovala ČNB měnovou politiku bez explicitního rámce, jen tak, není zřejmé, zda by toto samo o sobě vedlo k uvolněnější měnové politice. Lze dokonce předpokládat, že by tomu bylo naopak. Pokud by měla ČNB stejnou averzi vůči inflaci, a pokud by nemohla ovlivňovat v důsledku absence explicitního rámce pro měnovou politiku inflační očekávání přímo, musela by se o to více spoléhat na restriktivní měnovou politiku v současnosti, aby dosáhla snížení inflace v budoucnosti. Schopnost ovlivnit inflační očekávání žádoucím směrem, i když třeba jen v omezené míře, umožňuje za jinak stejných okolností dosáhnout dané dezinflace s menší dávkou měnové restrikce.

## **2.2 Transmisní mechanismus měnové politiky po krizi**

Hovořit po dosavadních zkušenostech s prováděním cílování inflace a po dvou letech hospodářské recese o tom, že alternativní strategie snižování inflace by byla mnohem nákladnější, se může jevit jako poněkud přehnané. Konec konců, řada faktů na první pohled naznačuje, že měnová politika byla po zavedení cílování inflace nadměrně restriktivní, a že způsobila zpomalení a následný pokles hospodářského růstu. Za prvé, došlo k výraznému zpomalení a následnému poklesu hospodářského růstu. Za druhé, došlo k prudkému zpomalení růstu peněžní zásoby a úvěrů v ekonomice. Za třetí, skutečná inflace byla v letech 1998 a 1999 výrazně pod úrovní cílované inflace.

Cílem tohoto článku není analyzovat a hodnotit provádění měnové politiky po zavedení cílování inflace, ale poukázat na některá specifika české ekonomiky, která měla za následek, že ekonomika reagovala citlivě na změnu měnových podmínek,

jednak na růst úrokových sazeb, ale především na zpomalení a následnou stagnaci tempa růstu nově poskytovaných úvěrů.<sup>24</sup>

Pro diskusi dopadu měnové politiky na reálnou ekonomiku v pokrizovém období je důležité připomenout si některé specifické okolnosti, které ovlivňovaly transmisní mechanismus měnové politiky. Tento mechanismus lze zjednodušeně znázornit schématem

$$\Delta IR \rightarrow \Delta M \rightarrow \Delta U \rightarrow \Delta HDP, \quad (1)$$

Kde  $\Delta IR$  představuje změnu úrokových sazeb (v pojmu změna úrokových sazeb je zahrnuta jak změna sazeb ovlivněných centrální bankou, tak následná reakce tržních úrokových sazeb),  $\Delta M$  je změna široce vymezené peněžní zásoby, a  $\Delta U$  změna úvěrů podnikovému sektoru.

Česká ekonomika byla na počátku ekonomické transformace mnohem více monetizovaná než ostatní tranzitorní ekonomiky. Měřeno podílem peněžní zásoby či úvěrových agregátů na HDP, úroveň monetizace byla spíše na úrovni vyspělejších ekonomik. Vysokou míru monetizace v ČR lze vysvětlit jednak vysokou mírou spořivosti, ale především skutečností, že v ČR nebyla reálná hodnota úspor znehodnocena inflací v takové míře jako např. v Polsku či Rumunsku (viz obrázek 8). Tempo růstu peněžní zásoby v letech 1992-95 navíc vesměs přesahovalo tempo růstu nominálního HDP, a docházelo tudíž k dalšímu růstu monetizace ekonomiky. V letech 1992-96 přesahoval podíl široce vymezené peněžní zásoby M2 70 procent HDP.

Vysoká míra monetizace ekonomiky znamená, že banky a ostatní finanční instituce musí alokovat a zhodnocovat vysoký objem úspor. Banky, které obhospodařují úspory v rozsahu tří čtvrtin hrubého domácího produktu, stojí před mnohem obtížnějším úkolem než banky obhospodařující úspory dosahující poloviny či třetiny HDP. Existuje řada důvodů, proč banky v tranzitorních ekonomikách nejsou na podobný úkol dobře připraveny.<sup>25</sup> Není proto překvapivé, že ne vždy byly úspory efektivně zhodnoceny a řada projektů měla nižší než očekávanou návratnost.

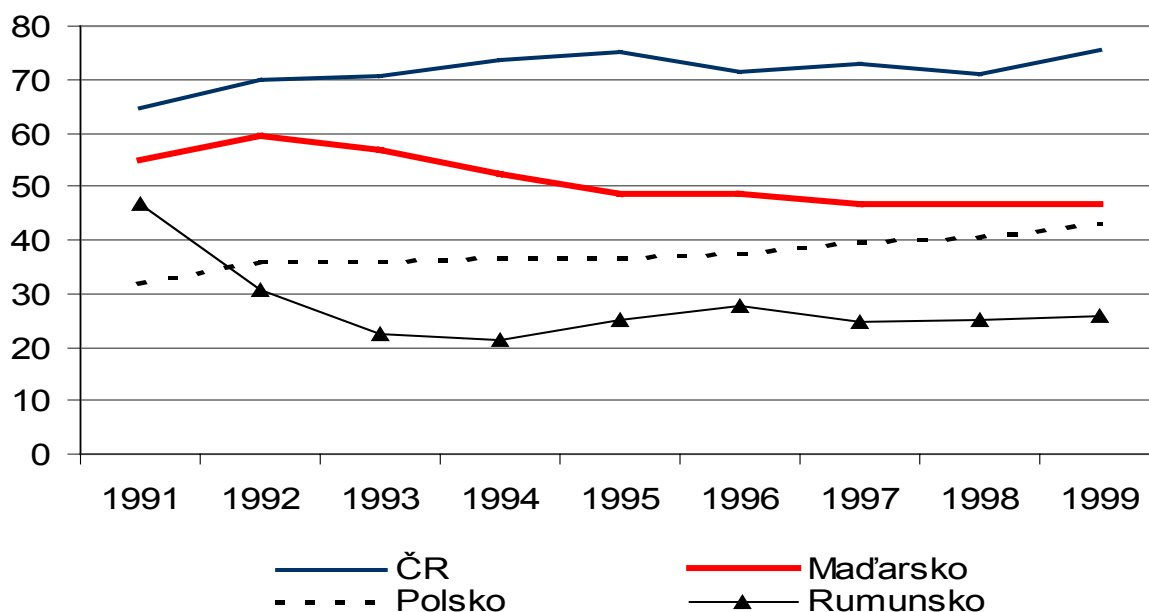
---

<sup>24</sup> Podrobnější diskusi měnové politiky po zavedení cílování inflace viz Dědek (2000) a Jonáš (2000b).

Ekonomika jako celek neposkytovala v počátečních letech transformace dostatek příležitostí pro reálné zhodnocování takto vysokého objemu úspor. Bankovní financování majetkových převodů v rámci privatizace a v řadě případů podvodné nakládání se svěřenými úsporami finanční situaci bankovního sektoru pouze zhoršily.

Obrázek 8

**Vybrané tranzitorní ekonomiky: M2/HDP<sup>1)</sup>**



<sup>1)</sup> Pro Maďarsko a Rumunsko M3.

