

CHIMÉRA AUTONOMNÍ MĚNOVÉ POLITIKY V MALÉ OTEVŘENÉ EKONOMICE

Stanislava JANÁČKOVÁ, Praha

Politická ekonomie, 2000, číslo 6, str 765 - 780

1. Úvod

Devadesátá léta přinesla vysoký stupeň liberalizace obchodních a kapitálových toků. Globalizované kapitálové trhy vytvářejí nový rámec pro ekonomický rozvoj jednotlivých zemí. Ekonomický rozměr země předurčuje, daleko více než dříve, nakolik země může založit svou prosperitu na vnitřních zdrojích a domácí ekonomické politice a nakolik je závislá na vnějších faktorech. V malých otevřených ekonomikách mohou vnější faktory mít větší vliv než vývoj domácích „fundamentálních veličin“ a mohou také nabýt vrchu nad domácími politikami.

Pro malé otevřené ekonomiky má velký význam měnový kurz jakožto cena, která je spojuje s vnějším prostředím. Kurzová politika je zde zásadní součástí makroekonomické politiky a má vliv na efektivnost měnové politiky. Spolu s vnějšími faktory jako jsou světové ceny může vývoj kurzu rozhodovat o tom, nakolik se měnové politice daří ovlivňovat míru inflace.

V České republice měnová politika vždy integrálně zahrnovala kurzovou politiku a vždy musela reagovat na skutečné nebo očekávané kurzové tendence nebo tlaky. To platilo na počátku transformace v režimu pevného kurzu, stejně jako na počátku roku 2000 v režimu řízeného plování. Vzhledem k Maastrichtským kritériím zůstane kurz CZK v centru pozornosti až do případného připojení ČR k eurozóně. Masivní, někdy dramatické **vlivy vnějšího prostředí**, kterým je vystavena každá malá otevřená ekonomika, mohou mít v ČR **silnější** nebo specifický dopad vzhledem k tomu, že jde o tranzitivní ekonomiku.

Česká ekonomika byla od počátku transformace **velmi otevřená** pro zbožové toky, s velmi slabými protekcionistickými bariérami. V roce 1991 činil kombinovaný podíl exportu a importu na HDP (v běžných cenách) více než 98 %. V současnosti náleží ČR k nejotevřenějším evropským ekonomikám s podílem exportu a importu na HDP kolem 125 %. Ani tato čísla však nedávají celý obraz. Během uplynulých deseti let transformace musela česká ekonomika absorbovat rozsáhlou a velmi rychlou reorientaci obchodu: masivní přesun z východních na západní trhy v prvních letech transformace v kombinaci s další částečnou reorientací po rozpadu Československa. To dále zvyšovalo její citlivost na vnější faktory. Česká ekonomika se také rychle otvírala pro kapitálové toky v důsledku jejich „plíživé“ liberalizace, která byla legislativně podchycena a dále rozšířena v roce 1995 a nyní je takřka úplná.

Oba typy otevřenosti - pro zboží a kapitál - omezují autonomii měnové politiky v malé ekonomice (autonomií je míněna nezávislost domácí měnové politiky na tlacích přicházejících ze zahraničí). Nebezpečí ztráty autonomie měnové politiky (autonomie v určování úrokových sazeb nebo tempa růstu peněžní zásoby), spojené s kapitálovými toky **v režimu fixního kurzu**, je standardní učebnicovou poučkou (Mundellův-Flemingův model). Avšak ani často doporučovaná alternativa - plovoucí kurz - nezaručí měnové politice autonomii. V malých otevřených ekonomikách mohou právě **fluktuační kurzu** podkopávat snahy a cíle domácí měnové

politiky. Proto také v době, kdy kapitálové toky byly ještě regulované, snažily se malé evropské ekonomiky omezit fluktuace kurzu pomocí mezinárodních kurzových uspořádání. Liberalizované kapitálové toky si na jedné straně žádají spíše plovoucí kurz, na druhé straně jej často tlačí jak proti potřebám běžného účtu platební bilance, tak i proti cílům domácí měnové politiky.

Specifický problém vytvářejí kurzové fluktuace pro nyní široce rozšířenou strategii **přímého cílování inflace**.¹ Prostřednictvím běžného účtu (přes dovozní ceny) může plovoucí kurz znemožnit autonomní určování inflačních cílů podle vnitřních potřeb nebo zabránit jejich naplnění. Plnění inflačních cílů může být ohroženo i dalším faktorem, který s kurzem přímo nesouvisí - změnami světových cen. V malých ekonomikách, vysoce otevřených pro obchod, je často vliv těchto vnějších faktorů tak silný - a tak těžko predikovatelný - že ho nelze kompenzovat domácími politikami. Země, které uplatňují přímé cílování inflace, mohou na vnější vlivy reagovat např. tak, že explicitně nebo implicitně cílí obě veličiny - inflaci a kurz - bez ohledu na problémy, které mohou nastat při konfliktu obou cílů. Jiné země se uchylují k různým „výjimkám“ a „únikovým klauzulím“, které ospravedlní nedodržení inflačních cílů. Další možností je chápat inflační cíl jen jako referenční veličinu sloužící pro analýzu důvodů, proč se inflace vyvíjela tak či jinak. Faktem zůstává, že **v ekonomice vysoce citlivé na vnější vlivy může být autonomní cílování inflace iluzí** - a dokonce nebezpečnou iluzí.²

Stanoví-li centrální banka po důkladné analýze inflační cíl na kladné úrovni odlišné od nuly, zpravidla za tím stojí validní ekonomické důvody. Přesto v praxi centrální banky jen zřídka korigují své politiky, když vidí, že inflační cíl bude podstřelen. Jejich politika je vychýlena dezinflačním, resp. deflačním směrem. Přitom cena za restriktivní kroky měnové politiky - v podobě jejich vlivu na investice a reálný růst - musí být zaplácena, i když se očekávané výhody, které mělo přinést dodržení inflačního cíle, nedostaví.

V tranzitivních ekonomikách může protiinflační vychýlení praktické měnové politiky zapustit zvlášť hluboké kořeny, protože se tyto ekonomiky dosud nalézají na své dezinflační dráze. Podstřelení cíle je zde snadné interpretovat jako úspěch v boji s inflací. Avšak nebezpečí, že náklady dezinflačních kroků překročí jejich přínosy je v tranzitivních ekonomikách o to větší, že zde centrální banky zpravidla postrádají dostatečnou znalost transmisního mechanismu měnové politiky. Neadekvátní znalost transmisního mechanismu může být problémem i pro velké a relativně uzavřené ekonomické oblasti, jak na to upozornila Evropská centrální banka při startu eurozóny.³ V tranzitivních ekonomikách nelze transmisní mechanismy spolehlivě zmapovat, protože v měnících se institucionálních podmínkách jsou tyto mechanismy nestabilní a křehké. To dokázala i nedávná zkušenost české ekonomiky se „zamrznutím“ úvěrového transmisního kanálu.

¹ „V přehledu 91 centrálních bank používalo 96 % bank (všechny kromě čtyř zemí) v roce 1998 nějakou formu explicitního cíle nebo monitorovacího pásma. To ostře kontrastuje s rokem 1990, kdy mělo explicitní cíl nebo monitorovací pásmo jen 55 % centrálních bank“ (Sterne, 1999).

