

New Perspectives on Political Economy

Volume 1, Number 1, 2005, pp. 83 – 119

Monetární teorie v českém ekonomickém myšlení 90. let 20. století

J. Koderová*

JEL Classification: E50, E42, B22

Abstract: The article deals with the evolution of Czech monetary theory during the nineties of the last century. At that time the Czech monetary economists were interested in two following problems: the practical realisation of monetary policy and exchange rate regime. The first mentioned problem is analysed in more details in this article. However the main leaders of the Czech transformation process knew the Austrian School's theories very well, especially F. A. Hayek's Law, Legislation and Liberty, the monetary policy of the Czech National Bank has been based on the ideas of monetarism.

1 Úvodní poznámka

Období od počátku ekonomické transformace je obdobím relativně velice krátkým. Pro vývoj monetární teorie a politiky v bývalém Československu a potažmo i v České republice je však obdobím převratným, znamenajícím přechod od pasivního pojetí měnové politiky, v němž byla značně podceněna úloha peněz, k měnové politice v ekonomice tržní, spojené s důrazem na racionalizaci úlohy peněz v hospodářském životě společnosti. Zdaleka nešlo o proces jednoduchý, ale o záležitost velice komplikovanou spojenou s řadou nepříznivě působících faktorů.

* katedra měnové teorie a politiky, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, Praha 3

V první řadě to byla skutečnost, že nešlo o koncipování a formování měnové politiky ve fungující tržní ekonomice (což samo o sobě představuje složitý problém), ale o hledání podoby pro měnovou politiku, která měla napomáhat samotnému procesu utváření tohoto typu ekonomiky a být jeho aktivní účastníci.

Druhým neméně významným faktorem byla skutečnost, že po celou dobu si československá a posléze česká ekonomika zachovávala charakter malé otevřené ekonomiky, procházející navíc významnou změnou, a to jak pokud jde o komoditní, tak i pokud jde o teritoriální zahraničně obchodní orientaci. Přitom bylo třeba počítat i s nezbytností účasti zahraničního kapitálu v procesu transformace a se všemi s tím spojenými okolnostmi a efekty. Velice důležitou složkou celého procesu bylo narovnání deformovaných cenových relací uvnitř ekonomiky a zrealnění kurzu československé a posléze české měny.

V této situaci chyběla nejen praktická erudice realizátorů nezbytných opatření v oblasti národohospodářské praxe a možnost studia zkušeností z uskutečňování analogických procesů v jiných zemích, ale nezřídka i hlubší a zažitě teoretické znalosti některých makro i mikroekonomických vztahů a souvislostí.

Proto se nezřídka objevovaly práce čistě teoretické zaměřené na výklad právě diskutovaných problémů, které měly ozřejmit podstatu jejich fungování a vazeb k základním makroekonomickým proměnným. Významným počinem bylo vydávání překladů renomovaných zahraničních učebnic a publikací a posléze i vlastních učebnic a monografií českých monetárních ekonomů.

Česká ekonomická věda splácela v tomto období také dluh vůči vývoji českého ekonomického myšlení, v jehož rámci se nezřídka objevovaly fundované exkurzy do období mezi oběma světovými válkami a bezprostředně po druhé světové válce, tj. období, v nichž byly právě otázky spojené s koncipováním a realizací měnové politiky velice aktuální.

Celý proces formování nového typu měnové politiky v 90. letech byl provázen četnými diskusemi, kterých se účastnili přední čeští národohospodáři, členové akademické obce i politici. Základním problémem při jejich mapování je jejich četnost a šíře problémů, kterým byly věnovány, jakož i velice rozsáhlá škála jejich účastníků.

Dalším komplikujícím faktorem skutečnost, že tyto diskuse probíhaly při různých

příležitostech a na různých místech, přičemž některé z nich nebyly zdokumentovány. Publikované příspěvky zase nacházely širokou možnost umístění v nejrůznějších novinách a časopisech, a to nejen odborně zaměřených.

V souvislosti s tím vyvstává *nutnost redukce* celé existující fakticity, a to hned v několika směrech. V první řadě je to typ diskusí, tj. jejich zaměření na řešení určitého problému, který se profiloval v jisté době jako problém stěžejní, svým významem dané období přesahoval, měl vliv na budoucí vývoj měnových podmínek a v návaznosti na to i na vývoj reálné ekonomiky.

Dále je to „prostor“, v němž diskuse probíhaly, přičemž za nejvýznamnější z nich je možno podle mého názoru považovat diskuse probíhající v rámci Československé/České společnosti ekonomické, Státní banky československé, později České národní banky a jejich Institutu ekonomie (1992-1998), diskusních seminářů pořádaných Katedrou hospodářské politiky Fakulty národohospodářské VŠE v Praze a na ně navazujících seminářů pořádaných Institutem pro ekonomickou a ekologickou politiku téže fakulty. Řadě závažných měnově politických témat byly věnovány také semináře Centra pro ekonomiku a politiku, opominout nelze ani některé diskuse, které proběhly v Liberálním institutu.

Z hlediska publikace jednotlivých příspěvků se jako rozhodující jeví časopisy Finance a úvěr (zejména pak některá jeho monotematická čísla) a Politická ekonomie, dále potom České banky/Bankovníctví, Hospodářské noviny, případně Ekonom a Euro. Významným zdrojem jsou bezesporu výzkumné zprávy a materiály publikované SBČS resp. ČNB, Českou společností ekonomickou, Komerční bankou (Hospodářské trendy), Centrem pro ekonomiku a politiku a Nadáním Josefa, Marie a Zdeňky Hlávkových.

Stranou nelze podle mého názoru ponechat ani výzkum v oblasti monetární teorie a její výuku realizovanou na prestižních českých vysokých školách s ekonomickým zaměřením - Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy, Fakulta ekonomická Vysoké školy báňské - Technické univerzity v Ostravě, Fakulta ekonomicko-správní Masarykovy university v Brně a Fakulta obchodně-podnikatelská Slezské univerzity v Opavě. Významnou úlohu při formování názorů českých monetárních ekonomů sehrály bezesporu i překlady prestižních zahraničních publikací týkajících se dané oblasti.

Za jistý handicap lze označit práci se „živým materiálem“, tj. s názory a polemikami

našich současníků, které ještě neprošly „sítím“ historického vývoje a prověřením časem.

2 Vymezení hlavních problémových okruhů zkoumání

V podstatě lze konstatovat, že celému sledovanému období dominovaly *dvě základní linie diskusí*, které se v procesu svého vývoje pod vlivem různých faktorů dále rozvětvovaly a aktualizovaly. První z nich představuje vlastní proces koncipování a realizace měnové politiky, druhá je spojena s volbou systému a s nastavením měnového kurzu československé/české koruny a s procesem nastolování vnější ekonomické rovnováhy. Je ovšem zřejmé, že obě linie spolu navzájem velice úzce souvisejí a existují mezi nimi velice těsné vazby.

Diskuse o koncipování a realizaci měnové politiky, kterým bude věnován tento příspěvek, zahrnují celou škálu problémových okruhů, které se objevovaly v různých dobách s různou intenzitou. V první řadě sem patří diskuse o postavení a úloze centrální banky, dále pak diskuse o aplikaci konkrétních měnově politických nástrojů a o jejich účinnosti, a zejména pak diskuse o transmisním mechanismu měnové politiky jako takovém.

Tyto diskuse probíhaly od samého počátku koncipování měnové politiky a měly za následek přechod od poloadministrativního řízení přes strukturu bankovních aktiv (limity úvěrů a úrokové stropy) k aplikaci monetaristického (měnového) transmisního mechanismu s měnovou bází jako operativním a peněžní zásobou jako zprostředkujícím kritériem. Již v průběhu jeho aplikace došlo k některým modifikacím a posléze k nahrazení cílování peněžní zásoby cílováním inflace. V souvislosti s tím se rozvinula rozsáhlá diskuse o perspektivách vývoje a potenciálních důsledcích této změny, která patří k nejvýznamnějším diskusím v současném vývoji české monetární ekonomie.

Kromě toho byly velice zajímavé i diskuse o endogenitě peněžní zásoby v ČR vyvolané zejména neplněním záměrů ČNB pokud jde o růst peněžní zásoby v době využívání monetaristického transmisního mechanismu a „podstřelování“ intervalu cílované inflace v pozdější době. Dále zde mají místo diskuse o měnově politických příčinách poklesu ekonomiky 1997-1999 a diskuse o postavení centrální banky.

Dalším významným a široce diskutovaným problémem byla problematika nastavení

a tvorby režimu měnového kurzu československé/české koruny. Zpočátku se odehrávala především mezi stoupenci V. Komárka a V. Klause, výrazně zintenzívnila v souvislosti s měnovou krizí české koruny v roce 1997 a s na ni navazující změnou režimu měnového kurzu. K této diskusi se váže ještě další okruh diskutovaných problémů - diskuse o problematice vyrovnanosti platební bilance a vztahu vnější a vnitřní rovnováhy.

Vzhledem k závažnosti této problematiky a k rozsahu publikované literatury, která se k ní váže, by si její výklad vyžádal samostatnou práci. Z tohoto důvodu je předkládaný příspěvek věnován pouze diskusím o problematice postavení centrální banky a o koncipování a realizaci měnové politiky ČNB v 90. letech minulého století.

3 Teoretická východiska

Z hlediska zaměření PCPE se jako velice významná jeví odpověď na otázku, do jaké míry ovlivnila znalost alternativních pohledů na měnové uspořádání pocházejících zejména z učení příslušníků rakouské školy podobu československého a posléze českého peněžního systému a procesu realizace měnové politiky.

Je všeobecně známo, že vídeňská subjektivně psychologická škola v počátečním stadiu svého vývoje zcela zásadním způsobem ovlivňovala české ekonomické myšlení, a to nejen díky tomu, že české země byly v období vytváření základů jejího učení, které spadá do doby od 70. let 19. století do 20. let století dvacátého, součástí Rakouska-Uherska. Všichni tři hlavní protagonisté jejího formativního období byli nějakým způsobem spjati s českým územím. Duchovní otec a dodnes kultovní osobnost celé školy, vídeňský univerzitní profesor Carl Menger studoval práva na univerzitě ve Vídni a na německé části Karlo-Ferdinandovy univerzity v Praze, innsbrucký a posléze vídeňský univerzitní profesor a několikanásobný ministr financí rakousko-uherského mocnářství E. von Böhm-Bawerk se narodil v Brně a pozdější Mengerův nástupce na místě profesora vídeňské univerzity F. von Wieser působil předtím 20 let jako profesor na německé části pražské Karlo-Ferdinandovy univerzity a byl také jejím děkanem.

Byli to právě tito ekonomové, kteří ve své době nejsilněji působili na české ekonomické myšlení, a to zejména svou teorií hodnoty založenou na teorii mezního užitku, hledáním vztahu mezi teorií hodnoty a teorií ceny a úroku a svým metodologickým

principem hospodářského individualismu a subjektivismu. Silný vliv měla i Mengerova a Wieserova teorie subjektivní hodnoty peněz se svým důrazem na vliv peněžních důchodů na ceny, silně kontrastujícím s kvantitativní teorií peněz.¹

Tato tradice byla sice v totalitním období silně potlačena, ale nikdy nebyla zcela zlikvidována. Základní informace o učení příslušníků rakouské školy (převážně jejích starších generací) dostávali studenti VŠE v Praze v rámci kurzů dějin ekonomického myšlení, jeho dalším vývojem se zabývali vedle učitelů těchto kurzů také pracovníci ve vědecko-výzkumných institucích.

Šlo zejména o mladé iniciativní pracovníky, které vedle alternativního výkladu základních ekonomických kategorií (teorie cen, teorie peněz, teorie výroby a kapitálu, problematika vývoje trhu práce a teorie ekonomického růstu a hospodářských cyklů) s největší pravděpodobností okouzila také metodologie rakouské školy a důsledný anti-tatistický liberalistický přístup² jejích pozdějších představitelů L. v. Misesa a F. A. v. Hayeka a jejich následovníků.