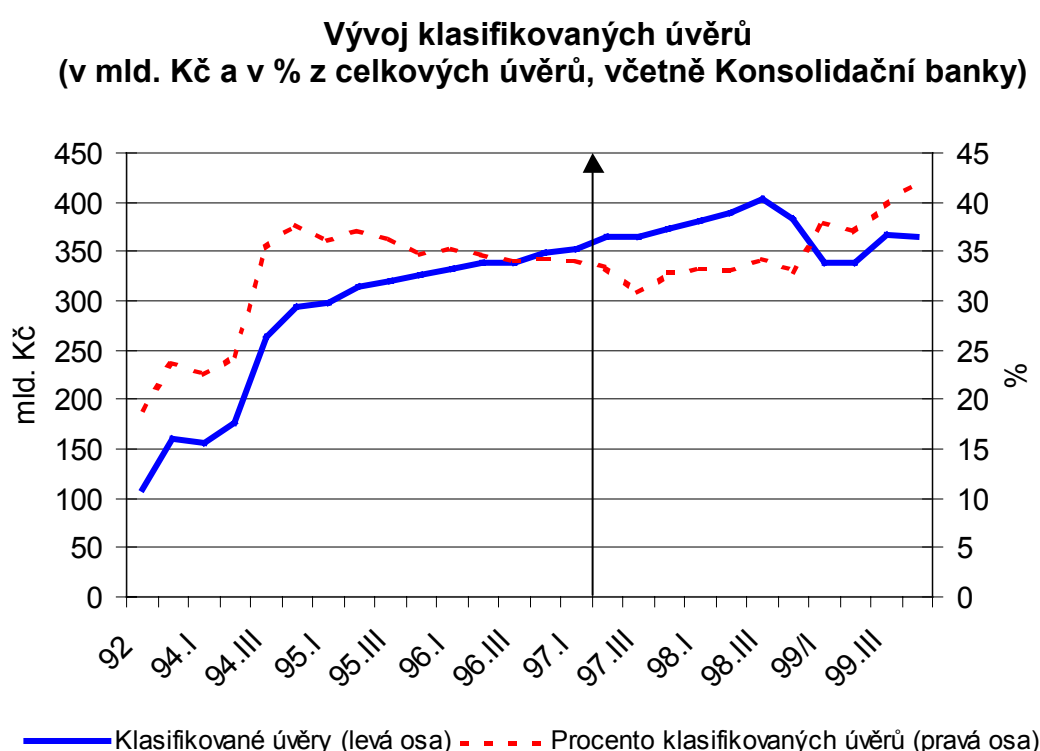
*Pramen:* EBRD Transition Report.

Není příliš překvapivé, že kombinace rychlé úvěrové expanze a nedokonalého systému tržní a netržní kontroly činnosti bank vedla k rychlému růstu klasifikovaných úvěrů. Obrázek 9 zachycuje vývoj klasifikovaných úvěrů (včetně Konsolidační banky) v absolutním vyjádření a v procentech z celkového stavu úvěrů. Nárůst klasifikovaných úvěrů je patrný především v roce 1994. Pro analýzu souvislosti mezi situací v bankovním sektoru a měnovým otřesen 1997 je důležitá skutečnost, že vyjádřeno v podílu z celkových úvěrů dosáhly klasifikované úvěry maxima počátkem roku 1995. To je v rozporu s tvrzením kritiků měnové politiky ČNB, že k růstu špatných úvěrů došlo především v důsledku měnového otřesu a následného

<sup>25</sup> Podrobnější diskusi viz Jonáš (1998).

zpomalení hospodářského růstu a vysokých úrokových sazeb.<sup>26</sup> Naopak, data o vývoji klasifikovaných úvěrů naznačují, že k výraznému zhoršení situace v bankovním sektoru došlo již před měnovým otřesem, a že toto zhoršení naopak přispělo k měnovému otřesu. Měnový otřes a především následné zpomalení hospodářského růstu bezpochyby negativně ovlivnily finanční situaci bank. Samotný otřes ale ovlivnil finanční situaci bank a úvěrovou politiku méně než působení řady jiných faktorů v období před otřesem, souvisejících mimo jiné s nedostatečně obezřetným chováním při poskytování úvěrů.

Obrázek 9



*Pramen:* ČNB.

Zvýšená míra monetizace ekonomiky se projevovala ve zvýšené závislosti podnikového sektoru na bankovních úvěrech, které sloužily nejen k financování investičních projektů, ale ve značné míře také k financování běžných provozních výdajů. Vysoká závislost na bankovních úvěrech měla za následek, že změny

<sup>26</sup> Pokud se vysoký růst úvěrů projevuje zároveň v rychlém růstu klasifikovaných úvěrů, znamená to, že úvěrová expanze podporuje více růst domácí poptávky než růst nabídky.

úvěrových podmínek ovlivňovaly výrazně finanční situaci zadlužených podniků, a tudíž ekonomickou aktivitu. V důsledku vysoké zadluženosti pohlcovalo splácení úvěrů značnou část hrubého zisku podniků, a to v situaci, kdy byl hrubý zisk již tak redukován v důsledku rychle rostoucích jednotkových pracovních nákladů.

V okamžiku vypuknutí měnového otřesu v květnu 1997 byly tudíž podniky ve velice slabé finanční situaci, charakterizované vysokou zadlužeností<sup>27</sup>, nízkými či dokonce zápornými zisky, relativně vysokými pracovními náklady a v řadě případů otevřenými devizovými pozicemi v důsledku čerpání devizových úvěrů.<sup>28</sup> Jinými slovy, ekonomika byla velice zranitelná jak vůči zvýšení úrokových sazeb, tak vůči výraznému znehodnocení měny.

Po vypuknutí měnového otřesu došlo k dočasnému výraznému zvýšení úrokových sazeb, ale následně byly sníženy na úroveň pouze nepatrně vyšší než v období před krizí. Rychlé zvýšení úrokových sazeb zabránilo výraznějšímu znehodnocení měnového kurzu, jehož maximální pokles nepřesáhl 10 procent. Lze sice argumentovat, že by bylo méně nákladné ponechat úrokové sazby nižší a připustit výraznější znehodnocení měny, ale je sporné, zda by tato strategie byla v delším období méně nákladná. Vyšší znehodnocení měny by vedlo k vyšší inflaci a k nutnosti většího snížení inflace v budoucnu, což by znamenalo pouze odložení restriktivní měnové politiky. Je sporné, zda by mezitím došlo k takovému posílení finanční situace podniků, aby byly lépe schopné zvýšení úrokových sazeb absorbovat. Nelze opominout, že právě finanční krize a následné zhoršení ekonomické situace bylo důležitým popudem pro urychlení zásadních strukturálních reforem a privatizace.

Tabulka 4 ukazuje, jak se vyvíjel v období po krizi hrubý zisk průmyslových podniků, a jak byl alokován mezi splácení úroků, daní a čistý zisk. Jak je zřejmé, podíl čistého zisku je velice nízký, a v roce 1999 dosáhl minimální úrovně. Všimněme si jedné zajímavé skutečnosti, poklesu celkového objemu splácených úroků v roce 1999 proti roku 1998, což odráží především pokles úrokových sazeb. Naopak, objem daňových odvodů státu se v roce 1999 oproti roku 1998 absolutně téměř nezměnil

---

<sup>27</sup> Viz Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví publikované Ministerstvem průmyslu a obchodu. Viz také V. Izák (1998).