² Komparativní analýzy strategií a výsledků měnové politiky mezi zeměmi obvykle nerozlišují země podle velikosti a otevřenosti, takže plné důsledky otevřenosti zůstávají zamlženy. To bohužel platí i pro – jinak velmi cenné – výsledky široké analýzy, publikované Bank of England's Centre for Central Bank Studies (viz Sterne, 1999). Jedním z ekonomů, který si uvědomil, že velikost a otevřenost ekonomiky jsou pro měnovou politiku stejně důležité nebo důležitější než kurzový režim, byl před více než deseti lety R. Dornbusch. Varoval také před vysokými náklady situace, kdy centrální banka jedná v mylném předpokladu, že má měnovou politickou autonomii (viz Dornbusch, 1986).

³ Stovnej prvé výtisky ECB Monthly Bulletin, které vysvětlovaly dva hlavní pilíře měnové politiky ECB.

Česká republika začala svůj program ekonomické transformace se stabilním (prakticky fixním) kurzovým režimem. Byly to tedy **liberalizované kapitálové toky**, které začaly jako první podkopávat autonomii její měnové politiky - zhruba od roku 1995. Po opuštění režimu fixního kurzu v roce 1997 měly kapitálové toky daleko větší vliv na apreciační nebo depreciační tlaky a na konkrétní podobu řízeného plování kurzu než toky zboží a služeb. Kapitálové toky nevyvolaly žádné velké kurzové fluktuace s výjimkou měnové krize v květnu 1997. Avšak zhruba **od roku 1995 byly kapitálové toky schopny podkopávat autonomii měnové politiky ČNB. Přechod na řízené plování měnově politickou autonomii plně neobnovil.** Možnost kombinovat řízený kurz s autonomně stanovovanými oficiálními úrokovými sazbami (repo sazby) vždy závisela na rizikové prémii, kterou české ekonomice přisuzovaly mezinárodní finanční trhy. Pro českou ekonomiku jsou relevantní nejméně dva různé úrokové diferenciály - vůči USD a vůči EURu - s měnící se vahou, danou momentální náladou trhů. Proto také síla vlivu úrokových diferenciálů se mění, což poskytuje v určitých obdobích centrální bance iluzi, že může repo sazbu stanovovat autonomně; tato iluze však může velmi rychle zmizet, když se změní nálada trhů.

Kapitálový účet⁴ je jen jedním z kanálů, jejichž prostřednictvím omezuje vnější prostředí autonomii měnové politiky ČNB. **Autonomie měnové politiky může být podkopána také vlivy přicházejícími přes běžný účet** (přes ceny dovážených zboží). Jedním z nich jsou nečekané **změny světových cen**. Další závisí na kurzovém režimu: při fixním kurzu se problémy koncentrovaly do nárůstu deficitu běžného účtu, na který nakonec měnová politika cítila nutnost reagovat. Při řízeném plování není nebezpečí deficitu plně eliminováno a přidává se nový problém: **vliv kurzových změn na inflaci**. Zvenčí vyvolané kurzové změny mohou vyplývat jak z kapitálových, tak i ze zbožových toků: **schopnost centrální banky řídit kurz je a bude vždy omezená**. Pochopitelně, že zcela volné plování by mělo ještě silnější potenciál podkopávat inflační cíle a destabilizovat cenovou hladinu.⁵

Vlivy vnějšího prostředí mění svou intenzitu a často jsou nepredikovatelné. **Volatilita kapitálových toků, měnící se rizikové prémie, měnící se vliv kurzových změn, změn světových cen a vnějšího prostředí obecně - spolu se zpožděními v implementaci a dopadu měnové politiky - způsobují, že je velmi obtížné sledovat autonomní měnově politické cíle v malé a vysoce otevřené české ekonomice.** Snaha usměrňovat ekonomiku měnovou politikou může být velmi zrádná, pokud nelze jednotlivé kroky správně dávkovat. Ve své krátké historii prošla ekonomika České republiky obdobím (zhruba r. 1995 - květen 1996), kdy efekt měnové politiky byl slabší než očekávaný - ČNB si včas neuvědomila, že kapitálové toky již podkopaly její autonomii. Následovalo období (1998 a 1999), kdy efekty měnové politiky byly silnější než zamýšlené v rámci cílování inflace. Skutečná dezinflace byla podstatně rychlejší než odpovídá!o cílům centrální banky. Kroky měnové politiky, kalibrované s očekáváním slabého dopadu měnové politiky, zasáhly ekonomiku s nečekanou silou. Přestřelení politiky bylo ve směru větší restriktce než bylo třeba k dodržení cílů. Spolu s cyklickými faktory tato politika pomohla uvrhnout ekonomiku do recese a udržet

⁴ Používám tradiční výraz „kapitálový účet“ pro to, co je nyní v nové terminologii MMF nazýváno finančním účtem.

⁵ Pokud jde o režim posuvného zavěšení, lze jen spekulovat, že ambice udržet inflaci pod striktní kontrolou – a na nižší úrovni než v Polsku nebo Maďarsku – vyloučila tuto alternativu z hlediska ČNB. Detailní řízení kurzu by ovšem bylo při vysokém stupni liberalizace kapitálových toků v ČR velmi obtížné.

ji ve stagnaci „Pozitivní šok“ nižších cen dovážených komodit nebyl využit pro ekonomický růst. Namísto toho ekonomika spadla do negativních temp růstu HDP. Následné pokusy zvrátit tento nepříznivý trend opakovaným, v součtu výrazným snižováním repo sazby nepomáhaly, protože mezitím došlo k **„zamrznutí úvěru“**, což vyřadilo z činnosti **nejdůležitější kanál transmissního mechanismu měnové politiky**. Tato situace, kterou konstatovala zpráva mise MMF v listopadu 1998, byla důsledkem kombinace nejméně dvou faktorů. Za prvé, hluboká ekonomická recese vynesla na světlo ještě velmi slabou institucionální a vlastnickou strukturu české ekonomiky a napomohla přeměně dobrých úvěrů ve špatné. Za druhé, bankovní dohled centrální banky uspěchal a příliš prudce nadávkoval zpřísnující opatření, vyžadující od komerčních bank 100% rezervy proti špatným úvěrům zaručeným nemovitostními zástavami. Po zamrznutí úvěrového transmissního kanálu zbyl centrální bance pouze alternativní kanál - řízení měnového kurzu. Tento kanál, přes svůj rychlý a silný potenciální dopad, však nebyl využit k podpoře exportu a k přiblížení ekonomiky ke stanoveným inflačním cílům. Důsledkem bylo opakované výrazné podstřelení cílů až k úrovni, která vyvolala obavy z možných deflačních tendencí.

V roce 2000 čelí ČNB změněné situaci, avšak klíčem ke změně byly opět faktory ležící mimo přímou oblast měnové politiky. Privatizace zbývajících státních podílů v některých velkých bankách a podnicích (za ceny výhodné pro kupce „díky“ ekonomické recesi) začala v roce 1999 přitahovat silný příliv kapitálu.⁶ Ten má z velké části formu přímých zahraničních investic, po nichž lze očekávat následné dlouhodobé investice, pokud noví vlastníci začnou s restrukturalizací a technologickým „přebrojením“. Růst důvěry zahraničních investorů pravděpodobně začne více lákat i krátkodobý kapitál. Ke konci roku 1999 skončil pokles HDP a pro rok 2000 je očekáván mírný pozitivní růst. Pokud díky nové investiční vlně začne opět narůstat deficit běžného účtu, centrální banka bude v pokušení opět zvýšit repo sazbu. Minulá zkušenost (z let 1996 - 1997) však jasně ukázala, že **zvýšení úrokových sazeb je kontraproduktivní, pokud má mezera mezi domácí nabídkou a poptávkou kořeny v přílivu kapitálu**.

