

# Měnová politika ČR před vstupem do EMU

Jiří JONÁŠ\*

Česká republika zamýšlí stát se v budoucnu členem Evropské unie (EU) a posléze Evropské měnové unie (EMU). Tento záměr má důležité důsledky pro hospodářskou politiku, včetně politiky měnové. Pokud jde o členství v EU, hlavní důsledek se netýká samotného provádění měnové politiky, ale spíše institucionálního rámce, ve kterém je měnová politika prováděna, především nezávislosti centrální banky.<sup>1</sup> Naopak z případného členství v EMU vyplývají již pro provádění měnové politiky konkrétní důsledky, jež souvisí s kvalifikačními požadavky pro vstup do EMU a následně s přijetím společné evropské měny a opuštěním měnového kurzu jako nástroje hospodářské politiky.

Pro měnovou politiku mají největší význam tzv. maastrichtská kritéria týkající se míry inflace a měnového kurzu. První podmínka členství v EMU říká, že míra inflace nesmí přesáhnout o více než 1,5 p. b. míru inflace ve třech členských zemích EMU s nejnižší inflací. Druhá podmínka se týká stability měnového kurzu; ten musí být minimálně po dobu dvou let před vstupem do EMU udržován v omezeném flukтуаčním pásmu  $\pm 15\%$ . Splnění obou těchto kvalifikačních požadavků závisí do značné míry (avšak nikoli výlučně) na měnové politice České národní banky (ČNB).

V tomto článku se nebudeme zabývat otázkou, do jaké míry je účast ČR v EMU žádoucí. Nicméně, pro účely diskuze budeme předpokládat, že dojde ke vstupu do EMU v co nejkratším termínu, a budeme diskutovat implikace takovéto strategie pro provádění měnové politiky. Nejprve se budeme zabývat dvěma otázkami souvisejícími s mírou inflace: trajektorií dezinflace stanovenou v dlouhodobém programu ČNB a kvantifikací míry inflace odpovídající dosažení cenové stability. V další části práce budeme analyzovat prostor, který existuje pro vyrovnávání cenových hladin ČR a zemí eurozóny v období před vstupem a po vstupu do EMU prostřednic-

---

\* poradce výkonného ředitele Mezinárodního měnového fondu (jjonas@imf.org)

Názory uváděné v tomto článku jsou autorovy vlastní a neodrážejí oficiální stanovisko MMF. Za cenné připomínky autor děkuje Martinu Čihákovi a neznámému recenzentovi.

*A full English-language version of this paper is available at the journal's Web site: <http://www.financeauver.org>.*

<sup>1</sup> Změna zákona o ČNB přijatá koncem roku 2000 vyvolala diskuze, nakolik bude nová institucionální úprava postavení ČNB slučitelná s požadavky členství v EU. Tato problematika však přesahuje rámec tohoto článku. (Verdikt Ústavního soudu z června 2001 o protiústavnosti některých ustanovení tohoto zákona nicméně dává naději, že záležitost bude řešena „na domácí půdě“.)

TABULKA 1 Strategie dezinflece ČNB

v %

|      | dlouhodobá strategie, duben 1999 <sup>a</sup> | skutečná inflace a krátkodobý cíl |                                | stanovení inflačního cíle na roky 2002–2005, celková inflace <sup>c</sup> |
|------|-----------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
|      |                                               | čistá inflace                     | celková inflace                |                                                                           |
| 2000 | 3,5–5,5                                       | 3,0                               | 4,0                            | –                                                                         |
| 2001 | 3,0–5,0                                       | 2,0–4,0 (1,9–3,2) <sup>b</sup>    | 4,3–5,8 (3,3–4,4) <sup>b</sup> | –                                                                         |
| 2002 | 2,5–4,5                                       | –                                 | –                              | 3,0–5,0                                                                   |
| 2003 | 2,0–4,0                                       | –                                 | –                              | –                                                                         |
| 2004 | 1,5–3,5                                       | –                                 | –                              | –                                                                         |
| 2005 | 1,0–3,0                                       | –                                 | –                              | 2,0–4,0                                                                   |

<sup>a</sup> Strategie explicitně nespecifikuje čistou inflaci pro roky 2001–2004, pouze uvádí, že při lineární dezinflaci by docházelo k poklesu čisté inflace o cca 0,5 p. b. ročně.

<sup>b</sup> cíl čisté inflace a prognóza celkové inflace z dubna 2000, v závorce prognóza z dubna 2001

<sup>c</sup> Modifikace cílování inflace vyhlášena ČNB v dubnu 2001. Interval 3–5 % odpovídá očekávané inflaci v lednu 2002. Cíl pro celkovou inflaci v prosinci 2005 v rozmezí 2–4 % je podle ČNB slučitelný s původním cílem čisté inflace 1–3 %.

pramen: ČNB

tvím relativně vyšší inflace a nominálního zhodnocování měnového kurzu. Na závěr budeme diskutovat vzájemnou slučitelnost maastrichtských kritérií v podmínkách rychlého růstu produktivity práce.

## 1. Rychlost dezinflece

V odborné veřejnosti existuje shoda v tom, že v dlouhém období je z ekonomického hlediska žádoucí dosáhnout cenovou stabilitu (její konkrétní kvantifikace viz níže). Menší shoda však existuje v tom, jak rychle se k tomuto žádoucímu stavu přiblížit. Někteří ekonomové a politici vyslovují obavy, že příliš rychlé tempo dezinflece uplatňované pomocí příliš restriktivní měnové politiky může způsobit tranzitivní ekonomice značné škody, a proto doporučují postupovat při dezinflaci opatrně. Strategie dezinflece formulovaná ČNB byla z tohoto důvodu občas kritizována jako příliš ambiciózní.<sup>2</sup>

Dlouhodobá měnová strategie ČNB, specifikující trajektorii dezinflece, byla původně formulována v dubnu 1999 a následně byla modifikována v důsledku skutečného vývoje inflace a v důsledku změn rámce cílování inflace. První sloupec v *tabulce 1* ukazuje původní dezinflační trajektorii formulovanou v měnové strategii z dubna 1999. Tato strategie vycházela z cílování čisté inflace, která měla být snížena z intervalu 3,5–5,5 % (což byl platný střednědobý cíl pro konec roku 2000) na 1–3 % v roce 2005. ČNB připouští, že její dlouhodobý cíl pro rok 2005 je poněkud vyšší než inflační cíl vyhlášený Evropskou centrální bankou, ale tuto odchylku vysvětluje větším rozsahem zkreslení cenových indexů v důsledku změn kvality zboží a v důsledku intenzivnějších změn cenových relací.

