

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelsví Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 215 93 203

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences of the Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences of the Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Tomáš HOLUB: Analýza inflace v ČR . . .705

Stanislava JANÁČKOVÁ: Cesta do Evropské unie: vybrané problémy konvergence v měnové oblasti 721

Růžena VINTROVÁ: Mezinárodní pozice a konkurenční schopnost ČR – Srovnání makroekonomických ukazatelů s EU 734

Ze zahraničí

Anton MARCINČIN: Manažéri a politici: model slovenskej privatizácie – 2. časť . . .743

Recenze

Martin ČIHÁK: Svět podle Beckera (G. Becker) 756

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 20-21/97 759

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu Finance a úvěr za rok 1997

CONTENTS

Tomáš HOLUB: Analysis of Czech Inflation 705

Stanislava JANÁČKOVÁ: European Union Accession: Selected Topics in Monetary Policy 721

Růžena VINTROVÁ: The Czech Republic's International Position and Competitiveness 734

Abroad

Anton MARCINČIN: Managers and Politicians: Model of Slovak Privatisation (2nd Part) 743

Book-Review

Martin ČIHÁK: The World According to Becker (G. Becker) 756

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation: No 20-21/97 759

In the middle of this issue:

Journal Year Index for 1997

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Doc. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacsek, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Doc. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mičoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Cesta do Evropské unie: vybrané problémy konvergence v měnové oblasti

Stanislava JANÁČKOVÁ*

Česká republika usiluje o přijetí do Evropské unie v prvním desetiletí příštího století. Na této cestě ji čeká řada složitých úkolů. Na jedné straně stojí zásadní úkol přiblížit se průměrné úrovni Evropské unie v produktivitě a hrubém domácím produktu na hlavu. To je stránka, která bývá nazývána „reálnou konvergencí“. Na druhé straně má konvergence k Evropské unii také svou měnovou stránku – a právě jí je věnován tento příspěvek. Zabývá se třemi vybranými problémy podstatnými pro první etapy integračního procesu: pro etapu příprav na přijetí do EU a pro období členství v tzv. „vnějším okruhu“ zemí EU, které nebudou patřit k Evropské měnové unii.

Prvá část diskutuje otázky vazby kurzu koruny na euro, vstupu do mechanismu měnových kurzů „ERM II“ po přijetí ČR do Evropské unie, možnosti návratu k pevnému kurzu a jeho případného použití jako mezipíle pro měnovou politiku. Druhá část shrnuje některé předběžné poznatky o transmisních mechanismech měnové politiky v zemích EU a v České republice a naznačuje potřebu další konvergence v této oblasti. Poslední, třetí část se zabývá měnovou politikou, která je připravována pro stabilitu eura. Ta bude pro ČR velmi důležitá od samého počátku existence eura.

Vazba kurzu CZK na euro, vstup do ERM II a problém návratu k pevnému kurzu

Od DEM k euru a do ERM II

Když byl v květnu 1997 zrušen flukтуаční interval kurzu koruny, byla česká měna prakticky ponechána jako „plovoucí“, v určitých hranicích, které ČNB přesněji nespecifikovala. Současně byla také vazba na koš DEM a USD nahrazena režimem, v němž je kurz koruny stanovován vůči německé marce. České podniky se nyní musejí přizpůsobovat větší volatilitě kurzu k DEM, ale zejména k USD a dalším měnám. Technicky by tedy budoucí přechod od DEM k euru jako měně, vůči níž je stanovován kurz CZK, neměl přinést velké dodatečné adaptační problémy – až na administrativní náklady, které ponесou zejména banky.

To však bude jen první krok, technicky vynucený „zmizením“ německé marky, k němuž s největší pravděpodobností dojde v červnu 2002. Tento

* Ing. Stanislava Janáčková, CSc. – Institut ekonomie ČNB

krok bude nutný bez ohledu na osud úsilí ČR o vstup do EU. Přijetí do EU – řekněme kolem roku 2005 – přinese nutnost vstupu do mechanismu měnových kurzů (Exchange Rate Mechanism, ERM), který má být po vzniku Evropské měnové unie (EMU) zaveden pro členy EU neparticipující v EMU (tzv. „vnější okruh“ zemí EU). Tento mechanismus je označován jako ERM II, na rozdíl od nyní existujícího mechanismu ERM. Není zatím jasně stanoveno, zda přijetí do EU a vstup do ERM II budou muset proběhnout v totéž okamžiku – existuje určitá možnost, že by mohlo jít i o dva následné kroky. Diskutuje se i varianta dobrovolnosti členství v ERM II nebo zavedení „ERM III“ – speciálního mechanismu pro nově přijímané země, s odlišnými pravidly. Tyto varianty se však zatím nejeví jako příliš pravděpodobné.

Předpokládejme, že ihned nebo brzy po přijetí do EU bude ČR čelit úkolu zařadit se do ERM II. Jaké by to mělo důsledky pro českou měnovou politiku?

ČR v každém případě musí být připravena na to, že členství v ERM II nám přinese větší závislost na měnověpolitických rozhodnutích přijímaných v rámci Evropské měnové unie. V ERM II se pro členskou měnu zatím počítá s flukтуаčním intervalem $\pm 15\%$ vůči euru – což může být interval dosti široký na to, aby umožnil členům určitou míru autonomie měnové politiky, včetně volby samostatného měnového mezicíle, který bude působit vedle vazby kurzu na euro. Nicméně členství v ERM II vytvoří silnou asymetrickou vazbu: očekává se, že země Evropské měnové unie nebudou mít povinnost intervenovat na pomoc udržení kurzů měn ERM II v požadovaném intervalu; na druhé straně však si Evropská centrální banka hodlá vyhradit právo spolurozhodovat o jakékoli změně oficiální centrální parity členské měny ERM II vůči euru.