Je tudíž logické, že se mezi hlavními architekty transformace československé a posléze české ekonomiky, kteří se rekrutovali převážně z řad teoretických ekonomů,³ objevily osobnosti, které se k rakouské škole explicitně hlásily, mezi nimi v první řadě V. Klaus a T. Ježek, ale i někteří další. Řada indikátorů vede k závěru, že klíčoví protagonisté transformace byli obeznámeni s fundamentální prací F. A. v. Hayeka *Právo zákonodárství a svoboda*,⁴ která vyšla také v českém překladu v roce 1991, jakož i s řadou dalších stěžejních prací příslušníků rakouské školy.

¹ Blíže viz Vencovský, F.: *Dějiny českého ekonomického myšlení do roku 1948*. Nadace Universitas Masarykiana. Edice Heureka. Brno, 1997.

² Liberalismus je zde zákonitě vyvozován ze dvou základních teoretických závěrů ekonomického učení rakouské školy, a to že jakékoli vnější omezování svobodné konkurence vede jednoznačně ke snižování efektivnosti tržního hospodářství a že každé podněcování hospodářské aktivity, které nevychází ze svobodného rozhodnutí hospodářských subjektů omezit přítomnou spotřebu na základě substituce za větší spotřebu v budoucnosti, deformuje strukturu společenské výroby a vede k chybným investicím se všemi dalšími negativními důsledky v podobě konečného poklesu agregátní produkce. (Blíže viz Kindlová, E.: *Od C. Mengera k F. A. Hayekovi*. Habilitační práce. VŠE Praha, 2002.)

³ Teoretičtí ekonomové měli paradoxně nejbližší k formování představ o možnostech přechodu k tržní ekonomice a k posílení úlohy peněz, neboť domácí praktické zkušenosti z tržního hospodářství de facto vůbec nebyly k dispozici a zkušenosti ze standardních tržních ekonomik v tomto případě nebyly zcela relevantní.

⁴ Havel, J.: *Ekonomika a právo v transformaci*. Politická ekonomie 1998, č. 6, s. 869

Právě Hayekův spontánně vznikající systém lidských interakcí se stal spolu s koncepcí neviditelné ruky trhu podstatou filosofie transformace československé a posléze české ekonomiky. V souladu s touto filosofií bylo cílem vládní politiky dovedení transformace do fáze víceméně samovolného vývoje, čímž měl být také celý proces transformace ukončen.

Václav Klaus tuto skutečnost charakterizoval slovy: „V souladu se svou zásadní ekonomickou filozofií věřím v neviditelnou ruku Adama Smithe a v Hayekův spontánně vznikající systém lidských interakcí. Současně jsem si vědom toho, že je třeba - zejména při prvotní konstrukci takto pojímaného systému - dodržovat určité netriviální zákonitosti a jistá sekvenční pravidla a že je proto třeba ponechat v této fázi nemalou „konstrukční“ úlohu i ekonomickému centru, tedy instituci, jejíž úloha v období normálního chodu takto koncipovaného systému musí být naopak minimální.“⁵

V oblasti monetární politiky se však z řady důvodů prosazovala spíše monetaristická koncepce a její pojetí liberalismu.

4 Diskuse o postavení centrální banky

Ekonomická věda nabízí celou řadu pohledů na vznik a vývoj peněz a na jejich postavení a úlohu v hospodářském životě společnosti, které se mohou navzájem i dosti podstatně odlišovat. Díky tomu se setkáváme se širokou škálou teorií a teoretických koncepcí, které leží mezi dvěma krajními póly a tu úžeji tu volněji se přikláníjí k některému z nich. Na jedné straně jsou to teorie a teoretické koncepce, které úlohu peněz v ekonomice bagatelizují a redukují ji na plnění základních peněžních funkcí, tj. vyjadřování cen ostatních zboží a zprostředkování směny, přičemž vliv na vývoj reálných hospodářských veličin buď vůbec neuvažují či jej připouštějí pouze v případě, kdy dojde k šokům v monetární oblasti.

Na druhé straně jsou to teorie, v jejichž pojetí jsou peníze rozhodujícím fenoménem vývoje rozvinutých tržních ekonomik, takže zajišťování rovnovážného vývoje v monetární oblasti v interakci s ostatními oblastmi hospodářského života společnosti představuje podle nich jeden ze základních předpokladů bezporuchového fungování ekonomiky.

⁵ Klaus, V.: *Ekonomická teorie a realita transformačních procesů*. Management Press, Praha 1995

Hlavním předmětem zkoumání těchto teorií je v souvislosti s tím hledání cest ke zjišťování potřebného množství peněz v ekonomice (neboli predikování poptávky po penězích) na jedné straně a zkoumání nástrojů, s jejichž pomocí by bylo možno odpovídající množství peněz emitovat na straně druhé, jinými slovy řečeno hledání cest k zajišťování rovnovážného vývoje na peněžním trhu.

Česká monetární teorie zaznamenala ve svém vývoji oba extrémní přístupy. Snaha o posílení úlohy peněz a racionalizaci jejich fungování v procesu transformace ekonomiky vedla české ekonomy k upřednostňování teorií zdůrazňujících význam peněz. Řada okolností vedla k tomu, že se základním východiskem našich monetárních ekonomů koncipujících zásady pro měnovou politiku stalo učení monetarismu.

V první řadě to byly základní charakteristické rysy monetaristické doktríny: hlásání zásady hospodářského liberalismu⁶ a představa, že centrální banka je schopna pouze na základě dodržování pravidla dopředu oznamovaného stálého růstu peněžní zásoby odpovídajícího předpokládanému růstu hrubého domácího produktu zajistit bezporuchové fungování ekonomiky a nízkou míru inflace.

Právě obavy z hrozících inflačních tlaků, tradice vytváření silné měny z období první republiky, všeobecný respekt k pevné západoněmecké marce a potažmo i k měnové politice Bundesbanky, a do jisté míry i možnost, byť značně omezená, využití zkušeností z praxe existujících centrálních bank představují další neméně důležité faktory hovořící ve prospěch přijetí základních myšlenek monetarismu, resp. systému s relativně silnou nezávislou centrální bankou.

K tomu, že velice sporadická upozornění na minimálně teoretickou možnost existence systémů bez centrální banky zůstala zcela okrajovou záležitostí,⁷ přispěla beze-

⁶ Zde však již nejde o antietatistický liberalistický přístup příslušníků rakouské školy charakterizovaný v předcházející části příspěvku, ale o systém do jisté míry připouštějící stávající status quo v podobě státu a centrální banky, zároveň však usilující o minimalizaci státního ekonomického intervencionismu a o podřízení působnosti jinak zcela nezávislé - a de facto současně také nikomu nezodpovědné - centrální banky relativně jednoduchému pravidlu adekvátnosti tempa růstu zvoleného peněžního agregátu předpokládanému tempu růstu nominálního agregátního výstupu.

⁷ viz např. Bulíř, A.: Volné bankovníctví: znovunalezené řešení? *Finance a úvěr*, 1992, č. 8; Zahradník, P.: Volné bankovníctví a slučitelnost s realitou. *Finance a úvěr*, 1992, č. 8. Pozdější stat' Čihák, M. a Holub, T.: Měnový výbor: cesta z dilemat centrálního bankovníctví v ČR? *Bankovníctví 2000*, č. 6, již měla zcela jiný charakter a spíše než otázku uspořádání bankovní soustavy se snažila najít odpověď na otázku související s kurzem koruny

sporu také skutečnost, že nezávisle na listopadových událostech roku 1989 došlo k některým změnám v peněžním sektoru ekonomiky již na počátku roku 1990, a to na základě Zákona č. 130/189 Sb. o Státní bance československé, který vstoupil v platnost 1. ledna 1990. Zákon upravoval postavení SBČS v souvislosti s plánovanou přestavbou hospodářského mechanismu, jejímž cílem bylo posílení úlohy peněz v ekonomice.

Tento zákon se měl stát spolu se zákonem o bankách a spořitelnách z téhož roku základem bankovní reformy, jejímž hlavním cílem bylo vytvoření dvoustupňového bankovního systému. Ač byly oba zákony zpracovány a schváleny v době administrativně direktivního systému řízení, došlo k jejich naplňování ve zcela nových a nepředpokládaných politických, společenských a hospodářských podmínkách. Přesto vytvářely alespoň v počátečním období základní institucionální rámec pro vznik dvoustupňového bankovního systému a pro koncipování a realizaci nového typu měnové politiky.

Pokud jde o zákon o SBČS, některá jeho ustanovení lze na tehdejší dobu bezesporu označit jako progresivní, nicméně je třeba říci, že zákon by zcela určitě vypadal jinak, kdyby byl připravován a schválen po listopadových událostech roku 1989.

Dne 20. prosince 1991 byl přijat Federálním shromážděním České a Slovenské federativní republiky zákon o Státní bance československé č. 22/1992 Sb., který jí přisoudil postavení a funkce standardních emisních bank ve fungujících tržních ekonomikách, a zákon o bankách č. 21/1992 Sb., který stanovil základní pravidla pro fungování a pro činnost obchodních bank.

Přípravy zákona se zúčastnila řada expertů z evropských centrálních bank, Mezinárodního měnového fondu a Světové banky. Byl také využit zákon o německé Bundesbank a zohledněn návrh zákona o Evropském systému centrálních bank a Evropské centrální bance. Cílem bylo vytvořit právní podklad pro působení SBČS jako moderní centrální banky.

SBČS v něm byla definována jako ústřední banka ČSFR, jako právnická osoba působící jako federální ústřední orgán, který může vydávat právní předpisy a opatření. Jako hlavní cíl byla stanovena stabilita československé měny a bance byly přisouzeny prakticky všechny funkce typické pro centrální banky ve vyspělých tržních ekonomikách.⁸

⁸ Mataj, J. - Vojtíšek, P.: Právní a ekonomické aspekty nového Zákona o SBČS. FÚ 1992, č. 3. Vencovský, F.: Vzestupy a propady československé koruny. Oeconomica, Praha 2003

Pro splnění stanoveného cíle byl SBČS poskytnut vysoký stupeň nezávislosti na federální i republikových vládách⁹, který zásadním způsobem změnil její postavení oproti předchozímu zákonu. Došlo i ke striktnímu vymezení vztahu ke státnímu rozpočtu.¹⁰ Nezávislému postavení SBČS odpovídala i právní úprava jejího hospodaření, především pak její nezainteresovanost na zisku.

Z ekonomického hlediska lze říci, že SBČS dostala v zákoně pro plnění svého cíle takové možnosti, jaké byly obvyklé pro centrální banky ve vyspělých tržních ekonomikách. V některých aspektech byl zákon dokonce progresivnější než tehdejší zákonné úpravy zemí Evropského společenství, neboť již vycházel z ustanovení návrhu zákona o Evropské centrální bance. Na druhé straně ale také respektoval tehdejší nižší úroveň československého bankovníctví a ač perspektivně počítal především s uplatňováním tržních nástrojů, byla v něm připuštěna i možnost využití nástrojů přímých v případě nepříznivého vývoje.

Již v průběhu roku 1992 však bylo připravováno rozdělení Československa na dva samostatné státy¹¹ a v souvislosti s tím i republikové dělení SBČS. Federální shromáždění přijalo 8. října 1992 novelu státního zákona o České a Slovenské federativní republice, která oběma republikám umožnila založit si vlastní centrální banku.