Při shrnujícím zpětném pohledu lze říci, že díky otevřenosti ekonomiky nemohla Česká národní banka nikdy koncipovat svou politiku jen na základě vnitřních cílů, bez ohledu na zpětnou vazbu přes vnější prostředí. Nejobtížnější vždy bylo odhadnout momentální míru měnově politické autonomie a predikovat vliv externích faktorů na účinnost měnové politiky. Silný vliv vnějšího prostředí nešlo eliminovat žádným kurzovým režimem. Odpovědí pro malou a vysoce otevřenou českou ekonomiku je menší důraz na autonomní měnovou politiku, která je příliš často jen chimérou, a větší důraz na schopnost flexibilní adaptace k vlivům přicházejícím z vnějšího prostředí, zejména však obecně nižší úroveň ambicí usměrňovat ekonomiku prostřednictvím měnové politiky. Křehkost a nestabilita transmissního mechanismu měnové politiky v tranzitivní ekonomice je jen dalším argumentem pro zdrženlivost v měnově politických aspiracích. Platí sice, že i fiskální politika má v české ekonomice, při vysokém podílu mandatorních výdajů, jen omezený manévrovací prostor, to však není postačující argument pro tím ambicióznější politiku měnovou.

2. Kurzové režimy a chiméra měnově politické autonomie

⁶ Příliv přímých investic do ČR dosáhl v r. 1999 rekordní výše 4,87 mld. USD.

Historie české ekonomické transformace poskytuje konkrétní důkazy pro tvrzení, že v malé otevřené ekonomice s liberalizovanými kapitálovými toky není při žádném kurzovém režimu zaručen prostor pro autonomní měnovou politiku (nezávislou na vnějších faktorech) a že kontrola nad kurzem a možnost jeho použití jako nástroje ekonomické politiky také není v těchto podmínkách plně v dosahu centrální banky.⁷

2.1 *Období pevného kurzu: neudržitelná kotva*

Z historie počátku transformace, do rozpadu federace a do měnové odluky je možno připomenout jen dva zásadní momenty. V prvních letech, při pevném kurzu a se silným kurzovým polštářem a s dosud regulovanými a nerozvinutými kapitálovými toky, neznamenal vlivy vnějšího prostředí žádný vážný problém pro autonomii měnové politiky, zejména když byla ještě do značné míry založena na přímých administrativních nástrojích. Rozpad federace a krátké období společné měny však přinesly nepříjemnou zkušenost, že i při regulovaných kapitálových tocích je velmi obtížné ubránit pevný kurz a odvrátit měnovou turbulenci, jakmile dojde ke krizi důvěry. Tato zkušenost později přispěla k rychlé liberalizaci kapitálových toků, nebo vyvolala skepsi vůči udržitelnosti a efektivitě jejich regulace.

Plná konvertibilita na běžném účtu plus liberalizované kapitálové toky: období 1993 - 1995. Připomeňme atmosféru let 1993 - 1995, která byla charakterizována poklesem inflace, zrychlováním ekonomického růstu a důvěrou v úspěch transformace. V říjnu 1995 zavedla Česká republika plnou konvertibilitu ve smyslu článku 8 MMF. Tento krok rozšířil konvertibilitu na všechny domácí i zahraniční subjekty pro transakce na běžném účtu platební bilance. Zároveň nová legislativní úprava liberalizovala téměř plně i transakce na kapitálovém účtu. V případě kapitálových toků šlo z velké části o sumární zakotvení stavu, který se předtím vytvořil postupnými kroky, např. v rámci mezistátních dohod o ochraně investic. Legalizován byl také již *de facto* existující mezinárodní oběh koruny. Nadále zůstalo zakázáno jen nabývání nemovitostí cizinci (ale ne firmami v zahraničním vlastnictví) a otevírání účtů v zahraničí nebankovními subjekty vyžadovalo zvláštní povolení.

I když tyto legislativní kroky z velké části jen sumarizovaly již dosažený stav, měly velký význam pro růst kredibility české měny z hlediska zahraničních investorů. Spolu s přijetím ČR do OECD vedly k nárůstu zájmu o obchodování s českou měnou a o investování v dlouhodobé formě i do krátkodobých korunových aktiv.

Deficit běžného účtu a postupná ztráta autonomie měnové politiky - důsledky silného přílivu kapitálu. V letech 1994 - 1996 probíhala v české ekonomice do značné míry v důsledku naakumulovaných efektů silného přílivu kapitálu (který kulminoval v roce 1995, kdy dosáhl 16,6 % HDP) silná investiční vlna. Ekonomika se začala přehřívat při tempech růstu HDP 5,9 % v roce 1995 a 4,8 % v roce 1996. Expanze investiční poptávky nad úroveň domácích úspor (které samy o sobě byly značně vysoké⁸) vedla k rostoucímu deficitu běžného účtu, dosahujícímu 7,4 % HDP v roce 1996. V té době již i optimisté, očekávající proexportní efekt velké investiční

⁷ Zabývám se autonomií měnové politiky a nechávám stranou jinou otázku – nezávislost centrální banky. Od svého vzniku v roce 1993 má ČNB plnou nezávislost jak ve stanovení cílů, tak i ve výběru politik k jejich dosažení. Má také plně v rukou volbu kurzového režimu a kurzovou politiku.

⁸ Hrubé domácí úspory dosahovaly až 30 % HDP, ale nestačily k pokrytí hrubých domácích investic.

vlny, zaujali varovná stanoviska, zvláště když zdroje financování deficitu běžného účtu se tenčily a přesouvaly se ke krátkodobému kapitálu (viz Janáčková, in Hájek a kol., 1997).

Měnová politika byla založena na kombinaci nominální kotvy pevného kurzu s řízením peněžní zásoby. Fixní kurz vedl k tomu, že v rostoucí míře bylo nutné sterilizovat příliv kapitálu, přesto se nedařilo zabránit tomu, aby růst peněžní zásoby nepřekročil stanovené cíle. Kroky jako předčasné splacení zahraničních vládních dluhů nebo zmrazení části přílivu přímých investic na zvláštním účtě měly jen čás tečný efekt.

Tabulka 1
Ekonomický a měnový vývoj ČR

	1993	1994	1995	1996
Růst HDP (%)	0,6	2,2	5,9	4,8
Míra inflace (%; 12-měsíční průměr)	20,8	10,0	9,1	8,8
Míra nezaměstnanosti (%; konec roku)	3,5	3,2	2,9	3,5
Saldo běžného účtu (% z HDP)	1,3	-1,9	-2,6	-7,4

Pramen: ČSÚ, ČNB.

Při stabilním nominálním kurzu probíhala reálná apreciacie, která kolem roku 1993 vyprázdnila původní „polštář“ konkurenceschopnosti a poté přispívala k růstu deficitu obchodu. Přes tuto skutečnost a přes potřebu odradit část spekulativních investorů zavedením určitého kurzového rizika ČNB váhala s opuštěním fixního kurzového režimu. Obávala se ztráty kurzové kotvy jako jednoho z pilířů protiinflační politiky a očekávala, že uvolnění kurzu by jen **přelilo** vnější nerovnováhu do inflace. Centrální banka usilovala o postupnou **eliminaci** nerovnováhy mezi domácí nabídkou a poptávkou a domnívala se, že domácí měnová politika má k tomu dost síly. Váhala s uvolněním kurzu, až se dostala do situace, kdy již nebylo zřejmé, jaké důsledky by takový krok měl. Existovaly obavy, že kurz by mohl přestřelit depreciačním směrem, v důsledku deficitu běžného účtu, ale také že by se naopak mohl pohybovat nežádoucím směrem, k apreciaci (objem sterilizací signalizoval latentní apreciační tendence). Mezitím pokračoval příliv kapitálu, který podkopával hranice stanovené pro růst peněžní zásoby, a přitom podíl krátkodobého kapitálu ve financování deficitu běžného účtu postupně narostl do nebezpečné výše.