Členové ERM II tak budou prostřednictvím kurzu vždy do jisté míry záviset ve své měnové politice na rozhodnutích Evropské centrální banky, aniž by měli možnost tato rozhodnutí ovlivňovat. Zároveň budou vázáni k osudu eura, aniž by se zúčastnili výhod společné měny.¹

Příprava na vstup do ERM II – v souvislosti s přijetím do EU – bude vyžadovat, aby byla česká ekonomika v takovém stavu, který jí dovolí udržovat kurz koruny v rámci povoleného flukтуаčního pásma. Ale nejen to: půjde i o to, aby česká ekonomika byla schopna vzdát se části autonomie své měnové politiky, aniž by to na ni mělo závažné nepříznivé důsledky. Klíčovou otázkou je za prvé, nakolik bude měnová politika přebíraná z oblasti eura pro českou ekonomiku vhodná nebo nevhodná (z hlediska synchronizace ekonomického cyklu s oblastí eura, z hlediska způsobu reakce české ekonomiky na případné vnější šoky a z dalších hledisek). Druhou klíčovou otázkou je, jak těsná bude vazba v rámci ERM II – kolik prostoru pro autonomní měnovou politiku bude ČNB ponecháno. Bude-li povolený flukтуаční interval $\pm 15\%$ (jak se zatím předpokládá), neměl by tento režim pro českou ekonomiku být (kolem roku 2005) ani ekonomicky nedostupný (neudržitelný z hlediska domácí míry inflace a reálné apreciace kurzu), ani nepříznivý ve svých důsledcích (zbyl by jistý prostor pro autonomní kroky).

¹ Tomu se Itálie, Španělsko a Portugalsko snaží vyhnout svým úsilím o splnění kritérií pro vstup do EMU od jejího počátku.

Složitější je otázka, zda by si Česká republika měla v blízké době – tj. ještě před vstupem do EU nebo brzy po přijetí – sama stanovit úkol návratu k pevnému kurzu nebo k užšímu fluktuativnímu pásmu, než je očekávaných $\pm 15\%$ povolených v ERM II. V rámci evropského integračního procesu se nesporně nabízejí zkušenosti řady zemí, které nejen udržují stabilní kurz, ale úspěšně jej využívají jako doplňující nebo hlavní zprostředkující cíl (mezicíl) pro svou měnovou politiku.

Zkušenosti zemí Evropské unie

Země Evropské unie s výjimkou SRN (a do jisté míry Francie) se vzdaly používání měnových agregátů typu M2, M3 apod. jako zprostředkujících cílů (mezicílů) pro měnovou politiku. Celá řada členských zemí EU úspěšně dováží cenovou stabilitu ze SRN díky tomu, že používá jako mezicíl stabilní měnový kurz k DEM. Je sice pravda, že pouze Nizozemí si pro svou měnu udrželo dvoustrannou dohodu s Německem o úzkém intervalu $\pm 2,25\%$ vůči DEM, ale v praxi se i další země EU fakticky snaží držet své měny v užším fluktuativním pásmu, než je $\pm 15\%$, nyní povolených v rámci ERM.

Stejný přístup bude pravděpodobně používán některými budoucími členy ERM II s tím, že stabilní kurz jim bude sloužit jako mezicíl pro měnovou politiku. Kurzový mezicíl přitom může buď zcela nahradit, nebo pouze doplnit mezicíl v podobě měnového agregátu (používání těchto dvou mezicílů současně ovšem často vede ke krátkodobým konfliktům mezi nimi). Kurzový mezicíl může být také kombinován s pluralitou mezicílů (tzv. multi-targeting) nebo s konečným cílem stanoveným přímo jako dosažení určité dané nízké míry inflace.

Spolu s určitým „soumrakem“ používání měnových agregátů jako mezicílů lze v EU pozorovat také posun v *operačních cílech*, které jsou stále častěji spíše než jako množství definovány jako ceny – důraz se přesouvá od objemů peněžních prostředků k úrokové míře jako ceně peněz. Zároveň některé centrální banky (příkladem je Banque de France) kladou vyšší důraz na nepřímé *nástroje* měnové politiky. Od centrálně stanovovaných úrokových sazeb, bilaterálních vztahů mezi centrální bankou a komerčními bankami (diskont a lombard, někdy ještě množstevně omezený) a vysokých povinných minimálních rezerv se důraz přesouvá na nepřímé ovlivňování úrokových sazeb a na multilaterální vztahy, v nichž se centrální banka chová spíše jako neprivilegovaný účastník trhu. Diskont, lombard a povinné rezervy se pak stávají doplňkovými nástroji nebo přebírají spíše signální roli.

V zemích EU se tak dosti široce prosadila tendence spojovat nástroje a operativní cíle založené na úrokových sazbách s kurzovým mezicílem měnové politiky. Kurz jako jediný mezicíl je úspěšně používán např. Belgií, Nizozemím a Rakouskem. Francie ještě oficiálně používá kombinaci kurzového mezicíle se střednědobým mezicílem v podobě měnového agregátu.² Španělsko a Finsko kombinují kurzový mezicíl s přímým inflačním cílem. Velká Británie a Švédsko naproti tomu používají přímé inflační cíle s volně pohyblivým kurzem. Také Řecko má volně pohyblivý kurz. Německo je jedi-

nou zemí Evropské unie, která se plně spoléhá na měnový agregát jako mezicíl měnové politiky – ovšem s tak vysokou mírou pragmatismu, že to někteří nezávislí odborníci označují za „multitargeting“ (za faktickou pluralitu mezicílů nebo za politiku založenou na sledování všech makroekonomických agregátů).