K 1. lednu 1993 byla založena Česká národní banka jako nástupce SBČS na území České republiky. Její postavení, cíle, rámec její činnosti a funkce vymezoval zákon o ČNB č. 6/1993 Sb. přijatý 17. prosince 1992. Tento zákon vycházel ze Zákona o Státní bance Československé č. 22/1992 Sb. Jako hlavní cíl ČNB stanovil zabezpečování stability české měny.¹²

Z hlediska obvykle používaných kritérií se ČNB zařadila mezi centrální banky s vy-

⁹ Vztahy mezi centrální bankou a vládami probíhaly pouze na základě konzultační a poradní činnosti a prostřednictvím zaujímání stanovisek k materiálům, které se týkaly působnosti SBČS. S tím souvisela možnost účasti členů vlády na zasedáních bankovní rady a guvernéra a viceguvernéřů pověřených řízením republikových ústředí na schůzích vlád. Dvakrát ročně měla banka předkládat Federálnímu shromáždění zprávu o měnovém vývoji a informovat o něm Českou národní radu a Slovenskou národní radu. Federálnímu shromáždění měla také předkládat ke schválení roční zprávu o výsledku svého hospodaření.

¹⁰ Podle §35 mohla SBČS poskytnout České a Slovenské Federativní Republice, České republice a Slovenské republice krátkodobý úvěr nákupem pokladničních poukázek splatných do tří měsíců od jejich nákupu, přičemž celkový stav těchto úvěrů nesměla překročit 5 % příjmů příslušného rozpočtu v uplynulém roce.

¹¹ Zákon č. 542/1992 Sb. Federálního shromáždění o zániku České a Slovenské federativní republiky

¹² V zákoně nebylo explicitě uvedeno, zda se jedná zároveň o stabilitu vnitřní i vnější.

sokou mírou nezávislosti a mohla tak nezávisle formulovat a provádět svou měnovou politiku. Zatímco počáteční legislativní úpravy postavení centrální banky probíhaly spíše formou přejímání zahraničních zkušeností a doporučení, nesrovnatelně širší diskuse o postavení a úloze centrální banky se rozpoutala jako reakce na hospodářský pokles v letech 1997 až 1999, který byl nezřídka označován jako důsledek příliš razantního restriktivního postupu ČNB.

Tato diskuse, která měla spíše charakter politické debaty,¹³ se týkala nejen měnové politiky České národní banky, ale i jejího postavení, a to nejen z hlediska ekonomického, ale i ústavního. Svou úlohu v rozpoutání této diskuse, sehrálo bezesporu také nabytí účinnosti „malé“ (6. 2. 1998) a „velké“ (1. 9. 1998) novely zákona o bankách.

S jistou dávkou zjednodušení lze říci, že v rámci této diskuse vykrytalizovaly zhruba tři skupiny názorů. První, i když nikoli nejvýznamnější, interpretace hovořila o transformační recesi, jejíž hlavní příčinu spatřovala ve špatně provedené privatizaci, která nevytvořila dostatečně silnou vrstvu vlastníků a neumožnila podnikům získat dostatečné kapitálové zdroje, a tím výrazně snížila vyhlídky na silnější hospodářský růst.

Druhá skupina spojovala vznik recese s poměrně rychlým hospodářským růstem v letech 1993 - 1996, který měl za následek přehřátí ekonomiky a vznik vnější nerovnováhy, jež musela být řešena zpomalením růstu. Zde však došlo k další názorové diferenciaci. Odpůrci řešení, které v této souvislosti zvolila ČNB, kritizovali, že setrvala u režimu fixního měnového kurzu po té, co v říjnu 1995 provedla rozsáhlou liberalizaci toků na finančním účtu platební bilance a umožnila obchodování s českou korunou na mezinárodních měnových trzích při zachování režimu fixního měnového kurzu.

Dále pak, že po rozšíření flukтуаčního pásma bez konzultace s vládou přistoupila v červenci 1996 ke zvýšení povinných minimálních rezerv a úrokových sazeb a že na rozpočtové balíčky v roce 1997 nereagovala razantním uvolněním měnové politiky. Takto vytvořený brzdící impuls zesílený dále stanovením ambiciózního inflačního cíle pro rok

¹³ Také sociální demokracie označovala měnovou politiku za jednu z nejdůležitějších příčin recese a požadovala větší vstřícnost bankovní rady vůči potřebám hospodářského vývoje a intenzivnější spolupráci s vládou. (srv. např. Zeman chce mít ve vedení ČNB své lidi. Lidové noviny 26. 9. 1998, s. 1; ČNB je příliš nezávislá a nemá zpětnou vazbu. Lidové noviny 1. 10. 1998, s. 16). V této otázce tak došlo dokonce k určitému konsenzu mezi SDS a ODS, který vyústil do rozsáhlé výměny názorů o postavení, nezávislosti, zodpovědnosti a cílech centrální banky. (srv. např. Na mušce politiků. Euro, 2. 11. 1998; Ve stínu politiky. Euro 30. 11. 1998, s. 12)

1998 a s jeho značným „podstřelením“ pak podle nich výrazně prohloubil recesi.¹⁴

Podle stoupenců měnové politiky ČNB naopak monetární restrikce nemusela být tak silná a bylo možno předejít řadě problémů, pokud by vláda včas korigovala fiskální a mzdový vývoj a pokud by více spolupracovala s centrální bankou.¹⁵

Nezávisle na této debatě, i když její vliv nelze zcela vyloučit, se v české ekonomické obci zrodila již v průběhu roku 1998 myšlenka na uspořádání diskuse o postavení centrální banky. Pro její realizaci byly uváděny především dva důvody. Jednak to byly výrazné změny v postavení centrálních bank ve vyspělých tržních ekonomikách v průběhu 90. let v souvislosti se selháním politiků pokud jde o udržování stability měny, k němuž došlo v 70. a na počátku 80. let, jednak to byl samotný vývoj ekonomické teorie.¹⁶

Myšlenka na uspořádání diskuse nabyla konkrétnější podoby na jaře roku 1999 a zrealizovala se jednak na stránkách časopisu *Finance* a úvěr, kde jí byla věnována dvě monotematická čísla (9 a 10), jednak na semináři České společnosti ekonomické (v říjnu téhož roku), který měl zcela netradičně podobu panelové diskuse.¹⁷

¹⁴ srv. např. Holman, R.: *Transformace české ekonomiky*. CEP, Praha 2000. Klaus, V.: *Deficit, restrikce, dezinflace a stav ekonomiky*. Vystoupení na VŠE v Praze dne 26. 11. 1998).

¹⁵ Tošovský, J.: přednáška na Manažerském fóru v Praze. Červen 1998)

¹⁶ Od počátku 80. let začaly v ekonomické teorii získávat popularitu modely časové nekonzistence, které doporučovaly, aby vláda svěřila měnovou politiku nezávislé centrální bance, která bude schopna zajistit nižší inflaci než centrální banka podřízená vládě, a to při dlouhodobě nezměněném výstupu. Novější literatura (v rámci tzv. nové politické ekonomie) pak jako jeden z pragmatických důvodů, proč vlády realizují výše uvedené opatření, uvádí přenos zodpovědnosti na centrální banku. (podrobněji viz Čihák, M. - Holub, T.: *Co říká ekonomická teorie o nezávislosti centrální banky?* FÚ 1999, č. 9)

¹⁷ Panelové diskuse se zúčastnilo 9 ekonomů. Zastoupeni zde byli jak členové akademické obce a analytici, tak i ekonomové se zkušenostmi z centrálně-bankovní praxe (M. Čihák, J. Havel, J. Jonáš, V. Kotlán, P. Kysilka, M. Mandel, Z. Tůma, P. Zahradník, M. Žák). Diskusi moderoval O. Schneider. Šlo jednak o autory či spoluautory statí publikovaných v uvedeném monotematickém dvojčíslu časopisu *Finance* a úvěr, jednak o další významné domácí odborníky. Diskuse na semináři se týkala řady předem vytipovaných témat a postupovala od obecných otázek (co rozumět pod nezávislostí centrální banky a zda, a pokud ano, tak do jaké míry má být centrální banka nezávislá; zda má zákon o centrální bance obsahovat cíl, a pokud ano, co by jím mělo být a jak by měl být vymezen; jak a komu má být centrální banka za plnění svého cíle zodpovědná) k otázkám velice konkrétním (kdo by měl jmenovat a odvolávat členy bankovní rady apod.) Většina účastníků diskuse dospěla ke shodě v řadě otázek, např. pokud jde o doporučení oddělit měnový orgán od orgánu pro bankovní regulaci a dohled, prosadit větší transparentnost pokud jde o fungování centrální banky, či učinit stanovování cílů předmětem společného jednání vlády a centrální banky. (Blíže viz *Postavení centrální banky*, čtrnáctý seminář České společnosti ekonomické v řadě „*Ekonomické teorie a česká ekonomika*“. Praha, 12. října 1999)

Polemiky probíhající mimo tuto platformu¹⁸ měly většinou silně kontroverzní charakter a ve většině případů i politický náboj. Probíhaly na stránkách většiny významných domácích deníků a týdeníků, zejména pak Lidových novin, Mladé fronty DNES, Práva, Ekonomu a Euro. Není tedy překvapivé, že vyústily do návrhu novely zákona o ČNB, který byl předložen Poslanecké sněmovně v polovině roku 2000. Podle O. Dědka se mělo jednat pouze o jednoduchou harmonizační novelu, která měla naši právní úpravu týkající se centrální banky učinit plně konformní s právní úpravou přijatou v rámci EU.¹⁹

Podle V. Klause šlo naopak o logický důsledek praktické zkušenosti, která ukázala, že míra nezávislosti přisouzená ČNB na počátku transformace se s odstupem času jeví jako přemrštěná a je třeba ji korigovat.²⁰

Přes odpor Senátu a prezidenta bylo nakonec Poslaneckou sněmovnou přijato kontroverzní znění novely, které nabylo účinnosti k 1. 1. 2001. Na základě ústavní stížnosti prezidenta republiky však byla v červnu 2001 Ústavním soudem zrušena její nejspornější ustanovení. Ve svém druhém nálezu pak Ústavní soud zaujal stanovisko, že jmenování guvernéra a viceguvernerů ČNB spadá výlučně do pravomoci prezidenta a nevyžaduje tudíž konsignaci premiéra či jím pověřeného člena vlády. Na podzim téhož roku byla přijata novela Ústavy měnící ústavně zakotvený cíl ČNB z měnové stability na stabilitu cenovou a byla přijata druhá novela zákona o ČNB, která řešila volná místa v zákoně vzniklá v souvislosti se zrušením některých ustanovení předcházející novely Ústavním soudem.

¹⁸ To samozřejmě neplatí všeobecně. Věcný charakter měla např. také diskuse, která proběhla v Liberálním institutu za účasti Z. Tůmy, Z. Revendy a byla moderována J. Schwarzem.

¹⁹ Sedláček, T.: Nezávislost centrální banky potřebí. *Bankovníctví* 2002, č. 6-7

²⁰ Právní postavení centrální banky v demokratickém státě. Sborník textů č. 3, CEP, Praha 2000. V tomto sborníku jsou obsaženy další příspěvky do diskuse týkající se nezávislosti, kredibility a zodpovědnosti ČNB, novely zákona o ČNB, komparace stávající úpravy naší centrální banky s postavením ECB a německé Bundesbanky, možnosti spolupráce ČNB s vládou a mixu fiskální a monetární politiky a dalších problémů. I když je zde postavení centrální banky nazíráno z různých úhlů pohledu, dospívají všichni autoři v podstatě ke shodnému závěru o nezbytnosti omezení v té době platných pravomocí ČNB.