V únoru 1996 byl konečně režim pevného kurzu nahrazen, ovšem pouze úzkým flukтуаčním intervalem $\pm 7,5\%$ v němž mohl kurz oscilovat. Šlo o horizontální pásmo, tedy s neměnnou centrální paritou (ve snaze zachovat kurzovou kotvu alespoň v této podobě). Tento krok se ukázal jako příliš opožděný a nedostatečně rasantní. Nedokázal již zastavit spekulativní tlaky a odradit krátkodobé investory, lákané vysokým úrokovým diferencíálem. V dané chvíli byla autonomie v určování úrokových sazeb velmi oslabena v důsledku liberalizace toků krátkodobého kapitálu provedené v roce 1995. Finanční investoři projevovali značný zájem o českou měnu, která se obchodovala i na zahraničních trzích. V roce 1996 se sice celkový příliv kapitálu zpomalil, ale existovaly signály, že stoupá podíl horkých peněz. Nicméně **centrální banka jednala, jako by ještě měla autonomii, a implementovala tradiční recept na přiškrcení agregátní poptávky a na snížení deficitu běžného účtu, vymyšlený pro kapitálově uzavřenou ekonomiku:**⁹ zvýšila úrokové sazby.

⁹ Mám na mysli ekonomiku, kterou lze regulací uzavřít pro kapitálové toky.

V červnu 1996 byla diskontní sazba zvýšena na 10,5 % jednotýdenní repo sazba na 12,4 % a lombardní sazba na 14 % (při inflaci v polovině roku 1996 na úrovni 8,6 %). Zvýšeny byly i povinné minimální rezervy. Nicméně, české banky měly přístup k levnějším zdrojům ze zahraničí a také toho využívaly. Zvýšení úrokových sazeb se ukázalo jako kontraproduktivní - posílilo nebezpečí horkých peněz ale nedokázalo dost rychle omezit likviditu, ovlivnit domácí poptávku a korigovat deficit běžného účtu. Zároveň probíhal netransparentní vývoj na kapitálovém účtu. Na počátku roku 1997 překvapila Českou národní banku silná vlna zahraničních emisí obligací denomino-vaných v české měně, která pomohla vyhnat kurz CZK k apreciačnímu limitu flukтуаčního pásma. Následovala měnová krize v květnu 1997 s rychlým útěkem kapitálu

2.2 Řízené plování: *chiméra autonomních inflačních cílů*

Měnová krize v květnu 1997a přiškrcení likvidity. V mezinárodním srovnání byla měnová krize CZK relativně mírná. ČNB jí čelila prudkým zvýšením úrokových sazeb, nesterilizovanou intervencí na kurz a repo operacemi zaškrcujícími likviditu. Část devizových rezerv byla ztracena ve snaze udržet kurz. Až dvanáctý den krize se ČNB rozhodla změnit kurzový režim na řízené plování (s DEM jako referenční měnou). Po tomto kroku se kurz v krátké době stabilizoval přibližně 10 % pod dřívější centrální paritou.

Cenou za stabilizaci kurzu bylo kruté přiškrcení likvidity, které bylo předávkováno a udržováno po zbytečně dlouhou dobu. Růst peněžní zásoby (M2) byl snížen z 20 % v roce 1996 na 10 % v roce 1997 a na 5 % v roce 1998. Během prvních tří měsíců po květnové měnové krizi centrální banka postupně snižovala úrokové sazby, ale udržovala je stále nad úrovní, kterou měly před krizí (repo sazba 15 % ještě v červnu 1998). Banka tak využívala toho, že dozvuky měnové krize jí stále ještě poskytovaly značnou autonomii ve stanovování sazeb. Až ve druhém pololetí 1998, více než rok po krizi, začala být repo sazba pravidelnými malými kroky snižována k výrazně nižší hladině. Nicméně i toto snižování sazeb jen následovalo za poklesem inflace,¹⁰ která po měnové krizi kulminovala na 13,4 % v březnu 1998, ale do konce roku 1998 klesla na 6,8 %. Výsledkem bylo, že reálné úrokové sazby zůstávaly velmi vysoké. Ekonomický růst přešel do negativních hodnot (z +4,8 % růstu HDP v roce 1996 na -0,1 % v roce 1997, -2,2 % v roce 1998 a -0,2 % v roce 1999).

Jakmile české bankovní a nebankovní sub subjekty ztratily v důsledku měnové krize relativně snadný přístup k levnějším zdrojům ze zahraničí, zdařil se manévr zaměřený na snížení likvidity. Ve specifických podmínkách české ekonomiky však má prudká kontrakce měnové zásoby, doprovázená vysokými reálnými sazbami, velmi negativní dopad na output. Taková politika omezuje nejen poptávku, ale podvazuje i nabídku a potenciální produkt. České podniky jsou podkapitalizované a závisejí na externím financování nejen pro investice, **ale i pro běžný provoz**. Navíc v jejich externích zdrojích mají extrémně vysoký podíl bankovní úvěry, zatímco kapitálový trh dosud hraje marginální roli. Smrští-li se objem úvěrů, poklesne i ekonomická aktivita a agregátní nabídka. Bez úvěrového financování nemohou podniky využít existující kapitálové statky a práci a HDP začne klesat. Mezeru mezi domácí poptávkou a nabídkou se může touto cestou podařit uzavírat, ale jen za cenu

¹⁰ Zde i na dalších místech používám v souladu s nynější praxí ČNB meziroční (např. březen 1998/březen 1997) inflaci. V tabulkách kvůli kontinuitě ponechávám míru inflace jako 12-měsíční klouzavý průměr.

hluboké recese. Při takové cestě k likvidaci vnější nerovnováhy je otázkou, nakolik byla opětovná stabilizace kurzu vítězstvím.

Řízené plování a přímé cílování inflace: autonomie cílů? Po ztrátě nominální kotvy pevného kurzu v měnové krizi z května 1997 změnila ČNB od ledna 1998 svou strategii na přímé cílování inflace. S novou strategií je teprve dvouletá zkušenost. Z hlediska autonomie měnové politiky a schopnosti nalézat správný měnově politický postoj byl ale nový režim zatím zklamáním. Křehkost a nestabilitnost transmisního mechanismu – a jeho nedostatečná znalost – spolu s nepředemídanými vnějšími faktory (světové ceny komodit a tlaky na kurz) vyústily do opakovaného podstřelení inflačních cílů. Dalo by se hovořit o předimenzované dezinflační politice ve smyslu rychlejšího poklesu inflace než banka původně považovala za vhodné a zakotvila do cílů a zároveň pomalejšího růstu HDP než bylo predikováno.

Tabulka 2
Ekonomický a měnový vývoj ČR

	1997	1998	1999
Růst HDP (%)	-0,1	-2,2	-0,2
Míra inflace (%; 12-měsíční průměr)	8,5	10,7	2,1
Čistá inflace (%; prosinec proti prosinci předch. r.)	6,8	1,7	1,5
Míra nezaměstnanosti (%; konec roku)	5,2	7,5	9,4
Saldo běžného účtu (% z HDP)	-6,1	-1,9	-2,0

Pramen: ČSÚ, ČNB.

Důvodem přijetí strategie přímého cílování inflace byla obava, že v režimu plovoucího kurzu (byť šlo o řízené plování) bude po ztrátě kurzové kotvy druhý dosavadní pilíř měnové politiky - řízení peněžní zásoby - nedostatečně účinný v kontrole inflace. Uvažovalo se, že vazba mezi vývojem peněžní zásoby (M2) a inflací není dost stabilní a vliv změn dovozních cen na inflaci bude velmi silný. Proto se hledala sofistikovanější strategie, která by využila širší spektrum ukazatelů a transmisních kanálů měnové politiky.

Nicméně v okamžiku zavádění nové strategie měla centrální banka nedostatečnou znalost transmisních kanálů, jimiž bude její základní nástroj - dvoutýdenní repo sazba - ovlivňovat inflaci. Existoval jednoduchý makroekonomický model sestávající ze čtyř rovnic (viz Stavrev, 1998). Až později byly činěny pokusy formulovat sofistikovanější model transmisního mechanismu s pomocí zkušeností Bank of England. **Během prvních dvou let cílování inflace se však transmisní mechanismus ukázal být nestabilní a křehký.** Koncem roku 1998 dokonce selhal hlavní transmisní kanál repo sazby do inflace - kanál jdoucí prostřednictvím úvěrové tvorby - v důsledku „zamrznutí úvěrů“.

Také **schopnost centrální banky predikovat inflaci byla neuspokojivá** (přičemž zpravidla modelové predikce dávaly horší výsledky než méně formalizované predikce založené na expertních odhadech). Dobrá predikce inflace je přitom základem strategie přímého cílování inflace. Odchylka predikované inflace od stanoveného cíle je klíčovým signálem pro měnově politické kroky centrální banky. Bohužel, predikce inflace byly opakovaně - a při silně protiinflačním postoji i pochopitelně - dělány stylem „pro jistotu počítat s vyšší inflací“ a vedly pak k restriktivnějším krokům než bylo nutné pro dosažení cílů. Vliv externích faktorů - zvláště trendů ve světových cenách komodit - byl obtížně

predikovatelný, ale také předpovědi kurzu a dalších faktorů ovlivňujících inflaci se ukázaly jako nespolehlivé. Je třeba připustit, že i s nejlepší teoretickou výbavou je **velmi obtížné predikovat - s přesností potřebnou pro cílování inflace - chování tranzitivní ekonomiky, která prochází rychlými strukturálními a institucionálními změnami a která je malá, otevřená a tedy silně citlivá na vnější vlivy.**

Jednou z často uváděných výhod přímého cílování inflace je údajně růst **kredibility** měnové politiky. Jasně stanovené inflační cíle mají ovlivnit inflační expektace ekonomických subjektů a vést k rozumnějším postojům při mzdovém vyjednávání. Díky tomu může být údajně i rychlá dezinflace provedena s nižšími náklady (náklady ve smyslu ztráty outputu a pomalejšího růstu). V české ekonomice ovšem existuje stále důležitý podíl regulovaných cen, jejichž postupná deregulace je významným segmentem celkové míry inflace. V době zavádění inflačního cílování neměla vláda jasný scénář cenových deregulací. Proto se ČNB rozhodla cílovat nikoli celkovou inflaci vyjádřenou indexem spotřebitelských cen (CPI), nýbrž tzv. **čistou inflaci** (čistá inflace je CPI inflace očištěná o vliv cenových deregulací a změn nepřímých daní¹¹). Jen tuto část inflace může centrální banka ovlivnit. Nicméně expektace ekonomických subjektů se tvoří pro celkovou inflaci, nikoli inflaci čistou.

Specifickým problémem přímého cílování inflace v ČR je **vysoká citlivost inflace na vnější vlivy a na změny kurzu**. Čeští zastánci inflačního cílování založili tuto strategii na repo sazbě jako hlavním nástroji a na úvěrovém transmisním mechanismu. Často zdůrazňovali, že tato strategie vylučuje možnost cílovat ještě další veličinu, např. měnový kurz („nelze sledovat s jedním nástrojem dva různé cíle“). Ovšem v praxi byl v české ekonomice v letech 1998 a 1999 kurz jednou ze dvou nejdůležitějších determinant míry inflace a druhou byl vývoj světových cen komodit. Nebylo tedy možné cílovat inflaci, aniž by centrální banka měla alespoň implicitní cíl také pro kurz. Respektování zpětné vazby kurzu do inflace při nastavení repo sazby bylo podmínkou pro dodržení inflačního cíle.

Kurzový režim řízeného plování takový implicitní kurzový cíl umožňuje. Otázkou je, nakolik má centrální banka sílu řídit kurz jak potřebuje, i proti silným kapitálovým tokům, a zejména též, zda je ochotna podřídit svou kurzovou politiku inflačnímu cíli. Česká národní banka především usilovala o vyloučení jakýchkoli kroků, které by mohly vést k velkým fluktuacím kurzu, v obavě z přestřelování a z případné další měnové krize. Tento postoj kladl meze i politice stanovování repo sazby - meze, které dostaly prioritu před potřebou respektovat zpětnou vazbu kurzu do inflace. V důsledku toho nebyla repo sazba výrazněji snižována, ani když již bylo jasné, že inflační cíl bude podstřelen.

V obou letech od zavedení přímého cílování inflace byl inflační cíl podstatně podstřelen a podstřelení se očekává i pro rok 2000. Připomeňme, že v okamžiku zavádění inflačního cílování v lednu 1998 byla CPI inflace 10 % a čistá inflace 6,8 %. Inflační cíl pro prosinec 1998 byl stanoven jako čistá inflace v intervalu 6 % ± 0,5 procentního bodu. Ve skutečnosti klesla čistá inflace na 1,7 %, což představovalo dezinflaci 5,1 bodu za rok, „naordinovanou“ ekonomice, která se nacházela v depresi. Pro prosinec 1999 byl stanoven cíl čisté inflace 4,5 % ± 0,5 bodu, skutečná čistá inflace byla 1,5 %. Cíl, který byl stanoven při startu inflačního cílování pro rok 2000, byla čistá inflace 4,5 % ± 1 bod. Později se uvažovalo o jeho

¹¹ Při startu přímého cílování inflace reprezentoval index čisté inflace (CPIx) kolem 82 % celkového cenového koše (663 položek ze 754, které tvoří index CPI). S postupnou deregulací dalších cen se bude rozdíl mezi celkovou a čistou inflací snižovat.

snížení na již dosaženou úroveň dezinflace („proč cílovat růst inflace“). Převládly však expektace vyšších dovozních cen a cíl pro rok 2000 změněn nebyl. Již na počátku roku ale bylo jasné, že bude opět podstřelen, pokud se zřetelně nezmění postoj centrální banky. ČNB pracuje také s dlouhodobým inflačním cílem pro rok 2005. Očekává se, že do té doby se celková a čistá inflace již více sblíží, protože budou ukončeny cenové deregulace. Cílem ČNB je dostat se do roku 2005 velmi blízko k úrovni inflace v eurozóně (navržený cíl je $2\% \pm 1$ bod pro čistou inflaci).

Podstatné podstřelení cíle v roce 1998 vedlo Českou národní banku k formulaci „únikových klauzulí“, tedy ke specifikaci okolností, které mohou ospravedlnit odchylku skutečné čisté inflace od cíle. Jsou to následující okolnosti:

- podstatná odchylka světových cen surovin a energie od predikce;
- podstatná odchylka měnového kurzu od predikce, nezpůsobená vývojem domácích fundamentálních veličin a domácí měnové politiky;
- podstatné změny v podmínkách zemědělské výroby s dopadem do cen zemědělských výrobců;
- přírodní katastrofy a jiné výjimečné události s nákladovým a poptávkovým dopadem do cen.

Tyto skutečnosti dorážejí nedostatek autonomie v určování inflačních cílů v malé otevřené ekonomice. ČNB dosud zdůvodňovala podstřelení cílů zejména nečekaným vývojem vnějších faktorů (světové ceny surovin a energie plus kapitálové toky, které apreciovaly kurz více než se očekávalo). Existovala však i vnitřní, domácí příčina, proč tyto vnější faktory měly tak velký vliv: **křehkost transmisního mechanismu** měnové politiky v tranzitivní ekonomice. Externí faktory nebylo možno kompenzovat přes hlavní transmisní mechanismus měnové politiky, protože se ekonomika ocitla ve stavu „zamrznutí úvěrů“. Opakované, v součtu značné snížení repo sazby (z 15 % v červnu 1998 na 9,5 % v prosinci 1998 a dále na 5,25 % v listopadu 1999) nenašlo prakticky žádnou odezvu v růstu objemu úvěrů. „Zamrznutí úvěrů“ začalo v roce 1998 a trvalo po celý rok 1999. Když poté peněžní zásoba začala růst, bylo to díky vnějšímu faktoru - silnému přílivu kapitálu, zejména přímých investic.

V situaci „zamrznutí úvěrů“ zůstal ČNB v rukou jediný nástroj, kterým mohla ovlivňovat inflaci - měnový kurz s jeho vlivem na dovozní ceny. Tím se v roce 1999 do centra pozornosti určování repo sazeb implicitně dostal úrokový diferenciál a jeho očekávaný vliv na kapitálové toky a na kurz. Pracovat s úrokovým diferenciálem je však obtížné - ve hře je několik diferenciálů (hlavní jsou dva: vůči EURu a USD) a rizikové prémie vyžadované finančními trhy se mohou rychle měnit se změnami nálady investorů. Navíc kurzový transmisní mechanismus podstatně zkracuje horizont měnové politiky (vliv změny repo sazby na inflaci přes kurz se v české ekonomice dostaví během 3-5 měsíců). Hlavním problémem ovšem bylo, že kurzová politika se podřizovala snaze vyhnout se jakýmkoli větším kurzovým výkyvům a nikoli snaze pomoci dodržet inflační cíl.

Důsledkem podstřelení cílů v letech 1998 a 1999 bylo, že přímé cílování inflace ztratilo značnou část své potenciální kredibility ještě dříve než si ji stačilo získat. Ukázalo se také znovu, že **přechod od pevného kurzu k řízenému plování nezajistil České republice autonomii v měnové politice**. Jakožto určitý hybrid může režim řízeného plování dokonce kombinovat nevýhody fixního i plovoucího kurzu. Za prvé, moc centrální banky „řídít“ kurz je vždy omezená a i uvnitř těchto mezí hrozí konflikt mezi kurzovými záměry banky a jejím inflačním cílem. Za druhé, řízené plování je pravděpodobně schopno odradit část spekulativních kapitálových toků. Nemá však větší vliv na příliv přímých investic, které i nadále

mohou podkopávat inflační cíle nafouknutím peněžní zásoby. Za třetí, stejně jako čisté plování, ani řízené plování kurzu nemůže přetnout silnou zpětnou vazbu změn kurzu do inflace přes dovozní ceny. Vnější faktory si tedy uchovávají svůj silný vliv, omezující autonomii měnové politiky

3. Některé implikace pro přípravu České republiky na vstup do Evropské unie a eurozóny.

Nepříjemná zkušenost měnové krize roku 1997 a neuspokojivé výsledky prvních dvou let cílování inflace vyvolaly v České republice určitý zájem o alternativní řešení - „měnový výbor“ (currency board) nebo přímé převzetí cizí měny (konkrétně EURa tedy cesta „eurizace“). Tento typ řešení navrhovala tranzitivním ekonomikám střední Evropy i řada renomovaných mezinárodních expertů včetně nositele Nobelovy ceny Roberta Mundella během jeho návštěvy Prahy v roce 1999.

Lze si však těžko představit, že by ČR mohla jednostranně a spěšně převzít EUR, aniž by prošla procedurami přijetí do EU, členství v ERM II a splnění Maastrichtských kritérií. V zemi, která aspiruje na členství v EU, by jakýkoli krok k plnému odvržení autonomní měnové a kurzové politiky a jejího nahrazení převzetím EURa musel být činěn jedině se souhlasem EU a Evropské centrální banky.

Navíc zůstává otázkou, zda by ČR skutečně měla usilovat o co nerychlejší vstup do eurozóny a nakolik by byla na takový krok připravena. Některé aspekty této otázky budou diskutovány níže.

Vstup do eurozóny versus autonomní měnová politika: nepřesně položená otázka.
Při posuzování otázky vstupu ČR do eurozóny není zcela korektní používat argument, že česká ekonomika potřebuje autonomní měnovou politiku nebo pružný kurz jako adaptační mechanismus. Česká národní banka nedisponuje jakousi sadou účinných nástrojů pro autonomní měnovou a kurzovou politiku. Jestliže po většinu času je potřebná míra měnově politické autonomie mimo dosah, nedává velký smysl diskutovat o nákladech vzdání se této autonomie. Autonomní politika - **kdyby byla dostupná a efektivní** - by mohla být teoreticky nejlepším řešením pro tranzitivní ekonomiky. Ale při silném vlivu těžko predikovatelných a volatilních vnějších faktorů je autonomní měnová politika většinou buď nedostupná nebo ji nelze správně dávkovat v důsledku nespolehlivých predikcí a časových zpoždění. To na druhé straně v žádném případě automaticky neznamená, že společná měnová politika, uplatňovaná Evropskou centrální bankou pro eurozónu, by byla pro českou ekonomiku vhodnější než její nynější izolovaná politika stíhaná vnějšími vlivy. Teorie optimálních měnových zón zůstává plně relevantní pro rozhodnutí o budoucím vstupu do eurozóny. Je-li autonomní politika těžko dostupná, nelze ji sice vždy efektivně přizpůsobit domácímu cyklu nebo jí kompenzovat asymetrický šok, avšak společná politika může stejně tak nebo ještě silněji kolidovat s potřebami domácí ekonomiky.

O něco přesvědčivěji zní argument ve prospěch ochoty vzdát se pružného kurzu jako nástroje politiky, což bychom museli zčásti udělat již po vstupu do ERM II. Pokud malá země nemůže kurz efektivně řídit - ani doufat, že trhy ho budou směřovat v souladu s potřebami domácí ekonomiky - pak se dá těžko spoléhat na kurzovou flexibilitu jako nástroj adaptace na případné šoky. Ekonomika potom tak jako tak potřebuje další adaptační mechanismy. Je však třeba vidět, že členství v ERM II samo o sobě znamená opět hybridní situaci. Kurzová „stabilita“ definovaná

jako $\pm 15\%$ flukтуаční pásmo by na jedné straně poskytovala jen omezenou míru flexibility, ale přitom by neodstranila nutnost usilovat o řízení kurzu, a na druhé straně by nezaručovala dostatečnou nominální kotvu pro ekonomiku. České národní bance by i po vstupu do ERM II zůstal úkol identifikovat co nejlepší kroky měnové politiky a zakombinovat kurzovou politiku do rámce své měnové politické strategie. Jedině přímé převzetí EURa by Českou národní banku mohlo z těchto nesnadných úkolů vyvázat. Takový krok by ale potřeboval silnější argumenty než jsou potíže s omezenou autonomií měnové politiky.