Po vyhlášení této dlouhodobé měnové strategie však došlo k mnohem rychlejšímu poklesu míry inflace (první řádek ve druhém sloupci tabulky), a ČNB

<sup>2</sup> Zatímco *obecné* kritiky tempa dezinflece prováděné ČNB, především pokud jde o období 1998–99, jsou poměrně časté, autor nezná žádnou *konkrétní* specifikaci toho, jak by měla vypadat pomalejší trajektorie dezinflece.

proto přistoupila k modifikaci původní trajektorie dezinflace. Oproti původní strategii byl inflační cíl na rok 2001 snížen ze 3–5 % na 2–4 %, přičemž dlouhodobý cíl zůstal zachován.<sup>3</sup> Ve Zprávě o inflaci z dubna 2001 navíc ČNB prognózuje mírné podstřelení tohoto cíle. To znamená, že původně předpokládaná možnost lineární trajektorie poklesu čisté inflace pro roky 2002–2005 již neplatí a čistá inflace se již v podstatě přiblížila dlouhodobě cílované úrovni. Namísto posunu pásma dolů průměrně o 0,5 p. b. ročně bude za předpokladu zachování principu neakcelerace inflace v podstatě spíše nutné zachovat horizontální pásmo čisté inflace – jak to také ČNB nyní předpokládá. Toto zpomalení požadovaného tempa dezinflace bylo umožněno rozhodnutím ČNB využít příznivého dezinflačního šoku v předchozích letech a nepřipustit výraznější urychlení inflace, i když by takové urychlení bylo slučitelné se zachováním původní dezinflační trajektorie.

V dubnu 2001 přistoupila ČNB k určité modifikaci rámce pro cílování inflace. Hlavní změnou byl přechod od cílování čisté inflace na cílování inflace celkové. ČNB zároveň vyhlásila dlouhodobý cíl pro celkovou inflaci (třetí sloupec tabulky). Dlouhodobý cíl celkové inflace v podobě pásma 2–4 % má být slučitelný s původně stanoveným dlouhodobým cílem v podobě čisté inflace 1–3 %.

Je toto tempo dezinflace přiměřené, nebo je příliš rychlé, jak tvrdí někteří kritici ČNB? K diskuzi tempa dezinflace v současných podmínkách české ekonomiky lze přistupovat dvěma způsoby: teoreticky a institucionálně.

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

I když však nejsme schopni identifikovat optimální tempo dezinflace přesně, známe alespoň faktory, které poměr nákladnosti ovlivňují. Jedním z nejdůležitějších je závislost nominálních kontraktů a současné inflace na inflaci minulé, daná mírou indexace v ekonomice. V ekonomikách s dlouhou historií vysoké inflace obvykle nominální kontrakty odrážejí minulou inflaci (např. růst mezd v roce  $t$  je odvozen od míry inflace v roce  $t-1$ ) a bez nějakého razantnějšího zásahu do struktury těchto kontraktů, např. v podobě zásadní změny režimu měnové politiky, bývá dosažení snížení inflace obvykle velice obtížné. Na struktuře nominálních kontraktů závisí také schopnost centrální banky a vlády ovlivňovat inflační očekávání, a tudíž oslabovat vztah mezi minulou, současnou a budoucí inflací. Čím menší je rozsah indexace a čím větší je schopnost centrální banky a vlády ovlivňovat inflační očekávání, tím rychleji může při daných nákladech dezinflace probíhat.

Poněkud nejasná je úloha délky nominálních kontraktů v ekonomice. Fuhrer (1994) např. argumentuje, že čím jsou nominální kontrakty v eko-

<sup>3</sup> Za povšimnutí stojí, že ČNB rovněž na přelomu roku 2000/2001 dvakrát snížila svoji prognózu čisté inflace ke konci roku 2001, nejprve z 2,2–3,9 % na 2,0–3,7 % a posléze na 1,7–3,4 %.

nomice delší, tím méně mohou reagovat v krátkém období na neočekávané zrychlení dezinflace a tím nákladnější může tato dezinflace pro ekonomiku být. Jedním z důvodů může být nadměrné zvýšení reálných mezd v důsledku nižší eroze kupní síly daných nominálních mezd nižší inflací. Dalším důvodem může být neočekávané zvýšení reálných úrokových sazeb a dluhové služby. Není však pravděpodobné, že dlouhodobé nominální kontrakty budou velmi rozšířené v takové ekonomice, která má historii cenové nestability a potýká se s problémem dezinflace. Naopak s tím, jak inflace klesá na velmi nízkou úroveň, prostor pro velká neočekávaná, a tudíž potenciálně nákladná překvapení v podobě rychlejší dezinflace klesá.

V literatuře lze jen obtížně najít jednoznačnou podporu pro rychlou či pomalou dezinflaci jako takovou. Pokud existuje nějaký konsenzus, pak je v tom, že optimální míra dezinflace bude různá pro různé ekonomiky v závislosti na výše uvedených charakteristikách a také v závislosti na tom, jaká je výchozí míra inflace. Vycházíme-li z předpokladu, že vyšší inflace je pro ekonomiku obvykle nákladnější, bude rychlejší dezinflace v tomto případě vhodnější. Jedním z mála příspěvků vyznívajících ve prospěch rychlejší dezinflace jako takové je (Ball, 1994); autor argumentuje, že rychlá dezinflace je kredibilnější než dezinflace pomalá, a tudíž méně nákladná.

V české ekonomice došlo v letech 1998–99 k výraznému a do značné míry neočekávanému snížení inflace.<sup>4</sup> Co znamenala tato neočekávaná dezinflace pro nominální kontrakty? Výsledkem byl především neočekávaný růst reálných mezd v roce 1998, protože nominální mzdové kontrakty na tento rok počítaly s vyšší mírou inflace, než jaká byla ve skutečnosti. Rychlejší růst reálných mezd v situaci hospodářského poklesu není vždy žádoucí; jedním z důsledků byl znatelný nárůst nezaměstnanosti – z průměrné úrovně 5,2 % v roce 1997 na 9,4 % v roce 1999. Nelze však opomenout skutečnost, že k rychlému poklesu inflace v tomto období došlo v důsledku neočekávaného příznivého cenového šoku, konkrétně poklesu cen potravin, ropy a některých dalších surovin, umocněného navíc silným kurzem koruny. Lze předpokládat, že tento pozitivní šok naopak nákladovost dezinflace snížil v následujícím smyslu: pokud by mělo být dosaženo obdobně rychlého a výrazného snížení míry inflace bez vlivu pozitivního cenového šoku, byla by k tomu nutná mnohem restriktivnější makroekonomická politika a mnohem větší pokles domácí poptávky a produkce.