5 Koncipování a realizace měnové politiky

Již na počátku transformace se ozývaly hlasy volající po realizaci měnové politiky monetaristického typu²¹ vykonávané na principu jednoduchých pravidel a založené na cílování peněžní zásoby. Stoupenci těchto názorů vycházeli z přesvědčení, že centrální banka již disponuje potřebnými měnově politickými nástroji pro realizaci takového typu měnové politiky, připouštěli však možnost výskytu určitých problémů spojených s jejich aplikací v podmínkách transformující se ekonomiky.²²

Bylo tomu tak především proto, že k dispozici nebyla žádná teoretická koncepce, která by zohledňovala atypičnost chování ekonomiky v procesu realizace zásadních systémových změn. Jedinou možnou volbou tak byla standardní ekonomická teorie spojená s úsilím o postupné uvádění transformovaného systému do stavu tržní ekonomiky. Jako hlavní důvody pro upřednostňování monetaristické doktríny lze uvést její liberální orientaci, důraz na úlohu peněz v ekonomice a v neposlední řadě i nabídku zdánlivě velice jednoduchého pravidla pro řízení měnové politiky.

Monetaristický transmisní mechanismus byl do měnové politiky SBČS zaveden po několika měsících přípravy již ve druhém čtvrtletí roku 1992²³, a to v modifikované podobě, v níž úlohu operativního kritéria hrály nevypůjčené rezervy²⁴ a hlavním střednědobým kritériem byla peněžní zásoba (M2).

Ze stejného základu vycházela i koncepce měnové politiky nově založené ČNB, a to i přes to, že v české ekonomice nebyly splněny podmínky pro jeho úspěšnou aplikaci, a to ani v jednom z jeho stěžejních bodů. Velice problematickou záležitostí bylo samo

²¹ Jonáš, J. – Bulíř, A. – Kerouš, M.: Makroekonomická politika v období privatizace – náčrt základních problémů (I). FÚ, 1990, č. 12

²² Zejména byla zdůrazňována existence vysokého inflačního potenciálu a možnost jeho dalšího zvýšení v souvislosti s liberalizací cen a zahraničního obchodu a s odstraňováním strukturálních deformací, což vedlo k obavám, že bude obtížné překonávat nerovnovážné stavy bez výraznějších negativních dopadů na zaměstnanost a tempo růstu produkce. Kromě toho nebyly ekonomické subjekty popsatele stabilními poptávkovými funkcemi, takže bylo velice obtížné předvídat konečné důsledky prováděných měnově politických opatření. (Jonáš, J. - Bulíř, A. - Kerouš, M.: tamtéž)

²³ Ve druhém pololetí téhož roku byly zrušeny úvěrové limity

²⁴ Toto kritérium bylo implicitně formulováno tak, aby volné rezervy obchodních bank byly blízké nule. Protože hlavním nástrojem měnové politiky byly aukce refinančních půjček, umožňovalo to centrální bance kontrolovat výši nevypůjčených rezerv, a tím i měnovou bázi. (Bulíř, A.: Československá monetární politika po roce 1989. FÚ 1993, č. 5)

stanovení potenciálního tempa růstu hrubého domácího produktu, vztahu mezi jeho vývojem a vývojem objemu transakcí, a zejména pak „nezbytné“ míry inflace v procesu ekonomické transformace.

Byly to však i běžné problémy s nastolením podmínek pro úspěšnou aplikaci monetaristického transmisního mechanismu, především problém volby vhodného měnového agregátu,²⁵ operativního kritéria,²⁶ stability peněžního multiplikátoru²⁷ a predikovatelnosti rychlosti obratu peněz,²⁸ které se vyskytovaly i ve vyspělých tržních ekonomikách. V našem případě byly však ještě dále zesíleny nestabilitou podmínek způsobených transformačním procesem.

Silně komplikujícím faktorem byly dále faktory endogenní povahy²⁹, které na jedné straně sice ovlivňovaly množství peněz v ekonomice, na druhé straně se však buď zcela či do značné míry vymykaly kontrole centrální banky. V první řadě to byl silný pří-

²⁵ Byl zvolen měnový agregát M2 obsahující hotovostní oběživo v rukou domácích nebankovních subjektů, netermínované vklady domácích nebankovních subjektů v domácích bankách v domácí měně, termínované a další vklady domácích nebankovních subjektů v domácích bankách v domácí měně a další vklady domácích nebankovních subjektů v domácích bankách v zahraničních měnách.

²⁶ Na místě operativního kritéria byla původně široce definovaná měnová báze, která vedle oběživa a bankovních rezerv zahrnovala také poukázky ČNB. Ta byla v polovině roku 1994 vystřídána operativním řízením pomocí rezerv bank, jež byly počátkem roku 1996 nahrazeny úrokovou sazbou mezibankovního trhu s depozity PRIBOR (1 týden).

²⁷ Ta byla způsobena především dvojnásobnou změnou sazeb povinných minimálních rezerv a nestabilním vývojem poměru mezi oběživem, běžnými vklady a termínovanými vklady. (Mandel, M.: Analýza měnové politiky a měnového vývoje v České republice v letech 1989 - 1995. Bankovníctví, 1997, č. 5) Pro období 1993 - 1996 však bylo stability peněžního multiplikátoru v podmínkách ČR s jistými výchyly téměř dosaženo. (Kodera, J. - Mandel, M.: Transmisní mechanismy měnové politiky v podmínkách české ekonomiky. ČNB, IE, Praha 1997)

²⁸ Ex post počítaná důchodová rychlost peněz pro měnový agregát M2 měla od 2. poloviny roku 1993 klesající tendenci; její pokles se však postupně zpomaloval, přičemž vykazoval i určitý oscilační pohyb. V obdobích, kdy docházelo k růstu rychlosti obratu peněz, bylo možno měnovou politiku ČNB charakterizovat jako restriktivní. V 1. polovině roku 1993 došlo k výraznému přitvrzení měnové politiky v souvislosti s měnovou odlukou. Ve 2. polovině roku 1996 ČNB provedla restriktivní opatření v reakci na nárůst deficitu běžného účtu a po většinu roku 1998 byla prováděna měnová restrikce v souvislosti se zavedením cílování inflace. (Mandel, M.: Vliv změn peněžní zásoby na důchodovou rychlost peněz. in Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., Dvořák, P., Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vydání. Management Press, Praha 2000.

²⁹ Blíže viz Janáčková, S.: Dilemata současné měnové politiky. Finance a úvěr, 1996, č. 1

liv zahraničního kapitálu,³⁰ který souvisel především s otevřeností české ekonomiky, její relativně dobrou reputací a nabídkou investičních příležitostí, vysokým úrokovým diferencíalem, prakticky nulovým kurzovým rizikem a zavedením směnitelnosti české koruny podle definice MMF pro účely transakcí na běžném účtu na podzim roku 1995,³¹ a problémy s jeho sterilizací.

Dále sem patřil růst mezipodnikové zadluženosti,³² emise euroobligací denominovaných v korunách³³ a problémy spojené s vývojem bankovního sektoru a s náklady na udržení jeho stability.

Prakticky již od roku 1993 tak docházelo k soustavnému překračování v měnovém programu ČNB stanovených i následně korigovaných temp růstu peněžní zásoby.³⁴ Centrální banka tehdy de facto rezignovala na svůj explicitní cíl v oblasti peněžní zásoby a v podstatě implicitně cílovala pevný měnový kurz. Tato situace byla charakterizována jako

³⁰ Příliv zahraničního kapitálu do ČR vyvrcholil po zavedení vnější směnitelnosti české koruny v roce 1995, kdy dosáhl 218,3 mld. korun, tj. 17,4 % podílu na HDP. Od té doby až do zavedení cílování inflace postupně klesal, a to v souvislosti s rozšířením fluktuálního pásma koruny v roce 1996 na 110,5 mld korun, tj. 7,8 % HDP a na svou dosud historicky nejnižší úroveň, tj. 34,3 mld Kč a 2,1 % HDP, v roce 1997, spojenou s květnovými a listopadovými turbulencemi koruny na mezibankovním devizovém trhu, které odrážely vývoj makroekonomických ukazatelů, politickou nejistotu a nestabilní situaci na tuzemském peněžním i kapitálovém trhu. (Údaje čerpány ze zpráv o vývoji platební bilance vydaných ČNB v roce 1997 a 1998).

³¹ Došlo k tomu na základě nového devizového zákona č. 219/1995 Sb. s platností od 1. října 1995. Faktická úroveň směnitelnosti však silně překračovala rámec stanovený článkem VIII. Dohody o MMF. Zákon explicitně vymezoval pouze případy, kdy koruna směnitelná není (šlo především o portfoliové investice pro rezidenty, otevírání účtů rezidentů v zahraničí, poskytování finančních úvěrů nerezidentům a nákup nemovitostí nerezidenty. Na konci roku 1995 pak byl v podstatě liberalizován příliv kapitálu do české ekonomiky a značně pokročilo i odstraňování posledních překážek pro jeho vývoz.

³² Od roku 1993 se sice údaje o mezipodnikové zadluženosti přestaly samostatně vyčleňovat, přesto se uvažovalo o 130 mld Kč v roce 1994. (Blíže viz Janáčková, S.: Měnová politika - úspěchy i hledání nových cest. ČNB, IE, Praha 1995). V letech 1995 - 1999 se pohybovala od 229,5 do 204,1 Kč, přičemž byla ještě posílena o platební nekázeň podniků při úhradách daní a sociálních dávek, která v daném období dosáhla 6,5 % HDP.

³³ První euroobligace denominované v korunách byly emitovány v roce 1995, do února 1997 to bylo 59 emisí v celkovém objemu 78,6 mld Kč.

³⁴ V roce 1994 došlo k úpravě původně programovaného 12 - 15 % růstu peněžní zásoby na 17 %, ale ani tato modifikovaná hodnota nebyla dodržena, neboť skutečné tempo růstu M2 dosáhlo 21 %. Analogická situace nastala i v roce 1995, kdy byla horní hranice původně stanoveného rozmezí 14 - 17 % překročena o 2,4 procentního bodu. V roce 1996 se přírůstky M2 pohybovaly na úrovni 18 - 19 % oproti 13 - 17 % stanoveným měnovým programem. Teprve v roce 1997 byl v průběhu celého roku vývoj peněžní zásoby v souladu se záměry M 2 pro tento rok. Dynamika M2 nevybočila z rámce stanoveného koridoru 7 - 11 % a naopak se pohybovala převážně v jeho dolní polovině.

nesoulad mezi zvyšující se mírou otevřenosti ekonomiky, vývojem reálného efektivního měnového kurzu včetně zvoleného kurzového režimu a měnovou a fiskální politikou.³⁵

Někteří ekonomové tak začali obracet svou pozornost ke koncepcím endogenity peněžní zásoby odmítajícím suverenitu centrální banky v oblasti emise peněz.³⁶ Přesto však nakonec převládla argumentace vycházející z učení hlavního proudu, že v systému fixního měnového kurzu nemá centrální banka prostor pro autonomní³⁷ měnovou politiku. Sílily obavy, že se sterilizace jako nástroj měnové kontroly stane poměrně rychle neúčinnou a že schopnost centrální banky řídit peněžní zásobu při současném zachování režimu fixního měnového kurzu bude omezena v mnohem větším rozsahu, než dosud.³⁸

V souvislosti s přílivem zahraničního kapitálu byla centrální banka v zájmu udržení stabilního měnového kurzu nucena uspokojovat poptávku po korunách, a to i za cenu relativně vysokých temp růstu peněžní zásoby. V rámci boje proti růstu inflace prováděla především sterilizace přílivu kapitálových toků, tj. stahování peněz z oběhu prostřednictvím prodeje domácích cenných papírů. Tato politika měla za následek další příliv zahraničního kapitálu spojený s novými tlaky na změnu úrovně měnového kurzu.