<sup>28</sup> Pro podniky produkující na vývoz neznámá otevřená devizová pozice nezbytně problém, pokud je kryta devizovými tržbami.

a v procentním vyjádření výrazně stoupl (podstatně více než procentní podíl úroků). To ilustruje často opomíjenou skutečnost, totiž málo flexibilní a v období poklesu ekonomické aktivity tudíž restriktivně působící fiskální politiku, která měla na finanční situaci podniků patrně více restriktivní dopad než měnová politika.<sup>29</sup>

**Tabulka 4**

**Dělení hrubého zisku průmyslových podniků**

		1997	1998	1999
Úroky	V procentech	51,6	49,4	54,6
	Mld. Kč	45,4	47,7	38,4
Daň z příjmu	V procentech	30,6	28,2	39,1
	Mld. Kč	27,0	27,2	27,5
Čistý zisk	V procentech	17,8	22,5	6,3
	Mld. Kč	15,7	21,7	4,4
Hrubý zisk	Mld. Kč	88,1	96,6	70,3

*Pramen:* MPO, Finanční analýza podnikové sféry průmyslu a stavebnictví, různá vydání.

Slabá finanční situace podniků jako hlavních příjemců bankovních úvěrů v kombinaci se slabou finanční situací bank, byla jedním z důležitých faktorů vedoucích k poklesu nabídky úvěrů po měnové krizi 1997. Nabízí se samozřejmě otázka, proč se začaly banky chovat obezřetněji při úvěrování podniků až po měnové krizi. Vysvětlení se nabízí celá řada. Prudké zvýšení úrokových sazeb v období krize vedlo k přehodnocení obchodní strategie bank, které se obávaly zvýšené rizikovosti investičních projektů v těchto podmínkách. Nadcházející privatizace bank mohla rovněž přispět k tomuto přehodnocení. Zhoršené úvěrové portfolio bank a problémy s kapitálovou přiměřeností rovněž zbrzdily úvěrovou expanzi bank.<sup>30</sup>

Tyto strukturální příčiny úvěrové kontrakce mají za důsledek, že v krátkém období omezují schopnost měnové politiky pomocí snižování úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv stimulovat růst úvěrů podnikovému sektoru. To znamená, že byl narušen transmisní mechanismus  $\Delta IR \rightarrow \Delta U$ . Dokud nebudou tyto

<sup>29</sup> Což lze také odvodit ze skutečnosti, že ačkoli poklesl v roce 1999 oproti roku 1998 hrubý zisk, daň z příjmu se mírně zvýšila.

<sup>30</sup> Velice zajímavou a fundovanou diskusi příčin úvěrové kontrakce po měnové krizi v roce 1997 viz Hampl a Matoušek (2000).



strukturální příčiny odstraněny, není pravděpodobné, že dojde k výraznějšímu oživení úvěrové aktivity bank vůči podnikům.

O tom, že poskytování úvěrů podnikům v pokrizovém období nebylo omezené objemem zápůjčních prostředků, které mají banky k dispozici, svědčí jednoznačně výrazná změna vztahu mezi objemem úspor a objemem úvěrů po roce 1997. Tabulka 5 shrnuje výsledky regresní analýzy závislosti vývoje bankovních úvěrů na vývoji bankovních vkladů v období od roku 1991 do poloviny roku 1997 a od poloviny roku 1997 do roku 2000. Koeficient determinace ukazující závislost čtvrtletních změn úvěrů na změnách vkladů v období 1994.QI – 1997.QII dosahuje hodnoty 0,62, což ukazuje na relativně vysokou vazbu mezi vklady a úvěry (přesněji řečeno, nelze vyloučit kladnou závislost obou veličin na hladině významnosti 5 procent). Naproti tomu pro období 1997.QIII – 2000.QIII koeficient determinace klesá na 0,08, takže pro dané období lze bezpečně vyloučit závislost obou veličin na hladině významnosti 5 procent. Vliv přírůstku vkladů v bankách na poskytování nových úvěrů prudce poklesl a banky začaly hledat jiné, méně rizikovější způsoby alokace svých pasiv, mimo jiné do poukázek ČNB a státních dluhopisů.<sup>31</sup> Jinými slovy, změna struktury bankovních aktiv znamenala narušení transmisního mechanismu  $\Delta M \rightarrow \Delta U$ .

**Tabulka 5**

**Závislost změn úvěrů a vkladů v bankách**

<b>Období</b>	<b>1994.I – 1997.II</b>	<b>1997.III – 2000.III</b>
Počet pozorování	14	13
Upravené R <sup>2</sup>	0,62	0,08
t-statistika	6,39	1,42
p-hodnota	0,00	0,18

Vývoj měnových podmínek v ekonomice je vedle zmíněných strukturálních faktorů ve stále větší míře ovlivňován rostoucími schodky veřejných rozpočtů a jejich financování emisí dluhopisů nakupovaných komerčními bankami. Zatímco na počátku roku 1998 byl čistý úvěr bank vládnímu sektoru zanedbatelný, koncem roku

<sup>31</sup> Podrobnější analýzu změn chování bank nalezne čtenář v již zmiňované práci Hampl a Matoušek (2000).

2000 překročil již 8 procent celkového objemu úvěrů. Dochází tak ke klasickému vytlačování soukromého sektoru sektorem veřejným, protože bankovní financování rozpočtových schodků znamená méně zdrojů pro úvěrování soukromého sektoru.<sup>32</sup> V současné době to sice nemusí představovat hlavní zdroj omezení úvěrů podnikům (z důvodů diskutovaných výše), ale v budoucnu se může tato situace změnit. Zvýšená poptávka vládního sektoru po úvěrech může vést rovněž k růstu úrokových sazeb, což se již částečně projevilo ve druhé polovině roku 2000, kdy došlo k nárůstu výnosů státních dluhopisů. Výnosy z privatizace mohou tento trend dočasně zmírnit, ale dlouhodobější snížení vlivu fiskální politiky na úvěrové podmínky v ekonomice bude vyžadovat radikálnější opatření ke snížení veřejných výdajů.

Samotná opatření měnové politiky za dané situace nepostačují k obnovení růstu úvěrů v ekonomice. Uvolnění měnové politiky v letech 1998-99 samozřejmě snížilo částečně finanční zátěž přeúvěrovaných podniků, stejně jako rozsáhlá státní pomoc bankám umožňující odepsat špatné úvěry. Vypořádání se s problémy minulosti však je pouze částí řešení. K obnovení úvěrové emise je nezbytné taktéž dokončení reformy právní úpravy vztahu mezi věřiteli a dlužníky, dokončení privatizace Komerční banky a zbývajících státních podniků, a v neposlední řadě zachování finanční stability v ekonomice a obnovení pozitivních očekávání podniků ohledně budoucího hospodářského růstu. Za těchto podmínek lze očekávat, že bude v budoucnu docházet k posilování transmisního mechanismu  $\Delta U \rightarrow \Delta HDP$ , kdy růst úvěrů bude stimulovat nikoli opětovný růst klasifikovaných úvěrů a poptávky, ale růst nabídky. Zastavení a zvrácení trendu zhoršování veřejných rozpočtů je pak jednou z nezbytných podmínek pro omezení vytěsňování soukromých investic a pro posílení vztahu  $\Delta M \rightarrow \Delta U$ .

---

<sup>32</sup> Pokud předpokládáme, že alokace úspor na financování soukromých investic má větší prorůstový efekt než financování schodku veřejných rozpočtů, tato tendence vede k oslabování transmisního mechanismu  $\Delta U \rightarrow \Delta HDP$ .