Pro diskuzi optimální rychlosti dezinflace v ČR jsou však potenciálně relevantnější institucionální aspekty, konkrétně vyhlídka na budoucí členství v EMU. ČR se může stát členem EMU nejdříve dva roky po vstupu do EU. Pro vstup do EMU je nutná dvouletá účast v mechanismu kurzového pásma ERM II. Účast v ERM II je však možná pouze po vstupu do EU. Přijmeme pro účely diskuze předpoklad, že vstup do EU se uskuteční v roce 2005 a že ke vstupu do EMU dojde 1. ledna 2008. Podle maastrichtského kritéria by

<sup>4</sup> Ve Zprávě o inflaci z července 1998, v níž byla poprvé uvedena prognóza inflace, odhadovala ČNB, že na konci roku 1998 dosáhne čistá inflace spodní hranice intervalu 5,5–6,5 %. Ve skutečnosti poklesla čistá inflace na 1,7 %. Pokud jde o vývoj spotřebitelských cen, ČNB v červenové Zprávě očekávala, že se tento vývoj vrátí ke konci roku 1998 na úroveň z konce roku 1997, tj. k meziročnímu růstu o 10 %. Ve skutečnosti však dosáhl koncem roku 1998 meziroční růst spotřebitelských cen 6,8 %. K podobnému podstřelení inflačního cíle a prognózované inflace došlo v roce 1999.

inflace v ČR v roce 2007 nesměla přesáhnout o více než 1,5 p. b. inflaci ve třech zemích EMU s nejnižší inflací. Záleží samozřejmě na tom, v jaké fázi hospodářského cyklu se budou země eurozóny v té době nacházet a jakým inflačním šokům budou vystaveny. Za předpokladu, že inflace v těchto třech zemích bude 1,5 %, <sup>5</sup> bude muset inflace v ČR zůstat na úrovni maximálně 3 %. ČNB má vytyčený dlouhodobý inflační cíl pro rok 2005 v podobě snížení čisté inflace na úroveň 1–3 % a celkové inflace na 2–4 %. Pokud by tento dlouhodobý inflační cíl ČNB byl dosažen a pokud by následně byla celková inflace udržena v pásmu 2–4 %, ČR by se splněním kvalifikačních podmínek pro vstup do EMU týkajících se míry inflace neměla mít velké problémy. Za uvedených předpokladů by mohlo být nanejvýš nutné uskutečnění mírné dezinflace, pokud by se celková inflace pohybovala v horní polovině stanoveného pásma.

Dosažení inflačního cíle pro rok 2005 je realistické, mimo jiné díky pozitivním cenovým šokům, které v období 1998–99 umožnily neočekávaně výrazné snížení inflace. Navzdory skutečnosti, že celková i čistá inflace poklesly díky těmto šokům na úroveň blízkou cenové stabilitě, neznamená to, že dosažení dlouhodobého cíle v roce 2005 bude snadné. Existuje řada rizik, která mohou dosažení tohoto cíle ztížit.

Jedním potenciálním rizikem je fiskální politika. Pokud by v brzké době nedošlo k radikálnější reformě veřejných rozpočtů a především k omezení rychle rostoucích mandatorních výdajů, prohloubil by se dále schodek veřejných rozpočtů. Fiskální politika by opět působila procyklicky, tzn. stimulovala by růst poptávky ve fázi probíhajícího ekonomického zotavení. Procyklické působení fiskální politiky by ztěžovalo další snižování míry inflace. Druhé potenciální riziko spočívá ve vývoji mezd. Pokud bude dlouhodobá trajektorie dezinflace ČNB sloužit jako základ pro mzdová vyjednávání a pokud nebude docházet k tlakům na růst reálných mezd, které by v agregátním měřítku převyšovaly růst produktivity práce, mzdy by se neměly stát zdrojem inflačních tlaků a neměly by komplikovat dosažení inflačního cíle v roce 2005. V tomto směru bude hrát důležitou úlohu kredibilita dezinflační strategie ČNB a ochota odborů spolehnout se při cenových vyjednáváních na inflační cíle a na projekce růstu spotřebitelských cen. Třetí riziko spočívá v nutnosti dokončit cenové deregulace, které mohou především v podmínkách rychle rostoucí ekonomiky a vysokého stupně využití výrobních zdrojů vést k druhotnému růstu cen. Konečně za čtvrté, nelze vyloučit nepříznivý vnější cenový šok, např. v důsledku opakovaného prudkého zvýšení cen ropy<sup>6</sup>. Důležité rovněž je, jak se bude vyvíjet měnový kurz koruny. Pokud by se např. zpomalil příliv přímých zahraničních investic, které v současné době financují schodek běžného účtu platební bilance, mohlo by dojít k výraznějšímu poklesu kurzu koruny, s potenciálními dopady na inflaci.

<sup>5</sup> V roce 2000 byla míra inflace v zemích eurozóny poněkud vyšší (2,3 %), v důsledku cen ropy. Projekce tržních analytiků pro rok 2001 publikovaná letos v *The Economist* (June, 23.–29.) uvádí míru inflace v zemích eurozóny také 2,3 %.

<sup>6</sup> V roce 2000 byla ekonomika vůči vnějšímu cenovému šoku v podobě růstu cen ropy odolná a inflace příliš nevzrostla. To však může do značné míry souviset se stále poměrně slabou mírou ekonomické aktivity v tomto období, která působila jako brzda přenosu prvotních cenových šoků do ekonomiky. V situaci rychlého oživení domácí poptávky a produkce se může způsob přenosu vnějších cenových šoků do ekonomiky změnit.

TABULKA 2 Cílovaná inflace

| země           | cílovaná inflace [%] | období                      |
|----------------|----------------------|-----------------------------|
| ČR             | 1–3                  | 2005                        |
| Austrálie      | 2–3                  | průměr v hospodářském cyklu |
| Brazílie       | 2–6                  | 2001                        |
| Chile          | 2–4                  | 2001                        |
| Polsko         | < 4                  | 2003                        |
| Izrael         | 3–4                  | 2001                        |
| Mexiko         | 3                    | 2003                        |
| Velká Británie | 2,5                  | od roku 1996                |
| Nový Zéland    | 0–3                  | od roku 1996                |
| Kanada         | 1–3                  | od roku 1995                |
| eurozóna       | < 2                  | od roku 1999                |

pramen: (Schaechter a kol., 2000), internetové stránky Banco de México (<http://www.banxico.org.mx>) a Evropské centrální banky (ECB) (<http://www.ecb.int/>)

## 2. Kvantifikace cenové stability

Jak bylo již naznačeno, málokdo zpochybňuje tvrzení, že cenová stabilita má na hospodářskou výkonnost pozitivní dopad, a tudíž představuje pro hospodářskou politiku žádoucí cíl. Výše jsme diskutovali jeden praktický problém – jak rychle cenové stability dosáhnout. Tím však nejsou problémy vyčerpány. Dalším problémem je, jak přesně cenovou stabilitu kvantifikovat. Existuje poměrně rozsáhlá ekonomická literatura, která se otázkou kvantifikace cenové stability zabývá.<sup>7</sup>

V literatuře je identifikováno několik důvodů, proč by centrální banky neměly za cenovou stabilitu považovat míru inflace nulovou či blízkou nule (v rozmezí 0–1 %). První důvod souvisí se strnulostí nominálních mezd směrem dolů. Pokud existuje tato strnulost a pokud je inflace blízká nule, může být velice obtížné – ne-li nemožné – dosáhnout přizpůsobení reálných mezd změněným tržním podmínkám, např. negativnímu poptávkovému šoku. Výsledkem jsou vyšší než žádoucí reálné mzdy, vyšší míra nezaměstnanosti a nižší hospodářský růst. Druhý důvod souvisí s nemožností snížit nominální úrokové sazby pod nulu. Pokud je inflace blízká nule, znamená to, že reálné úrokové sazby nelze rovněž snížit více než na nulu. Nachází-li se však ekonomika v recesi, může být z hlediska stimulace ekonomické aktivity žádoucí snížit reálné úrokové sazby dočasně na zápornou úroveň.<sup>8</sup>

Teoretická literatura tudíž konverguje k vymezení optimální míry inflace odpovídající cenové stabilitě v rozmezí 1–3 %. Pokud se podíváme na některé konkrétní příklady kvantifikace cenové stability publikované centrálními bankami (*tabulka 2*), zjistíme, že mezi těmito teoretickými doporučeními a praxí neexistují příliš velké rozdíly. To platí jak pro vyspělé ekonomiky, tak pro rozvojové a tranzitivní ekonomiky.