Vznikal zde tzv. začarovaný kruh sterilizační politiky centrální banky, který vyús-

³⁵ Kysilka, P.: Vnější rovnováha jako odraz souladu mezi mírou otevřenosti ekonomiky a parametry makroekonomické politiky. in *Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let*. Sborník textů. CEP, Praha 2001

³⁶ Prvním empirickým pokusem o zodpovězení otázky, do jaké míry je vazba mezi penězi, HDP, cenami amzdami v aplikaci na českou ekonomiku v souladu či v rozporu s teorií endogenních peněz rozvíjenou v rámci postkeynesovské ekonomie byla práce Izák, V.: *Endogenous or exogenous money supply? - the Czech case*. ČNB, IE, 1995. VP č. 37. S kritikou Izákových závěrů vystoupil Bulíř, A.: *Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu*. *Finance a úvěr*, 1996, č. 1. Bulířovy výtky charakterizovali jako zásadní a do značné míry oprávněné Čihák, M. - Janáček, K.: *Inflace v České republice v polovině devadesátých let*. *Politická ekonomie* 1996, č. 1 a připojili další připomínky, které vztáhli i na další Izákovu práci (Izák, V.: *Inflation, Wages and Money*. *Prague Economic Papers*, 1996, č. 3.) Jejich přístup byl podroben kritice in Arlt, J.: *Inflace v České republice v polovině devadesátých let (srovnání alternativních vysvětlení)* *Politická ekonomie*, 1997, č. 5, na niž reagovali in Čihák, M. - Janáček, K.: *Inflace v České republice v polovině devadesátých let: odpověď*. *Politická ekonomie* 1997, č. 5. Do diskuse ze zapojili ještě další autoři: Guba, M. - Stiller, V. - Arlt, J.: *Vztah mezi peněžní zásobou a vývojem inflace v l. 1993 - 1996*. *Finance a úvěr* 1997, č. 3 a 4; Holub, T.: *Analýza inflace v ČR*. *Finance a úvěr*, 1997, č. 12

³⁷ Autonomií zde nelze chápat politickou nezávislost centrální banky na vládě, ale nezávislost ekonomickou ve smyslu schopnosti určovat výše peněžní zásoby a úrokových sazeb bez ohledu na vývoj platební bilance. (Frait, J.: *Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci /aplikace na ČR v letech 1992 - 1995/*. *FÚ* 1996, č. 5)

³⁸ Frait, J.: *tamtéž*, Jonáš, J.: *Měnová politika a měnový kurz*. *FÚ* 1996, č. 1

til do hledání odpovědi na zásadní otázku, a to zda bude ČNB v podmínkách pevného měnového kurzu a silícího přílivu zahraničního kapitálu i nadále schopna udržet kontrolu nad vývojem peněžní zásoby, nebo zda kompenzující kapitálové toky odsoudí její měnovou politiku k neúčinnosti.

Odpověď na tuto otázku byla hledána v rámci monetárního přístupu k platební bilanci. Jeho empirická verifikace byla spojena s kvantifikací tzv. kompenzačního (offsetového resp. offset) koeficientu,³⁹ jehož empirickými odhady se zabývaly 4 významné studie.⁴⁰ Jejich empirické odhady velikosti kompenzačního koeficientu sice nevykazovaly shodné hodnoty, a to především v důsledku toho, že zvolily odlišné ekonometrické přístupy k jejich odhadu, v žádné z nich však kompenzační koeficient nepřekročil horní hranici hodnot dosahovaných v sousedních zemích, takže se česká měnová politika jevila stejně účinná jako politika okolních centrálních bank.⁴¹

Od konce roku 1995 však kompenzační koeficient⁴² rostl a sterilizace zahraničního kapitálu připlouvajícího do ČR se stávala velice nákladnou a přestávala plnit svou základní funkci, tj. snižování tlaku na růst peněžní zásoby.

³⁹ Podle metodiky ČNB se offset koeficient (b) počítal ze vztahu $PZK_t = PZK_0 - bUCB_t$, kde PZK_t značí příliv zahraničního kapitálu v čase t , PZK_0 je příliv kapitálu nezávislý na operacích centrální banky a UCB_t je rozsah sterilizačních opatření centrální banky (Výroční zpráva ČNB za rok 1995, s. 41). Hodnota offset koeficientu se obvykle pohybuje od 0 do 1, přičemž hodnoty blízké 0 ukazují na téměř úplnou autonomii centrální banky, zatímco hodnoty blízké jedné představují faktickou ztrátu její autonomie, tj. neschopnost centrální banky omezit autonomní růst likvidity na mezibankovním trhu, a tedy i na následný růst peněžní zásoby. Vypočtené hodnoty se pro roky 1994 - 1995 pohybovaly v intervalu 0,3 - 0,6, což zhruba odpovídalo i výpočtům Mezinárodního měnového fondu. V této souvislosti se pak objevovala doporučení na změnu nastavení resp. režimu měnového kurzu koruny (srv. např. Jonáš, J.: Měnová politika a měnový kurz. FÚ 1996, č. 1). S polemikou vůči tomuto názoru vystoupila K. Šmídková, podle jejíž výpočtů se offset koeficient v uvedeném období pohyboval v mezích 0,2 - 0,4, což byly zhruba stejné hodnoty jako u okolních centrálních bank. Z toho vyvozovala, že účinnost nástrojů české měnové politiky není menší než v okolních zemích a že prostor pro případnou sterilizaci přílivu zahraničního kapitálu není ještě zcela vyčerpán. (Šmídková, K.: Účinnost měnové politiky a poptávka po penězích. FÚ, 1996, č. 8)

⁴⁰ Šmídková, K.: Search for the Offset Coefficient. ČNB, IE, Praha 1995; Teja, R.: Offset Coefficient for the Czech Republic. MF ČR, Praha 1995; Frait, J.: Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci: aplikace na ČR v letech 1992 - 1995. FÚ, 1996, č. 5; Tomšík, V.: Příliv zahraničního kapitálu, režim devizového kurzu, vyvážovací procesy platební bilance a autonomie monetární politiky ČR v letech 1993 - 1996. Studie NHÚ Josefa Hlávky č. 6, Praha 1997

⁴¹ podrobněji viz Tomšík, V.: Výzkum kompenzačního koeficientu v podmínkách ČR v letech 1993 - 1996. FÚ 1998, č. 6

⁴² Tomšík, V.: tamtéž

V dané situaci by mohla vhodně řešení nabídnout restriktivní fiskální politika, pro tu však nebyly vytvořeny politické podmínky, nehledě k tomu, že chyběly zkušenosti s volbou nezbytné míry rozpočtové restrikce. Proto byly cesty k řešení tohoto problému hledány jak v oblasti kurzové politiky, tak i v opuštění stávajícího transmisního mechanismu měnové politiky.

V oblasti kurzové politiky se namísto původních diskusí o udržitelnosti současné úrovně nominálního měnového kurzu a případném způsobu a rozsahu její změny, se stále větší naléhavostí objevovala doporučení hledat cestu v úpravě stávajícího kurzového režimu či dokonce v jeho opuštění.⁴³

Jedním z navrhovaných řešení bylo zvýšení míry kurzového rizika pro krátkodobé investory rozšířením flukтуаčního pásma. To mělo také umožnit zvýšení kontroly centrální banky nad měnovým vývojem, případně pomoci zjistit, které z protisměrných vlivů v platební bilanci působících na vývoj měnového kurzu mají větší váhu.

Rozšíření flukтуаčního pásma na $\pm 7,5\%$, ke kterému skutečně došlo v únoru 1996, bylo větší, než očekávala většina ekonomů. Spolu s dalšími faktory, především s růstem deficitu běžného účtu a zvýšenou nejistotou na politické scéně, vyvolalo odliv krátkodobého kapitálu. Ten spolu s pokračujícím schodkem běžného účtu sice vyústil do schodku souhrnné platební bilance, nenásledoval však pokles, ale naopak růst peněžní zásoby spojený s růstem peněžního multiplikátoru v první polovině roku 1996.

V souvislosti s tím provedla centrální banka v květnu a v červnu výrazná restriktivní opatření (dvojnásobné zvýšení úrokových sazeb a zvýšení sazeb povinných minimálních rezerv s platností od konce srpna), která vedla k zastavení růstu peněžního multiplikátoru a ke zpomalení růstu peněžní zásoby z 19% v prvním čtvrtletí 1996 na téměř polovinu.⁴⁴ Následné zpomalení růstu dovozních cen způsobilo, že poprvé od roku 1994 se v roce 1996 zpomalil růst indexu spotřebitelských cen očištěného o ceny potravin a bydlení. Na

⁴³ Srv. např. Dědek, O.: *Currency Convertibility and Exchange Rate Policies in the Czech Republic*. ČNB, IE, 1995. Klaus, V.: *Ekonomická teorie a realita transformačních procesů*. Management Press, Praha 1995. Nešvera, V.: *Dilema úrokové politiky*. FÚ 1995 č. 4. Dědek, O. - Derviz, A.: *Kurzová politika rozšířeného oscilačního pásma*. ČNB, IE, 1996. Janáčková, S.: *Dilemata české měnové politiky*. FÚ 1996, č. 1. Jonáš, J.: *Měnová politika a měnový kurz*. FÚ 1996, č. 1

⁴⁴ Za rok 1996 dosáhl přírůstek peněžní zásoby $9,2\%$ při očištění o měnově neutralizovaný vklad SPT Telecomu jeho uložením u ČNB.

přelomu let 1996 a 1997 pak došlo i ke zpomalení růstu spotřebitelských cen.⁴⁵

Měnová restrikce však vedla také ke zpomalení růstu produkce na konci roku 1996 a k jejímu poklesu v roce 1997. To zpochybňovalo pozitivní hodnocení rozšíření flukтуаčního pásma.⁴⁶ Ukázalo se, že monetární restrikce, i když její účinky byly v souvislosti s rozšířením flukтуаčního pásma výraznější, není v případě, kdy nahrazuje restrikci fiskální, příliš vhodným nástrojem pro řešení problémů spojených s vnější nerovnováhou a že jediným možným řešením je důsledná koordinace obou typů politik.⁴⁷

Růst peněžní zásoby v první polovině roku 1996, který si vynutil následnou monetární restrikci, byl posléze kvalifikován jako důsledek otálení ČNB s rozšířením flukтуаčního pásma resp. se změnou kurzového režimu, což se později stalo předmětem téměř všeobecné kritiky.⁴⁸

Podle V. Kreidla⁴⁹ by pravděpodobně bývalo lepší, kdyby centrální banka rozšířila flukтуаční pásmo a zvýšila úrokové sazby asi o rok či dva dříve, tedy ještě před tím, než začal příliv krátkodobého kapitálu a problémy s tempem růstu peněžní zásoby a kdy „hrozilo“ zrušení mzdové regulace. Tehdy by zřejmě zhodnocování kurzu nemuselo vyvolávat obavy z dopadu na obchodní bilanci, protože ještě nebyl zcela vyčerpán mzdový polštář.⁵⁰

Někteří odborníci zdůrazňovali, že centrální banka měla přistoupit k rozšíření flukтуаčního pásma či dokonce ke změně kurzového režimu již v souvislosti s uvolněním

⁴⁵ Blíže viz Janáček, K. a kol.: Česká ekonomika začátkem roku 1997. Hospodářské trendy 11, Komerční banka 1997

⁴⁶ srv. např. Hrnčíř, M.: Devizový kurz a transformace české ekonomiky. Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v ČR. ČNB, Praha 1996. Posléze však byla restriktivní opatření ČNB označena za hlavní příčinu poklesu tempa růstu HDP v roce 1996 a hospodářského poklesu české ekonomiky v letech 1997 - 1998. I když vliv měnové restrikce na vývoj reálné ekonomiky nelze popřít, představitelé ČNB tuto jednoznačnou interpretaci popírali, s tím, že odmítají převzít zodpovědnost za potíže, které s měnovou restrikcí podle jejich názoru v žádném případě nesouvisely.