## 2.3 Měnová politika, EU a EMU

Česká republika zamýšlí v budoucnu stát se členem Evropské unie (EU) a posléze Evropské měnové unie (EMU). Záměr stát se v budoucnu členem EU a EMU má důležité důsledky pro hospodářskou politiku, včetně měnové politiky. Pokud jde o členství v EU, hlavní důsledek se netýká samotného provádění měnové politiky, ale spíše institucionálního rámce, ve kterém je měnová politika prováděna, především nezávislosti centrální banky.<sup>33</sup> Naopak, příprava na členství v EMU má pro provádění měnové politiky konkrétní důsledky.

Pro měnovou politiku mají největší význam podmínky týkající se míry inflace a měnového kurzu. První podmínka členství v EMU říká, že míra inflace nesmí přesáhnout o více než 1,5 procentního bodu míru inflace ve třech členských zemích EMU s nejnižší inflací. Druhá podmínka se týká stability měnového kurzu, který musí být po dobu dvou let v omezeném flukтуаčním pásmu  $\pm 15$  procent. Splnění obou těchto kvalifikačních požadavků závisí do značné míry (avšak nikoli výlučně) na měnové politice ČNB.

V souvislosti s případným budoucím členstvím v EMU vyvstává několik problémů týkajících se provádění měnové politiky.

První problém se týká rychlosti dezinflace. Dlouhodobá měnová strategie ČNB byla formulována v dubnu 1999. Od té doby došlo k dalšímu neočekávanému poklesu míry inflace, který ovlivnil trajektorii dezinflace vedoucí k dosažení tohoto dlouhodobého cíle. Tabulka 6 ukazuje původní dezinflační trajektorii formulovanou v měnové strategii z dubna 1999, a její následnou modifikaci při stanovení inflačního cíle na rok 2001 v dubnu 2000. Oproti původní strategii byl inflační cíl na rok 2001 snížen ze 3-5 procent na 2-4 procenta, přičemž dlouhodobý cíl zůstal zachován. To znamená, že původní trajektorie dezinflace pro roky 2002-2005 neplatí a bude muset být modifikována, konkrétně tempo dezinflace ve zbývajícím období do roku 2005 bude muset být zmírněné. Namísto posunu pásma dolů průměrně o 0,5 procentního bodu ročně bude za předpokladu zachování principu neakcelerace inflace potřebný

---

<sup>33</sup> Změna zákona o ČNB vyvolala diskuse, nakolik bude nová institucionální úprava postavení ČNB slučitelná s požadavky členství v EU. Tato problematika však přesahuje rámec tohoto článku.

každoroční posun průměrně pouze o 0,25 procentního bodu. Toto zpomalení potřebného tempa dezinflace bylo umožněno rozhodnutím ČNB využít příznivého dezinflačního šoku v předchozích letech a nepřipustit výraznější urychlení inflace, byť by takové urychlení bylo slučitelné se zachováním původní dezinflační trajektorie.

**Tabulka 6**

**Strategie dezinflace ČNB**

	Dlouhodobá strategie, duben 1999	Inflační cíl na rok 2001, duben 2000
2000	3,5 – 5,5	3 <sup>1)</sup>
2001	3 – 5	2 – 4
2002	2,5 – 4,5	?
2003	2 – 4	?
2004	1,5 – 3,5	?
2005	1 – 3	1 – 3

<sup>1)</sup> Skutečná čistá inflace  
*Pramen:* ČNB.

Je tempo dezinflace obsažené v dlouhodobém programu přiměřené, nebo je příliš rychlé? Při posuzování optimálního tempa dezinflace se můžeme opřít o dva přístupy: teoretický a institucionální.

Nejprve k teoretickému přístupu. Teoreticky existuje optimální tempo dezinflace, které minimalizuje tzv. poměr nákladnosti dezinflace (sacrifice ratio), neboli náklady (v podobě nižší produkce a vyšší nezaměstnanosti) na snížení míry inflace o jednotku. V praxi bývá však obtížné konkrétně optimální rychlost dezinflace identifikovat. Vědomí skutečnosti, že příliš rychlá, stejně jako příliš pomalá dezinflace budou mít za následek relativně vysoký poměr nákladovosti dezinflace, nemusí být pro konkrétní rozhodování o měnové politice příliš užitečné.

Ačkoli není možné přesně určit optimální tempo dezinflace, je možné identifikovat faktory, které poměr nákladnosti dezinflace ovlivňují. Jedním z nejdůležitějších je závislost nominálních kontraktů a současné inflace na inflaci minulé, daná mírou indexace v ekonomice. Dalším podstatným faktorem spoluurčujícím nákladovost dezinflace je schopnost centrální banky a vlády ovlivňovat inflační očekávání a oslabovat vztah mezi minulou, současnou a budoucí inflací. Čím menší je rozsah indexace, a čím větší je schopnost centrální banky a vlády ovlivňovat inflační očekávání, tím rychleji může při daných nákladech

dezinflace probíhat. Poněkud nejasná je úloha délky nominálních kontraktů v ekonomice. Fuhrer (1994) např. argumentuje, že čím jsou nominální kontrakty v ekonomice delší, tím méně mohou reagovat v krátkém období na neočekávané zrychlení dezinflace, a tím nákladnější může být tato dezinflace pro ekonomiku. Není však pravděpodobné, že dlouhodobé nominální kontrakty budou velmi rozšířené v ekonomice s historií cenové nestability, která řeší úlohu dezinflace. Navíc, s tím, jak inflace klesá na velmi nízkou úroveň, prostor pro podobná velká neočekávaná, a udiž potenciálně nákladná překvapení v podobě rychlejší dezinflace, klesá. Ne všichni také negativní hodnocení rychlé dezinflace sdílí. Např. Ball (1994) argumentuje, že rychlá dezinflace je více kredibilní než dezinflace pomalá, a tudíž méně nákladná.

V české ekonomice došlo v letech 1998-1999 k výraznému snížení inflace, které bylo do značné míry neočekávané a neplánované. Co znamenala tato neočekávaná dezinflace pro nominální kontrakty? Výsledkem byl především neočekávaný růst reálných mezd v roce 1998, protože nominální mzdové kontrakty na tento rok počítaly s vyšší mírou inflace. Rychlejší růst reálných mezd v situaci hospodářského poklesu není vždy žádoucí a jedním důsledkem byl znatelný nárůst nezaměstnanosti. Na druhé straně, nákladnost dezinflace v ČR byla snížena v důsledku neočekávaného příznivého cenového šoku, konkrétně poklesu cen potravin, ropy a některých dalších surovin, umocněného navíc silným kurzem koruny.

Pro diskusi optimální rychlosti dezinflace v ČR jsou však potenciálně více relevantní institucionální aspekty, konkrétně vyhlídka na budoucí členství v EMU. ČR se může stát členem EMU nejdříve dva roky po vstupu do EU. Pro vstup do EMU je nutná nejprve účast po dobu dvou let v mechanismu kurzového pásma ERM II. Účast v ERM II je však možná pouze po vstupu do EU. Pokud přijmeme předpoklad, že vstup do EU se uskuteční v roce 2005, můžeme předpokládat, že ke vstupu do EMU dojde 1. ledna 2008. Podle maastrichtského kritéria by inflace v roce 2007 nesměla přesáhnout o více než 1,5 procentního bodu inflaci ve třech zemích EMU s nejnižší inflací. Záleží samozřejmě na tom, v jaké fázi hospodářského cyklu se budou země eurozóny v té době nacházet a jakým inflačním šokům budou vystaveny. Za předpokladu, že inflace v těchto třech zemích bude 1,5 procent<sup>34</sup>, inflace v ČR bude

---

<sup>34</sup> Což odpovídá zhruba současným hodnotám inflace v zemích eurozóny s nejnižší mírou inflace.

muset zůstat na úrovni maximálně 3 procenta. ČNB má vytyčený dlouhodobý inflační cíl v podobě snížení čisté inflace na úroveň 1-3 procenta v roce 2005. Pokud budou cenové deregulace v té době do značné míry dokončené, lze předpokládat, že čistá inflace se nebude výrazněji odlišovat od celkové inflace. Pokud by byl tento dlouhodobý inflační cíl ČNB dosažen a pokud by byla následně inflace udržena v tomto pásmu, ČR by neměla mít problémy se splněním kvalifikačních podmínek pro vstup do EMU týkající se míry inflace.