Postavení České republiky

Také v České republice docházelo a dochází k postupnému přechodu k nepřímým nástrojům měnové politiky. Rostoucí roli hraje ovlivňování úrokových sazeb pomocí repo sazby. Měnový agregát M2 nebyl oficiálně jako mezicíl měnové politiky ČNB opuštěn, ale obtíže s dodržováním stanovených hodnot mezicíle a pochybnosti o jeho stabilním vztahu k HDP vedou při praktickém provádění měnové politiky stále více ke sledování širšího vějíře makroekonomických ukazatelů. V poslední době ČNB podnikla kroky, které lze v rámci M2 jako mezicíle označit za extrémně restriktivní – nechala tempo růstu M2 klesnout na polovinu mezi roky 1995 a 1996 a dále klesat v prvním pololetí 1997.

Pokud jde o kurz české koruny, byl na počátku transformace udržován stabilní po více než pět let (od ledna 1991 do února 1996). S postupnou liberalizací kapitálových toků podkopávala stabilita kurzu autonomie měnové politiky ČNB. Vycházejíc z přesvědčení, že transformující se česká ekonomika ještě autonomní měnovou politiku potřebuje, zavedla ČNB v únoru 1996 flukтуаční interval v rozsahu $\pm 7,5\%$ beze změny centrální parity kurzu. V květnu 1997 pak došlo ke spekulativnímu útoku na českou korunu a jasně definovaný flukтуаční interval musel být opuštěn. ČNB nicméně oznámila, že v delším období hodlá opět usilovat o to, aby udržela kurz koruny v určitých mezích vůči DEM (současný kurzový režim je tedy určitou formou řízeného floatingu).²

Vyvstává nyní otázka, zda – resp. za jakých podmínek – by česká ekonomika měla začít znovu usilovat o těsnější stabilizaci měnového kurzu – a případně i začít používat stabilní měnový kurz (pevnou vazbu nebo úzký interval k DEM a později k euru) jako mezicíl své měnové politiky, tak jak to dělají některé země Evropské unie.

Teoreticky hovoří pro tuto politiku především fakt, že ČR je malou a vysoce otevřenou ekonomikou. Pokud si DEM i euro podrží schopnost zajišťovat nízkou míru inflace, pak by v ČR teoreticky mohl stabilní kurz CZK/DEM

² Někteří odborníci Banque de France uvádějí, že mezicíl v podobě měnového agregátu je nutný, protože ve Francii mají domácí ekonomické aktivity vyšší váhu než aktivity spojené se zahraničním obchodem. Přesto jiní odborníci též banky tvrdí, že měnový mezicíl již ztratil svůj význam pro praktickou měnovou politiku Banque de France a že kurzový mezicíl postačuje k zajištění cenové stability. Uvádějí, že i když Francie patří mezi velké ekonomiky, její otevřenost je tak vysoká, že dovoluje dosahovat cenové stability prostřednictvím dovozních cen – pokud se daří udržet kurz vůči DEM a současně i bránit mzdovým inflačním tlakům.

³ Před tímto krokem a stejně tak i po něm měly kapitálové toky větší vliv na kurz koruny než tzv. „fundamentals“ – základní makroekonomické charakteristiky české ekonomiky. Nejprve kapitálové pohyby vyhnaly kurz koruny nahoru do apreciačního pásma bez ohledu na rostoucí deficit obchodní bilance, potom jej náhle stlačily dolů, se silnou tendencí k přestřelení. Poté co spekulativní útok odezněl, má koruna do současnosti (září 1997) tendenci pohybovat se kolem dolní hranice bývalého flukтуаčního intervalu, bez intervencí centrální banky, ale za tu cenu, že ČNB udržuje vysoké úrokové sazby.

nebo CZK/euro mít dostatečný vliv na celkovou domácí cenovou hladinu v tom směru, aby se dosahovalo nízké míry inflace. Jednalo by se o určitou dobu použití kurzové kotvy z prvních let transformace: stabilní kurz by znovu stabilizoval ceny dovážených vstupů, a tím i část výrobních nákladů. Stabilní ceny dováženého spotřebního zboží by vytvářely konkurenční tlak na domácí výrobce. Stabilní kurz by nutil vývozce, aby si hlídali své výrobní náklady. Pokud by kurz byl navíc využíván jako jediný mezicíl měnové politiky, měla by centrální banka i jasné pravidlo pro svou politiku.

Problémem automatického uplatnění tohoto teoretického schématu je, že česká ekonomika je dnes v jiné situaci, než byla na počátku transformace – ale také v jiné situaci, než jsou vyspělé členské ekonomiky EU. Oproti počátku transformace se dnes česká ekonomika pohybuje v režimu liberalizovaných kapitálových toků, které dosahují značných objemů a v určitých obdobích mají na kurz CZK větší vliv než vývoj obchodní bilance. V tomto režimu vede udržování stabilního kurzu ke ztrátě autonomie měnové politiky, což je stav, se kterým ČNB bojovala před zavedením flukuačního intervalu. Pro blízkou budoucnost je tedy nutné vážit, zda by podobná situace nepřinášela české ekonomice zatím opět více nákladů než výhod.