⁴⁷ Čihák, M.: Ohlédnutí za flukтуаčním pásmem koruny. FÚ 1997, č. 10

⁴⁸ viz předchozí část příspěvku

⁴⁹ Kreidl, V.: Česká měnová politika v roce 1996 a 1997. Bankovníctví 1997, č. 3, s. 6

⁵⁰ Podle názoru M. Mandela a V. Tomšíka se ČNB obávala, že při dřívějším rozšíření pásma oscilace by se kurz ocitl pod silným apreciačním tlakem, který by korunu dlouhodobě „přitlačil“ k dolnímu pásmu oscilace, čímž by nebyl vyvolán efekt zvýšeného rizika. (Vývoj platební bilance ČR v období 1990 - 1996 pohledem modelu IS-LM-BP. PE 1997, č. 4, s. 546

toků na finančním účtu platební bilance v říjnu 1995.⁵¹

Ani pokles míry inflace nebyl přijímán jednoznačně, dokonce lze říci, že jeho hodnocení vyznělo značně rozporně. Jeden z krajních pólů představuje hodnocení V. Klause, podle nějž ČNB měnovou restrikcí provedla v takovém rozsahu zcela záměrně s cílem zabrzdit ekonomiku, přičemž nedokázala odhadnout, jak silný bude její efekt na reálný hospodářský vývoj.⁵²

Skutečnost, že ČNB ještě v dubnu roku 1997 prognózovala růst HDP mezi 3 - 4 %, a to i přes varování tehdejšího ministra financí, však může být interpretována spíše jako důkaz, že si centrální banka nebyla plně vědoma potenciální hloubky svého zásahu.⁵³

Podle P. Kysilky centrální banka spatřovala ve snižování inflace cestu k zastavení reálného zhodnocování kruzu koruny, a tím i k řešení problémů narůstající vnější nerovnováhy ekonomiky. K tomu si však otálením s rozšířením oscilačního pásma nevytvořila dostatečný časový prostor, takže restrikce vedla rychleji k posílení koruny než k omezení inflace, a tím i k přílivu krátkodobého kapitálu a ke zhoršení problému vnější nerovnováhy.⁵⁴

Jiní odborníci⁵⁵ naopak prosazovali výraznější snižování inflace, a to hned ze dvou důvodů. V první řadě to byla nespokojenost s tím, že i když československá a posléze i česká centrální banka dosáhla nesporných úspěchů v boji s inflací, které byly nesrovnatelné s ostatními zeměmi střední a východní Evropy, setrvávání míry inflace na hodno-

⁵¹ srv. např. Klaus, V.: Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislostí, aby se na některé věci nezapomnělo. Dyba, K.: Navrhovali jsme změnu kruzového režimu. Holman, R.: Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu. Mach, P.: Měnová krize z hlediska změn devizových rezerv. Všechny články in Tři roky od měnové krize. Sborník textů. CEP, Praha 2000

⁵² Klaus, V.: cit. práce s. 13

⁵³ Kočárník, I.: Kočárník, I.: Postřehy jednoho z „obětí beránek“ měnové krize z roku 1997. in Tři roky od měnové krize. Sborník textů, CEP, Praha 2000, s. 31

⁵⁴ Kysilka, P.: Vnější rovnováha jako odraz souladu mezi mírou otevřenosti ekonomiky a parametry makroekonomické politiky. in Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let. Sborník textů. CEP, Praha 2001, s. 30

⁵⁵ srv. např. Kreidl, V.: cit. práce, Tůma Z. - Kreidl, V.: Stará kotva opuštěna, kde hledat novou? Ekonom 1996, č. 7; Tůma, Z.: Inflace v České republice a nezávislost centrální banky. Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v České republice. ČNB, Praha 1996, Kysilka, P.: Inflace je léčitelná nemoc. Bankovníctví 1998, č. 1

tách kolem 10%⁵⁶ trvalo podle jejich názoru již příliš dlouho a hrozilo, že začne sehrávat negativní úlohu při tvorbě inflačních očekávání hospodářských subjektů.

Kromě toho tato - byť relativně stabilní - míra inflace převyšovala míru inflace v zemích našich hlavních obchodních partnerů, takže v důsledku existujícího inflačního diferenciálu docházelo k permanentnímu zhodnocování reálného měnového kurzu české koruny a v souvislosti s tím i k poklesu konkurenceschopnosti domácích výrobců na zahraničních trzích.

V této souvislosti někteří ekonomové trvali na razantnější protiinflační politice. V. Kreidl⁵⁷ doporučoval snížení inflace až na 5 %. Při té příležitosti varoval, že při vyšších mírách inflace může dojít k tlaku na devalvaci koruny a k rozvinutí devalvační spirály.

M. Mandel a V. Tomšík naopak dospěli na základě své analýzy⁵⁸ k závěru, že samotné další přitvrzení měnové politiky bez souběžné fiskální restrikce by bylo neúčinné, resp. by v nejlepším případě vedlo k návratu situace z let 1993 - 1995, a to k politice sterilizace devizových intervencí. Jako minimálně nezbytné řešení označili udržení vývoje peněžní zásoby M2 v tempech růstu do 10 % meziročního srovnání, které ovšem bude v nejlepším případě schopno pouze „zakonzervovat“ současný deficit běžného účtu platební bilance.

K nejradikálnějším odpůrcům myšlenky o nezbytnosti dalšího snižování inflace a zavedení nového transmisního mechanismu měnové politiky a měnově politické strategie v podobě cílování inflace patřil V. Klaus. V této souvislosti zdůrazňoval, že neklesající inflace udržující se na úrovni kolem 10 %, což bylo podstatně méně než v ostatních transformujících se ekonomikách, nebyla v období „klasického“ transformačního oživení s relativně nízkou mírou nezaměstnanosti, kterým roky 1994, 1995 a první polovina roku 1996 bezesporu byly, důvodem k jakémukoli zneklidňování. Na úsilí ČNB o snižování inflace doplatila česká ekonomika nejen ztrátou růstové dynamiky, ale posléze i hospodářským poklesem. Analogicky by mohla podle jeho názoru rychle pokračující

⁵⁶ Míra inflace dosáhla v roce 1992 11,1 %, 1994 = 10,0 %, 1995 = 9,1 %, 1996 = 8,8 % (Výroční zpráva ČNB 1996) a při vyloučení dopadu daňové reformy byla v roce 1993 také těsně nad úrovní 10 % (Tůma, Z.: Inflace v České republice a nezávislost centrální banky. Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v České republice. ČNB, Praha 1996)

⁵⁷ V. Kreidl (Česká měnová politika v roce 1996 a 1997. Bankovníctví, 1997, č. 3) doporučoval snížení inflace až na 5 %. V souvislosti s tím varoval, že při vyšších mírách inflace může dojít k tlaku na devalvaci koruny a k rozvinutí devalvační spirály.

⁵⁸ Mandel, M. - Tomšík, V.: cit. práce, tamtéž

dezinflace při nezměněných inflačních očekáváních hospodářských subjektů vyústit do silného omezení hospodářského růstu.⁵⁹

P. Kysilka naproti tomu zdůrazňoval, že vedle politik prováděných na podporu desinflačního vývoje jsou mimořádně důležité zejména politiky zaměřené na zmírňování krátkodobých nákladů spojených s realizací protiinflační strategie jako nedeficitní či ještě lépe přebytkový vývoj veřejných rozpočtů, sladění mzdového vývoje s růstem produktivity práce a jasný návrat k transformační dlouhodobě neinflační prorůstové strategii.⁶⁰

Analogicky bylo i podle K. Šmídkové a M. Hrnčíře možno očekávat, že pokud dojde ke koordinaci hospodářských politik, a to v podobě konsensu o výši inflačního cíle, bude při cílování inflace společná orientace centrální banky a vlády na inflační cíl a jeho zohlednění při mzdových vyjednáváních redukovat krátkodobé náklady dezinflace.⁶¹

Stoupenci razantnějšího postupu vůči inflaci doporučovali změnu měnové strategie centrální banky spojenou s přechodem na cílování inflace prakticky jednoznačně. Střednědobý závazek ČNB, která díky svým výsledkům v úsilí o stabilitu měny nepostrádala potřebnou kredibilitu,⁶² dosáhnout určité míry inflace podle nich na jedné straně mohl sehrát pozitivní úlohu při tvorbě inflačních očekávání hospodářských subjektů a usnadnit tak proces dezinflace, na druhé straně mohl představovat novou nominální kotvu, jejíž úlohu přestal hrát po rozšíření flukтуаčního pásma měnový kurz.⁶³

Nepřímou podporou tohoto přístupu bylo upozornění, že možnosti využití kurzového rizika vytvořeného rozšířením oscilačního pásma k lepší kontrole růstu peněžní zásoby a domácí poptávky jsou omezené a že by se v budoucnosti mohly dokonce stát příčinou vzniku bludného kruhu či dokonce inflační spirály: omezení přílivu krátkodobého kapitálu - domácí úvěrová expanze - restriktivní opatření ČNB vedoucí k růstu úrokových sazeb a inflačního diferenciálu - obnovení přílivu krátkodobého kapitálu a opětná

⁵⁹ Klaus, V.: Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislostí, aby se na některé věci nezapomnělo. in Tři roky od měnové krize. Sborník textů. CEP, Praha 2000

⁶⁰ Kysilka, P.: Inflace je léčitelná nemoc. Bankovníctví 1998, č. 1

⁶¹ Šmídková, K. - Hrnčíř, M.: Přechod na strategii cílování inflace. FÚ, 1998, č. 4, s. 207

⁶² V tomto smyslu se vyjadřovala většina ekonomů, srv. např. Janáčková, S.: Dilemata české měnové politiky. FÚ 1996, č. 1. Pospíšil, J.: Inflace a nezávislost centrální banky - máme a můžeme už mít nějaké zkušenosti i v České republice? Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v České republice. ČNB, Praha 1996. Tůma, Z. cit. práce.

⁶³ Kreidl, V.: obě výše cit. práce. Tůma, Z.: cit. práce. Tůma, Z. - Kreidl, V.: Stará kotva opuštěna, kde hledat novou? Ekonom 1996, č. 7

snaha odradit krátkodobé zahraniční investory spojená nejen s vysokými náklady, ale i s nebezpečím ztráty kredibility pro dlouhodobý kapitál.⁶⁴

Na skutečnost, že ve většině vyspělých tržních ekonomik dochází v průběhu 80. a 90. let k poklesu účinnosti tradičních zprostředkujících kritérií jako je peněžní zásoba, úrokové sazby nebo měnový kurz a že centrální banky přiznávají měnovým kurzům stále větší míru flexibility, takže standardní typ měnové politiky postupně ztrácí své kotvy a je nahrazován cílováním inflace, upozornila i řada dalších ekonomů.⁶⁵

Jak vyplývá z výše uvedeného, nalezlo zavedení cílování inflace⁶⁶, k němuž došlo od 1. 1. 1998,⁶⁷ v ČR řadu obhájců, ale nechyběly ani nesouhlasné postoje. Přechod ČNB na novou měnovou strategii⁶⁸ byl inspirován poznatky řady zemí, které tento krok učinily již dříve, přičemž řada z nich byla před jejím zavedením nucena - stejně jako ČR - opustit režim fixního měnového kurzu.