Pokud tudíž přijmeme předpoklad (o kterém lze samozřejmě legitimně diskutovat) maximálně rychlého vstupu do EMU, tempo dezinflace je v podstatě dáno současnou inflací a inflací předepsanou maastrichtskými kritérii dva roky po vstupu do EU. Přijmeme-li tato omezení, pak můžeme diskutovat spíše jen o trajektorii dezinflace, to znamená, zda má být konstantní, urychlená a nebo naopak zpožděná.

Inflační cíl pro rok 2005 se v současné době jeví jako realistický, především díky pozitivním cenovým šokům, které umožnily v období 1998-99 výrazné snížení inflace, ale jeho dosažení nebude jednoduché. Jedním potenciálním rizikem je fiskální politika. Pokud by nedošlo v brzké době k radikálnější reformě veřejných rozpočtů a především k omezení rychle rostoucích mandatorních výdajů, došlo by k dalšímu prohloubení schodku veřejných rozpočtů. Fiskální politika by opět působila procyklicky, to znamená stimulovala by růst poptávky ve fázi probíhajícího ekonomického zotavení. Procyklické působení fiskální politiky by ztěžovalo další snižování míry inflace. Druhé riziko spočívá ve vývoji mezd. Pokud bude dlouhodobá trajektorie dezinflace ČNB sloužit jako základ pro mzdová vyjednávání a pokud nebude docházet k tlakům na růst reálných mezd převyšujících v agregátním měřítku růst produktivity práce, mzdy by se neměly stát zdrojem inflačních tlaků a neměly by komplikovat dosažení inflačního cíle v roce 2005. V tomto směru bude hrát důležitou úlohu kredibilita dezinflační strategie ČNB. Třetí riziko spočívá v nutnosti dokončit cenové deregulace, které mohou především v podmínkách rychle rostoucí ekonomiky a vysokého využití zdrojů vést k druhotnému růstu cen.

Tím se dostáváme ke druhé otázce, zda není následné udržení čisté inflace v pásmu 1-3 procent příliš ambiciózní, zda není tato inflace příliš nízká a zda nebude její udržení na této úrovni vyžadovat nadměrně restriktivní měnovou politiku. Nabízejí se dva možné a vzájemně související důvody, proč by tomu tak mohlo být. První důvod souvisí s vysokou intenzitou změn relativních cen v tranzitorních

ekonomikách, druhý se zaostáváním cenové hladiny v ČR ve srovnání s EMU, a s nutností postupného vyrovnávání těchto hladin.

V tranzitorních ekonomikách dochází k nápravám rozsáhlých cenových deformací z období centrálního plánování. Pokud přijmeme předpoklad, že existuje nominální strnulost cen směrem dolů, potom je možné dosáhnout změn relativních cen prostřednictvím odlišných temp růstu cen jednotlivých komodit, spíše než růstem jedněch a poklesem ostatních cen. Výsledkem je, že přizpůsobování relativních cen generuje vyšší míru inflace.<sup>35</sup>

Jak je v literatuře dokumentováno, koncem 90. let nebylo zdaleka ještě přizpůsobování relativních cen v ČR strukturu obvyklé v EU u konce, a lze proto předpokládat, že kombinace nominální strnulosti a dalšího přizpůsobování cenové struktury bude generovat vyšší inflaci.<sup>36</sup>

Nyní se podívejme, zda je udržení míry inflace na úrovni zajišťující splnění maastrichtských kritérií slučitelné s dostatečně rychlým vyrovnáváním cenových hladin mezi ČR a EU. Podle různých odhadů je cenová hladina v ČR ( $P^{CR}$ ) na úrovni zhruba 40 procent cenové hladiny EU ( $P^E$ ). Obecně lze vztah mezi cenovými hladinami v ČR a v zemích eurozóny zapsat následovně:

$$P^E > P^{CR} \cdot 1/E^n ,$$

kde  $E^n$  je nominální kurz koruny vyjádřený v počtu koruna za euro. Pokud má dojít k vyrovnávání cenových hladin, musí dojít buďto k předstihu růstu cenové hladiny v ČR oproti růstu cenové hladiny v zemích eurozóny, anebo musí dojít k nominálnímu zhodnocování kurzu koruny,  $E^n$ . V souvislosti se vstupem do EMU můžeme rozlišit tři období, lišící se mírou omezení růstu cenové hladiny kandidátské země a mírou omezení pohybu nominálního kurzu.

Období I: Před vstupem do EU a přijetím mechanismu ERM II. V tomto období neexistuje teoreticky žádné omezení pro pohyb nominálního měnového kurzu. Pokud jde o růst cenové hladiny, jeho omezení se vztahuje na trajektorii dezinflace a dlouhodobý inflační cíl pro rok 2005, týkající se čisté inflace. To znamená, že

---

<sup>35</sup> Všimněme si, že k přizpůsobování relativních cen může docházet nejen různými tempy, ale také za různých celkových hodnot inflace.

neexistuje žádné omezení pro růst regulovaných cen, pokud ovšem růst těchto cen neovlivní růst cen položek obsažených v čisté inflaci a pokud nepovede dokončení deregulace k jejich přeřazení do kategorie cen neregulovaných.

Období II. Členství v ERM II. V tomto období bude pohyb nominálního měnového kurzu omezen širší flukтуаčního pásma  $\pm 15$  procent, zatímco růst cenové hladiny bude omezen dlouhodobým inflačním cílem a před vstupem do EMU potom maastrichtským kritériem týkajícím se inflace.

Období III. Členství v EMU. Přijetím společné měny zmizí samostatná česká měna, a tudíž také možnost nominální změny kurzu. Naopak, odpadne omezení růstu inflace v podobě maastrichtského kritéria.

K jak rychlému sblížení cenových hladin může docházet v těchto obdobích, pokud nemají být porušena uvedená omezení míry inflace a flexibility nominálního měnového kurzu?

Pokud jde o první období, režim volně plovoucího kurzu znamená teoreticky neomezenou možnost pohybu nominálního kurzu. Pokud jde o míru inflace, pro její výši neexistuje žádné vnější institucionální omezení a vnitřní omezení má podobu inflačních cílů ČNB. Předpokládejme pro ilustraci, že čistá inflace v ČR bude v následujících letech na úrovni horního limitu intervalu čisté inflace stanoveného pro rok 2001 a že bude klesat následně o jednu čtvrtinu procentního bodu ročně, aby dosáhla horní hranice dlouhodobého cílového intervalu 1-3 procent, čili 3 procenta v roce 2005. Dále předpokládejme, že cenová hladina v zemích eurozóny (míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen) poroste o 2 procenta ročně. Pokud by tudíž měla zůstat čistá inflace v období 2001-2005 na horní hranici předpokládaného koridoru, přispěla by ke sblížení cenových hladin v ČR a v eurozóně pouze o 2 procentní body.<sup>37</sup> Nelze samozřejmě vyloučit, že čistá inflace bude spíše uvnitř pásma, především pokud vezmeme v úvahu, že během posledních tří let došlo k „podstřelení“ inflačního cíle.