Pro stabilizované tržní ekonomiky je obecným teoretickým rámcem pro posuzování možnosti přebírat měnovou politiku jiné země (zemí) teorie optimálních měnových zón.⁴ Tato teorie se sice vztahuje k otázkám zavádění jednotné měny, ale její závěry lze v měkčí podobě uplatnit i na problematiku používání národních měn s pevnými kurzy. Relevantní je v tomto směru zejména pohled na optimální měnové zóny odvozený od Roberta Mundella⁵, který si klade otázku, kdy je pro určitou skupinu zemí přijatelná jednotná měnová politika. Závěr zní: aby země mohly používat stejnou měnovou politiku (vzdát se v tomto směru autonomie), měly by mít navzájem synchronizovaný hospodářský cyklus a také shodně reagovat na vnější ekonomické šoky, kterým mohou být vystaveny. Pokud tyto podmínky nejsou splněny, klade jednotnost (přejímání) měnové politiky vysoké nároky na pružnost pracovních trhů daných zemí. Např. když hospodářský cyklus není synchronní a neexistuje široká možnost přesunu pracovních sil ze země, která je právě postižena depresí, do země, která je právě ve fázi růstu, a zpět, vedlo by používání shodné měnové politiky k velkým hospodářským otřesům.

Vysoká otevřenost české ekonomiky vůči trhu SRN a Evropské unie vytváří jistě do budoucna podmínky pro synchronizaci hospodářského cyklu s těmito zeměmi. O cyklickém vývoji české ekonomiky však toho zatím víme příliš málo, než aby bylo možné dělat definitivní závěry: ČR zatím neprošla typickým ekonomickým cyklem, cyklický pohyb v české ekonomice byl spojen především s transformačním procesem. Podobně nezřetelná je otázka, zda by dopad nějakého vnějšího šoku (jakékoli destabilizace mezinárodních obchodních toků) na českou ekonomiku byl srovnatelný co do směru a tvrdosti s jeho dopadem na SRN nebo další země Evropské unie. Existují zde tedy na makroekonomické rovině důvody pro opatrnost při rezignaci na možnost autonomní měnové politiky.

To na druhé straně nikterak neznamená, že by kurz měl být v ČR záměrně používán jako nástroj pro nápravu nedostatků v transformaci mik-

⁴ Blíže viz [Janáčková 1997].

⁵ Viz [Mundell 1961].

roekonomické sféry – pro snahu o opakovanou částečnou obnovu vývozní konkurenční schopnosti nedostatečně efektivních podniků. Dokonce ani výhody stabilního kurzu na mikroekonomické úrovni – pro zahraničněobchodní vztahy podniků – by neměly být absolutizovány. I dlouhodobě stabilní kurz vůči rozhodujícím obchodním partnerům snižuje adaptabilitu podniků a může vést k přílišné obchodní orientaci na určité teritorium a uzavírání se vůči zbytku světa. To je ostatně situace, která do určité míry hrozí Evropské unii po zavedení jednotné měny – totiž že se bude následně stávat „optimální měnovou oblastí“ ve smyslu její alternativní, McKinnonovy definice.⁶

V České republice by otázka udržování pevného kurzu měla být posuzována spíše z makroekonomických hledisek – pro jeho protiinflační, stabilizační potenciál – a z hlediska možnosti jeho případného používání jako hlavního (jediného?) mezicíle měnové politiky v budoucnu, v souladu se zkušeností řady zemí EU. K tomu však v ČR nestačí posuzovat synchronizaci cyklu, pružnost pracovního trhu a další otázky relevantní pro stabilizované tržní ekonomiky. V české ekonomice, která ještě neskončila transformaci a vyznačuje se vyšší mírou inflace, by pro dlouhodobě udržitelnou stabilizaci kurzu měly být nejprve odstraněny některé překážky.

V současnosti je část (odhaduje se, že zhruba jedna třetina) domácí míry inflace spojena s postupnou deregulací zbytku cen. Tento proces nezahrnuje jen jednorázový růst cenové hladiny po každé deregulaci určité skupiny cen, nýbrž také následné druhotné změny, kdy se původní změna promítá do dalších cenových relací a prostupuje tak postupně celou ekonomikou. Také druhotné změny relativních cen mají – při nižší pružnosti cen směrem dolů – tendenci zvyšovat míru inflace, a to v průběhu delšího období. Celá tato část inflace není zvládatelná měnovou politikou a sama o sobě již implikuje určitý inflační diferenciál oproti zemím EU, a tedy i určitou reálnou apreciaci koruny. Inflační diferenciál ztěžuje udržení stabilního nominálního kurzu a vynucuje si i potřebu autonomie měnové politiky. Faktor vyšší domácí inflace plynoucí z deregulací by mohl být kompenzován jediné tehdy, pokud by ČR současně dosahovala i výrazně vyšších temp růstu produktivity než země Evropské unie při nižších tempech růstu reálných mezd.

Dalším problémem je vnější nerovnováha – vzájemně související, ale občas protichůdné tlaky kapitálových toků a deficitu zahraničního obchodu na kurz koruny. I když se tendence k růstu obchodního deficitu od druhého čtvrtletí 1997 zastavila a lze očekávat jeho postupnou stabilizaci a pokles, vyžádá si obnovení vnější rovnováhy ekonomiky ještě určitý čas. Do té doby trvá zvýšené nebezpečí, že kapitálové toky vytlačí kurz koruny směrem, který neodpovídá vývoji fundamentálních veličin, a že korekce bude spojena s přestřelováním.