Kromě toho představovaly snahy o zavádění cílování inflace v řadě zemí určité vyvrcholení dlouhodobějšího nárůstu významu cenové stability, a to jak z národohospodářského hlediska, tak i v rámci měnové politiky. V ČR byl tento trend zachycen již

⁶⁴ Hájek, M. a kol.: Makroekonomická analýza české ekonomiky 1996. PE 1997, č. 3, s. 324

⁶⁵ srv. např. Vencovský, F.: Nové směry ve strategii peněžní politiky v zemích Evropské unie. Profesorská přednáška na VŠE Praha 1996. Frait, J. - Zedníček, R.: Časová nekonzistence a cíle měnové politiky. Bankovníctví 1996 č. 16

⁶⁶ Ke zdůvodnění této volby domácího ekvivalentu pro anglické označení „inflation targeting“ viz Martinová, O.: K terminologii. FÚ, 1998, č. 4

⁶⁷ Tento krok bylo možno dříve či později očekávat, neboť bylo zřejmé, že se k němu centrální banka již delší dobu chystala. Srv. např. ČNB chce čistou inflaci kolem šesti procent. Mladá fronta DNES, 23. 12. 1997, s. 14

⁶⁸ Realizace nové měnové strategie byla zpočátku spojena se stanovením inflačního cíle pro tzv. čistou inflaci (její interval byl pro rok 1998 stanoven v rozmezí 5,5 - 6,5 %, pro rok 2000 v rozmezí 3,5 - 5,5 %) představující pohyb neregulovaných cen (tj. CPI po vyloučení položek regulovaných cen) očištěný dále o vliv nepřímých daní, případně rušení dotací. (Podrobněji viz Zpráva o inflaci. Duben 1998, s. 7 - 8). Při vlastním operativním řízení pak centrální banka na základě prognostického ekonometrického modelu vycházejícího z většího množství indikátorů a respektujícího časové zpoždění mezi změnou operativní úrokové sazby a inflací provádí prognózy vývoje čisté inflace a srovnává je s inflačním cílem. Pokud prognózované hodnoty převyšují stanovený cíl, centrální banka zvyšuje svou operativní úrokovou sazbu, kterou je dvoutýdenní REPO sazba, v opačném případě dochází k jejímu snižování. (Podrobněji viz. Šmídková, K. - Hrnčíř, M.: Přechod na strategii cílování inflace. FÚ, 1998, č. 4) Těžiště měnové politiky se tak přesunulo od orientace na vývoj peněžní zásoby jako hlavního faktoru působícího na změny cenové hladiny k operativnímu řízení krátkodobých úrokových sazeb. Od dubna 2001 přešla ČNB na cílování celkové inflace vyjádřené indexem spotřebitelských cen, přičemž mechanismus i operativní úrokové sazby zůstaly zachovány.

na samotném počátku transformace v rámci institucionální reformy, která stanovila jako základní cíl měnové politiky stabilitu měny a vybavila centrální banku nezávislostí odpovídající novému trendu v pojetí měnové politiky.⁶⁹

V souvislosti se zavedením cílování inflace nešlo tedy o změnu cíle měnové politiky, ale o volbu nové strategie k jeho realizaci, která byla ve shodě s významem, jaký se tomuto pojetí měnové politiky přikládal v zemích Evropské unie, a která znamenala odmítnutí možnosti využívat měnovou politiku k plnění krátkodobých záměrů hospodářské politiky a nadřazení dlouhodobých měnových zájmů krátkodobým hospodářsko politickým cílům.⁷⁰

Mezi hlavními důvody pro zavádění nové měnové strategie v ČR byl uváděn především důraz na stabilitu cenové hladiny, který se od počátku 80. let stával prvořadou prioritou ve většině vyspělých tržních ekonomik, změna režimu měnového kurzu v květnu 1997, dále pak široké a intenzivní propojování národních ekonomik v oblasti financí zneusnadňující orientaci a řízení peněžní zásoby zejména v malých otevřených ekonomikách.

Vedle nejistot spojených s globalizací finančních trhů, masivními toky kapitálu, nestabilitou peněžního multiplikátoru a rychlosti obratu peněz, nevyjasněností vztahů mezi měnovými agregáty a inflací, které způsobovaly řadu problémů při aplikaci monetaristického transmisního mechanismu, byly dále uváděny také pozitivní zkušenosti zahraničních centrálních bank cílujících inflaci (rostoucí předvídatelnost reakční funkce centrální banky v prostředí zvýšených nejistot a zlepšení komunikace mezi centrální bankou a veřejností, větší flexibilita při měnově politickém rozhodování, náhrada za ztrátu nominální kotvy v podobě fixního měnového kurzu, možnost intenzivněji ovlivňovat tvorbu inflačních očekávání a tak i snadněji prosazovat postupnou dezinflaci, zvýšená transparentnost spolu s narůstající předvídatelností a do jisté míry i „automatickostí“ měnově politického rozhodování).⁷¹

Uvedená zdůvodnění se však setkala s celou řadou námitek. Ty se týkaly především samotného přechodu na novou měnovou strategii. V první řadě byl vyvrácen názor, že

⁶⁹ Hrnčíř, M. - Šmídková, K.: Inflační cílení v zahraničí - zdroj informací a inspirace pro českou měnovou politiku. *Bankovníctví* 1998, č. 7

⁷⁰ Vencovský, F.: K nové měnové strategii ČNB. *Bankovníctví* 1998, č. 4

⁷¹ podrobněji viz Hrnčíř, M. - Šmídková, K.: Přechod na strategii cílování inflace. *FÚ* 1998, č. 4, s. 210 a násl.; Šmídková, K. - Hrnčíř, M.: Inflační cílení v zahraničí - zdroj informací a inspirace pro českou měnovou politiku. *Bankovníctví* 1998, č. 7, s. 7 - 8

došlo k selhání monetaristického transmisního mechanismu a že musí být nahrazen mechanismem novým.

Na spornost argumentu týkajícího se poklesu důvěry ČNB ve stabilitu vztahu mezi peněžní zásobou a inflací poukázal M. Čihák s T. Holubem s tím, že empirické analýzy pro ČR zatím vesměs potvrdily statistickou významnost vztahu mezi měnovým agregátem M2 a inflací, i když tento vztah nevycházel pro použité délky časového zpoždění jako proporcionální, jak by tomu mělo být podle monetaristické teorie. Při testování platnosti těchto závěrů pro poslední časové období dospěli oba autoři k výsledkům zhruba odpovídajícím analýzám pro starší období⁷², což potvrzovalo relativní stabilitu vztahu mezi oběma proměnnými. Naproti tomu se jim nepodařilo nalézt stabilní vztah mezi úrokovými sazbami a inflací, který byl nezbytný pro zvolenou variantu cílování inflace, z čehož vyvodili závěr, že současná podoba cílování inflace je méně transparentní než předchozí režim, neboť centrální banka sice oznámila svůj cíl i nástroj, ale nikoli předpokládaný převodový mechanismus.⁷³

Ani některé standardně známé problémy, které provázely cílování peněžní zásoby v praxi ČNB, především nestabilita rychlosti obratu peněz a obtíže při operativním řízení spojené mj. i se způsobem stanovení povinných minimálních rezerv, nebyly akceptovány

⁷² Vedle prací uváděných oběma autory je v této souvislosti třeba zmínit práci M. Guby, V. Stillera a J. Arlta, kteří na základě své analýzy vztahu mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v letech 1993 - 1996 shledali dosavadní přístup ČNB založený na cílování peněžní zásoby jako odůvodněný s tím, že jiné přístupy aplikované v zahraničí jako např. cílování inflace či využívání měnového kurzu jako mezicíle měnové politiky nepředstavují v současných podmínkách pro českou ekonomiku vhodnější alternativu. (Guba, M. - Stiller, V. - Arlt, J.: Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v l. 1993 - 1996 (2. část) FÚ 1997, č. 4)

⁷³ Čihák, M. - Holub, T.: Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. FÚ 1998, č. 4, s. 225 -226. Neexistenci jednoznačně definovatelného transmisního mechanismu mezi krátkodobou úrokovou sazbou a mírou inflace označil za klíčový problém cílování inflace také V. Kosmata. V této souvislosti označil za „kámen úrazu“ cílování inflace stanovení takové úrovně úrokové sazby PRIBOR, která by vedla ke splnění inflačního cíle. (Kosmata, V.: Přejít na inflační cílení má svá rizika. HN 13. 1. 1998, s. 6)

jako důvod pro jeho opuštění.⁷⁴ Jako zásadní teoretický i praktický problém, který mohl vést ke zpochybňování aplikace monetaristického transmisního mechanismu, byla uváděna kvantifikace monetárního cíle z pohledu vnější rovnováhy s tím, že tento problém není řešen ani v rámci cílování inflace.⁷⁵ V této souvislosti bylo zdůrazňováno, že zatímco praktická realizace monetaristického transmisního mechanismu se dlouhodobě vztahovala k inflaci, a z hlediska krátkého a středního období byla směřována také k nominálnímu důchodu (případně k rovnováze běžného účtu), u cílování inflace dochází k orientaci pouze na jeden střednědobý a dlouhodobý „monocíl“, což v sobě obsahuje riziko větší nestability u ostatních makroekonomických veličin. Cílování inflace tak výrazně omezuje možnost centrální banky ovlivňovat resp. stimulovat jiné ekonomické cíle jako je růst reálného produktu či rovnováha běžného účtu platební bilance.⁷⁶

Zatímco cílování peněžní zásoby dávalo v případě ohrožení vnější ekonomické rovnováhy možnost výraznějšího znehodnocení měnového kurzu, cílování inflace bylo de facto spojeno s implicitním opětovným zavedením fixního měnového kurzu s relativně úzkým oscilačním pásmem, neboť úsilí o dosažení inflačního cíle musí být nutně spojeno s požadavkem určit a respektovat maximálně možnou hranici pro depreciaci domácí měny, která by neakcelerovala růst cen.⁷⁷

Další skupina námitek se týkala vlastní realizace cílování inflace, v první řadě pak

⁷⁴ Nepodloženosť argumentů proti cílování peněžní zásoby, které byly uváděny při přechodu na cílování inflace dokumentovali na základě aplikace P* modelu pro ČR Frait, J. - Komárek L. - Kulhánek, L.: Analýza dynamiky inflace v ČR pomocí P* modelu. FÚ 1998, č. 11. Skutečnost, že ve své první Zprávě o inflaci ČNB uváděla jako faktory inflace na prvním místě peněžní agregáty, na druhém místě úrokové sazby a na třetím indexy měnového kurzu vedla M. Čiháka a T. Holuba k závěru, že se centrální banka reálně přiklání k hybridnímu transmisnímu mechanismu a že výroky o „neprokázaném vztahu mezi peněžní zásobou a inflací“ byly spíše marketingové kampaně při přechodu na cílování inflace než výsledkem empirických analýz. (Čihák, M. - Holub, T.: Cílování inflace: předběžné poznatky a zkušenosti z prvních měsíců. HN 14. 7. 1998, s. 6

⁷⁵ Mandel, M.: Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích (komparace z pohledu modelu AS-AD-NX). FÚ 1998, č. 4

⁷⁶ Kosmata, V.: cit. práce, Mandel, M.: cit. práce, Tomšík, V.: Možné problémy současně měnové politiky. Bankovníctví 1998, č. 13

⁷⁷ Čihák, M. - Holub, T.: cit. práce, Kosmata, V.: cit. práce, Mandel, M.: cit. práce, Tomšík, V.: cit. práce. Z. Tůma již na samém počátku diskuse uváděl, že stanovený inflační cíl je natolik restriktivní, že bude vyžadovat, aby ČNB věnovala měnovému kurzu ještě větší pozornost než dosud. To bylo v rozporu s názorem představitelů centrální banky, kteří se vyjadřovali v tom smyslu, že na devizový trh hodlá ČNB vstupovat až v okamžiku, kdy se kurz bude významně měnit. (srv. ČNB chce čistou inflaci kolem šesti procent. Mladá fronta DNES, 23. 12. 1997, s. 14

stanovení inflačního cíle. Pokud měl inflační cíl potřebným způsobem ukotvit inflační očekávání a měl založit žádoucí disciplinu, musel být dostatečně ambiciózní. Na druhé straně však hrozilo, že pokud nebude nastaven dostatečně citlivě vzhledem k parametrům vývoje ekonomiky,⁷⁸ musí být jeho splnění spojeno s nadměrnou monetární restrikcí, která by mohla vést k prohloubení nerovnováhy, a to jak v oblasti vnější, tak i v oblasti podnikové a bankovní.⁷⁹ Riziko ztráty kredibility resp. neúměrně vysokých nákladů na realizaci nerealisticky ambiciózního cíli si však uvědomovali i představitelé ČNB.⁸⁰

S námitkami se setkala i volba ukazatele čisté inflace, a to hned z několika hledisek. V první řadě z toho důvodu, že šlo o zcela novou kategorii, pro niž neexistovalo historické srovnání⁸¹ a chyběly zkušenosti s citlivostí jejich reakcí na různé inflační situace. Kromě toho se objevovaly námitky týkající se srozumitelnosti ukazatele čisté inflace pro nejširší veřejnost,⁸² neboť se předpokládalo, že jeho prostřednictvím bude možno ovlivňovat inflační očekávání hospodářských subjektů.