---

<sup>36</sup> Viz Čihák a Holub (2000a).

<sup>37</sup> Cenová hladina spotřebního koše zachyceného čistou inflací se za uvedené období zvýší o 18,75 procent. Vezmeme-li v úvahu váhu položek celkového spotřebního koše vylučovaných z čisté inflace (18,3 procenta), tato čistá inflace odpovídá růstu celkové hladiny spotřebitelských cen o 15,3 procenta, což znamená předstih o zhruba 5 procentních bodů oproti růstu cenové hladiny v zahraničí (10,4 procenta), a tudíž sblížení cenové hladiny o 2 procentní body (z uvažované výchozí úrovně 40 procent na 42 procent (0,4 x 1,05)).



Lze předpokládat, že mnohem větší dopad na sblížení cenových hladin v tomto období budou mít cenové deregulace. V uplynulých třech letech od zavedení cílování inflace se zvyšování regulovaných cen podílelo obvykle více než 50 procenty na růstu spotřebitelských cen, a právě u položek spotřebního koše s regulovanými cenami existuje nejvyšší rozdíl cenových hladin.<sup>38</sup> Tempo sblížení cenových hladin mezi ČR a zeměmi eurozóny bude tudíž do značné míry závislé na tempu cenových deregulací v následujících letech, respektive na tempu zvyšování nadále regulovaných cen. Pro měnovou politiku ČNB je samozřejmě důležité, v jaké míře se bude projevovat růst regulovaných cen v čisté inflaci. V minulosti lze určitý dopad zvýšení regulovaných cen na čistou inflaci pozorovat, ale tento dopad byl omezený v čase i intenzitě (obvykle se projevil pouze v lednu příslušného roku, kdy došlo ke zvýšení regulovaných cen). Nelze proto vyloučit, že i poměrně rychlé tempo růstu regulovaných cen může být slučitelné s udržením míry čisté inflace v pásmu stanoveném ČNB do roku 2005.

Pokud jde o možnost sblížení cenových hladin v důsledku nominálního zhodnocování kurzu koruny, současný režim volně plovoucího kurzu nevytváří teoreticky v tomto směru žádné omezení. V praktické rovině však nelze předpokládat, že by sblížení cenových hladin nad rámec nominálního zhodnocování vyplývajícího z výše uvedeného inflačního diferenciálu a růstu regulovaných cen přispělo výraznějším způsobem k vyrovnání cenových hladin ČR a zemí EMU. Aby bylo zřejmé, proč tomu tak je, připomeňme si, že nominální zhodnocení kurzu ( $\Delta E^n$ ) je dáno rozdílem reálného zhodnocení ( $\Delta E^r$ ) a předstihu míry inflace v ČR oproti EMU ( $\pi^{CR} - \pi^{EMU}$ ):

$$\Delta E^n = \Delta E^r - (\pi^{CR} - \pi^{EMU}). \quad 39$$

Pokud nemá být sblížení cenových hladin v důsledku rychlejšího růstu cenové hladiny v ČR neutralizováno kurzovými pohyby, vyšší míra inflace v ČR nesmí vést k nominálnímu znehodnocování kurzu (poklesu  $\Delta E^n$ ). Z toho vyplývá, že musí

---

<sup>38</sup> Viz Čihák a Holub (2000a), tabulka 1.

<sup>39</sup> Reálné zhodnocení  $\Delta E^r = \Delta E^n + (\pi^{CR} - \pi^{EMU})$ .

docházet zároveň k reálnému zhodnocování kurzu. Otázkou však je, do jaké míry je reálné zhodnocování kurzu udržitelné.

Prostor pro reálné zhodnocování kurzu je dán dvěma základními faktory. Za prvé, pokud existuje tzv. kurzový polštář, čili pokud je skutečný reálný kurz v daném okamžiku podhodnocen vůči reálnému kurzu rovnovážnému, může docházet k jeho zhodnocování v důsledku uzavírání této mezery. V literatuře byly identifikovány některé důvody, proč by mohl být reálný kurz v ČR podhodnocen. Jedná se především o skutečnost, že relativní úroveň HDP v ČR vůči zemím EU je mnohem vyšší než relativní úroveň cenové hladiny, což může souviset s pomalejším růstem regulovaných cen neobchodovatelného zboží.<sup>40</sup>

Za druhé, ke zhodnocování skutečného reálného kurzu může docházet v důsledku zhodnocování kurzu rovnovážného. V tranzitorních ekonomikách existuje několik důvodů, proč by mělo docházet k zhodnocování reálného rovnovážného kurzu. Vedle tradičního Balassova-Samuelsonova efektu souvisejícího s rozdíly v růstu produktivity práce mohou k tomuto zhodnocování přispět postupné zlepšování kvality vyváženého zboží (respektive uznání existující kvality a ochota dovozců platit vyšší ceny v důsledku vytváření „dobré pověsti“), a příliv kapitálu související s vyšší mezní produktivitou kapitálu v tranzitorních ekonomikách s relativně nízkou vybaveností kapitálem.<sup>41</sup> V dlouhém období však bude prostor pro reálné zhodnocování určován především rozdíly v růstu produktivity práce.

Za výše uvedeného předpokladu o vývoji čisté inflace by došlo v období 2000-2005 při nulové změně k nominálnímu zhodnocení reálného kurzu o 2 procenta, plus vliv zvýšení regulovaných cen na celkovou inflaci. Vliv růstu regulovaných cen je velmi nejistý, ale není pravděpodobné, že by zhodnocení reálného kurzu v důsledku rozdílů v míře inflace přesáhlo 10 procent. Zda je možné dosáhnout dalšího sblížení cenových hladin nad rámec daný inflačním diferencíálem, záleží

---

<sup>40</sup> Podrobnější diskusi viz Čihák a Holub (2000a). Viz rovněž Krajnyák a Zettelmeyer (1998).

<sup>41</sup> Diskusi prostoru pro zhodnocování reálného kurzu v tranzitorních ekonomikách viz Halpern a Wyplosz (1997).

především na tom, jaký existuje prostor pro zhodnocení reálného kurzu nad tuto úroveň bez negativního dopadu na platební bilanci.<sup>42</sup>

V druhém období bude prostor pro předstih celkové míry inflace v ČR oproti zemím eurozóny záviset na dvou omezeních. Za prvé, na výši inflačního cíle stanoveného ČNB a za druhé, maastrichtským kritériem pro vstup do EMU, týkajícím se míry inflace. Jakým způsobem bude omezovat inflační cíl ČNB sblížení cenových hladin, záleží mimo jiné na tom, zda bude ČNB nadále cílovat čistou inflaci, či zda přejde na cílování inflace celkové. V případě cílování čisté inflace by existoval nadále větší prostor pro růst cen položek vylučovaných z čisté inflace. Jak velké omezení bude představovat pro růst cenové hladiny nutnost splnit maastrichtské kritérium? Pokud předpokládáme nadále míru inflace ve třech zemích s nejnižší inflací 1,5 procenta, může zůstat míra inflace v ČR na úrovni maximálně 3 procent. To však platí pouze pro jeden rok, který bude sloužit jako základ pro hodnocení splnění podmínek vstupu do EMU. Jelikož členství v ERM II bude trvat minimálně dva roky, minimálně jeden rok nebude pro růst cenové hladiny v této druhé etapě existovat jiné omezení než inflační cíl ČNB. Nelze však očekávat, že by v prvním roce členství v ERM II mohla být inflace výrazně vyšší a že rok před vstupem do EMU prudce poklesne. Pokud zůstane celková míra inflace na úrovni 3 procent, napomůže za uvedeného předpokladu o růstu cenové hladiny v zemích euro tato inflace za dva roky ke sblížení cenových hladin zhruba o 1,2 procentního bodu.