Neškodí také uvědomit si, že země EU, které úspěšně používají stabilní kurz k protiinflační měnové politice (k dovozu cenové stability), zároveň

⁶ Ta definuje optimální měnovou oblast jako oblast vylučující jakoukoli volatilitu kurzu vůči kterémukoli teritoriu, s nímž se obchoduje. Společná měna by měla pokrývat tak velkou oblast, že všechna zboží tam vyráběná by byla předmětem jen vnitřního obchodu – byla by navenek neobchodovatelná [McKinnon 1963]. Je zřejmé, že toto nemůže být případ Evropské měnové unie – alespoň ne na jejím počátku. Samo její ustavení však může později působit uvedeným směrem: vytvoří silné podněty pro to, aby mezinárodní obchod uvnitř EMU byl preferován před obchodem s jinými zeměmi, v němž bude přítomno kurzové riziko. Je však otázka, zda uzavírání se do „pevnosti Evropa“ bude efektivní.

velmi nekompromisně bojují proti domácí mzdové inflaci. Důchodová politika a metody limitování mzdového růstu – používané se souhlasem odborů např. ve Francii nebo v Belgii – tvoří situaci nesrovnatelnou se stavem v ČR. Zde bude pro zamezení mzdové inflace podstatné, zda se podaří změnit chování manažerů i odborů a udržet příznivější relaci mezi vývojem mezd a produktivity práce.

V ČR je zatím nedostatečně vyvinutý kapitálový trh, což činí české podniky vysoce závislými na bankovních úvěrech. V této situaci může stejná změna úrokových sazeb mít doma podstatně restriktivnější vliv než v zahraničí. I to je z hlediska možnosti vzdát se autonomie měnové politiky určitý problém.

Můžeme shrnout, že pro návrat k politice stabilního kurzu – a jeho případné použití jako mezicíle měnové politiky po vzoru některých zemí EU – by byla vysoce žádoucí předchozí korekce některých současných rysů české ekonomiky spojených s nedokončenou transformací. Jak bude ukázáno v následující subkapitole, je významným aspektem návratu k stabilnímu kurzu také další konvergence transmisního mechanismu měnové politiky v ČR k mechanismu typickému pro země EU. V každém případě bude kurzová politika nejbližší budoucnosti otázkou vážení nákladů a výhod, ale i reálné dostupnosti alternativních kurzových režimů.

Transmisní mechanismy měnové politiky

Významnou podmínkou jednotné měnové politiky je vzájemná konvergence transmisních mechanismů, kterými měnová politika ovlivňuje ekonomiku. Evropský měnový institut (EMI) jako předchůdce Evropské centrální banky nyní intenzivně studuje transmisní mechanismy měnové politiky v jednotlivých zemích Evropské unie. Studie zahrnují transmisní mechanismy od nástrojů a operativních cílů ke zprostředkujícím cílům, ale zejména se zabývají konečnou transmisí měnové politiky jak do cen, tak do reálného výstupu (produktu). U většiny zemí Evropské unie se projevují určité společné rysy, které lze podle předběžných výsledků zhruba shrnout takto:⁷

- Přechodná zvýšení krátkodobých úrokových sazeb vedou k *dočasnému* poklesu reálného výstupu a *trvalému* poklesu cenové úrovně oproti základnímu scénáři.

- Změny krátkodobých sazeb mají nejprve větší vliv na reálný výstup a později na ceny.

- Zpožděná reakce úrovně *výstupu* začíná být významná zhruba po dvou čtvrtletích, vrcholí po pěti až šesti čtvrtletích a odhaduje se, že je plně anulována až po zhruba třech letech. Zhruba pět čtvrtletí trvá, než se *cenová úroveň* významně pohne žádoucím směrem, a dosažení plného efektu v cenové úrovni zřejmě vyžaduje až čtyři roky.⁸

Ačkoliv jsou výše citované výsledky předběžné a EMI provádí další studie, některé jiné analýzy došly k podobným výsledkům. Např. v ekonomie-

⁷ Citováno podle [Moutot 1996, s. 17–18]. (Philippe P. Moutot stojí v čele Stage Three Division, European Monetary Institute.)

⁸ Odhad časových zpoždění je založen na stati [Gerlach – Smeets 1995].

trickém modelu Banque de France má zvýšení intervenčních úrokových sazeb negativní, byť dočasný, efekt na reálnou ekonomickou aktivitu v prvních třech následujících letech (v rozsahu $-0,18$, $-0,36$ a $-0,2$ % HDP). Po třech letech je výsledná hladina nižší přibližně o 0,3 až 0,4 %.⁹

Není bez zajímavosti pokusit se o srovnání s některými studiemi transmissního mechanismu měnové politiky v České republice. Půjde o studie, které zpracovali Janáček a kol., Čihák, Bulíř, Izák, Guba, Stiller, Arlt a Holub.¹⁰ Tyto studie zkoumají vliv měnové politiky prostřednictvím změn M2 jako oficiálně vyhlášeného mezicíle ČNB. Přes různost ekonomických modelů použitých jednotlivými autory je možné alespoň některé výsledky shrnout takto:

- restriktivní opatření (např. zvýšení sazby povinných minimálních rezerv) se odrazí na vývoji M2 až se zpožděním: po 6 měsících je dopad na peněžní zásobu teprve polovinou konečného dopadu (Janáček a kol.);
- změny temp růstu M2 mají *dočasný* efekt na reálný výstup a *trvalý* efekt na ceny (Čihák – Janáček);
- restrikce růstu peněžní zásoby působí *nejprve* na reálný výstup, teprve *později* na ceny (Čihák – Janáček);
- zpoždění ve vztahu k *výstupu* je 3 až 6 měsíců, zpoždění ve vztahu k *cenám* je až 12 měsíců (Janáček a kol.). Přesnější odhady zpoždění ve vztahu k cenám i období, ve kterém je účinek změny peněžní zásoby na ceny nejsilnější, se nicméně u různých autorů značně liší (srovnej např. Bulíř vs. Holub);
- efekt měnové restrikce na ceny je *nízký* – v minulosti byl pouze zhruba třetinou rozsahu monetární restrikce (Janáček a kol.) nebo ještě nižší (Holub);
- vztah mezi měnovou zásobou a cenami je *slabší*, než by bylo žádoucí, takže inflaci mohou ovlivnit jen větší změny měnové zásoby (Guba, Stiller a Arlt);
- k vysvětlení vývoje inflace je nutné brát v úvahu také další faktory. Jedním z nich je vztah *mezd* a produktivity práce, zejména v krátkém období (při zpoždění 1–3 měsíců – Janáček a kol., Holub). Byly vysloveny i názory, že vztah mezi peněžní zásobou a cenami je slabší než vztah mezi peněžní zásobou a mzdami (Izák).