<sup>7</sup> Viz např. (Akerlof aj., 1996), (International Monetary Fund, 1996) a literatura zde citovaná.

<sup>8</sup> Tento argument viz (Summers, 1991).

Dnes samozřejmě není možné dát definitivní odpověď na otázku, zda není záměr ČNB udržet celkovou (čistou) inflaci v roce 2005 v pásmu 2–4 (1–3) % příliš ambiciózní, zda není tato inflace příliš nízká a zda nebude její udržení na této úrovni vyžadovat nadměrně restriktivní měnovou politiku. Nicméně pohled na tabulku 2 naznačuje, že dlouhodobý cíl ČNB není příliš odlišný od cílovaných hodnot inflace v ostatních ekonomikách. Otázka je, zda specifika tranzitivních ekonomik nevyžadují udržování poněkud vyšší míry inflace než v ekonomikách vyspělejších. M. Škreb (1998) poukazuje na nepřesnost měření zlepšování kvality zboží, která je obzvláště velká v tranzitivních ekonomikách a která má za následek, že skutečná inflace je menší než oficiálně měřená. Vzhledem k těmto nepřesnostem a jiným důvodům by měla podle Škreba cenové stability v tranzitivních ekonomikách odpovídat míra inflace v rozmezí 4–5 %.

Jiní autoři zase poukazují na skutečnost, že rychlý růst produktivity práce, který lze v tranzitivních ekonomikách v průběhu konvergence s vyspělejšími zeměmi očekávat, by měl působit protiinflačně. Deppler (1998) argumentuje, že výrazný pozitivní nabídkový šok v důsledku ekonomických reforem by měl umožnit výrazné bezbolestné snížení inflace. Clinton (2000) poukazuje, že rychlý růst produktivity práce v tranzitivních ekonomikách oslabuje výše uvedené argumenty ve prospěch znatelně vyšší než nulové inflace. Vzhledem k rychlému růstu produktivity práce nelze očekávat, že bude často docházet k situaci, kdy by bylo nutné snížit nominální mzdy. Podobně málo pravděpodobná – vzhledem k vysokému reálnému výnosu kapitálu a vyššímu trendu hospodářského růstu – je situace, kdy by musela centrální banka stimulovat ekonomiku nacházející se v recesi negativními reálnými úrokovými sazbami.

### **3. Míra inflace a vyrovnávání cenových hladin**

Podívejme se nyní blíže na často diskutovaný problém souvislosti mezi mírou inflace a vyrovnáváním cenových hladin. Jeden z argumentů proti rychlému snižování míry inflace na úroveň srovnatelnou s vyspělými evropskými ekonomikami vychází z nutnosti vyrovnání cenových hladin v ČR a zemích eurozóny prostřednictvím dočasně vyšší inflace. S vyrovnáváním cenových hladin souvisí také další argument pro pomalejší tempo dezinflace, totiž dokončování přizpůsobování relativních cen. V tranzitivních ekonomikách dochází k nápravám rozsáhlých cenových deformací z období centrálního plánování. Pokud existuje nominální strnulost cen směrem dolů, potom je možné dosáhnout změn relativních cen prostřednictvím odlišných temp růstu cen jednotlivých komodit – spíše než růstem jedněch a poklesem ostatních cen. Výsledkem je, že přizpůsobování relativních cen generuje vyšší míru inflace.<sup>9</sup>

Jak je v literatuře dokumentováno, koncem 90. let nebylo přizpůsobování relativních cen v ČR strukturu obvyklé v EU ještě zdaleka u konce, a lze proto předpokládat, že kombinace nominální strnulosti a dalšího přizpůsobování cenové struktury bude generovat vyšší inflaci (Čihák – Holub, 2000).

<sup>9</sup> Všimněme si, že k přizpůsobování relativních cen může docházet nejen různými tempy, ale také za různých celkových hodnot inflace.



Podle různých odhadů je cenová hladina v ČR ( $P^{CR}$ ) na úrovni zhruba 40 % cenové hladiny EU ( $P^E$ ). Obecně lze vztah mezi cenovými hladinami v ČR a v zemích eurozóny zapsat následovně:

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

kde  $E^n$  je nominální kurz koruny vyjádřený v počtu korun za euro. Pokud má dojít k vyrovnávání cenových hladin, musí nastat jedna ze tří situací: (1) musí dojít k předstihu růstu cenové hladiny v ČR oproti růstu cenové hladiny v zemích eurozóny (při neměnném kurzu); (2) musí dojít k nominálnímu zhodnocování kurzu koruny  $E^n$  ve větším rozsahu, než je růst zahraniční cenové hladiny (při stabilitě cenové hladiny v ČR měřené v korunách); (3) kombinace růstu cenové hladiny v ČR a zhodnocování nominálního kurzu musí být taková, aby kombinovaný efekt znamenal rychlejší růst cenové hladiny v ČR, měřeno v euro.

Pro diskuzi možností vyrovnávání cenových hladin před vstupem do EMU je užitečné rozlišit tři období. Každé období je charakterizováno odlišnými omezeními růstu cenové hladiny a změn nominálního měnového kurzu.

*Období I – před vstupem do EU a přijetím mechanismu ERM II.* V tomto období neexistuje teoreticky žádné omezení pro pohyb nominálního měnového kurzu. Pokud jde o růst cenové hladiny, budeme předpokládat, že je omezen trajektorií dezinflace a dlouhodobým inflačním cílem pro rok 2005. Skutečné sblížování cenových hladin však může probíhat rychleji, než by vyplývalo z cílované inflace. V tomto období bude docházet k dokončování cenových deregulací a k daňovým úpravám, které mohou způsobit, že skutečná míra inflace přesáhne cílované hodnoty. ČNB je pro tento případ připravena použít klauzuli o výjimkách, jež umožňují překročení cílované inflace.

*Období II – členství v EU a v ERM II.* V tomto období bude pohyb nominálního měnového kurzu omezen šíří fluktuačního pásma  $\pm 15$  %. Pokud jde o růst cenové hladiny, jeho omezení bude záviset tom, jakou míru inflace bude ČNB cílovat po roce 2005. V roce před vstupem do EMU bude potom růst cenové hladiny omezen maastrichtským kritériem týkajícím se inflace.