Vzhledem k omezeným možnostem růstu cenové hladiny v tomto druhém období případně větší úloha v případném sblížení cenových hladin ČR a zemí eurozóny nominálnímu zhodnocování měnového kurzu. V rámci flukтуаčního pásma ERM II existuje prostor pro nominální zhodnocení koruny o 15 procent, což výrazně převyšuje realistické možnosti sblížení cenových hladin v důsledku rozdílné inflace. Za uvedených předpokladů o mírách inflace může během dvou let členství v ERM II

---

<sup>42</sup> Rovněž je nutné mít na paměti, že nominální zhodnocování měnového kurzu působí jako plošný nástroj vyrovnávání cenových hladin. Nominální zhodnocení vede ke zvýšení celkové cenové hladiny v ČR měřeno v zahraniční měně, ale nemůže ovlivnit relativní ceny. Jak jsme uvedli, rozdíl mezi cenovými hladinami v ČR a v zemích eurozóny v sobě skrývá poměrně značné rozdíly u jednotlivých komoditních skupin.

dojít ke sblížení cenových hladin (a k reálnému zhodnocení koruny) maximálně o 16,2 procent.<sup>43</sup>

Pokud jde o třetí etapu, členství v EMU, situace se oproti druhému období obrátí. Jelikož nebude mít ČR v té době vlastní měnu, odpadne možnost sblížení cenových hladin prostřednictvím změn nominálního měnového kurzu. Veškeré další sblížení cenových hladin bude probíhat relativně rychlejším růstem cenové hladiny v ČR. Jakmile se jednou stane ČR členem EMU, nebude již žádným vnějším omezením týkajícím se míry inflace vystavena. ČNB bude jednou z členských bank Evropského systému centrálních bank a bude se spolupodílet na dosahování inflačního cíle specifikovaného pro celou eurozónu. Domácí inflace přestane mít rozhodující význam. Jak ukazují např. nedávné zkušenosti Irska, země eurozóny s nižší cenovou hladinou a rychlým hospodářským růstem mohou vskutku dosahovat podstatně vyšší inflace. Především pokud se jedná o malé ekonomiky, které nemají velký vliv na celkovou míru inflace v oblasti eurozóny, vyšší tempo růstu domácích cen nepředstavuje zásadní problém.

Vraťme se ještě na okamžik k jednomu problému, o kterém začalo v poslední době diskutovat. Jde o vzájemnou slučitelnost maastrichtského kritéria, týkajícího se inflace a stability měnového kurzu, související s reálnou konvergencí tranzitorních ekonomik a zemí eurozóny. V literatuře se objevila úvaha, že pro tranzitorní ekonomiky s fixním měnovým kurzem a rychlým růstem produktivity práce může být obtížné zajistit slučitelnost cenové a kurzové stability předpokládané mechanismem ERM II před vstupem do EMU.<sup>44</sup> Tato úvaha vychází z empiricky pozorovaného jevu, že země s relativně rychlým růstem produktivity práce a fixním měnovým kurzem vykazují relativně vyšší míru inflace (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt). Konkrétně vyjádřeno, pokud nemá vést předstih růstu produktivity práce k růstu cenové hladiny, musí docházet k nominálnímu zhodnocování měnového kurzu v rozsahu

$$\Delta E^n = \alpha \pi^{NT} \cdot (PP^t - PP^{nt})$$

---

<sup>43</sup> Předpokládáme, že v uvedeném období nedojde k posunu středu flukтуаčního pásma.

<sup>44</sup> Viz Masson (1999).

kde  $\alpha\pi^{NT}$  je podíl neobchodovatelného zboží v cenovém indexu a výraz v závorce udává rozdíl temp růstu produktivity práce v sektoru obchodovatelného a neobchodovatelného zboží. Pro ČR by však neměl představovat Balassův-Samuelsonův efekt v období členství v ERM II výrazný problém, protože fluktuační pásmo je dostatečně široké na to, aby dopad rychlejšího růstu produktivity práce na tempo růstu cen neutralizovalo. Pro ilustraci, předpokládáme-li, že podíl neobchodovatelného zboží v cenovém indexu je 1/3<sup>45</sup> a že kurz koruny bude zpočátku uprostřed fluktuačního pásma, prostor pro nominální zhodnocení koruny v rámci ERM II o 15 procent znamená, že předstih růstu produktivity práce v sektoru obchodovatelného zboží oproti růstu produktivity práce v sektoru neobchodovatelného zboží může dosáhnout 50 procent a stále být akomodován nominálním zhodnocením, bez dopadu na míru inflace.<sup>46</sup>

V této úvaze abstrahujeme od jednoho potenciálně závažného problému, od tlaků na změny měnového kurzu vyvolané krátkodobým kolísáním toků kapitálu. Nelze vyloučit, že vyhlídka na brzké členství v měnové unii povede ke zvýšenému přílivu zahraničního kapitálu, který může vyvolat tlaky na zhodnocení potenciálně přesahující možnosti pásma ERM II. V takovém případě může být ČNB nucena přistoupit k intervencím na devizovém trhu s cílem udržet korunu v daném fluktuačním pásmu. Pokud by se nepodařilo měnový dopad těchto intervencí plně sterilizovat, příliv kapitálu by se promítl do růstu peněžní zásob a mohlo by dojít ke zrychlení růstu cen. Pokud by však byl podobný příliv kapitálu vyvolán y především nadcházejícím členstvím v EMU, a nikoli strukturálními deformacemi v ekonomice, jednalo by se o krátkodobý problém, jehož řešení by nemělo být nemožné, např. v podobě posunu fluktuačního pásma koruny.

Z diskuse v této části vyplývá, že dlouhodobý inflační cíl ČNB a institucionální omezení pro pohyb cenových hladin a nominálního kurzu v období před a po vstupu do EMU by neměly výrazným způsobem omezit možnost vyrovnávání cenových hladin. Potenciální konflikt mezi požadavky na přizpůsobení relativních cen a na

---

<sup>45</sup> Ve Zprávě o inflaci z října 2000 se uvádí podíl neobchodovatelného zboží na cenovém indexu 32,7 procent.

<sup>46</sup> Navíc je možné přistoupit k jednorázovému nominálnímu zhodnocení kurzu koruny při vstupu do systému fluktuačního pásma ERM II, které může akomodovat částečně následný rychlejší růst produktivity práce.

vyrovnání cenových hladin a existujícími institucionálními omezeními bude o to menší, čím rychleji budou dokončeny nápravy regulovaných cen a čím méně se tyto nápravy promítnou do čisté inflace. Pokud budou v roce 2005 cenové deregulace do značné míry dokončeny, v období po roce 2005 by bylo vhodné přejít na cílování celkové inflace a cílovat maximální hodnotu inflace slučitelnou s maastrichtským kritériem. Členství v EMU by pak nemělo bránit rychlejší míře inflace způsobené relativně rychlejším růstem produktivity práce v ČR.