Srovnání s transmissním mechanismem v zemích Evropské unie je poněkud ztíženo tím, že EMI nepracoval s peněžní zásobou, ale přímo s úrokovými sazbami. Můžeme však oba okruhy analýz interpretovat obecněji jako důsledky zpřísnění měnové politiky. Na tomto základě lze soudit, že česká ekonomika sdílí určité společné rysy typické pro země EU. Peníze nejsou v krátkém období neutrální ve vztahu k výstupu – měnová politika tedy ovlivňuje nejen cenovou hladinu, ale také reálný produkt, i když jen dočasně. Vliv měnových opatření na cenovou hladinu je naproti tomu trvalý, ale přichází až po delším zpoždění. Mezi ČR a zeměmi EU nicméně mohou existovat výrazné rozdíly v délce jednotlivých časových zpoždění, ale zejména v síle vlivu měnové politiky na inflaci.

⁹ Viz [Cousseran – Pfister – Nadal 1997]. Tyto výsledky jsou nicméně zčásti předurčeny značně keynesiánskými předpoklady modelu, který Banque de France používá.

¹⁰ Viz [Čihák – Janáček 1996], [Janáček a kol. 1997], [Bulíř 1996], [Bulíř 1997], [Guba – Stiller – Arlt 1997], [Izák 1997], [Holub 1997].

Uvedené srovnání má některé významné implikace. Především by nás nemělo příliš překvapovat, že měnová restrikce zpomaluje reálný výstup – v ČR stejně jako v zemích EU. V České republice se to projevilo zejména po restriktivních opatřeních ČNB přijatých v roce 1996: ve svém prvním dopadu přispěla tato opatření ke zpomalení reálného růstu (spolu s dalšími faktory, které působily ve stejném směru).¹¹ Zatím není zřejmé, jak dočasný tento efekt na výstup bude. V EU trvá v průměru tři roky, než je zpomalující účinek měnové restrikce na produkt anulován.

Relativně slabší vliv měnové politiky na výslednou míru inflace je v ČR dán tím, že inflace zde není čistě měnový jev. Zhruba třetina celkové míry inflace je podle odhadů následkem deregulací cen. Dalším faktorem působícím na inflaci je vztah mezi produktivitou práce a mzdami. V posledním období je pak nutné počítat i s vlivy kurzových změn. Do jisté míry však nižší efektivnost měnové politiky může být v ČR spojena také s přetrvávajícím jevem mezipodnikové zadluženosti, která dodává do ekonomiky nekontrolovatelnou likviditu.¹² V důsledku vynucených úvěrů mezi podniky je objem i cena úvěrových peněz zčásti mimo kontrolu centrální banky a navíc může zvýšení úrokových sazeb vyvolat nárůst mezipodnikového dluhu. Situaci dále komplikuje skutečnost, že i v režimu floatingu úrokové sazby slouží nejen vnitřní měnové stabilitě, ale musejí brát v potaz i vývoj úrokového diferenciálu a jeho vliv na kapitálové toky.

Další konvergence transmisního mechanismu měnové politiky v české ekonomice směrem k mechanismům typickým pro země Evropské unie je jednou z významných podmínek všech kroků směrem k užší měnové integraci – od opětovné stabilizace kurzu koruny v úzkém intervalu vůči DEM nebo euru až po případné úvahy o budoucím členství v měnové unii.

Měnová politika pro stabilní euro

Nejpozději ve chvíli, kdy začne euro působit na místě národních měn členských zemí Evropské měnové unie (červen 2002), nahradí zřejmě také pro ČR německou marku a stane se měnou, k níž bude v nějaké podobě vztahován kurz koruny. Stabilita eura bude v každém případě již od jeho zavedení pro Českou ekonomiku velmi významná. Všeobecně se doufá, že euro bude schopné zdědit pověst DEM jako měny s nízkou mírou inflace. Bude to však záviset na úspěšné měnové politice Evropské centrální banky (ECB), která převezme odpovědnost za stabilitu eura již od ledna 1999, tedy v období, kdy vedle něho budou ještě fungovat i národní měny.

Formulace měnové politiky pro společnou měnu nebude v žádném případě lehký úkol a euro si bude muset svou kredibilitu vybojovat. Na rozdíl od nynější situace řady zemí EU nebude Evropská měnová unie mít k dispozici strategii stabilního kurzu jako zprostředkujícího cíle měnové politiky, který by umožnil „dovážet“ cenovou stabilitu zvenčí. Euro se má stát silnou světovou měnou, rivalem USD a jenu – ne měnou, která by na USD nebo jen byla jakkoli vázána. Kurz eura vůči USD a jenu bude volně pohyblivý a měnová politika v rámci Evropské měnové unie bude plně autonomní. Musí

¹¹ Srovnej [Janáček – Janáčková 1997], [Čihák 1997].

¹² Srovnej [Janáčková 1995].

tedy být založena na některé z ostatních strategií, které jsou pro měnovou politiku k dispozici.

Výběr není příliš široký: volba určitého měnového agregátu jako zprostředkujícího cíle podle vzoru Bundesbank, využití reálných úrokových sazeb jako mezicíle podobně jako v USA, možnost pracovat s více mezicíli současně, resp. sledovat celý dostupný vějíř makroekonomických ukazatelů (tzv. multitargeting), nebo možnost pracovat bez explicitního mezicíle a orientovat měnovou politiku přímo podle konečného cíle vyjádřeného jako určitá konkrétní nízká míra inflace.

Z dosavadních diskuzí se vynořuje jako nejpravděpodobnější strategie pro Evropskou centrální banku využít jako mezicíl měnový agregát. Připouští se přitom, že v řadě zemí Evropské unie již došlo k destabilizaci vztahu mezi měnovými agregáty a objemem HDP, což v těchto zemích podkopalo základy pro uvedenou strategii. Nicméně někteří odborníci soudí, že pro celou skupinu zemí EMU v průměru by uvedený vztah mohl znovu platit. Předpoklad, že průměrování odstraní většinu národních odchylek a vytvoří stabilní vztah peněžní zásoby k HDP, je velmi zajímavý, zčásti i podložený empirickými výzkumy, ale teprve budoucnost ukáže, zda tato strategie bude pro euro skutečně fungovat.

Jiné možnosti se však jeví jako ještě problematictější. ECB bude zřejmě málo ochotná přijmout přímé inflační cíle jako závaznou smlouvu pro svou činnost, protože centrální banka nikdy nemá inflaci zcela pod svou kontrolou – už proto, že nemá v rukou fiskální politiku. Tato strategie je také relativně nová; většina zemí, které ji používají, ještě neprošla plným ekonomickým cyklem, takže odborníci poukazují na její neproověřenost v krizových obdobích. Navíc rozdíl oproti použití měnových agregátů jako mezicílů zde není zásadní – operativní cíle a nástroje, které jsou používány, se v obou strategiích neliší a konečný inflační cíl tak jako tak vyžaduje mít alespoň implicitní mezicíl (nebo více mezicílů).

Stejně tak ovšem není při „pragmatickém monetarismu“, jak ho v současnosti explicitně praktikuje Bundesbank, zásadní rozdíl mezi pragmatickým používáním měnového agregátu jako mezicíle a mezi zohledňováním více ukazatelů (strategií nazývanou multitargeting). A aby byly věci ještě komplikovanější, bývá i měnová politika používaná v USA označována za multitargeting, i když je především založena na reálných úrokových sazbách jako mezicíli.¹³

Z diskuzí kolem těchto otázek vyplývá prozatímní závěr, že Evropská centrální banka se bude opírat o určitý měnový agregát jako mezicíl pro svou měnovou politiku, ale bude postupovat s určitou mírou pragmatismu a bude brát ohled i na další ekonomické ukazatele.

Pokud jde o operativní cíle a o nástroje měnové politiky, bude Evropská centrální banka muset brát v úvahu rozdíly v transmisních mechanismech měnové politiky mezi členskými zeměmi EMU a hledat společný přijatelný rámec. Globalizace finančních trhů již přinesla značnou míru vzájemné konvergence národních transmisních mechanismů a samotný vznik EMU podpoří konvergenci další. S liberalizací kapitálových toků, volným přístupem bank na trhy členských zemí EMU a okamžitou informací nebudou moci národní centrální banky odpírat svým domácím bankám žádný finanční nástroj dostupný subjektům z ostatních zemí nebo naopak.

¹³ Viz [Janáčková 1996].

To je i jeden z důvodů postupného odchodu od řízení měnové politiky pomocí kvantitativních cílů, jež ve svých důsledcích omezují objem domácích úvěrů: na globalizovaných trzích taková regulace pouze umožňovala, aby cizí banky financovaly domácí ekonomické aktivity namísto domácích bank. Navíc ve většině zemí EU bankovní sektor (jehož prostřednictvím jediné může centrální banka na ekonomiku působit přímo) již ztratil hlavní pozici při financování podniků – tu dnes drží kapitálové trhy. Tento pokles zprostředkující role bank v ekonomikách zemí EU (tzv. disintermediace) vyžaduje intenzivnější dialog mezi centrální bankou a finančními trhy, přechod k nepřímým nástrojům, jež se orientují spíše na cenu než na kvantitu peněz, i větší průhlednost měnové politiky v zájmu její kredibility.

Trend k nepřímým nástrojům a k operativním cílům vyjádřeným spíše jako cena peněz (úroková sazba) se však neprosazuje ve všech zemích EU se stejnou intenzitou. Např. mezi dvěma budoucími „sloupy“ EMU – Francií a Německem – existuje v tomto směru řada rozdílů, a to z historických i institucionálních důvodů. Různé země EU také v minulosti různě přistupovaly např. k liberalizaci kapitálových toků – dlouhodobě liberální přístup v Nizozemí, liberalizace již od 60. let v SRN, oproti silné tradici dlouholeté regulace ve Francii, Itálii, Španělsku nebo Velké Británii. Známé jsou také velké rozdíly mezi budoucími členy EMU ve velikosti rozpočtových deficitů a v objemu veřejného dluhu. Tento faktor má obrovský vliv na dopad společné měnové politiky v různých zemích – běžné deficity vytěsňují kapitál ze soukromého do veřejného sektoru a naakumulovaný minulý veřejný dluh musí být financován. Další rozdíly existují v bankovních systémech, ve váze finančních trhů, ale také v chování ekonomických subjektů – v preferenci likvidity, v národních mírách úspor, v zadluženosti domácností a podniků, ale i v oblíbě užití šeků a platebních karet namísto oběživa.