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

Podívejme se nyní blíže na to, k jak rychlému sblížování cenových hladin může docházet v těchto obdobích, pokud nemají být porušena uvedená omezení míry inflace a flexibility nominálního měnového kurzu.

V *prvním období* neexistuje pro sblížování cenových hladin mezi ČR a eurozónou v důsledku vyšší míry inflace v ČR žádné vnější institucionální omezení, pouze vnitřní omezení v podobě inflačních cílů ČNB. Předpokládejme pro ilustraci, že celková inflace v ČR se bude vyvíjet v souladu s dlouhodobým cílem ČNB. Předpokládejme konkrétně, že inflace bude klesat lineárně z 3–5 % v lednu 2002 na 2–4 % v prosinci 2005.<sup>10</sup> Dále předpokládejme, že cenová hladina v zemích eurozóny (míra inflace měřená inde-

<sup>10</sup> Pro jednoduchost výpočtu uvažujeme, že inflace 3–5 % se vztahuje ke konci roku 2001 a každý následující rok klesá celý interval o  $\frac{1}{4}$  p. b. ročně.



xem spotřebitelských cen) poroste o 2 % ročně. Pokud by tudíž celková inflace v období 2001–2005 zůstala v rámci předpokládaného koridoru, došlo by ke sblížení cenových hladin v ČR a v eurozóně v rozmezí 2,7–9,4 p. b.<sup>11</sup>

V současné době není zřejmé, jaký dopad bude mít v tomto období na sblížování cenových hladin cenová deregulace. V uplynulých třech letech od zavedení cílování inflace se zvyšování regulovaných cen na růstu spotřebitelských cen podílelo obvykle více než 50 % a právě u položek spotřebního koše s regulovanými cenami existuje nejvyšší rozdíl cenových hladin.<sup>12</sup> Tempo sblížování cenových hladin mezi ČR a zeměmi eurozóny bude tudíž do značné míry závislé na tempu cenových deregulací v následujících letech, resp. na tempu zvyšování nadále regulovaných cen. Z dokumentu ČNB stanovujícího inflační cíl na období 2002–2005 sice vyplývá, že cílované hodnoty celkové inflace již zohledňují dopad očekávaných změn regulovaných cen a dalších administrativních opatření. Pokud by však změny regulovaných cen ovlivnily celkovou inflaci více, než kolik předpokládá inflační cíl ČNB, potom by došlo ke sblížení cenových hladin ČR a eurozóny v rozsahu, který by výše uvedené propočty převyšoval.

Pokud jde o možnost sblížení cenových hladin v prvním období v důsledku nominálního zhodnocování kurzu koruny, současný režim volně plovoucího kurzu nevytváří teoreticky v tomto směru žádné omezení. Nicméně při posuzování úlohy nominálního zhodnocování kurzu jako mechanismu vyrovnávání cenových hladin je nutné mít na paměti dvě skutečnosti.

Za prvé, nominální zhodnocování měnového kurzu působí jako plošný nástroj vyrovnávání cenových hladin. Nominální zhodnocení vede ke zvýšení celkové cenové hladiny v ČR měřeno v zahraniční měně, ale nemůže ovlivnit relativní ceny. Jak jsme uvedli, rozdíl mezi cenovými hladinami v ČR a v zemích eurozóny v sobě skrývá u jednotlivých komoditních skupin poměrně značné rozdíly. Pro ilustraci, v kategorii „zařízení a provoz domácností“ byla v roce 1998 cenová hladina v ČR na úrovni 62 % cenové hladiny v Německu, zatímco v kategorii „léčebná a zdravotní péče“ to bylo pouze 13 %. Nominální zhodnocení kurzu může zajistit vyrovnání cenových hladin v těch kategoriích, v nichž jsou současné rozdíly nejmenší, ale nemůže zajistit vyrovnání cenových hladin u těch položek, u nichž jsou současné rozdíly nadprůměrné, aniž by došlo zároveň k „přestřelení“ cenových hladin u ostatních položek. To znamená, že nominální zhodnocení kurzu nemůže být jediným či převažujícím mechanismem vyrovnávání cenových hladin a změny relativních cen v podobě rozdílných temp růstu cen jednotlivých položek budou hrát při vyrovnávání cenových hladin nezanedbatelnou úlohu. To také znamená, že nelze zcela odmítnout inflační dopad vyrovnávání cenových hladin s poukazem na to, že toto vyrovnání může proběhnout prostřednictvím kurzových změn (Clinton, 2000).

Za druhé, rychlost a rozsah vyrovnávání cenových hladin v důsledku nominálního zhodnocování kurzu jsou limitovány dopadem tohoto zhodnocování na platební bilanci. Z tohoto důvodu není pravděpodobné, že by sblížování cenových hladin nad rámec reálného zhodnocování, jež vyplývá z výše

<sup>11</sup> Cenová hladina v ČR se v tomto období zvýší o 13,1–19,8 %, zatímco cenová hladina v eurozóně se zvýší o 10,4 %.

<sup>12</sup> Viz (Čihák – Holub, 2000, tabulka 1).

diskutovaného inflačního diferenciálu a růstu regulovaných cen, přispělo k vyrovnaní cenových hladin ČR a zemí eurozóny nějakým výraznějším způsobem. Aby bylo zřejmé, proč tomu tak je, připomeňme si, že nominální zhodnocení kurzu koruny  $\Delta E^n$  je dáno součtem reálného zhodnocení  $\Delta E^r$  a předstihu míry inflace v ČR oproti eurozóně ( $\pi^{CR} - \pi^E$ ):

$$\Delta E^n = \Delta E^r + (\pi^{CR} - \pi^E)$$

Pokud nemá být sbližování cenových hladin v důsledku rychlejšího růstu cenové hladiny v ČR neutralizováno kurzovými pohyby, nesmí vyšší míra inflace v ČR vést k nominálnímu znehodnocování kurzu (zápornému  $\Delta E^n$ ). Jinými slovy, musí zároveň docházet k reálnému zhodnocování kurzu. Otázkou však je, do jaké míry je reálné zhodnocování kurzu udržitelné.

Prostor pro reálné zhodnocování kurzu je dán dvěma základními faktory. Za prvé, pokud existuje tzv. kurzový polštář čili pokud je skutečný reálný kurz v daném okamžiku podhodnocen vůči reálnému kurzu rovnovážnému, může docházet k zhodnocování kurzu v důsledku uzavírání této mezery. V literatuře byly identifikovány některé důvody, proč by reálný kurz v ČR mohl být podhodnocen. Jedná se především o skutečnost, že relativní úroveň HDP v ČR vůči zemím eurozóny je mnohem vyšší než relativní úroveň cenové hladiny, což může souviset s pomalejším růstem regulovaných cen neobchodovatelného zboží.<sup>13</sup> Za druhé, ke zhodnocování skutečného reálného kurzu může docházet v důsledku zhodnocování kurzu rovnovážného. V tranzitivních ekonomikách existuje několik důvodů, proč by k zhodnocování reálného rovnovážného kurzu docházet mělo. Vedle tradičního Balassova–Samuelsonova efektu souvisejícího s rozdíly v růstu produktivity práce mohou k tomuto zhodnocování přispět postupné zlepšování kvality vyváženého zboží (resp. uznání existující kvality a ochota dovozců platit vyšší ceny v důsledku vytváření „dobré pověsti“) a příliv kapitálu související s vyšší mezní produktivitou kapitálu v tranzitivních ekonomikách s relativně nízkou vybaveností kapitálem.<sup>14</sup> V dlouhém období však bude prostor pro reálné zhodnocování určován především rozdíly v růstu produktivity práce.

Za výše uvedeného předpokladu o vývoji celkové inflace v ČR a v zemích eurozóny by došlo v období 2001–2005 při stabilitě nominálního kurzu k reálnému zhodnocení kurzu koruny vůči euru v rozsahu 2,7–9,4 % plus případný vliv růstu regulovaných cen na celkovou inflaci, který by vedl k překročení horních limitů pásma cílované inflace. Rozsah dodatečné inflace způsobené neočekávanými dopady růstu regulovaných cen na celkovou inflaci je velmi nejistý, ale není pravděpodobné, že by zhodnocení reálného kurzu v důsledku rozdílů v míře celkové inflace přesáhlo v období 2000–2005 výrazně 10 %. Zda je možné dosáhnout dalšího sbližování cenových hladin nad rámec daný inflačním diferenciálem, záleží především na tom, jaký existuje prostor pro zhodnocení reálného kurzu nad tuto úroveň bez negativního dopadu na platební bilanci. Důležitým faktorem určujícím prostor pro udržitelné zhodnocování měnového kurzu bude růst investic a s tím spojený růst produktivity práce.

<sup>13</sup> Podrobnější diskuze viz (Čihák–Holub, 2000), (Krajnyák–Zettelmeyer, 1998).

<sup>14</sup> Diskuzi prostoru pro zhodnocování reálného kurzu v tranzitivních ekonomikách viz (Halpern – Wyplosz, 1997).

Ve druhém období, tj. během členství v systému ERM II, bude prostor pro předstih celkové míry inflace v ČR oproti zemím eurozóny záviset na dvou omezeních: (1) na výši inflačního cíle stanoveného ČNB a (2) na maastrichtském kritériu pro vstup do EMU týkajícím se míry inflace. Pokud bude ČNB po roce 2005 nadále dodržovat princip neakcelerace, bude dopad stanovení inflačního cíle ČNB na sbližování cenových hladin v tomto období poměrně zanedbatelný, protože inflace v ČR nemůže v tomto období příliš převýšit inflaci v eurozóně. Na počátku druhého období, při vstupu do ERM II, se bude celková inflace pohybovat v intervalu 2–4 %. Na konci tohoto období bude muset být splněno maastrichtské kritérium inflace, což znamená, že inflace bude muset být s největší pravděpodobností někde v intervalu 2–3 %.<sup>15</sup>

Jak velké omezení bude představovat pro růst cenové hladiny nutnost splnit maastrichtské kritérium? Pokud předpokládáme nadále míru inflace ve třech zemích eurozóny s nejnižší inflací 1,5 %, může zůstat míra inflace v ČR na úrovni maximálně 3 %. Dopad na tempo konvergence cenových hladin však bude záviset na celkové inflaci v eurozóně. Obecně platí, že čím menší rozdíl bude mezi průměrnou mírou inflace ve třech zemích eurozóny s nejnižší inflací a inflací v celé eurozóně, tím rychlejší bude možné přibližování cenových hladin, a naopak. Může dokonce nastat situace, kdy průměrná inflace v těchto třech zemích bude natolik nižší než inflace v celé eurozóně, že přípustná inflace v ČR bude natolik nízká, že sbližování cenových hladin neumožní. V praxi je však tato situace nepravděpodobná a dopad tohoto vychýleného rozdělení měr inflace v eurozóně na sbližování cenových hladin bude minimální. Maastrichtské kritérium se navíc vztahuje pouze k jednomu roku předcházejícímu vstup do EMU. Jelikož členství v ERM II bude trvat minimálně dva roky, minimálně jeden rok nebude pro růst cenové hladiny v této druhé etapě existovat jiné omezení než inflační cíl ČNB. Pokud zůstane celková míra inflace v ČR na úrovni 3 %, napomůže za uvedeného předpokladu o růstu cenové hladiny v zemích eurozóny tato inflace za dva roky ke sbližení cenových hladin zhruba o 1,2 p. b.

Vzhledem k omezeným možnostem růstu cenové hladiny v tomto druhém období připadne větší úloha v případném sbližování cenových hladin ČR a zemí eurozóny nominálnímu zhodnocování měnového kurzu. V rámci flukuačního pásma ERM II existuje prostor pro nominální zhodnocení koruny o 15 %, což výrazně převyšuje realistické možnosti sbližení cenových hladin v důsledku rozdílné inflace. Navíc je možné přistoupit před vstupem do ERM II k jednorázové revalvacii kurzu; ovšem pro ekonomiku s volně plovoucím kurzem podobné opatření nedává smysl.

Pokud jde o *třetí etapu členství v EMU*, situace se oproti druhému období obrátí. Jelikož ČR nebude mít v té době vlastní měnu, odpadne možnost sbližování cenových hladin prostřednictvím změn nominálního měnového kurzu. Veškeré další sbližování cenových hladin bude probíhat formou relativně rychlejšího růstu cenové hladiny v ČR. Jakmile se jednou stane ČR

<sup>15</sup> Objevují se však názory, že vzhledem k inherentní tendenci tranzitivních ekonomik vykazovat rychlejší růst produktivity práce, a tudíž vyšší inflaci, by mělo být maastrichtské kritérium interpretováno pružně a tuto skutečnost zohlednit (Szapary, 2000). Tato námitka však platí striktně pouze pro země s fixním měnovým kurzem, v nichž se relativně rychlejší růst produktivity práce nemůže projevit v nominálním zhodnocování kurzu.

členem EMU, nebude již žádným vnějším omezením týkajícím se míry inflace vystavena. ČNB bude jednou z členských bank Evropského systému centrálních bank a bude se spolupodílet na dosahování inflačního cíle specifikovaného pro celou eurozónu. Domácí inflace přestane mít pro měnovou politiku rozhodující význam. Jak ukazují např. nedávné zkušenosti Irska, kde růst spotřebitelských cen v roce 2000 přesáhl 6 %, země eurozóny s nižší cenovou hladinou a rychlým hospodářským růstem mohou vskutku dosahovat podstatně vyšší inflace. Především pokud se jedná o malé ekonomiky, které nemají velký vliv na celkovou míru inflace v oblasti eurozóny, vyšší tempo růstu domácích cen nepředstavuje pro měnovou politiku eurozóny zásadní problém.<sup>16</sup>

### 3. Slučitelnost nízké inflace, růstu produktivity práce a fixního kurzu

Na závěr se vraťme ještě k problému, o kterém se začalo v poslední době diskutovat a který byl již naznačen v předchozí části. Jde o vzájemnou slučitelnost maastrichtských kritérií týkajících se inflace a stability měnového kurzu v podmínkách reálné konvergence tranzitivních ekonomik a zemí eurozóny. V literatuře se objevila úvaha, že pro tranzitivní ekonomiky s fixním měnovým kurzem a rychlým růstem produktivity práce může být obtížné zajistit slučitelnost cenové a kurzové stability předpokládané mechanismem ERM II před vstupem do EMU (Masson, 1999). Tato úvaha vychází z empiricky pozorovaného jevu, že země s relativně rychlým růstem produktivity práce a fixním měnovým kurzem vykazují relativně vyšší míru inflace (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt).

Pokud nemá předstih růstu produktivity práce vést k růstu cenové hladiny, musí docházet k nominálnímu zhodnocování měnového kurzu v rozsahu:

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

kde  $\alpha \pi^{NT}$  je podíl neobchodovatelného zboží v cenovém indexu a výraz v závorce udává rozdíl temp růstu produktivity práce v sektoru obchodovatelného a neobchodovatelného zboží. Pro ČR by neměl představovat Balassův-Samuelsonův efekt v období členství v ERM II výrazný problém, protože fluktuační pásmo je dostatečně široké na to, aby dopad rychlejšího růstu produktivity práce na tempo růstu cen neutralizovalo. Pro ilustraci: předpokládáme-li, že podíl neobchodovatelného zboží v cenovém indexu je  $1/3$ <sup>17</sup> a že kurz koruny bude zpočátku uprostřed fluktuačního pásma, pak prostor pro nominální zhodnocení koruny v rámci ERM II o 15 % znamená, že předstih růstu produktivity práce v sektoru obchodovatelného zboží oproti růstu produktivity práce v sektoru neobchodovatelného zboží může dosáhnout 50 % a stále být akomodován nominálním zhodnocením, bez dopadu na míru inflace.

Balassův-Samuelsonův efekt však může způsobit potíže kandidátským zemím, které mají v současné době fixovaný kurz v podobě měnového vý-

<sup>16</sup> Hrubý domácí produkt šesti kandidátských zemí EU představuje pouze asi 5 % HDP zemí EU (a o něco více v případě EMU).

<sup>17</sup> Ve Zprávě o inflaci ČNB z října 2000 se uvádí podíl neobchodovatelného zboží na cenovém indexu 32,7 %.

boru a které by chtěly tento kurzový režim zachovat až do okamžiku vstupu do EMU. Jedná se o Bulharsko, Estonsko a Litvu. Tyto země by chtěly udržet nulové flukтуаční pásmo také během svého členství v systému ERM II, což se může dostat do konfliktu s požadavkem nízké inflace odpovídající maastrichtskému kritériu. Navíc není jasné, zda Evropská centrální banka připustí, aby měnový výbor přetrval v rámci ERM II a těmito zemím umožnil splnit kvalifikační podmínku kurzové stability. Podle některých představitelů neumožňuje měnový výbor plně otestovat schopnost země udržet stabilitu své měny (vymezenou flukтуаčním pásmem ERM II) v podmínkách volného pohybu kapitálu.

Zatímco pro země s volně plovoucím kurzem jako ČR může být Balassův-Samuelsonův efekt během členství v ERM II poměrně snadno akomodován, problém se současným udržením cenové a kurzové stability může nastat z jiných důvodů. Nelze vyloučit, že vyhlídka na brzké členství v měnové unii povede ke zvýšenému přílivu zahraničního kapitálu, který může vyvolat tlaky na takové zhodnocení měnového kurzu, které by potenciálně přesáhlo prostor poskytnutý flukтуаčním pásmem ERM II.<sup>18</sup> V takovém případě může být ČNB nucena přistoupit k intervencím na devizovém trhu s cílem udržet korunu v daném flukтуаčním pásmu. Pokud by se nepodařilo měnový dopad těchto intervencí plně sterilizovat, příliv kapitálu by se promítl do růstu peněžní zásoby; to by mohlo vést ke zrychlení růstu cen a potenciálním problémům se splněním maastrichtského kritéria. Pokud by však byl podobný příliv kapitálu vyvolán především nadcházejícím členstvím v EMU, a nikoli strukturálními deformacemi v ekonomice či problémy v makroekonomické politice, jednalo by se o dočasný problém, který by nepřekonatelnou překážku pro splnění podmínek pro členství v EMU sám o sobě představovat neměl. Lze si např. představit řešení v podobě posunu středu flukтуаčního pásma koruny.

#### 4. Závěr

V tomto článku jsme diskutovali některé otázky měnové politiky spojené s očekávaným vstupem České republiky do EMU: tempo dezinflace, kvantifikaci cenové stability a možnost zachování nízké inflace v podmínkách reálné konvergence a vyrovnávání cenových hladin v ČR a zemích eurozóny.

ČNB má stanoven dlouhodobý cíl celkové inflace v roce 2005 v rozmezí 2–4 %, který má být slučitelný s původním cílem čisté inflace 1–3 %. Je tempo dezinflace vyplývající z tohoto dlouhodobého cíle příliš ambiciózní, či nikoli? Článek nejprve stručně diskutoval teoretický přístup k určení optimálního tempa dezinflace na základě minimalizace tzv. poměru nákladovosti dezinflace (*sacrifice ratio*). Tento teoretický koncept optimální míry dezinflace má sice pro praktické provádění měnové politiky význam pouze omezený, ale minimálně je užitečný v tom, že identifikuje faktory ovlivňující nákladovost dezinflace. Pro určení tempa dezinflace v České republice má větší význam zamýšlené členství v EMU, které je podmíněno mimo jiné

---

<sup>18</sup> Riziko nadměrného přílivu kapitálu by se mohlo zvýšit především v tom případě, když by centrální banka musela udržovat relativně vysoké úrokové sazby s cílem splnit maastrichtské kritérium inflace.

splněním kritéria maximálně přípustné míry inflace. Tempo dezinflace obsažené v dlouhodobém cíli ČNB pro rok 2005 je slučitelné s následným splněním kvalifikační podmínky pro vstup do EMU týkající se inflace.

Při posuzování nákladů dezinflace je nutné mít na paměti specifické náklady vyplývající z případného odložení vstupu do EMU. Pokud by se nepodařilo snížit inflaci dostatečně rychle na úroveň předepsanou maastrichtským kritériem, znamenalo by to nutnost odložení vstupu do EMU. Toto odložení by mohlo znamenat pro českou ekonomiku nezanedbatelné náklady, mimo jiné z toho důvodu, že v prostředí volného pohybu kapitálu je pro malou otevřenou ekonomiku velice obtížné uskutečňovat dlouhodobě nezávislou měnovou politiku a vyhnout se tomu, aby nebyla čas od času vystavena finanční a ekonomické nestabilitě, která může být čistě výsledkem vnějších šoků.<sup>19</sup>

Článek dále diskutuje otázku, zda míra inflace, kterou plánuje ČNB dosáhnout v roce 2005, není pro tranzitivní ekonomiku příliš nízká a zda její udržení nebude vyžadovat nadměrně přísnou měnovou politiku. Na tuto otázku není dnes sice možné dát definitivní odpověď, ale odhady kvantifikace cenové stability a dlouhodobé inflační cíle jiných centrálních bank uplatňujících cílování inflace nenaznačují, že by dlouhodobý cíl ČNB byl nepatřičně nízký. Existují však i opačné názory.