## 2.4 Závěr

Od vzniku samostatné České republiky musela měnová politika řešit celou řadu obtížných problémů. Nejprve to byl v letech 1994-96 rychlý příliv zahraničního kapitálu, vedoucí k obtížně kontrolovatelnému růstu likvidity a úvěrů v ekonomice. Tento příliv kapitálu přispěl k prohlubující se vnitřní a vnější nerovnováze a postavil nakonec měnovou politiku před v podstatě neřešitelný úkol, jak zabránit v daných strukturálních a institucionálních podmínkách a při daných omezeních fiskální a důchodové politiky, k měnovému otřesu a k vynucenému opuštění fixního měnového kurzu koruny.

Po měnovém otřesu v květnu 1997 přešla ČNB na cílování inflace. Ačkoli pro cílování inflace neexistovaly na konci roku 1997 v ČR dokonalé podmínky, tento rámec pro měnovou politiku byl patrně v dané situaci nejpříjemnější.<sup>47</sup> Cílování inflace poskytlo možnost pro zakotvení inflačních očekávání v kritické situaci, kdy inflace po opuštění kurzu a znehodnocení koruny začala růst. Zároveň umožnilo vytyčit konkrétní trajektorii dezinflace do budoucna s cílem dosáhnout ve střednědobém horizontu míru inflace slučitelnou se členstvím v Evropské měnové unii. Zavedení cílování inflace bylo některými ekonomy kritizováno jako nevhodné pro českou ekonomiku, nacházející se ve fázi ekonomické transformace. Tato kritika se však ve skutečnosti spíše týkala konkrétní kvantifikace cílované inflace, spíše než

---

<sup>47</sup> Tento závěr potvrzuje také skutečnost, že řada ostatních nově vznikajících tržních ekonomik, které opustily fixní kurz, přešla na cílování inflace.

rámce samého. Alternativní strategie měnové politiky, které by byly k dispozici, se nejevily jako výhodnější.

Při diskusi o tom, zda byla zvolená trajektorie dezinflace a dlouhodobý inflační cíl příliš ambiciózní je nutné mít na paměti nejen tradiční faktory, které se berou obvykle v úvahu při určování optimálního tempa dezinflace (a které určují náklady na snížení inflace o určité procento v podobě nižšího růstu), ale také dlouhodobé institucionální souvislosti a implikace případné pomalejší dezinflace pro provádění měnové politiky.

Pokud by se nepodařilo snížit inflaci dostatečně rychle na úroveň předepsanou maastrichtskými kritérii, znamenalo by to nutnost odložení vstupu do EMU. Toto odložení by mohlo mít pro českou ekonomiku nezanedbatelné náklady, především z toho důvodu, že v prostředí volného pohybu kapitálu je pro malou otevřenou ekonomiku velice obtížné uskutečňovat dlouhodobě nezávislou měnovou politiku bez toho, aniž by byla vystavena čas od času finanční a ekonomické nestabilitě, která může být čistě výsledkem vnějších šoků.

Pokud by nemělo při strategii pomalejší dezinflace dojít ke zpoždění vstupu do EMU, bylo by nutné akcelarovat tempo dezinflace v pozdějších letech. Lze nabídnout řadu argumentů, proč by byla tato zpožděná dezinflace nákladnější. Delší setrvání inflace na vyšší úrovni, na které převládala na přelomu let 1997 a 1998, by mělo za následek její ještě výraznější zakotvení v inflačních očekáváních ekonomických subjektů a pokud by chtěla ČNB začít inflaci výrazněji snižovat později, musela by pravděpodobně přistoupit k poměrně restriktivnější měnové politice, než jaká by odpovídala současné pozvolné trajektorii dezinflace. Pokud by nebylo doposud zavedeno cílování inflace, bylo by nutné ho pro dosažení dezinflace v rámci volně plovoucího kurzu patrně stejně zavést, a není tudíž zřejmé, co by se odložením jeho zavedení získalo.

Výhodou vytyčeného dlouhodobého inflačního cíle je směřování inflačních očekávání na úroveň inflace slučitelnou se splněním kvalifikačních požadavků pro vstup do EMU. V souvislosti se vstupem do EMU je důležité, jaký bude mít na provádění měnové politiky dopad vyrovnávání cenových hladin a reálná konvergence ČR a zemí eurozóny. Za určitých realistických předpokladů diskutovaných v tomto článku by se neměla reálná konvergence dostat do neřešitelného konfliktu s omezeními pro míru inflace a pohyb nominálního kurzu danými cíli ČNB, maastrichtskými kritérii a členstvím v EMU.





---

# Literatura

1. Ball, L. (1994), What Determined the Sacrifice Ratio? In N.K. Mankiw (ed.), *Monetary Policy*. University of Chicago Press.
2. Bernanke, B., T.S: Laubach, F.S. Mishkin a A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons From International Experience*. Princeton University Press.
3. Čihák, M. a T. Holub (2000a), Cenová konvergence k Evropské Unii – problém relativních cen. *Politická ekonomie*, 5.
4. Čihák, M. a T. Holub (2000b), Měnový výbor: cesta z dilemat centrálního bankovníctví v ČR? *Bankovníctví*, 6/2000.
5. ČNB (1999), Analýza vývoje peněžní zásoby a úvěrové emise bank. Viz <http://www.cnb.cz>.
6. ČNB (2000), Stanovení inflačního cíle pro rok 2001.
7. Corker, R., C. Beaumont, R. van Elkan a D. Iakova (2000), Exchange rate regimes in selected advanced transition economies – coping with transition, capital inflows and EU accession. *IMF Policy Discussion Paper* 00/3.
8. Dědek, O. (2000), Měnový otřes 97', Česká národní banka, VP č. 15.
9. Fuhrer, J.C. (1994), Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio, In *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Ed. J.C. Fuhrer, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 38.

10. Gulde, A-M., J. Kahkonen a P. Keller (2000), Pros and cons of currency board arrangements in the lead-up to EU accession and participation in the euro zone. *IMF Policy Discussion Paper* 00/1.
11. Halpern, L. a Ch. Wyplosz (1997), Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. *IMF Staff Papers*, Vol. 44. No. 2.
12. Hampl, M. a R. Matoušek (2000), Úvěrová kontrakce v ČR – její příčiny a důsledky. ČNB, sekce měnová, VP. 19.
13. Izák, V. (1998), Transmisní mechanismus měnové politiky – úvěrový kanál. VP č. 90, Institut Ekonomie, Česká národní banka, Praha.
14. Janáčková, S. (2000), Chiméra autonomní měnové politiky v malé otevřené ekonomice, *Politická ekonomie*, 6.
15. Jonáš, J. (1998), Bankovní krize a ekonomická transformace, Management Press, Praha.
16. Jonáš, J. (2000a), Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience. In W. Coats (ed.), *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*. Czech National Bank and International Monetary Fund; Jonáš, J. (2000b), In Search of a New Anchor: Inflation Targeting in the Czech Republic, *Prague Economic Papers*, No. 3.
17. Klaus, V. (2000), Tři roky po měnové krizi. Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha.
18. Krajnyak, K., a J. Zettelmeyer (1998), Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation? *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 2.
19. Masson, P. R., Savastano, M.A. and S. Sharma (1997), The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries, *IMF Working Paper*, 97/130.
20. Masson, P. (1999), Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. *IMF Policy Discussion Paper* 99/5. Ministerstvo průmyslu a obchodu, Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví, různá vydání.
21. Schaechter, A., M.R. Stone a M. Zelmer (2000), Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries. *IMF Occasional Paper* 202.
22. Weigl, J. (2000), Kde hledat příčiny současné hospodářské krize? Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha.