



WORKING PAPER č. 12/2006

Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?

Martin Chromec

Červen 2006



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496

Vedoucí: prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Lipová 41a, 602 00 Brno,
e-mail: slany@econ.muni.cz, tel.: +420 549491111



DLOUHODOBÉ EFEKTY MONETÁRNÍ POLITIKY: MŮŽE ČNB OVLIVNIT EKONOMICKÝ RŮST?

Abstract:

The monetary policy is one of the most important components of economic policy since it may widely influence economic decisions. Is However is the central bank capable to affect the long-run path of economic growth? The aim of this paper is to identify the long-run effects of monetary policy. Theoretical findings are used to analyze the monetary policy in the case of the Czech Republic.

Abstrakt:

Monetární politika je v dnešní době bezpochyby jednou z nejdůležitějších komponent hospodářské politiky, neboť je schopna ovlivnit převážnou většinu ekonomických rozhodnutí v hospodářství. Může centrální banka svou činností ovlivnit dlouhodobý růst hospodářství? Tento příspěvek se zaměřuje právě na identifikaci dlouhodobých efektů monetární politiky. Veškeré teoretické poznatky jsou následně využity při analýze provádění měnové politiky v rámci České republiky.

Recenzoval:
Ing. Libor Žídek, Ph.D.

ÚVOD

Monetární politika je v dnešní době bezpochyby jednou z nejdůležitějších a zároveň nejdiskutovanějších komponent hospodářské politiky, neboť je svou činností potenciálně schopna ovlivnit převážnou většinu ekonomických rozhodnutí v hospodářství.

Výkonem měnové politiky je ve skutečnosti nejčastěji pověřena centrální banka dané země. Centrální banku lze chápat jako na politické moci obvykle nezávislou instituci, jež byla založena na základě celospolečenské potřeby dohledu nad řízením peněžního oběhu v zemi.

Volba cílů hospodářské politiky, a tedy i samotné monetární politiky, je ovlivněna mimo jiné převažující ekonomickou teorií, výchozí ekonomickou i institucionální situací země.

Pro naplnění svých makroekonomických funkcí využívá centrální banka dostupných operativních měnových nástrojů, které prostřednictvím přenosových kanálů vhodným způsobem ovlivňují důležité makroekonomické proměnné.

Je však možné, aby centrální banka svou činností ovlivnila dlouhodobý růst hospodářství? Tento příspěvek se zaměřuje právě na identifikaci dlouhodobých efektů monetární politiky. Veškeré teoretické poznatky jsou následně využity při analýze provádění měnové politiky v rámci České republiky.

1. DLOUHODOBÉ EFEKTY MONETÁRNÍ POLITIKY

V této kapitole se pokusíme prozkoumat, jakým způsobem se provádění monetární politiky může odrazit na dlouhodobém vývoji ekonomiky. Za klíčové faktory přitom považujeme změnu peněžní zásoby, vazbu mezi inflací a ekonomickým růstem, vliv měnového kurzu a institucionálních charakteristik měnové politiky.

1.1. Změny peněžní zásoby

Zásadní otázkou monetární teorie je, zda změny v peněžní zásobě mají dlouhodobý reálný dopad na hospodářskou aktivitu. Zkoumá se tedy neutralita, respektive superneutralita peněz.

Jestliže permanentní změna úrovně nabídky peněz dlouhodobě ovlivňuje pouze nominální veličiny, např. nominální úrokové sazby, nominální produkt a nominální směnný kurs, říkáme, že peníze jsou neutrální. Míra růstu nominálních veličin pak přesně odpovídá růstu peněžní zásoby. Superneutralitou peněz označujeme situaci, kdy permanentní změny tempa růstu peněžní zásoby mají dlouhodobý dopad pouze na nominální proměnné. V tomto případě je míra inflace a tempo růstu dalších nominálních veličin shodná s proporcí změny tempa růstu množství peněz v oběhu.

V současnosti se většina ekonomů zpravidla shoduje v názoru, že monetární politika je schopna ovlivnit reálné ekonomické veličiny pouze v relativně krátkém období (Espinosa, 1998). Obvyklým argumentem pro toto tvrzení bývá existence nominálních rigidit a peněžní iluze, kdy ekonomické subjekty nejsou v krátkodobém horizontu schopny odlišit změny relativních cen od inflace. Z tohoto důvodu může monetární autorita poměrně úspěšně omezovat krátkodobé cyklické výkyvy ekonomiky prostřednictvím neanticipovaných změn peněžní zásoby. Nicméně tento efekt bude časem potlačen příslušným přizpůsobením cenové hladiny (Friedman, 1968). Peníze jsou v tomto případě v dlouhém období považovány za neutrální, resp. superneutrální.

Konsensus však již nepanuje v názoru na intenzitu krátkodobých reálných dopadů i samotnou účinnost opakovaných a systematických změn peněžní masy. Teoretičtí ekonomové obvykle považují důsledky monetární politiky za relativně nevýznamné. Rovněž předpokládají, že reálný efekt systematicky prováděné měnové politiky bude vzhledem k zakomponování do očekávání ekonomických subjektů čím dál nižší (Lucas, 1972).

Ačkoli teoretické i empirické analýzy zpravidla potvrzují platnost dlouhodobé neutrality peněz, v ekonomické literatuře najdeme řadu příspěvků, které se snaží dlouhodobou superneutralitu peněz vyvrátit.

V tomto směru je zřejmě zásadní nalézt jiný mechanismus, jímž monetární politika působí na reálnou ekonomiku, než je běžně akceptovaná hypotéza peněžní iluze. Například dle Metzlera (1951) může centrální banka nákupem nebo prodejem cenných papírů zprostředkovaně ovlivnit dlouhodobou úrokovou sazbu a zajistit tak novou ekonomickou rovnováhu při dlouhodobě vyšší akumulaci kapitálu. Na tuto úvahu částečně navazuje i James Tobin (1965), který poukazuje na vliv inflace na relativní poptávku po penězích a kapitálu. Růst množství peněz v oběhu vede k vyšší míře inflace, což snižuje atraktivnost peněz vzhledem k relativně výnosnějším reálnému kapitálu a zapříčiní příslušnou změnu ve skladbě drženého portfolia. Rozšiřování kapitálové zásoby pak generuje vyšší dlouhodobý výstup. Další teorie zabývající se vztahem mezi peněžní zásobou, inflací a ekonomickým růstem, které následně vznikly, se pokoušely Tobinovu analýzu dále vylepšit a rozšířit.

Klíčovým faktorem, který ovlivňuje vzájemně odlišné závěry jednotlivých studií o platnosti či neplatnosti superneutrality peněz v dlouhém období, je úloha peněz v reálném hospodářství a zakomponování této skutečnosti do ekonomického modelu (Papademos, 2003).

V současnosti tak existují teoretické a empirické práce, které vliv permanentní změny tempa růstu peněžní zásoby na dlouhodobý ekonomický růst potvrzují i vyvracejí. Z tohoto důvodu nelze jednoznačně posoudit přímý dlouhodobý vztah mezi změnami peněžní zásoby a ekonomickým růstem.

Přesto se domníváme, že mezi množstvím peněz v oběhu a ekonomickým růstem lze zprostředkovaný vztah nalézt. Nadměrný růst peněžní zásoby způsobující významný vzestup cenové hladiny může negativně ovlivnit růstovou trajektorii ekonomiky, což bude objasněno v následující subkapitole.¹

1.2. Vztah inflace a ekonomického růstu

V posledních desetiletích se ekonomická diskuse soustředí zejména na vztah mezi inflací a dlouhodobým ekonomickým růstem. Z teoretického pohledu lze očekávat, že vysoká a nestabilní inflace může mít negativní důsledky na dynamiku hospodářského růstu i ekonomické klima dané země.

I když je inflace plně anticipována, jsou s ní spojeny nemalé transakční náklady, např. „náklady ošoupaných bot“, menu costs. Domácnosti zaznamenávají ztráty vyplývající z držení peněz, což podkopává funkci peněz coby uchovatele hodnot. Vysoká míra inflace pak může ohrozit samotnou podstatu peněz jako transakčního prostředku.

¹ Empirické práce potvrzující vztah mezi růstem peněžní zásoby a inflací uvádí např. McCandless a Weber (1995).

Neanticipovaná inflace s sebou navíc přináší daňové distorze při nedokonalé indexaci, redistribuci bohatství a zejména zamlžení cenových informací, které vedou ke snížené efektivnosti tržní alokace zdrojů. Nestabilita cen prostřednictvím zvýšené nejistoty zásadně ovlivňuje rozhodování ekonomických subjektů. Ti pak obvykle vyhledávají zajištění proti inflaci tím, že investují do reálných aktiv nebo vyžadují v úvěrovém vztahu rizikovou inflační prémii. Nejistota nutí ekonomické agenty k zaměření na krátkodobé kontrakty a investiční projekty, což má rovněž neblahý dopad na dlouhodobou kapitálovou vybavenost hospodářství.²

Z výše uvedených argumentů lze usoudit, že samotná inflace i její volatilita způsobují špatnou alokaci zdrojů, a tím s největší pravděpodobností omezují hospodářský růst.

Empirické výzkumy zkoumající vztah mezi inflací se s teoretickými závěry obvykle shodují,³ nicméně některé práce žádný signifikantní vztah mezi inflací a ekonomickým růstem nenalezly.

Frait a Červenka (2002) shrnují poznatky z empirických prací do následujících bodů:

- mezi inflací a růstem lze nalézt korelaci. Kauzální interpretace je obtížná. Vyspělé ekonomiky jsou charakteristické jak nízkou inflací, tak vysokým růstem. Je tudíž velmi obtížné jednoznačně určit míru vlivu inflace na ekonomický růst;
- ekonomický růst ohrožuje zejména volatilita inflace;
- vyšší inflace je spojena s nižším růstem. Vliv je ale poměrně malý, neboť regrese růstových modelů docházejí k závěru, že snížení inflace o 10 % přispívá navíc k 0,2–0,5 % růstu ročně;
- mezi inflací a růstem existuje značně nelineární vztah. Inflace citelně omezuje růst až od určité úrovně, kterou různé studie identifikují velmi odlišně (obvykle více než 10 %);
- směr vztahu mezi inflací a růstem zřejmě kriticky závisí na počáteční hodnotě inflace – Bullard a Keating (1995) uvádějí, že v zemích, kde je počáteční inflace velmi nízká, vede permanentní mírné zvýšení inflace ke zvýšení ekonomické aktivity, zatímco v zemích s počáteční vysokou inflací vede ke zvýšení ekonomické aktivity naopak snížení inflace.

Postupné zaměření centrálních měnových autorit na dosahování cenové stability je tedy odrazem obecného poznání nepříznivých dopadů inflačního cenového vývoje.

² Pro širší výčet nákladů spojených s inflací viz Briault (1995).

³ Z empirických prací zabývajících se vlivem inflace na ekonomický růst lze zmínit Barro (1995), Bruno (1995) a Ghosh a Philips (1998).

Pojem cenová stabilita je ovšem sám o sobě velmi těžce specifikovatelný. Ve světové literatuře bývá často citována Greenspanova definice cenové stability jako míra inflace, která je dostatečně nízká na to, aby při každodenním rozhodování nebyla domácnostmi ani podniky brána na zřetel. Cenovou stabilitou se tedy obvykle rozumí nízký nezáporný (0 až 3 %) přírůstek statisticky měřené inflace (Mishkin, 2002). Pro tuto interpretaci existuje několik rozumných důvodů – např. zkrácení inflačních statistik (Laspeyresův cenový index) směrem vzhůru, existence rigidit či asymetrií na některých trzích (strnulost mezd). Kladná inflace umožňuje centrální bance stanovit i zápornou reálnou úrokovou sazbu.

Snaha o dosažení cenové stability za každou cenu však může mít i negativní dopad na výstup ekonomiky a zaměstnanost. Při prosazování neanticipované desinflace a existenci nominálních rigidit trvá určitý čas, než ekonomické subjekty adekvátně přizpůsobí svou aktivitu (Briault, 1995). Z reálných poznatků vyplývá, že se tato skutečnost projeví minimálně v krátkém období poklesem hospodářského růstu. Náklady desinflace lze posoudit pomocí tzv. sacrifice ratio, které udává procentní pokles produktu jako důsledek snížení inflace o jeden procentní bod.

Odpověď na otázku, zda je rozumnější provést rychlou nebo postupnou desinflaci, není jednoznačná, neboť konečný dopad závisí na informovanosti agentů, způsobu formování očekávání a pravděpodobně i na kredibilitě centrální banky (Briault, 1995). Teoreticky nicméně může být výhodnější akceptovat určitou optimální výši inflace, než riskovat ztrátu produktu spojenou s přechodem na nižší cenovou hladinu.

Monetární autority by proto měly ve svém desinflačním úsilí k této významné skutečnosti rozhodně přihlížet a zhodnotit výnosy a náklady spojené se snižováním míry inflace.

1.3. Měnový kurs

Zhruba od čtyřicátých let dvacátého století se ekonomové snaží vyřešit spor o to, zda je pro hospodářství vhodnější fixní nebo plovoucí kursový režim. Jednoznačná odpověď na tuto otázku prozatím neexistuje. Ekonomové se však shodují, že při rozhodování o volbě kurzového režimu je nutno vzít v úvahu řadu faktorů, např. strukturální charakteristiky ekonomiky, zejména pružnost cen, mezd a mobilitu výrobních faktorů, stupeň otevřenosti ekonomiky a stav devizových rezerv i institucionální faktory.

Zcela zásadní je identifikace vlivu měnového režimu na ekonomický růst. Bailliu a kol. (2002) tvrdí, že výběr kursového režimu může teoreticky ovlivnit dlouhodobý ekonomický růst přímo – tj. svým vlivem na stabilizaci ekonomiky, která je vystavena různým typům šoku –

nebo nepřímo, zejména prostřednictvím vlivu na mezinárodní obchod, investice, kapitálové toky a finanční sektor.

Intuitivně je možno odvodit, že ve případě existence strnulých cen, dokáže ekonomika díky pružnému kurzu efektivněji absorbovat reálné šoky. Exogenní šoky se pak projevují spíše volatilitou cen než výkyvy výstupu a zaměstnanosti. Ekonomika s fixním kursovým režimem bude reagovat přesně naopak, tj. ceny relativně stabilní a volatilita výstupu. Mundell (1968) však tvrdí, že z tohoto pohledu nemá volba měnového režimu zásadní dopad na dlouhodobou rovnováhu, neboť dochází pouze k výše uvedeným rozdílným krátkodobým přizpůsobovacím procesům.

Nepřímé efekty měnového kursu pramení zejména z vlivu volatility měnového kursu na hospodářskou aktivitu, kdy je možno očekávat, že prudké výkyvy kursu vyvolají nejistotu a riziko při provádění mezinárodních transakcí. Rostoucí nejistota by následně měla omezovat mezinárodní obchod a zahraniční investice, a tím i dlouhodobý růst. Pokud by byly náklady nejistoty značné, byl by z hlediska růstu pravděpodobně lepší režim fixních kursů.

V reálu je vztah mezi kursovou nejistotou a ekonomickým růstem velmi obtížně empiricky identifikovatelný. Po pádu bretonwoodského systému, který byl charakteristický fixováním jednotlivých kursů k americkému dolaru, dochází i nadále ke značnému růstu zahraničního obchodu, byť většina významných ekonomik využívá plovoucího měnového kursu. Kursové riziko tedy v současnosti pravděpodobně ani není příliš významné, neboť je částečně eliminováno možnostmi zajištění na finančním trhu.

Dle Fraita a Červenky (2002) proto nelze na teoretické úrovni identifikovat jednoznačné vztahy mezi charakteristikami devizového kursu a dlouhodobým růstem, neboť devizový kurs ovlivňuje a je ovlivňován ostatními makroekonomickými proměnnými mnoha způsoby.

V poslední době spatřují ekonomové podstatně zásadnější problém zejména v tzv. nesladěnosti reálného směnného kursu a vlivu na ekonomický růst, který tato nesladěnost může mít. Jde o situaci, kdy se aktuální reálný kurs odchyluje od své dlouhodobě rovnovážné úrovně. Stanovení reálného rovnovážného kursu dané měny není jednoznačnou záležitostí, neboť existují různé teoretické koncepce rovnovážného směnného kursu, zejména:⁴

- *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER) – odpovídá střednědobé simultánní vnitřní i vnější rovnováze ekonomiky, přičemž za vnitřní rovnováhu se nejčastěji považuje výstup na

⁴ Podrobněji viz Freit, Komárek (1999).

úrovni přirozené míry nezaměstnanosti. Za vnější rovnováhu pokládá udržitelný běžný účet platební bilance;

- *Desire Equilibrium Exchange Rate* (DEER) – Jelikož FEER představuje kurs konsistentní s ideálním makroekonomickým vývojem, který nemusí nastat, byl vyvinut DEER založený na žádoucí úrovni rovnovážného kursu;
- *Natural Real Exchange Rate* (NATREX) – je rovnovážný reálný kurz, který vyrovnává platební bilanci při absenci cyklických faktorů, spekulativních kapitálových toků a změn v měnových rezervách. Jde o střednědobý až dlouhodobý kurz determinovaný reálnými fundamentálními faktory a existujícími hospodářskými politikami;
- *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) – je velmi podobný NATREXu, ale odvíjí se od udržitelných dlouhodobých úrovní fundamentálních determinant.

Měnový kurs je označován za podhodnocený, je-li depreciován více, než je jeho rovnovážná hodnota a naopak. Takto nesladěné kursy mohou značně ovlivňovat ekonomickou aktivitu, neboť narušují alokaci zdrojů v rámci ekonomiky mezi sektory neobchodního a obchodního zboží.

Razin a Collins (1997) uvádějí, že existují minimálně dva možné kanály, jimiž by se nesladěnost kursu mohla projevit na ekonomickém růstu. Nesladěnost pravděpodobně ovlivňuje domácí a zahraniční investice, a tím i akumulaci kapitálu. Navíc nadhodnocení nebo podhodnocení kursu působí na konkurenceschopnost domácího sektoru obchodního zboží, který se podílí na exportu dané země.

Z empirických studií vyplývá, že nadhodnocený směnný kurs má významně negativní vliv na růst. Pokud jde o podhodnocení kursu, zde jednoznačný vztah k ekonomickému růstu identifikován není.

1.4. Nezávislost centrální banky, transparentnost, předvídatelnost a kredibilita monetární politiky

Řada empirických i analytických prací⁵ dokládá, že nezávislost centrální banky přispívá k zachování cenové stability, a tudíž i k ekonomickému růstu. Nezávislost centrální banky totiž minimalizuje riziko politického cyklu, tj. zneužití monetární politiky vládní mocí pro krátkodobou stimulaci zaměstnanosti a produktu, která by mohla vést k nižší dlouhodobé ekonomické prosperitě.

Na druhou stranu je pro celkovou stabilitu hospodářství zřejmě vhodná jistá koordinace záměrů centrální banky a ostatních vládních institucí. Přílišná nezávislost také implikuje omezenou zodpovědnost centrální banky za výsledky prováděné měnové politiky. Kvasnička (2005) dále

⁵ Např. Alesina a Summers (1993), Loungani a Sheets (1997).

upozorňuje na nebezpečí byrokratického chování nezávislé centrální banky.

Centrální banky se proto obvykle snaží o transparentnost provádění monetární politiky, čímž zvyšuje informovanost a důvěru veřejnosti v centrální banku. Kotlán (1999) uvádí, že pro transparentnost je velmi důležitá definice cíle centrální banky v podobě měřitelné veličiny, vytvoření a prezentace strategie měnové politiky, publikace prognóz a dobrá komunikace nejen o minulosti, ale i o budoucnosti.

Měnová politika se obdobně jako ostatní komponenty hospodářské politiky potenciálně stává zdrojem šoků a nestability v ekonomice. Z tohoto důvodu ekonomové⁶ doporučují, aby byla centrální banka podřízena pevným pravidlům, která by jí znemožňovala nadměrné užívání diskrece. Výhodou podrobení měnové politiky určitým pravidlům je její predikovatelnost. Předvídatelnost chování centrální banky značně snižuje nejistotu ekonomických subjektů a napomáhá k efektivní alokaci zdrojů.

Pro výkon měnové politiky je velmi důležitá kredibilita tj. důvěryhodnost centrální banky, která je ovlivňována transparentností a úspěšností dosahování stanoveného cíle měnové autority v minulém období (Kotlán, 2001). Kredibilita ovlivňuje očekávání ekonomických subjektů (Filáček, 2004). Binder (1999) uvádí, že kredibilita je v případě stanovení cíle cenové stability důležitá pro udržení nízké inflace a zároveň snižuje náklady desinflace (viz 1.2).

⁶ Zejména monetaristé, přívrženci školy veřejné volby a školy racionálních očekávání.

2. ANALÝZA VÝVOJE MONETÁRNÍ POLITIKY A JEJÍCH DETERMINANT V ČESKÉ REPUBLICE

V této kapitole se nejdříve zaměříme na popis charakteristik měnového rámce, v němž centrální banka uplatňuje svou monetární politiku. Následně se zaměříme na analýzu vývoje inflace a kurzu domácí měny, přičemž využijeme teoretických poznatků z předchozí části práce.

2.1. Vývoj před rokem 1989

Politický převrat v roce 1948 umožnil komunistům uskutečnit jejich představy o organizaci bankovníctví a započít totální přestavbu bankovního sektoru, centrální banku nevyjímaje.

Měnová politika socialistického Československa

Přechod na sovětský jedinstupňový model centralizovaného bankovníctví, jehož charakteristickým rysem byla existence státní monobanky, byl realizován přijetím zákona o Státní bance československé (SBČS) z roku 1950. Státní banka sloužila jako emisní centrální banka a komerční banka zároveň.

Monetární politika v centrálně plánovaném hospodářství se od politiky v tržním systému velmi lišila. V socialistické ekonomice byl vyloučen peněžní, kapitálový a devizový trh. Došlo k zásadnímu potlačení obvyklé ekonomické úlohy peněz a úvěru, neboť ty se považovaly pouze za pasivní odraz hmotných procesů. Peníze plnily především kontrolně-evidenční funkci (Půlpán, 2004)

Jelikož do roku 1965 SBČS ve své činnosti podléhala ministerstvu financí a později vládě jako celku, nelze v žádném případě mluvit o nezávislé měnové politice. Činnost centrální banky se tak smrkla na pouhou pasivní emisi peněz v souladu s pokladním, úvěrovým a devizovým plánem. Od roku 1970 se začal sestavovat komplexní měnový plán.

Dle Vencovského (1999) bylo cílem měnové politiky zajistit centrální řízení mzdové a cenové hladiny i devizového oběhu. Socialistická monobanka se však téměř vůbec nezabývala otázkou stability měny, peněžní rovnováhy (Půlpán, 2004), jež jsou důležitými determinanty dlouhodobého ekonomického růstu.

K posílení vlivu centrální banky v socialistickém hospodářství dochází až na počátku 80. let dvacátého století, kdy jsou do plánovacího procesu zaváděna tzv. měnová kritéria. Prostřednictvím měnových kritérií se posuzoval směr a intenzita vlivu různých společenských, politických a hospodářských jevů a procesů na měnový vývoj. Základním měnovým kritériem se stala vazba mezi plánovaným

tempem růstu národního důchodu a plánovaným tempem růstu domácích úvěrů v ekonomice (Revenda, 2001).

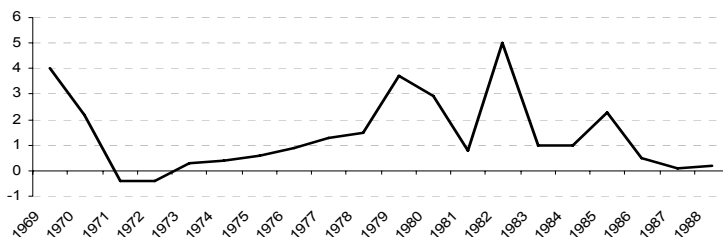
Koncem 80. let se vlivem narůstajících ekonomických nerovnováh a uvolnění politického klimatu začíná hovořit o zásadních reformách socialistického bankovníctví. ČSSR byla jedna z posledních socialistických zemí, která zahájila přípravu přeměny jednostupňového bankovního systému na dvoustupňovou soustavu. Přestavba hospodářského mechanismu rovněž počítala s posílením úlohy peněz v ekonomice. Realizace reformy legislativně upravená zákonem o Státní bance československé a zákonem o bankách a spořitelnách byla plánována k 1. lednu 1990.

Skrytá inflace a kursová nerovnováha

Ačkoliv v socialistickém systému byla inflace ztotožňována výhradně s tržní ekonomikou, nemohla se v reálu plánovanému hospodářství vyhnout zejména kvůli nadměrné emisi peněz prováděné centrální bankou,.

Převážná většina cen byla silně deformovaná, neboť podléhala z ideologických důvodů i z důvodů plánování přísné státní regulaci a nereagovala tak standardně na tržní podněty. K úpravám cen, obvykle směrem nahoru, docházelo pouze skokově.

Graf č. 1: Vývoj inflace v období 1969–1989



Zdroj: ČSÚ

Vencovský (2001) uvádí, že hlavními inflačními faktory se stávaly vysoký růst zásob v podnicích a nedokončená investiční výstavba. Právě cenová regulace neumožňovala, aby se inflace projevovала otevřeně. Skrytá inflace byla spojena především s existencí nedostatkových komodit a rozrůstajícím se černým trhem. V 80. letech se z důvodů narůstajících inflačních tlaků, kterým centrální banka mohla jen velmi obtížně čelit, prováděly korekce cen ve větším rozsahu (Revenda, 2001).

Československé plánované hospodářství se mimo skryté inflace potýkalo s dalším velmi ožehavým problémem – distorzemi směnného kursu. Oficiální administrativně stanovený kurz koruny, který se určoval

na základě zlatého obsahu sledované měny, nesledoval vývoj determinant určujících jeho reálnou a rovnovážnou úroveň. Významné nadhodnocení koruny vůči dolaru o 39 %, které vzniklo jako výsledek měnové reformy roce 1953, mělo závažné důsledky v podobě narušení celého systému hodnotových vztahů a způsobilo úplné odtržení tuzemských cen od cen zahraničních (Venkovský, 1999).

Snaha zrealit směnný kurs koruny tak, aby zhruba odrážel paritu kupní síly, vedla ve druhé polovině 60. let k zavedení parametrického dvousložkového kursu, kdy se oficiální kurs přepočítával pomocí systému diferencovaných koeficientů, tzv. vnitřního reprodukčního cenového vyrovnání (VRCV).⁷ Pro neobchodní platby a turistiku se kurs dále upravoval o různé příplatky. V zásadě tak existovalo v hospodářství několik odlišných úrovní daného kursu, přičemž vždy byly zvýhodňovány měnové kursy vůči socialistickým zemím.

Tabulka č. 1: Vývoj oficiálního kursu československé koruny vůči dolaru a rublu (kurs k 31.12.) v Kčs

Měna	1954	1961	1963	1971	1975	1980	1985	1988
USD	7,20	7,20	7,20	6,63	5,50	5,38	6,85	5,32
SUR	1,80	8,00	9,65	9,65	10,00	10,00	10,00	10,00

Zdroj: Vencovský (2001)

V rámci „přestavby hospodářského mechanismu“ (perestrojka) se počítalo se zrušením spleťtého systému VRCV i příplatků a následným postupným přechodem na jednosložkový kurs, k čemuž došlo v lednu 1989. Po listopadové sametové revoluci se samozřejmě zásadně změnil pohled na funkci směnného kursu.

2.2. Volba cíle měnové politiky a charakteristika monetárního režimu

Prováděním měnové politiky byla po převratu v roce 1989 i nadále pověřena Státní banka Československá. Jak již bylo předesláno v předchozím oddíle, od 1. ledna 1990 došlo k oddělení emisní a úvěrově-obchodní činnosti rozdělením centrální banky na SBČS, Komerční banku Praha a Všeobecnou úvěrovou banku Bratislava.

Původní zákonná úprava z počátku roku 1989 ovšem rozhodně nepočítala se zásadní změnou hospodářského mechanismu a musela být proto novelizována. Až přijetí zákonů 22/1992 Sb. o Státní bance československé a 21/1992 Sb. o bankách, umožnil implementaci standardních „tržních“ nástrojů monetární politiky, včetně realizace nezávislé měnové politiky po vzoru německé Bundesbank (Kvizda, 2002)

⁷ Pro oblast nesocialistických zemí byl v roce 1967 stanoven koeficient 3,75. V případě amerického dolaru tedy činil obchodní kurs $7,20 \times 3,75 = 27$ Kčs.

Již v průběhu roku 1992 bylo připravováno rozdělení federace na dva suverénní státy, včetně oddělení měny a založení „nové“ centrální banky. Česká národní banka (ČNB) vznikla 1. ledna 1993, přičemž její postavení, cíle, rámec činnosti a funkce vymezoval zákon č. 6/1993 Sb. o České národní bance.

Hlavním hospodářsko-politickým cílem centrální banky na samém počátku transformace i po rozdělení federace se stala péče o stabilitu měny, což lze chápat jako snahu o neinflační hospodářské prostředí a stabilní měnový kurs (Revenda, 2001). Novelou zákona č. 442/2000 o ČNB byl cíl centrální banky zúžen na péči o cenovou stabilitu.

K dosažení takto vytyčeného cíle, se stalo nutností přijetí určité hospodářsko-politické koncepce centrální banky. Měnový plán, základní pilíř socialistické monetární politiky, byl v roce 1990 přeměněn na „prognózu hlavních makroekonomických měnových proporcí a strategických měnových záměrů“ a o rok později zcela zrušen. Zprostředkujícím cílem nové strategie SBČS se stalo cílování přiměřeného vývoje peněžní zásoby v podobě agregátu M2 a pevný kurz koruny vůči měnovému koši nejdůležitějších měn (ČNB, 2004).

Řízení peněžní zásoby

Z teoretického pohledu je cílování peněžní zásoby pro dosažení cenové stability použitelné pouze v případě stabilní nebo predikovatelné vazby mezi jedním či několika měnovými agregáty a všeobecnou cenovou hladinou dané země. Obecně se však předpokládá, že rychlost oběhu peněz v čase zcela nepravidelně kolísá, a to zejména díky finančním a technologickým inovacím i větší ekonomické propojenosti zemí. Centrální banka nemusí být v reálu ani schopna urdit zvolený peněžní agregát. Důležitou roli ve vztahu peněžní zásoby a inflace hraje poměrně velké transmisní zpoždění a značná nesrozumitelnost cílování peněžních agregátů široké veřejnosti.

Monetaristický transmisní mechanismus byl na počátku transformace zvolen z několika důvodů – cílování peněžní zásoby úspěšně užívala Bundesbanka, v té době jedna z nejrespektovanějších centrálních bank; vycházelo se z předpokladu, že prostřednictvím množství peněz v oběhu je možno spolehlivě identifikovat vývoj budoucí inflace; navíc tuto politiku doporučoval MMF (Hampl, 2001). Příznivci tohoto režimu nicméně připouštěli existenci jistých problémů spojených s aplikací monetaristického pravidla během transformace.

Po dobu využívání cílování peněžní zásoby bylo několikrát pozměněno operativní kritérium měnové politiky. Zpočátku hrály úlohu operativního kritéria nevypůjčené rezervy. Po rozpadu federace a vzniku ČNB jím byla měnová báze, která zahrnovala mimo rezerv a oběživa i poukázky

centrální banky v držení komerčních bank.⁸ V roce 1994 se operativním kritériem staly bankovní rezervy, avšak o dva roky později začala ČNB používat jako kritérium úrokovou sazbu 1T PRIBOR (Kotlán, 1999). Modifikovaný transmisní mechanismus, v němž je peněžní zásoba řízena pomocí úrokové sazby, byl některými ekonomy⁹ kritizován, neboť ČNB neznala přesný funkční vztah mezi PRIBOR 1T a měnovým agregátem M2.

Z častých změn operativního kritéria lze vyvodit, že centrální banka měla velké potíže s využíváním peněžní zásoby jako zprostředkujícího cíle měnové politiky, což potvrzuje i následující tabulka, která srovnává plánovaný a skutečný růst agregátu M2 v období 1993–1997.

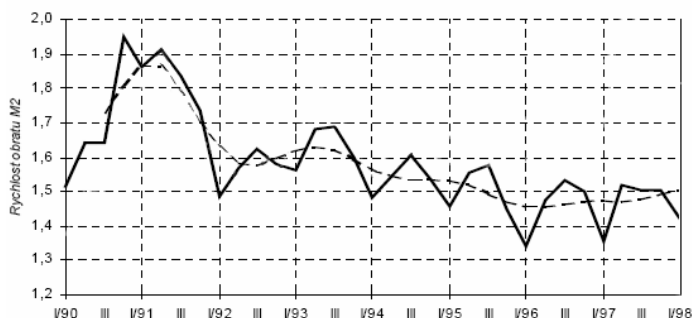
Tabulka č. 2: Měnové cíle a jejich plnění

Rok	Cíl růstu M2 v %	Skutečnost ke konci období	Průměrný růst M2 v %
1993	15-17	20,5	16,9
1994	12-15	20,8	23,0
1995	14-17	18,9	18,9
1996	13-17	8,0	15,9
1997	8-12	8,7	6,8

Zdroj: ČNB

Důvodem byla již předeslaná nestabilita peněžních multiplikátorů i důchodové rychlosti peněz (viz Graf č. 2). Za hlavní zdroj obtíží však ČNB (2003) považovala implicitní nesoulad smíšeného schématu měnové politiky, který je založen na souběžném cílování peněžní zásoby a fixního kursu.

Graf č. 2: Vývoj důchodové rychlosti oběhu peněz agregátu M2



Zdroj: MFČR (2002)

⁸ Na poukázky centrální banky se hledělo jako na úročené dobrovolné rezervy komerčních bank.

⁹ Např. Kodera a Mandel (1998).

Pevný kurz

Druhým pilířem měnové politiky byl zvolen pevný měnový kurs. Podstatou cílování měnového kursu je snaha centrální banky udržet fixní kurs domácí měny vzhledem k určité zahraniční měně, či měnovému koši, a zajistit tak „dovoz“ nízké míry inflace z kotevní země. Udržení tohoto měnového režimu vyžaduje především nízký inflační a úrokový diferencál vůči kotevní měně, dostatečnou zásobu devizových rezerv a dlouhodobou konkurenceschopnost domácích výrobců. Vzhledem ke svým specifickým je cílování měnového kursu jako prostředku k dosažení cenové stability vhodné zejména v malých otevřených ekonomikách. Jeho výhodou je transparentnost a viditelnost přispívající k vyšší kredibilitě měnové politiky. Přináší však s sebou jisté omezení autonomie monetární politiky a potenciální riziko spekulativního útoku na domácí měnu.

Kursový režim se v postkomunistických ekonomikách stal velmi diskutovaným tématem. Jelikož se předpokládala vysoká otevřenost hospodářství a zapojení do mezinárodní spolupráce, byla volba režimu opravdu velice důležitá. Jonáš (1998) uvádí několik odůvodnění pro zavedení fixního kurzu. Argumentace vychází z poznatků uvedených v oddíle 1.3. Předpokládalo se, že nadměrná volatilita kurzu na počátku transformace by mohla negativně ovlivnit celkový chod hospodářství. V Československu totiž neexistoval dostatečně rozvinutý devizový trh, kde by se subjekty mohly zabezpečit proti kurzovým výkyvům. Centrální banka zpočátku ani neměla k dispozici nástroje, jimiž by mohla utlumit případné výrazné změny kurzu. Československo nepatřilo mezi ekonomiky, jejichž vývoz je značně závislý na několika málo komoditách, a potenciální náklady spojené s nemožností izolovat ekonomiku od reálných šoků přizpůsobením nominálního směnného kurzu nebyly velké. Fixní kurz měl především plnit stabilizační funkci nominální kotvy.

Po trojí devalvaci a sloučení turistického a obchodního kursu v prosinci 1990 zůstala česká měna až do konce května 1997 zafixována vzhledem ke stanovenému měnovému koši. Vývoj složení měnového koše konstruovaného tak, aby odrážel strukturu zahraničně-ekonomických relací ČSFR resp. ČR, zachycuje následující tabulka.

Tabulka č. 3: Složení měnového koše (v %)

Období	DEM	USD	ATS	CHF	GBP	FRF
28.12.1990– 1.1.1992	45,52	31,34	12,35	6,55	4,24	–
2.1.1992 – 2.5.1993	49,07	36,15	8,07	3,79	–	2,92
3.5.1993 – 26.5.1997	35,00	65,00	–	–	–	–

Zdroj: Revenda (2001)

Od ledna 1991 bylo stanoveno fluktuální pásmo $\pm 0,5$ %, zavedena vnitřní směnitelnost koruny a začal oficiálně fungovat mezibankovní devizový trh. Udržování fixního kurzu se zpočátku nepotýkalo se

závažnými problémy, nevznikal apreciační ani depreciační tlak, platební bilance byla vyrovnaná a měnová politika se tudíž mohla řídit vývojem peněžní zásoby (ČNB, 2003).

Problémy současného řízení dvou zprostředkujících cílů

Postupná liberalizace podmínek pro finanční účet završená zavedením plné směnitelnosti k 1. říjnu 1995, kdy ČR vstoupila do OECD, umožnila mimo jiné příliv krátkodobého zahraničního kapitálu, který využíval výrazného úrokového diferenciálu při velmi nízkém kurzovém riziku.

V těchto okamžicích se začal projevovat zásadní rozpor měnové politiky využívající souběžně dva zprostředkující cíle. Aby udržela fixní kurz, musela ČNB uspokojit poptávku po korunách způsobenou přílivem kapitálu, což mělo přímý důsledek na růst domácí peněžní zásoby. Ve snaze předejít negativním inflačním dopadům se ČNB rozhodla provádět sterilizované devizové intervence, zejména prostřednictvím krátkodobých cenných papírů. Účinnost sterilizační politiky se postupně snižovala, což lze empiricky ukázat pomocí tzv. kompenzačního (offsetového) koeficientu.¹⁰

Pokud je kompenzační koeficient roven jedné, sterilizace je maximálně účinná, neboť nevyvolává dodatečný příliv zahraničního kapitálu. Naopak nulová hodnota indikuje neúčinnou sterilizaci, protože veškerá aktiva prodaná během sterilizace odkoupí zahraniční subjekty. Zjištěné hodnoty za období 1993–1996 uvádí tabulka č. 4.

Tabulka č. 4: Studie kompenzačního koeficientu v ČR

Autor studie a rok	Období	Kompenzační koeficient
Teja (1995)	2/1993 – 12/1994	0,001 až 0,49
Šmídová (1996)	10/1994 – 5/1995	0,2 až 0,4
Frait (1996)	12/1991 – 8/1995	0,45 až 0,65
Tomšík (1997)	1/1993 – 12/1996	0,52
Tomšík (1998)	1/1995 – 12/1996	0,72

Zdroj: Mandel, Tomšík (2001)

Ztrátu autonomie monetární politiky vyvolanou neúčinností sterilizací se ČNB rozhodla k 28. únoru 1996 řešit rozšířením flukтуаčního pásma na úroveň $\pm 7,5\%$. Především z důvodů narůstajících schodků obchodní bilance postihl český devizový trh v květnu 1997 spekulativní útok na korunu (Revenda, 2001). Masivní intervence centrální banky odčerpaly velkou část devizových rezerv a ve večerních hodinách 26. května 1997 ČNB oznámila, že česká koruna opouští systém

¹⁰ Ukazatel měří citlivost změny čistých zahraničních aktiv centrální banky na změnu čistých domácích aktiv centrální banky. Může nabývat hodnot v rozsahu 0–1.

pevného měnového kursu a přechází na řízený floating. Centrální banka tímto krokem rezignovala na cíl vnější stability měny.

Jonáš (2001) uvádí pět možných alternativ dalšího vývoje monetární politiky po ztrátě nominální kotvy v podobě fixního kurzu:

- a) cílování peněžní zásoby v podmínkách plovoucího kurzu,
- b) udržování kurzu ve vytyčeném pásmu vůči kotevní měně,
- c) cílování jiné nominální veličiny,
- d) cílování inflace,
- e) provádění měnové politiky bez explicitního měnového rámce.

Po diskusích, jichž se účastnila i odborná veřejnost, rozhodla 22. prosince 1997 bankovní rada České národní banky (ČNB) o změně strategie měnové politiky. Centrální banka ukončila fungování stávajícího režimu cílování peněžní zásoby a počínaje rokem 1998 začala uplatňovat režim cílování inflace.

Cílování inflace

Zavedení cílování inflace bylo odůvodňováno zejména neuspokojivými výsledky s předchozím režimem cílování peněžní zásoby a nevhodností další fixace kurzu (ČNB, 2003). Zároveň se objevila kritika nepodloženosti argumentů ČNB proti cílování peněžní zásoby.¹¹

Režim cílování inflace je založen na explicitním závazku centrální banky splnit ve stanoveném období veřejně vyhlášený inflační cíl, který je nejčastěji definován jako požadovaná úroveň inflace nebo interval, v němž se má inflace v budoucnu pohybovat. Po centrální bance se obvykle nevyžaduje, aby bylo inflačních cílů dosaženo v krátkém období, důležité je splnění cíle ve střednědobém horizontu. Vzhledem k existenci časového zpoždění některých nástrojů monetární politiky není totiž dost dobře možné, aby centrální banka dokázala v krátkém období inflaci ovlivnit.

Zřejmě za nejdůležitější přednost režimu cílování inflace bývá pokládána vysoká transparentnost. Navíc lze předpokládat, že kvantitativně vyjádřený závazek centrální banky podaný ve srozumitelné formě inflačního cíle je potenciálně schopen ovlivnit očekávání ekonomických subjektů.

Cílování inflace s sebou teoreticky přináší určitý řád, pravidla a disciplínu do rozhodování centrální banky, a tím i vyšší předvídatelnost jejich reakcí na vývoj v ekonomice. Kvasnička (2000) však uvádí, že cílování inflace je ve skutečnosti prázdný rámec (framework), který je nutno naplnit konkrétním obsahem. Pro své rozhodování potřebuje centrální banka znát pokud možno přesnou odezvu hospodářství na její monetární politiku. Na takovou otázku

¹¹ Blíže viz Koderová (2005).

však není současná ekonomická teorie schopna jednoznačně odpovědět. Znalost transmisního mechanismu pro danou ekonomiku je ovšem pro režim cílování inflace klíčovým elementem.

ČNB se do roku 2002 orientovala na cílování čisté inflace, tj. inflace odvozené z celkového indexu spotřebitelských cen s vyloučením položek regulovaných cen, cen ovlivňovaných administrativními opatřeními a při očištění o vliv změn nepřímých daní. Hlavním důvodem, proč centrální banka odmítla cílovat celkovou inflaci, byla možnost potenciálně větší flexibility monetární politiky s ohledem na cenové šoky vyvolané deregulacemi nebo změnami nastavení nepřímých daní (ČNB, 2003). Cílování čisté inflace ovšem provází značně omezená srozumitelnost inflačního cíle veřejnosti. Zároveň takto koncipovaný index neposkytuje ekonomickým agentům dostatečné informace o budoucím inflačním vývoji. S velmi negativními reakcemi odborníků se také setkalo stanovení nespojitých inflačních cílů pouze pro konec daného roku. ČNB tak mohla teoreticky dle libosti ovlivňovat inflaci v průběhu roku.

Centrální banka se v následujícím období snažila odstranit kritizované nedostatky a zaměřila se na zvýšení transparentnosti a srozumitelnosti prováděného monetárního režimu zavedením cílování celkové inflace, stanovením kontinuálního cílového pásma (od ledna 2006 je cíl stanoven bodově). Na druhou stranu se volbou cílované veličiny poněkud snížila odpovědnost centrální banky za naplňování inflačních cílů. ČNB díky zavedení výjimek z plnění cíle může omluvit prakticky jakoukoli odchylku inflace od definovaného cíle.

Plněním stanovených inflačních cílů se budeme dále věnovat v následujícím oddíle.

2.3. Vývoj inflace

V subkapitole 2.1 jsme ukázali, že socialistické Československo provázely silné cenové distorze, které se kvůli rozsáhlé administrativní regulaci neprojevovaly v cenových indexech. V reálu tak existovala skrytá i potlačená inflace.

Tabulka č. 5: Vývoj průměrné míry inflace v letech 1990–1993

rok	1990	1991	1992	1993
inflace	9,7	56,6	11,1	20,8

Zdroj: ČSÚ

Odstranění státních dotací a zásadní cenová deregulace (zejména v lednu 1991) si v úvodní fázi transformace, kdy se ceny přizpůsobovaly tržním fundamentům, zcela logicky vybraly daň v podobě vyšší míry inflace i volatility relativních cen. Liberalizace uvolnila podstatnou část dosud kontrolovaných cen – v roce 1992 tvořil podíl administrativně stanovených cen na CPI

18,2 % (EBRD, 2000). Státem kontrolované zůstaly ceny nájemného dopravy a několika dalších položek.

Dalším inflačním faktorem se stal nominální kurz, který byl v roce 1990 výrazně devalvován (viz následující subkapitola). Znehodnocení měnového kursu se projevuje růstem relativních cen importovaných statků obsažených ve spotřebním koši i surovin ovlivňujících náklady podniků.

Tvůrci reformních politik se obávali vzniku mzdově inflační spirály a inflačně devalvační spirály (Žídek, 2006). Měnová politika centrální banky se proto stala restriktivní a spolu s mzdovou regulací měla za cíl obnovit vnitřní měnovou stabilitu. Inflačně devalvační spirále bylo zabráněno zafixováním směnného kurzu. Překonání počátečních inflačních tlaků lze označit za výrazně přírůstový impuls.

Skokové zvýšení cenové hladiny v roce 1993 je přisuzováno zejména zavedení nového daňového systému i proběhlé měnové odluce, která souvisela s rozdělení federace.

Tabulka č. 6: Vývoj průměrné míry inflace v letech 1994–1996

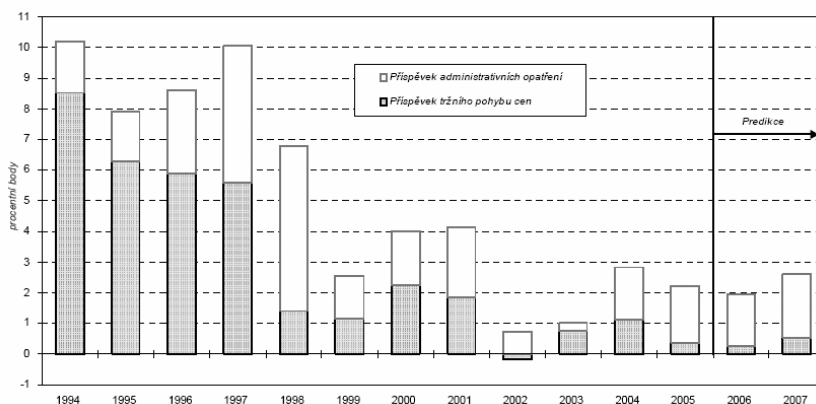
rok	1994	1995	1996
inflace	10	9,1	8,8

Zdroj: ČSÚ

Léta 1994 až 1996 jsou charakteristická velmi mírným zpomalováním inflace. Podstatného snížení cenové hladiny nebylo dosaženo zejména z několika důvodů.

Svou roli sehrála pokračující deregulace cen, avšak tento vliv nebyl tak markantní jako v předchozích letech (viz graf č. 3).

Graf č. 3: Rozklad zvýšení cen v průběhu roku



Zdroj: MFČR (2006)

Předně se nedařilo centrální bance, jak již bylo ukázáno v tabulce č. 2, udržovat plánovaný růst agregátu M2, a to zejména kvůli nedokonalé znalosti transmise i poklesu účinnosti sterilizace přílivu zahraničního kapitálu. Omezená schopnost ekonomiky absorbovat nadbytečnou peněžní zásobu vytvářela dlouhodobější inflační tlaky. Časté a vysoké překračování cílových koridorů ovšem nemělo přímý dopad na růst inflace, neboť jak vysvětluje Hampl (2001), nadměrná emise peněžní zásoby se kumulativně projevovala v růstu vnější nerovnováhy.

Tomeš (2000) spatřuje původ inflace také v příliš vysokém růstu reálných mezd ve srovnání s nárůstem produktivity práce i v existenci rigidity a strukturální nevyrovnanosti, která se projevovala nepružností cen směrem dolů. Hampl (2001) uvádí, že ve sledovaném období existovala setrvačná inflace, jejíž příčinou byly trvajících inflační očekávání okolo úrovně 10 %.

Tabulka č. 7: Vývoj průměrné míry inflace v letech 1997–2001

rok	1997	1998	1999	2000	2001
inlace	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7

Zdroj: ČSÚ

Po měnové krizi v roce 1997 se výrazná vnější nerovnováha promítla do inflace prostřednictvím deprecie směnného kurzu. Inflační tlak přicházel rovněž se zrychlením deregulace cen neobchodovatelných statků v červenci 1997 i v následujícím roce, jak dokumentuje graf č. 3.

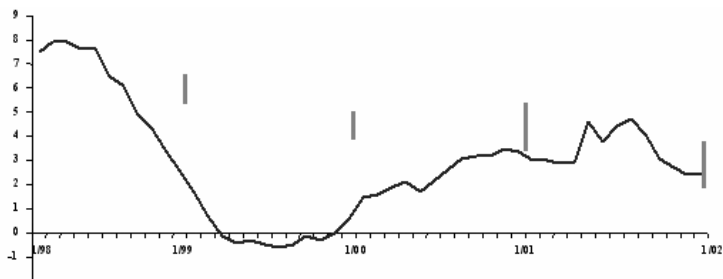
Rok 1998 je spojen se zavedením cílování inflace. Stěžejním cílem nově přijatého měnového režimu byl střednědobý cíl pro čistou inflaci v rozpětí 3,5–5,5 % pro konec roku 2000, krátkodobým cílem se stal interval 5,5–6,5 % pro konec roku 1998. ČNB později zvolila inflační cíle pro konec roku 1999 ve výši 4–5 % a konec roku 2001 na úrovni 2–4 %.

Ačkoli průměrná míra inflace v roce 1998 dosahovala úrovně 10,7 %, od druhého čtvrtletí nastoupila Česká republika cestu velmi rychle dezinflace. Ve srpnu 1999 poklesla hodnota meziročního růstu spotřebitelských cen pod úroveň 1,5 %.

Významný podíl na prudkém snižování cenové hladiny je přikládán jednak počínající hospodářské recesi a přibrzdění cenových deregulací (Tomeš, 2000), velmi často je s tímto jevem spojována zpožděná reakce ekonomiky na restriktivní měnovou politiku z roku 1997 (Hampl, 2001). Centrální banka argumentuje zejména poklesem cen potravin a surovin na světových trzích.

V průběhu roku 2001 i první polovině roku 2001 cenová hladina postupně rostla vlivem deregulací, zvyšujících se cen potravin a energetických surovin, které byly dále umocněny depreciací koruny vůči americkému dolaru. V druhé polovině roku 2001 působily uvedené inflační faktory opačným směrem.

Graf č. 4: Vývoj čisté inflace vzhledem ke stanoveným cílům (1998–2001)



Zdroj: ČNB

Původní záměr centrální banky o snížení inflace se skutečně zdařil. Střednědobé cíle ČNB víceméně splnila, avšak pouze za cenu znatelné volatility cílované veličiny. Tomšík (2002) nicméně uvádí, že čistá inflace se ke střednědobému cíli roku 2000 přiblížila pouze díky nečekanému růstu cen pohonných hmot. Jak bylo ukázáno v kapitole 1.2, razantní snížení inflace pod úroveň 10 % ovšem nepřináší výrazné zvýšení dlouhodobého růstu. Podle Klause (2000) si skoková dezinflace navíc vyžádala vysoké ekonomické náklady.

Tabulka č. 8: Vývoj průměrné míry inflace v letech 2002–2005

rok	2002	2003	2004	2005
inflace	1,8	0,1	2,8	1,9

Zdroj: ČSÚ

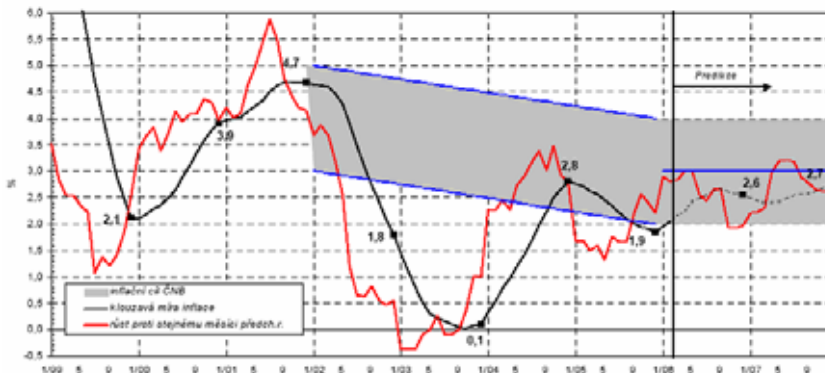
V dubnu 2001 centrální banka po dohodě s vládou určila nový inflační cíl. Ten byl stanoven již pro celkovou inflaci na období 2002–2005 v podobě kontinuálního horizontálního pásma klesajícího z hodnoty 3,0–5,0 % v lednu 2002 na 2,0–4,0 % v prosinci 2005. V souvislosti s přechodem na cílování celkové inflace měřené pomocí indexu spotřebitelských cen, ČNB zavedla institut explicitně definovaných výjimek z plnění stanoveného cíle.

Rok 2002 přinesl další znatelný dezinflační impuls. Na zpomalení inflace se dle ČNB podílely zejména ceny potravin, dovozní ceny, zhodnocení koruny i zpomalení meziročního růstu regulovaných cen. Obdobný vývoj pokračoval až do třetího čtvrtletí 2003. Nízké inflaci navíc napomáhala silná konkurence obchodních řetězců na domácím trhu (Janáček a Zamrazilová, 2004).

Koncem roku 2004 se vlivem navýšení regulovaných cen a růstu cen zemědělských potravin inflační trend opět obrátil. I během roku 2005 se cenová hladina dále zvyšovala, což je přičítáno zejména růstu

regulované ceny zemního plynu i cenovým vývojem ropných produktů na světových trzích.

Graf č. 5: Vývoj celkové inflace vzhledem ke stanoveným cílům (2002-2005)



Zdroj: MFČR (2006)

Ve sledovaném období se centrální bance nepodařilo úspěšně kontinuálně plnit stanovený inflační cíl. Celková inflace se v cílovaném pásmu objevila pouze na počátku roku 2002, následně ve druhém až čtvrtém čtvrtletí roku 2004 a koncem roku 2005. Inflace se po zbytek období pohybovala hluboko pod inflačním cílem.

Cíl pro období od ledna 2006 až do přistoupení ČR k eurozóně byl po konzultaci s vládou vyhlášen v březnu 2004. Pro následující léta se počítá s kontinuálním bodovým cílem ve výši 3 % s tím, že se centrální banka bude snažit o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Přesný důvod, proč byla cílová hodnota inflace stanovena právě na uvedené úrovni, ČNB ve své zprávě neuvádí.

2.4. Analýza vývoje měnového kursu

Již dříve jsme se seznámili se základní charakteristikou kurzového režimu během transformace, v této subkapitole se tedy blíže zaměříme na samotný vývoj měnového kursu. Zároveň se pokusíme identifikovat, jak mohl směnný kurz v souladu s teoretickými poznatky z kapitoly 1.3 potenciálně ovlivnit dlouhodobý růst českého hospodářství.

Začátek transformace byl spojen s velmi důležitým a obtížným úkolem. Jednalo se o korekci původně zcela nereálného směnného kursu, který byl využíván v socialistickém Československu.

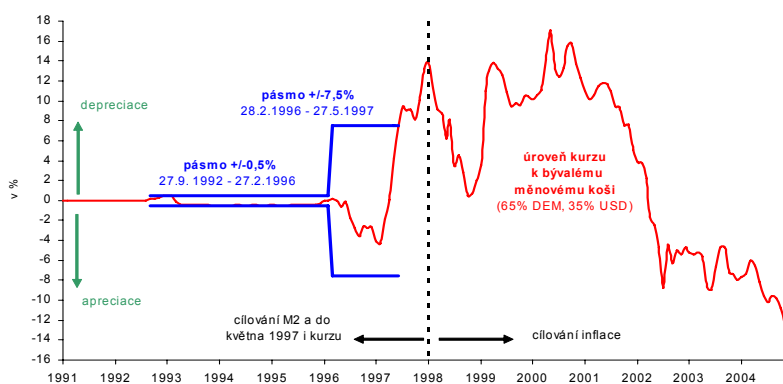
Správně zvolená úroveň kursu byla klíčová pro další vývoj reformního úsilí. Mezi odborníky neexistoval v tomto směru jednotný názor. Po mnoha diskusích bylo rozhodnuto o stanovení kursu koruny

k americkému dolaru (Vencovský, 2001). Doporučení se pohybovala od 20 Kčs/USD, dle japonské studie, přes návrh vlády ČSFR ve výši 24 Kčs/USD, až po 30–35 Kčs/USD, jak navrhoval MMF (Loužek, 2000). V konečné fázi byla zvolena hladina mezi 27 a 30 Kčs za dolar.

V roce 1990 byl oficiálně zrušen zlatý obsah měny (Revenda, 2001) a koruna během roku třikrát devalvovala – 8. ledna o 16,6 %, 15. října o 55,3 % a konečně 28. prosince o 16 %. Po posledním řízeném znehodnocení se koruna usadila na hladině 28 Kčs/USD, načež byl kurz fixován ke stanovenému měnovému koši (viz Tabulka č. 3).

Ačkoli o tento názor není obecně sdílen, považuje Frait (1999) výchozí podhodnocení koruny vůči paritě kupní síly z roku 1990, které mělo domácím subjektů poskytnout dočasnou výhodu, za nadměrné. Příliš vysoké podhodnocení však bylo korigováno krátkým a silným inflačním skokem.

Graf č. 6: Nominální kurs koruny vůči bývalému měnovému koši



Zdroj: ČNB

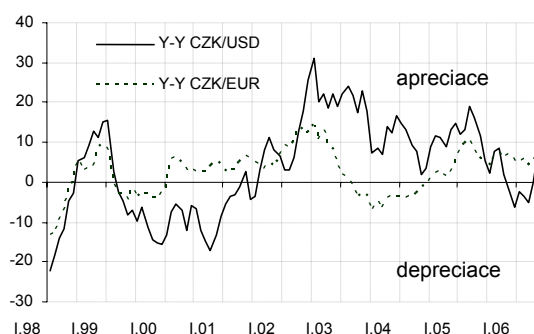
Pozoruhodná „pevnost“ kurzu zajistila, že se jeho nominální hodnota neměnila prakticky až do měnové krize v roce 1997. Jak jsme však již ukázali v kapitole 2.2, stabilní měnový kurz při současném vysokém úrokovém diferenciálu začal působit spíše destabilizačně. Centrální banka proto rozhodla o rozšíření flukтуаčního pásma k 28.2.1996. Pod tlakem přílivu spekulativního kapitálu následujících 12 měsíců koruna dále posilovala. Nejvyššího bodu apreciacie bylo dosaženo 11. února, kdy maximální odchylka od centrální parity dosáhla 5,51 %. Od tohoto okamžiku česká koruna prudce oslabovala, vývoj nabral na intenzitě v průběhu května, kdy se kurz dostal pod silné spekulativní tlaky, a to jak zahraničních subjektů, tak i domácích střadatelů, kteří se obávali o znehodnocení korunových úspor. Měnová krize z roku 1997 vyústila ve zrušení flukтуаčního pásma a přechod na řízený floating.

Ačkoli byl nominální kurs v období 1990 až 1997 mimořádně stabilní, docházelo k jeho poměrně rychlému reálnému zhodnocování.

Komárek (1998) uvádí hlavní faktory reálné apreciacie kurzu. Do roku 1993 jím byla postupná eliminace počáteční devalvace. Další trend lze kromě vyšší domácí inflace vysvětlit rychlým růstem produktivity práce (tzv. Balassa-Samuelsonův efekt), a to zejména v sektoru obchodovatelného zboží, zvyšováním kapitálového vybavení, růstem cen některých neobchodních statků, příznivým vývojem směnných poměrů i efektem bohatství vyvolaným kuponovou privatizací.

Od zavedení nového kurzového režimu je úroveň kurzu ovlivňována především ekonomickými fundamenty, k nimž patří očekávaný vývoj českého i zahraničního hospodářství, úrokový diferenciál a investiční možnosti pro zahraniční kapitál. Dle statistického úřadu je současná apreciacie kurzu ovlivňována kromě pozitivního makroekonomického vývoje i příznivým náhledem zahraničních krátkodobých investorů na střeoevropský region (ČSÚ, 2005).

Graf č. 7: Meziroční změny kurzu koruny vůči USD a EUR



Zdroj: ČNB

Ačkoli k tomu má pravomoc, Česká národní banka do úrovně kurzu příliš nezasahuje. Devizové intervence v neprospěch české koruny a snížení relevantních úrokových sazeb využila ČNB zejména v roce 2002 k zastavení prudké apreciacie kurzu. Frait (2005) uvádí, že v posledních dvou letech lze již měnový režim označit za čistý floating.

Jak jsme ukázali v subkapitole 1.3, volatilita kurzu nepředstavuje pro ekonomický růst díky možnosti jejího zajištění deriváty zásadní riziko, tím je spíše nesladěnost kurzu vzhledem ke své rovnovážné hodnotě.

V současné době se rozšiřuje počet empirických prací, které se pokoušejí identifikovat nesladěnost kurzu koruny. Převážná část studií, jejichž přehled prezentuje Příloha č. 1, využívá k určení nesladěnosti BEER (blíže viz kapitola 1.3). I přes metodologickou různorodost prací a nedostatečně dlouhé časové řady se autoři zpravidla shodují na tom, že česká koruna byla v letech 2001 až 2002 nadhodnocena, přičemž míra nadhodnocení se velmi liší. Kurzová bublina byla dle Frait

(2005) částečně spojena s fiskální politikou. Následující období je obvykle charakterizováno jako návrat k rovnovážným hodnotám.

ZÁVĚR

V úvodní kapitole jsme zjistili, že monetární politika je schopna dlouhodobě ovlivnit hospodářský růst několika způsoby. Zřejmě nejdůležitějším faktorem je vztah inflace a ekonomického růstu. Teoretické i empirické studie potvrzují, že vysoká inflace brzdí ekonomický rozvoj hospodářství. Jak však ukazují analýzy, tento vztah není lineární. Vážnější hospodářské důsledky jsou obvykle spojovány s mírou inflace vyšší než 8 %.

Monetární politika ovlivňuje hospodářský růst volbou kurzového režimu a jeho nesladěností vzhledem k rovnovážné hodnotě kurzu. Volatilita kurzu nepředstavuje významné nebezpečí, neboť subjekty mají možnost se na trhu proti kurzovému riziku zajistit.

Pro ekonomický růst je rovněž důležitá institucionální charakteristika měnové politiky. Nezávislost centrální banky přispívá k dosahování cenové stability. Na druhou stranu přílišná nezávislost způsobuje omezenou zodpovědnost centrální banky za výsledky prováděné měnové politiky. Politika centrální banky má být transparentní a predikovatelná tak, aby nevnášela do hospodářství nejistotu. Kredibilita centrální banky ovlivňuje očekávání ekonomických subjektů, a je tudíž důležitá pro udržení nízkoinflačního prostředí. Zároveň snižuje náklady desinflace.

Přechod z centrálně plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku se významným způsobem podepsal na realizaci měnové politiky. ČNB se stala nezávislou centrální bankou, jejímž hlavním cílem je v současnosti péče o cenovou stabilitu, což lze s ohledem na dosahování dlouhodobého růstu považovat za správnou volbu.

Ve skutečnosti ovšem ČNB nedokáže dlouhodobě uspokojivě ovlivňovat cílovanou veličinu, ať jde o měnový agregát M2, či čistou resp. celkovou inflaci, což může vést ke ztrátě kredibility celého režimu. Tuto skutečnost se centrální banka zřejmě snaží kompenzovat rostoucí transparentností a srozumitelností prováděné měnové politiky. Zásadním problémem prováděné monetární politiky je nedokonalost dynamického předpovědního modelu a nedostatečná znalost transmisního mechanismu. To se však týká prakticky všech centrálních bank. ČNB má navíc ztíženou pozici díky tomu, že Česká republika prochází transformačním procesem. Uvedené problémy se odrazily na praktickém uskutečňování monetární politiky.

Nominální kotva v podobě fixního směnného kurzu zprvu plnila svou stabilizační funkci, později se ovšem projevila vzájemná neslučitelnost cílování dvou zprostředkujících kritérií – tj. nominálního směnného kurzu a peněžní zásoby. Přechodem na řízený floating ČNB rezignovala na cíl vnější stability měny. Novela zákona o České národní bance z roku 2000 formálně zbavila centrální banku zodpovědnosti za tuto oblast. Současný výzkum navíc nepřináší

jednoznačné výsledky o míře nesladěnosti měnového kurzu. Nelze proto očekávat, že ČNB bude podstatným způsobem ovlivňovat dlouhodobý růst prostřednictvím měnového kurzu.

Pokud jde o vztah inflace a dlouhodobého ekonomického růstu, za velmi pozitivní považujeme zkrocení inflačních tlaků v počáteční fázi transformace. Velmi rychlá desinflace v období 1999–2000 nemusela, dle výše uvedených poznatků, významně pozitivně ovlivnit růstovou trajektorii českého hospodářství. Kontinuální bodový cíl pro následující období pokládáme za ne příliš šťastnou volbu. Udržet inflaci kontinuálně na určité hodnotě je vzhledem k omezené kontrolovatelnosti inflace z pozice centrální banky v praxi jen těžko proveditelné. Při proměnlivém vývoji inflační prognózy vyvolané vlivem exogenních faktorů, které mají vážný dopad zejména na malé otevřené ekonomiky, jakou je i ČR, je centrální banka často nucena diskrečně a někdy i protichůdně měnit nastavení svých monetárních nástrojů, čímž do ekonomických aktivit vnáší větší nejistotu.

POUŽITÁ LITERATURA

ALESINA, A. – SUMMERS, L. (1993): Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 25, str. 151-162.

BAILLIU, J. – LAFRANCE, R. – PERRAULT, J. (2002): Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? Bank of Canada, Working Paper No. 2002-17.

BARRO, R. (1995): Inflation and Economic Growth. NBER, Working Paper 5326, 1995.

BEBETSKII, I. – ÉGERT, B. (2005): Equilibrium Exchange Rate in the Czech Republic: How Good is the Czech BEER? Working Paper 267, Cerge-EI, Praha, 2005.

BRIAULT, C (1995): The Costs of Inflation. Bank of England Quarterly Bulletin, No 35, str. 33-45, 1995.

BRUNO, M. (1995): Does inflation really lower growth? Finance and Development, 1995.

BULLARD, J. – KEATING, J. (1995): The long-run relationship between inflation and output in postwar economies. *Journal of Monetary Economics*, vol. 36, str. 477-496, 1995.

ČNB (2003): Česká národní banka 1993 – 2003. ČNB, 2003.

ČSÚ (2005): Bulletin ČSÚ za 4. čtvrtletí 2005. Dostupné na: http://www.czso.cz/csu/edicniplan.nsf/publ/1405-05-za_4__ctvrtleti_2005.

DĚDEK, O. (2000): Příčiny a průběh měnových turbulencí v České republice v roce 1997. *Politická ekonomie* 2000, No. 5, 2000.

EBRD (2000): Transition report 2000. London, 2000.

ESPINOSA-VEGA, M. (1998): How powerful is monetary policy in the long run? *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 83, no. 3, str. 12–31, 1998.

FRAIT, J – ČERVENKA, M. (2002): Předpoklady a faktory dynamického růstu české ekonomiky ve světle nové teorie a empirie růstu. *Studie Národohospodářského ústavu J. Hlávky*, 2002.

FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999): Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty, VP č. 9, Praha, 1999.

FRIEDMAN, M. (1968): The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, str. 1–17, 1968.

GHOSH, A. – PHILLIPS, S. (1998): Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth. *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 45, No. 4, 1998.

HAMPL, M. (2001): Centrální banka a její měnová politika. In Žák, M., Vnitřní a vnější podmínky restrukturalizace a hospodářská politika v ČR, Praha, VŠE, 2001.

JONÁŠ, J. (1998): Otázky kurzového režimu v průběhu transformace. Finance a úvěr 1998, č. 12.

JONÁŠ, J. (2001): Vybrané otázky měnové politiky v ČR. VP č. 29, Praha, 2001.

KLAUS, V. (2000): Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislosti, Politická ekonomie, č. 5, 2000.

KODERA, J. – MANDEL, M. (1998): Řízení peněžní zásoby pomocí úrokové sazby. Politická ekonomie 1998, č. 1.

KODEROVÁ, J. (2005): Monetární teorie v českém ekonomickém myšlení 90. let 20. století. New Perspectives on Political Economy, Vol. 1, No. 1, str. 83-119, 2005.

KOMÁREK, L. (1998): Dlouhodobý rovnovážný měnový kurz. Česká společnost ekonomická, 5. seminář v řadě „Ekonomická teorie a česká ekonomika“, Praha, listopad 1998.

KOTLÁN, V. a kol. (1999): Monetární politika. 1. vydání, VŠB, Ostrava, 1999.

KOTLÁN, V. (2001): Politická ekonomie nezávislosti centrální banky. Studie Národohospodářského ústavu J. Hlávky, červen 2001.

KVASNIČKA, M. (2000): Cílování inflace: teorie a praxe. Politická ekonomie, Praha: Vysoká škola ekonomická, XLVIII, 5, str. 647–659, 2000.

KVASNIČKA, M. (2005): Independence and Responsibility of Central Banks. New Perspectives on Political Economy, Vol. 1, No 2, str. 50–75, 2005.

LOUNGANI, P. – SHEETS, N. (1997): Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies. Journal of Money, Credit and Banking, Ohio State University Press, vol. 29(3), str. 381-99.

LOUŽEK, M.: Měnová krize 1997: Operace se zdařila, pacient zemřel. In Tři roky po měnové krizi, CEP, 2000.

LUCAS, R. (1972): Expectations and The Neutrality of Money. Journal of Economic Theory, vol. 4, str. 103–124, 1972.

MANDEL, M. – TOMŠÍK, V. (2003): Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. 1. vyd, Praha: Management press, 2003.

MCCANDLES, G. – WEBER, W. (1995): Some Monetary Facts. FRBM Quarterly Review, summer 1995.

METZLER, L. A. (1951): Wealth, Saving and the Rate of Interest. *Journal of Political Economy*, No 59, str. 93-116, 1951.

MFČR (2002): Predikce vývoje základních makroekonomických indikátorů ČR na rok 2002. MFČR, leden 2002.

MFČR (2006): Predikce vývoje základních makroekonomických indikátorů ČR na rok 2006. MFČR, leden 2006.

MISHKIN, F. S. (2002): Inflation Targeting. in Howard Vane and Brian Snowdon, *Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar: Cheltenham, str. 361-65, 2002.

MUNDELL, R. A. (1968): The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates. In *International Economics*, Chapter 11, New York: The Macmillan Company, 1968.

PAPADEMOS, L. (2003): The Contribution of Monetary Policy to Economic Growth. 31th Economics Conference Vienna, 2003.

PŮLPÁN, K. (2004): Měnové plánování v reálném socialismu. WP, 2004.

RAZIN, O. – COLLINS, S. (1997): Real exchange rate misalignments and growth. In: Razin, A. Sadka, E. (eds.): *International Economic Integration: Public Economics Perspectives*. Cambridge, Cambridge University Press 1997.

REVENDA, Z. (2001): *Centrální bankovníctví*. 2. vydání, Management Press, Praha, 2001.

TOBIN, J. (1965): Money and Economic Growth. *Econometrica*, No 33, str. 671-684, 1965.

TOMEŠ, Z. (2000): Inflace v průběhu transformace ekonomiky. In *Sborník prací katedry ekonomie*, ESF MU, Brno, 2000.

TOMŠÍK, V. (2002): Možnosti a omezení měnové politiky ČNB, www.cepin.cz.

VENCOVSKÝ, F. (2001): *Měnová politika v české historii*. Praha: Česká národní banka, 2001.

ŽÍDEK, L. (2006): *Transformace české ekonomiky : 1989-2004*, in-print, Praha, C.H. Beck, 2006.

Příloha č. 1: Přehled studií nesladěnosti kurzu CZK

Author(s)	Year	Misalignment Magnitude*	Econometric method	Background	Country	Estimation period
1996						
Šmídková (1998)	1996	Eff: -1%...+5%	Simult. eq.	FEER	CZ	1992-1996,Q
1997						
Begg et al. (1999)	1997	Eff: NM	Panel	BEER	85 countries incl. CEEC10	1990-1997,Y
1998						
Frait and Komárek (1999)	1998	Slightly +	Time series	NATREX* BEER	CZ	1992:Q3-1999:Q1
1999						
Kim and Korhonen (2002)	1999	Eff: -10%	Panel	BEER	CEEC5	1991-1999,Y
2001						
Coudert and Couharde (2003)	2001	EUR: -3%...+1%	Simult. eq.	FEER	CZ,ES,HU,PL,SN	2000-2001,Y
Lommatzsch and Tober (2002)	2001	Eff: 0%...+15%	Time series	BEER*struct equations	CZ, HU, PL	1994/95-2001,Q
Égert and Lahrière-Révil (2003)	2001:Q2	Eff: +15%	Time series	BEER* FEER	CEEC5	1992/93-2001,Q
2002						
Rahn (2003)	2002:Q1	Eff: +9.7...+11% EUR:+13.7...+14.7%	Time series	BEER, PEER	10 CEECs	1990/93-2002,Q
Šmídková et al. (2002)	2002	Eff: +8%...+9%	Simult. eq.	FEER	CZ,ES,HU,PL,SN	1996-2002,Q
Crespo-Cuaresma et al. (2003)	2002	EUR: +16%	Panel	Monetary model	CEE5+Ro	1994-2002,M
QPM (2003) **	2002	EUR: +3%	State space	UIP	CZ	1998-2003,Q
Komárek and Melecký (2003)	2002	EUR: +0.4%...+1.2%	Time series	BEER	CZ	1993-2003,Q
Alberola (2003)	2002:Q4	Eff: +10%	Time series	BEER/PEER	CZ, HU, PL	1993-2003,Q
Égert and Lommatzsch (2004)	2002:Q4	EUR: +4%...+30%	Time series Panel	BEER	CEEC5	1992/94-2002,Q
Derviz (2004)	2002:12	EUR: +2%	State space	Asset pricing model	CZ	1999:12-2003:6
2003						
Buliř and Šmídková (2004)	2003:Q4	Eff: +15%	Panel	FEER	CZ, HU, PL, SN	1995-2003,Q
QPM (2004) **	2003:Q4	EUR: -2%	State space	UIP	CZ	1998-2004,Q
Cincibuch and Podpiera (2004)	2003:Q4	EUR: +1%	Time series	PPP	CZ	1998-2004,Q
This study	2003:Q4	EUR: -4%...+4%	Time series	BEER	CZ	1993-2004,M

Notes: *) Positive figures indicate over-valuation whereas negative figures stand for under-valuation; Eff: in effective terms, Eur: against the euro, NM: no misalignment;

**) Quarterly projection model, Czech National Bank estimates based on methodology by Beneš et al. (2002).

Zdroj: Bebetsekii, Égert (2005)

V roce 2005 vyšlo:

WP č. 1/2005

Petr Chmelík: Vliv institucí přímé demokracie na hospodářskou politiku ve světle empirického výzkumu

WP č. 2/2005

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová: Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

WP č. 3/2005

Jaroslav Rektourek: Přístup k inovacím v České republice. Současný stav a možné směry zlepšení.

WP č. 4/2005

Milan Víturka – Vladimír Žítek – Petr Tonev: Regionální předpoklady rozvoje inovací

WP č. 5/2005

Veronika Bachanová: Analýza kvality regulace České republiky

WP č. 6/2005

Hana Zbořilová – Libor Žídek: Washingtonský konsenzus v české ekonomické praxi 90. let

WP č. 7/2005

Osvald Vašíček and Karel Musil: The Czech Economy with Inflation Targeting Represented by DSGE Model: Analysis of Behaviour

WP č. 8/2005

Zdeněk Tomeš: Je stárnutí populace výzvou pro hospodářskou politiku?

WP č. 9/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová: Společenská odpovědnost podniků

WP č. 10/2005

Ladislav Blažek – Alena Klapalová: Vztahy podniku se zákazníkem

WP č. 11/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová – Ladislav Šiška: Metodická východiska zkoumání a řízení inovační výkonnosti podniku

WP č. 12/2005

Ladislav Blažek – Radomír Kučera: Vztahy podniku k vlastníkům

WP č. 13/2005

Eva Kubátová: Analýza dodavatelských vztahů v kontextu inovací

WP č. 14/2005

Ladislav Šiška: Možnosti měření a řízení efektivnosti a úspěšnosti podniku

V roce 2006 vyšlo:

WP č. 1/2006

Tomáš Otáhal: Je úplatkářství dobrá cesta k efektivnějšímu vymáhání práva?

WP č. 2/2006

Pavel Breinek: Vybrané institucionální aspekty ekonomické výkonnosti

WP č. 3/2006

Jindřich Marval: Daňová kvóta v ČR

WP č. 4/2006

Zdeněk Tomeš – Daniel Němec: Demografický vývoj ČR 1990-2005

WP č. 5/2006

Michal Beneš: Konkurenceschopnost a konkurenční výhoda

WP č. 6/2006

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v ČR v období 1990-2005

WP č. 7/2006

Petr Musil: Tendence na českém trhu práce v období transformace

WP č. 8/2006

Zuzana Hrdličková: Vliv sociální politiky na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 9/2006

Pavλίna Balcarová – Michal Beneš: Metodologie měření a hodnocení makroekonomické konkurenceschopnosti

WP č. 10/2006

Miroslav Hloušek: Czech Business Cycle Stylized Facts

WP č. 11/2006

Jitka Doležalová: Vliv politiky na konkurenceschopnost České republiky

WP č. 12/2006

Martin Chromec: Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?