Vzhledem k uvedeným rozdílům nebylo dosud vyjasněno, které konkrétní nástroje měnové politiky bude Evropská centrální banka spolu s národními bankami jednotlivých členů EMU používat. Vedle nepřímých nástrojů typu řízení úrokových sazeb na peněžním trhu se uvažuje i o diskontním a lombardním „okénku“ a o (zřejmě nízkých a možná úročených) povinných minimálních rezervách. Národní banky členských zemí budou pracovat na principu subsidiarity (vše, co může být vykonáno na národní úrovni, má na této úrovni zůstat) – ale jejich úkolem nebude tvorba měnové politiky, nýbrž pouze její vykonávání.

LITERATURA

- BLANCHARD, O. J.: Why Does Money Affect Output? A Survey. In: B. M. Friedman – F. H. Hahn (editors): *Handbook of Monetary Economics*. Vol. II. Elsevier Science Publishers, B. V. 1990.
- BULÍŘ, A.: Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu, *Finance a úvěr*, 1996, č. 1.
- BULÍŘ, A.: A přece se netočí. *Finance a úvěr*, 1997, č. 4.
- CARTELLIERI, U.: preface to: Dallmeyer, J.–Deutsch, K.–Holtzmann, H.-D.: *The Euro: A stable Currency for Europe*. Deutsche Bank Research, Sept. 1995.
- COUSSERAN, O. – PFISTER, C. – NADAL, M. J.: *The Implementation and Effectiveness of Monetary Policy*. Banque de France, International Banking and Financial Institute, Paris 1997.
- Česká národní banka: výroční zprávy.
- ČIHÁK, M. – JANÁČEK, K.: Inflace v České republice v polovině devadesátých let. *Hospodářské trendy* č. 8, Komerční banka, duben 1996.
- ČIHÁK, M.: Fluktuální pásmo koruny – pohled zpět. *Hospodářské trendy* č. 12, Komerční banka, duben 1997.
- DALLMEYER, J. – DEUTSCH, K. – HOLTZMANN, H.-D.: *The Euro: A stable Currency for Europe*. Deutsche Bank Research, Sept. 1995.
- DeGRAUWE, P.: *Monetary Union and Convergence Economics*. *European Economic Review*, April 1996.
- DUNN, R. M., Jr.: *EMU Led by the Bundesbank: In Defense of the Sceptics*. CERGE, Prague and George Washington University, U. S. A., working paper, 1996.
- European Commission: *The Czech Republic and its Integration with the European Union*. Country Study, Brussels 1995.
- GERLACH, S. – SMEETS, F.: *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from G7 Countries*. In: *Bank For International Settlements: Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*. Basle, March 1995.
- GUBA, M. – STILLER, V. – ARLT, J.: Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v l. 1993–96 (2. část). *Finance a úvěr* 1997, č. 4.
- HOLUB, T.: Analýza inflace v ČR. *Hospodářské trendy* č. 14, Komerční banka, říjen 1997.
- IZÁK, V.: Inflace, peníze a mzdy. *Finance a úvěr*, 1997, č. 4.
- JANÁČEK, K. a kol.: Česká ekonomika začátkem roku 1997. *Hospodářské trendy* č. 11, Komerční banka, únor 1997.
- JANÁČEK, K. – JANÁČKOVÁ, S.: Dilemata současné měnové politiky. *Hospodářské noviny* 15. 1. 1997.
- JANÁČKOVÁ, S.: *Monetary policy seen by Czech experience*. Institut ekonomie ČNB, Praha 1995.
- JANÁČKOVÁ, S.: *Czech Monetary Policy: Results and Challenges*. Institut ekonomie ČNB, Praha 1996.
- JANÁČKOVÁ, S.: Řízení reálných úrokových sazeb – alternativa pro měnovou politiku? *Banovníctví*, 1996, č. 10.
- JANÁČKOVÁ, S.: *European Union Accession: Selected Topics Relevant for Czech Monetary Policy*. Institut ekonomie ČNB, Praha 1997.
- McKINNON, R.: *Optimum Currency Areas*. *American Economic Review*, September 1963.
- MISHKIN, F. S.: *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. Banque de France Bulletin Digest, No. 27, Paris, March 1996.
- MOUTOT, P. P.: *Monetary Policy in Transition: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*. [Referát na konferenci Österreichische Nationalbank „Monetary Policy in Transition“, Vídeň, listopad 1996.]
- MUNDELL, R.: *The theory of optimum currency areas*. *American Economic Review*, Sept. 1961.
- OECD: *Main Economic Indicators*.

European Union Accession: Selected Topics in Monetary Policy

Stanislava JANÁČKOVÁ – Economic Institute of the CNB

The Czech Republic is striving to ready itself for European Union accession in the first decade of the coming century. This paper deals with the monetary side of convergence of the Czech economy toward that of the EU. It focuses on three specific selected topics seen as important for the period before EU accession, and for the period of membership in an "outer circle" of EU members who do not participate in the European Monetary Union.

Part one discusses the issues of joining the ERM II and the implications for intermediate targets of Czech monetary policy. Part two sums up some preliminary knowledge about the transmission mechanisms of monetary policy in EU countries and in the Czech Republic, pointing to the need for further convergence in this area. Part three discusses the issue of the stability of the Euro as the expected peg currency for the CZK.

The Czech Republic can follow the trend in monetary policy, apparent in the EU-15, toward operating targets defined as prices rather than quantities, and toward indirect instruments of monetary policy. It is justified to expect that Czech economy will be ready to join the ERM II at the moment of EU accession. On the other hand, a closer peg to Euro than required by ERM II, and a possible use of the exchange rate as the sole intermediate target for monetary policy, would require the creation of some further preconditions. These include a further convergence of the transmission mechanisms of monetary policy.