Některé výhody rychlého vstupu do eurozóny se zdají být zjevné. Úvahy některých kandidátských zemí o „rychlostním“ přístupu k EURu nepostrádají určité přesvědčivé argumenty. Diskutabilní z hlediska teorie optimálních měnových zón může být naděje, že rychlý vstup do eurozóny by podstatně urychlil ekonomickou konvergenci (nominální i reálnou) se zeměmi EU. Velmi silným argumentem pro rychlostní přístup je celosvětová zkušenost s opakovanými finančními a měnovými krizemi, které mohou být spuštěny nebo posíleny i efektem „mezinárodní nákazy“. Obrovská síla globalizovaných kapitálových toků představuje trvalé riziko nejen pro jednotlivé kandidátské země, ale odvozeně i pro celý program rozšiřování Evropské unie.

Členství kandidátských zemí v eurozóně na základě „měnového výboru“ nebo převzetí EURa by automaticky **zamezilo nebezpečí měnové krize** v jednotlivé kandidátské zemi. Takové bezpečí by bylo i pro ČR rozhodně vítané, protože měnová krize nebo silný nepříznivý kurzový výkyv dokáže vrhnout ekonomiku zpět, po vstupu do ERM II ohrozit její setrvání v tomto mechanismu a zdržet její nominální a reálnou konvergenci se zeměmi EU. Jak ukázala krize ERM v letech 1992 - 1993, je někdy dramatickému kurzovému vývoji těžké zabránit i v koherentní skupině vyspělých, v podstatě zdravých ekonomik. Dokud kandidátské země setrvávají vně eurozóny, mohou globální finanční trhy vždy začít testovat jejich schopnost uhájit kurz.

Členství v eurozóně by také vyloučilo kurzové výkyvy vůči hlavním obchodním partnerům, neboť zhruba 70 % českých exportů jde do EU a 65 % importu přichází z EU. Zároveň by se tím omezilo i nebezpečí výkyvů v inflaci, způsobených nečekaným pohybem kurzu. Přetrvával by jen vliv změn kurzu EURa vůči ostatním měnám, který by na domácí inflaci působil především přes importy ropy a dalších komodit kotovaných v USD. Absence kurzového rizika v obchodu s eurozónou by byla faktorem usnadňujícím nominální i reálnou konvergenci.

*Zřejmá jsou i některá rizika. Rizika spojená s rychlým vstupem do eurozóny existují i v případě, že se vlastní vývoj této měnové unie bude odvíjet naprosto hladce a mezinárodní kredibilita EURa se bude upevňovat. Mezi rizika, která by se dala zmírnit růstem naší ekonomické úrovně, ale nikoli zcela odstranit, patří otázka, **jak najít a zavést vhodnou úroveň kurzu pro vstup do ERM II a později do eurozóny**. Teoreticky by vstupní kurz měl zajišťovat českým firmám určitou rozumnou úroveň konkurenceschopnosti ve střednědobém horizontu. V ERM II by se kurz již neměl pohybovat o více než $\pm 15\%$ vůči EURu a změna centrální parity by vyžadovala souhlas Evropské centrální banky. Vstupní kurz do eurozóny by byl již neodvolatelný. Identifikovat „konkurenceschopnou“ úroveň kurzu je složitý teoretický problém, ale ještě obtížnější by bylo vnutit zvolený kurz měnovým trhům. Tržní kurz v krátkém období reaguje hlavně na kapitálové toky, méně na intervence nebo na úrokovou politiku. Úroková politika orientovaná na kurz by se v režimu cílování inflace mohla dostat do konfliktu s inflačním cílem. A konečně,*

vstupní kurz pro přijetí do eurozóny nebude věcí jednostranného rozhodnutí České republiky, nýbrž své slovo zde bude mít také Evropská centrální banka.

Pokud by se podařilo vhodně nastavit vstupní kurz, pak setrvání ve fluktuálním pásmu $\pm 15\%$ stanoveném pro ERM II by neměl pro být českou měnu zásadní problém. Krizi sice nelze nikdy předem vyloučit, **ale v minulosti vykazovala koruna od počátku transformace pozoruhodnou míru krátkodobé a dlouhodobé kurzové stability vůči evropským měnám.** V posledních devíti letech se denní kurz vůči DEM nikdy nevzdálil více než o 15 % od původní parity, zavedené v lednu 1991.¹² Ani v měnové krizi z května 1997 nebyla tato hranice překročena - nejnižší depreciace byla zhruba 10 %. Dlouhodobá stabilita CZK vůči DEM v ročních kurzových průměrech je ilustrována v tabulce 3.

Tabulka 3
Kurz CZK vůči DEM (roční průměry)

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
CZK/DEM	17,80	18,10	17,64	17,55	18,52	18,06	18,28	18,33	18,86

Pramen: ČNB.

Taková dlouhodobá stabilita měla i své náklady. Původní „polštář“ konkurenceschopnosti z roku 1990 byl vyprázdněn v roce 1993 a od té doby představovala reálná apreciaci pro české firmy značné břemeno. V tomto ohledu byly vystaveny náročnějšímu prostředí než např. firmy v Polsku nebo Maďarsku, tedy v zemích, které aplikovaly posuvné zavěšení (crawling peg). Navíc na rozdíl od Polska či Maďarska v ČR inflace nebyla tak vysoká, aby smazala staré dluhy podnikové sféry (díky tomu na druhé straně byly zde více chráněny úspory obyvatelstva). Lze říci, že v české ekonomice v první dekádě transformace relativně větší část nákladů transformace dopadla na firmy a relativně menší část na domácnosti (ve srovnání se zmíněnými dvěma zeměmi). Proto také není zcela korektní interpretovat nedokončenou institucionální a vlastnickou transformaci jako jediný zdroj současných problémů českých firem a bank. Roli hrálo i to, že cenu za ekonomickou transformaci v ČR zatím platil hlavně podnikový sektor. V poslední době nastala situace, kdy toto břemeno je pro firmy - a následně i pro banky - tak velké, že bude nutno záchrannými programy placenými ze státního rozpočtu přesunout jeho část na domácnosti, které v minulosti díky nízké inflaci, stabilní vnější hodnotě měny a nízké nezaměstnanosti byly více chráněny (oproti např. Polsku a Maďarsku).

Pro vstup do EU a eurozóny je zkušenost se stabilní měnou přínosem. Málo se oceňuje, že **česká ekonomika není navyklá používat po dlouhá léta kurz jako permanentní nástroj podpory konkurenceschopnosti.** České podniky byly od roku 1993 nuceny čelit reálné apreciaci zvyšováním produktivity. Dnes česká ekonomika nepotřebuje dlouhé čekání v ERM II, aby si otestovala, zda je schopna fungovat bez permanentních kompetitivních devalvací. Pokud se vyhne příliš apreciovanému vstupnímu kurzu do ERM II, neměl by pro ni být alespoň z tohoto hlediska vstup do eurozóny problémem.

Podstatná zůstává otázka **adekvátnosti společné měnové politiky pro českou ekonomiku.** Pokud by svazek s eurozónou představoval pro ČR optimální měnovou oblast, byla by to ideální cesta konvergence k úrovni EU. Tato otázka však byla

¹² Denní kurzy během měnové krize 1997 viz např. Dědek (2000) nebo Šmídová (1998)

dosud málo zkoumána (ostatně nehrála rozhodující roli ani pro země zakládající eurozónu, jejíž vznik byl převážně politickým rozhodnutím). Důležitá jsou v tomto ohledu dvě hlavní hlediska: synchronizace českého ekonomického cyklu s cyklem eurozóny a symetrie, s níž by vnější šoky zasahovaly stejně českou ekonomiku jako ostatní členy měnové unie. Pokud synchronizace a symetrie nebudou dány, bude společná měnová politika v některých obdobích nevhodná z hlediska situace české ekonomiky (může např. prohlubovat domácí cyklus). Potřebná by pak byla existence dalších adaptačních mechanismů zmírňujících dopad cyklu nebo šoku, zejména flexibilita cen výrobních faktorů a mobilita výrobních faktorů přes hranice (oběma směry). Pokud by absentovala i flexibilita a mobilita, pak jediné fiskální transfery by mohly zmírnit dopad asynchronního cyklu nebo asymetrického šoku na českou ekonomiku, nezmiřněný nebo ještě posílený společnou měnovou politikou, která se nemůže přizpůsobovat jednotlivým zemím. Fiskální transfery jsou však v eurozóně vázány společnými pravidly a nesmí překročit hranice tolerovatelné pro celé společenství.