Z diskuze v článku rovněž vyplývá, že dlouhodobý inflační cíl ČNB a institucionální omezení pro pohyb cenových hladin a nominálního kurzu v období před vstupem a po vstupu do EMU by možnost vyrovnávání cenových hladin v ČR a zemích eurozóny neměly výrazným způsobem omezit. V článku se pokoušíme naznačit, v jakém rozsahu a jakým způsobem bude moci v jednotlivých fázích vstupu do EMU (a během členství v EMU) docházet k vyrovnávání cenových hladin. Potenciální konflikt mezi přizpůsobováním relativních cen a požadavkem udržet míru inflace na úrovni umožňující splnit maastrichtské kritérium je v případě České republiky zmírňován nominální flexibilitou měnového kurzu. Nejen před vstupem do EU (a před zavedením kurzového pásma v rámci režimu ERM II), ale i v období členství v režimu ERM II bude nominální pružnost měnového kurzu dostatečně velká na to, aby absorbovala inflační důsledky relativně rychlého růstu produktivity práce (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt). Plošná změna cenové hladiny v důsledku změny nominálního měnového kurzu však neřeší problém přizpůsobování relativních cen. Změny relativních cen v podmínkách nominální strnulosti směrem dolů mají za následek vyšší inflaci, která však v období před vstupem do EMU bude omezena inflačním cílem ČNB a maastrichtským kritériem. Teprve po vstupu do EMU tato omezení pro růst inflace a pro vyrovnávání relativních cen zmizí.

---

<sup>19</sup> Objevují se však také argumenty opačné, že po vstupu do EU není nutné se vstupem do EMU příliš spěchat. Členka Bankovní rady M. Erbenová např. argumentuje, že vzhledem k nežádoucímu vývoji veřejných financí by si měla ČR ještě několik let po vstupu do EU zachovat nezávislou měnovou politiku (*Svoboda*, 23. května 2001).

- ACKERLOF, G. A. – DICKENS, W. T. – PERRY, G. L. (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, no. 1, pp. 1–76.
- BALL, L. (1994): What Determined the Sacrifice Ratio? In: Mankiw, N. K. (ed.): *Monetary Policy*. Chicago, University of Chicago Press, 1994.
- BERNANKE, B. – LAUBACH, T. S. – MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S. (1999): *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*. Princeton University Press, 1999.
- ČIHÁK, M. – HOLUB, T. (2000): Cenová konvergence k Evropské unii – problém relativních cen. *Politická ekonomie*, 2000, č. 5, ss. 660–669.
- CLINTON, K. (2000): Strategic Choices for Inflation Targeting in the Czech Republic. In: Coats, W. (ed.): *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*. Prague, Czech National Bank and Washington, D.C., IMF, 2000.
- CORKER, R. – BEAUMONT, C. – ELKAN, van, R. – IAKOVA, D. (2000): Exchange rate regimes in selected advanced transition economies – coping with transition, capital inflows and EU accession. *IMF Policy Discussion Paper*, 2000, no. 3.
- Česká národní banka (2000): *Stanovení inflačního cíle pro rok 2001*. Praha, ČNB, 2000.
- Česká národní banka (2001): *Stanovení inflačního cíle pro období 2002–2005*. Praha, ČNB, 2001.
- DEPPLER, M. (1998): Is Reducing Moderate Inflation Costly? In: Cotarelli, C. – Szapari, G. (ed.): *Moderate Inflation*. Washington, D.C., International Monetary Fund and National Bank of Hungary, 1998, pp. 185–188.
- FUHRER, J. C. (1994): Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio. In: Fuhrer, J. C. (ed.): *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, 1994, no. 38, pp. 41–69.
- GULDE, A.-M. – KAHKONEN, J. – KELLER, P. (2000): Pros and cons of currency board arrangements in the lead-up to EU accession and participation in the euro zone. *IMF Policy Discussion Paper*, 2000, no. 1.
- HALPERN, L. – WYPLOSZ, CH. (1997): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. *IMF Staff Papers*, vol. 44, no. 2, pp. 430–461.
- International Monetary Fund (1996): *World Economic Outlook: The Rise and Fall of Inflation*. Washington, D. C., October 1996.
- JONÁŠ, J. (2000b): In Search of a New Anchor: Inflation Targeting in the Czech Republic. *Prague Economic Papers*, 2000, no. 3, pp. 195–216.
- KLAUS, V. (2000): *Tři roky po měnové krizi*. Praha, Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000.
- KRAJNYAK, K. – ZETTELMEYER, J. (1998): Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation? *IMF Staff Papers*, vol. 45, no. 2, pp. 309–362.
- MASSON, P. (1999): Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. *IMF Policy Discussion Paper*, 1999, no. 5.
- SCHAECHER, A. – STONE, M. R. – ZELMER, M. (2000): Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries. *IMF Occasional Paper*, 2000, vol. 202.
- SUMMERS, L. (1991): Panel Discussion: Price Stability; How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, August 1991, part II, pp. 625–631.
- ŠKREB, M. (1998): A Note on Inflation. In: Cotarelli, C. – Szapari, G. (ed.): *Moderate Inflation*. Washington, D.C., International Monetary Fund and National Bank of Hungary, 1998, pp. 179–184.
- SZAPARY, G. (2000): Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU. *NBH Working Paper*, 2000, no. 7.



## SUMMARY

JEL Classification: E52, E58, F33

Keywords: inflation targeting – disinflation – nominal convergence – European Monetary Union – Balassa-Samuelson effect – real exchange rate appreciation

# Monetary Policy in the Czech Republic and EMU Accession

Jiří JONÁŠ – Advisor to the Executive Director of the International Monetary Fund, Washington  
([jjonas@imf.org](mailto:jjonas@imf.org))

This article discusses monetary policy issues that arise in connection with the expected entry of the Czech Republic into the EMU. The paper first discusses the disinflation path specified in the Czech National Bank's (CNB) long-term monetary strategy, and the quantification of inflation corresponding to price stability.

Considered next is the issue of what room exists for price level convergence between the Czech Republic and the euro area in the period before and after EMU membership, either by means of a higher rate of inflation or by means of a nominal appreciation of the Czech koruna. The author concludes that the CNB's long-term inflation target, and institutional constraints regarding prices and nominal exchange rate movements in the period before joining the EMU, should not seriously limit the possibility of price level convergence.

Lastly, the author briefly describes the mutual compatibility of the Maastricht criteria under the condition of the rapid growth of labor productivity. During the pre-accession EU period, and during ERM II membership, nominal exchange rate flexibility will be sufficiently large to absorb any inflationary effects related to the relatively high growth of labor productivity.

*A full English-language version of this paper is available at the journal's Web site: <http://www.financeauver.org>.*