Dalo by se očekávat, že při silných obchodních svazcích ČR se zeměmi eurozóny se synchronizace cyklu prosadí. Ve vztahu k hlavnímu obchodnímu partneru, Německu, se prozatím jeví, že český HDP je spíše korelován s německou průmyslovou výrobou než s německým HDP. Nedávná studie zpracovaná v ČNB (viz Cincibuch, Vávra, 2000) sice naznačila rostoucí míru synchronizace českého cyklu s Německem i s Evropskou unií, ale údaje o českém cyklu nejsou dostatečně dlouhodobé, aby umožnily definitivní závěry. Pokud jde o tendenci k asymetrickým šokům, tatáž studie poskytla smíšený obraz, opět na základě dat, která nejsou dostačující, s tím, že pravděpodobnost asynchronních šoků může být i v budoucnu zvyšována některými specifickými transformačními problémy české ekonomiky. Legitimní otázkou je, zda by česká ekonomika byla schopna fungovat bez vzednutí inflace, při obecně nižší úrovni oficiálních úrokových sazeb panujících v eurozóně. Příliš vysoký inflační diferenciál české ekonomiky by škodil celé měnové unii a podkopával by konkurenceschopnost českých výrobců. Lze ovšem očekávat, že i při stejné oficiální sazbě by odvozené sazby na českém peněžním trhu byly vyšší v důsledku vyšší požadované rizikové prémie.

Dlouhodobým jádrem problému inflačních diferenciálů je proces konvergence **cenových hladin a nápravy relativních cen** (viz Janáčková, 1999). Zatímco relativní ekonomická úroveň ČR činila v roce 1999 59 % průměru EU, její relativní cenová úroveň byla 39 % (podle posledních odhadů OECD). Je zřejmé, že bude muset docházet ke konvergenci cenových hladin jak před, tak i po vstupu do EU a tento proces nebude dokončen před předpokládaným vstupem do měnové unie. Obdobná je situace i v ostatních kandidátských zemích, které také mají nižší relativní ekonomickou úroveň i cenovou hladinu než je průměr EU.

V tranzitivních ekonomikách včetně České republiky je potřebná poněkud vyšší míra inflace pro snadnější průběh četných změn relativních cen, směřujících k nápravě počátečních distorzí cenových relací zděděných z minulosti. Většina rychlých korekcí relativních cen proběhla v první fázi transformace, po počáteční cenové deregulaci. Cenové deregulace však ani deset let poté nejsou dokončeny. Teprve po odeznění jejich dopadu do relativních cen získají změny cenových relací pomalejší tempo. Budou však stále rychlejší než ve vyspělých ekonomikách, pokud bude v ČR probíhat proces dohánění technické a ekonomické úrovně EU. Souvislost mezi častějšími změnami relativních cen a vyšší inflací spočívá na předpokladu, že ceny jsou ve své většině méně pružné směrem dolů. Tento předpoklad plyne z historické zkušenosti, i když pro něj nejsou empirické důkazy zjištěné přímo ze

současné české ekonomiky. Příliš přísná protiinflační politika by mohla zpomalit potřebnou korekci relativních cen.

Také v důsledků tzv. Balassova-Samuelsonova efektu¹³ bude proces dohánění zemí EU doprovázen v ČR i v ostatních tranzitivních ekonomikách konvergencí jejich cenových hladin k průměru EU. **Po vstupu do ERM II a zejména do eurozóny již konvergence cenových hladin nebude moci jít cestou nominální apreciacie kurzu, nýbrž bude probíhat prostřednictvím inflačních diferenciálů.** Lze očekávat, že dohánění a konvergence cenových hladin budou postupné procesy, rozprostřené do dlouhého období. Proto nutně nebudou implikovat inflační diferenciály velkých rozměrů oproti vyspělejším zemím EU. Mírné inflační diferenciály však je nutno očekávat. Budou-li plynout z rychlejšího růstu produktivity v obchodovatelném sektoru, z růstu kvality a z rychlých výrobních inovací, neohrozí konkurenceschopnost výrobců z tranzitivních ekonomik. Mírné inflační diferenciály existují i dnes mezi členy eurozóny v důsledku rozdílů v jejich ekonomické úrovni a neúplné synchronizace hospodářského cyklu. Konvergence ekonomických úrovní bude nadále probíhat i mezi dnešními členy měnové unie: budou zde země s úrovní inflace nad celkovým harmonizovaným cenovým indexem eurozóny a jiné s inflací nižší. Z tohoto hlediska nebudou budoucí noví členové představovat žádnou zásadní výjimku. Jejich dohánění průměru bude vyžadovat dlouhý čas a budou tedy v delším období mezi zeměmi s vyšší mírou inflace. Ale relativní ekonomická váha potenciálních nových členů, a tedy i jejich váha v celkovém harmonizovaném indexu inflace, nebude rozhodující.¹⁴

Evropská centrální banka, alespoň podle svého současného postoje (počátek roku 2000), je explicitně proti jakémukoli vniknutí kandidátských zemí střední Evropy do eurozóny zkratkou nebo zadními vrátky. Česká ekonomika bude pravděpodobně muset projít celou standardní cestou přes vstup do EU, nejméně dvouleté členství v ERM I! a splnění Maastrichtských kritérií bude-li se chtít dostat do eurozóny. Během této doby bude Česká národní banka nadále zodpovědná za provádění vhodné měnové politiky. Nikdo nám nezaručí imunitu proti měnovým krizím a mezinárodní nákaze. Nebudeme mít plnou kontrolu nad kurzem měny. A není žádný kurzový režim, který by České národní bance zabezpečil plnou měnově politickou autonomii na vnějším okolí. Proto nikdy nebude mít tak dokonalou kontrolu nad inflací, jak by si přála. Žádoucí tedy zřejmě budou spíše pružnější a méně ambiciózní postoje, reflektující i náklady měnově politických kroků.

¹³ Roste-li v procesu dohánění produktivity v obchodovatelném sektoru ekonomiky rychleji než v zahraničí, nedokáže růst produktivity v neobchodovatelném sektoru zpravidla držet stejné tempo. Nižší mzdy v neobchodovatelném sektoru mají naopak tendenci růst téměř stejně rychle jako v sektoru obchodovatelném. V neobchodovatelném sektoru tak vzniká mezera mezi růstem produktivity a mezd, která je zde zdrojem vyšší míry inflace. Z to ho plyne i vyšší míra inflace v celé ekonomice oproti zahraničí. Proto vykazují dohánějící země obvykle určitý kladný inflační diferenciál oproti technologickým vůdcům. V dohánějících zemích tak ekonomická úroveň, úroveň produktivity i cenová hladina společně konvergují k úrovni vyspělejších zemí.

¹⁴ Někteří finanční odborníci ze zemí EU reflektují tento problém a uvažují, že bude žádoucí, aby po přijetí dnešních tranzitivních ekonomik do eurozóny upravila Evropská centrální banka svůj orientační cíl pro inflaci směrem nahoru, aby nebrzdila proces dohánění u nových členů.