ČNB zde však vycházela z přesvědčení, že na základě postupu deregulací a adaptace cenových relací se bude rozdíl mezi celkovou a čistou inflací postupně snižovat, takže střednědobý cíl pro konec roku 2000 již předpokládal konvergenci indexu čisté inflace k indexu inflace celkové.⁸³

⁷⁸ Stanovený inflační cíl v rozmezí 5,5 - 6,5 % pro rok 1998 a 3,5 - 5,5 % pro rok 2000 byl řadou odborníků považován za příliš ambiciózní, jehož plnění bude vyžadovat nadměrně restriktivní měnovou politiku. Srv. např. Tůma, Z. in cit. práce, Kosmata, V.: cit. práce, Mandel, M.: cit. práce, Tomšík, V.: cit. práce

⁷⁹ Nadměrná restrikce by v situaci silného přeúvěrování české ekonomiky spojeného s vysokým podílem klasifikovaných a nedobytných úvěrů mohla vést nejen k poklesu růstu skutečného produktu, ale i potenciálu. V této souvislosti byly uváděny neblahé zkušenosti západních ekonomik v 70. letech, kdy důsledná proticyklická a protiinflační měnová politika spojená se silnou restrikcí vyústila do zastavení investic, do podkapitalizace těchto ekonomik a do snížení tempa růstu potenciálního produktu, což se při následném oživení projevilo růstem cen spojeným nejen s rovními šoky, ale i s růstem agregátní poptávky, který narážel na nedostatek výrobních kapacit. Srv. Tomšík, V.: cit. práce, s. 23

⁸⁰ Hrnčíř, M. - Šmídková, K.: ČNB určila dva časové horizonty cílování inflace. HN 5. 6. 1998

⁸¹ Proto se někteří odborníci vyslovovali spíše pro jádrovou inflaci (tj. spotřebitelský koš očištěný o vliv regulovaných cen a změn cen potravin, na něž má měnová politika jen velmi zprostředkovaný vliv), kterou již předtím vykazoval ČSÚ, ta však představovala příliš úzké vymezení cíle (přibližně 45 % spotřebitelského koše), které by nedávalo jasnou představu o budoucím vývoji inflace. Srv. např. Čihák, M. - Holub, T.: cit. práce s. 227 - 228, Křovák, J. : S cílováním inflace přichází ústřední banka v nevhodný čas a s předčasnými ambicemi. HN, 26. 2. 1998, s. 7

⁸² Tomšík, V.: cit. práce

⁸³ Hrnčíř, M. - Šmídková, K.: Nová kotva měnové politiky. HN 29. 4. 1998; ČNB určila dva časové horizonty cílování inflace. HN 5. 6. 1998

Někteří ekonomové pak dále poukazovali na skutečnost, že ani čistou inflaci nebude možno uspokojivě vysvětlit pouze na základě monetárních faktorů, neboť významnými vysvětlujícími činiteli mohou být také ceny komodit na světových trzích, vztah mezi růstem produktivity práce a mezd a ve střednědobém horizontu i pokračující srovnávání relativních cen v ČR a v zemích EU.⁸⁴

Jako problematické bylo označováno i stanovení inflačního cíle v podobě intervalu s tím, že odvrací pozornost od jeho středu směrem k horní hranici a je spojeno s rizikem, že se inflace může ocitnout mimo něj, což by mohlo mít závažné důsledky pro kredibilitu centrální banky.⁸⁵

Pokud jde o časový horizont plnění inflačního cíle, směřovaly námitky jednak k volbě prosincového, tedy koncového, a nikoli průměrného celoročního indexu, jednak k samotnému přijetí krátkodobého ročního cíle s tím, že nástroje centrální banky většinou nemají tak rychlý účinek, aby byla schopna plně kontrolovat inflaci v horizontu několika měsíců, přičemž dochází k poměrně značným časovým zpožděním.⁸⁶ Jako vhodný se jevil (i vzhledem k šestiletému funkčnímu období guvernéra ČNB) spíše tříletý časový horizont, který by centrální bance poskytl větší prostor.⁸⁷

Tento názor podporovaly i zkušenosti centrálních bank, které přešly na strategii cílování inflace již dříve a které svůj první inflační cíl situovaly zpravidla do období dvou let po jejím zavedení. V souladu s tím považovala i ČNB za hlavní cíl a současně i za svůj závazek vůči veřejnosti svůj střednědobý cíl. Krátkodobý cíl stanovený v ročním horizontu chápala spíše jako podklad pro ukotvení hospodářské a měnové politiky, mzdových vyjednávání a rozhodovacích procesů v ročním výkladu a jako určitou možnost pro ověření vhodnosti zvolené strategie pro dosažení střednědobého cíle a pro její případnou korekci. Jednoznačná orientace na koncovou hodnotu střednědobého cíle pak byla zdůvodňována potřebou flexibility v jednotlivých fázích jeho realizace.⁸⁸

⁸⁴ V této souvislosti označil J. Křovák zavedení cílování inflace za „přicházející v nevhodný čas a s předčasnými ambicemi“ (Křovák, J.: cit. práce). K vyrovnávání cenových hladin viz např. Zamrazilová, E. - Holub, T.: Inflační diferenciál se nesníží. *Ekonom* 1997, č. 10

⁸⁵ Čihák, M. - Holub, T.: cit. práce

⁸⁶ Řada empirických analýz uváděla vliv změny růstu peněžní zásoby v ČR na inflaci se zpožděním minimálně 5 - 8 měsíců.

⁸⁷ Čihák, M. - Holub, T.: cit. práce

⁸⁸ Hrnčíř, M. - Šmídková, K.: ČNB určila dva časové horizonty cílování inflace. *HN* 5. 6. 1998

Zdůrazňována byla i kritická závislost úspěšnosti cílování inflace na zpracování kvalitních prognóz inflačního vývoje a na kvantifikaci vztahu mezi stupněm neplnění inflačního cíle a požadavky na změnu operativního kritéria s tím, že existující objektivní problémy spojené s prognózováním a nejasnosti v politice úrokových sazeb by mohly vyústit až do pouhého sledování vývoje měnového kurzu a jeho ovlivňování pomocí úrokových sazeb.⁸⁹

Představa ČNB, že se jí na základě dosaženého relativně vysokého stupně kredibility za pomoci cílování inflace podaří ovlivnit inflační očekávání hospodářských subjektů natolik, že proces dezinflace nebude spojen s náklady v podobě poklesu reálného produktu, vycházející z koncepce racionálních očekávání narážela na přesvědčení některých odborníků podložených výsledky empirických studií, že v ČR jsou hospodářským subjektům vlastní spíše adaptivní očekávání a že jejich důvěru mohou významnou měrou ovlivnit i významnější odchylky mezi vývojem skutečné a čisté inflace způsobené deregulací cen či daňovými úpravami.⁹⁰

Kritiky nebyl ušetřen ani další z hlavních argumentů ČNB pro zavedení cílování inflace - snaha o vytvoření stabilního makroekonomického prostředí spojeného s postupným snižováním inflace, které považovala za nezbytnou podmínku pro nastoupení cesty stabilního dlouhodobého růstu ekonomiky.⁹¹

M. Čihák a T. Holub v této souvislosti s odvoláním na empirické studie MMF zdůrazňovali, že se dlouhodobé negativní účinky inflace na ekonomiku začínají projevovat až při mírách inflace převyšujících 8 %, takže přínos spojený se zaváděním cílování inflace nemusí být pro českou ekonomiku tak vysoký, jak očekává ČNB.⁹²

J. Frait. sice připustil oprávněnost přechodu k přímému cílování inflace a snahy o nízkou inflaci, zpochybnil však názor, že snížení inflace je důležité pro zvyšování tempa růstu ekonomiky. Na základě studia nejnovějších teoretických poznatků a empirických prací z této oblasti dospěl k závěru, že mezi inflací a dlouhodobým růstem skutečně existuje negativní vztah, který se však projevuje až od míry inflace dosahující 15 - 20 %

⁸⁹ Mandel, M.: cit. práce

⁹⁰ Mandel, M.: cit. práce, Tomšík, V.: cit. práce

⁹¹ Ve Zprávě o měnovém vývoji v ČR za období leden - září 1997 je doslova uvedeno: „Stabilní makroekonomické prostředí, charakterizované především klesajícím tempem růstu inflace, je chápáno jako nezbytná podmínka pro stabilní dlouhodobý ekonomický růst.“ (s. 26)

⁹² Čihák, M. - Holub, T.: cit. práce

ročně, přičemž ale ani v tomto případě není kvantitativně příliš silný. Pro nižší míry inflace není podle jeho názoru prakticky možné identifikovat jakýkoli jednoznačný vliv na dlouhodobý růst. U ekonomiky s relativně stabilní inflací kolem 10 % pak nelze podle něj předpokládat, že snížení inflace významněji přispěje ke zvyšování ekonomického růstu.⁹³

Měnově politická praxe však ukázala, že se ČNB⁹⁴ stejně jako ostatně i řadě dalších centrálních bank příliš nedaří naplňovat své měnové cíle. To se odráží i ve vývoji ekonomické teorie, která přináší nové pohledy na možnost centrální banky ovlivňovat měnový vývoj a v souvislosti s tím i na její postavení jako nezávislé „bankovní moci“ zodpovědné de facto jen sobě samé. S rostoucí intenzitou dochází k prosazování teorie endogenních peněz⁹⁵, v níž má rakouská škola dlouholetou tradici.

I když jsem spíše stoupencem postkeynesovského přístupu k postavení a úloze peněz a centrálních bank⁹⁶ v moderních tržních ekonomikách, domnívám se, že v řadě bodů není jeho učení v rozporu s Hayekovým odmítáním představy, že centrální banky jsou schopny účinně regulovat množství peněz v ekonomice. Proto bych své vystoupení ráda

⁹³ Frait, J.: Je snížení inflace podmínkou pro obnovení ekonomického růstu. *Bankovníctví* 1998, č. 8, s. 7

⁹⁴ ČNB se podařilo splnit stanovený cíl jen ve zcela sporadických případech. Zcela obvyklou záležitostí se stalo jeho „podstřelování“. Inflační cíl byl zpočátku stanoven v podobě čisté inflace (počítané na neúplném spotřebním koši, z nějž byly vyloučeny položky s regulovanými cenami a položky s cenami ovlivňovanými jinými administrativními opatřeními, např. nepřímými daněmi). Pro rok 1998 byl interval 5,5 - 6,5 % byl cíl „minut“ na úrovni 1,7 %; v roce 1999 namísto stanovených 4,0 - 5,0 % dosáhla čistá inflace hodnoty 1,5 %; plánovaný interval pro rok 2000 činil 3,5 - 5,5 % (stanoveno v roce 1997), skutečnost 3,0 %. Rok 2001 byl prvním rokem, kdy se ČNB podařilo splnit inflační cíl (předpoklad pro čistou inflaci 3,0 - 1,0 %, skutečnost 2,4%). Poprvé od zavedení režimu cílování inflace vyjádřila ČNB svůj inflační cíl v tomto roce také v podobě celkové inflace, a to v intervalu 4,3 - 5,8 % (skutečnost 4,7 %), a po projednání jeho výše s vládou. Stanovení inflačního cíle v podobě celkové inflace mělo dále zprůhlednit měnovou politiku ČNB směrem k veřejnosti, neboť se předpokládalo, že takto stanovený cíl bude pro veřejnost srozumitelnější a přispěje ke stabilizaci inflačních očekávání v příštích obdobích. V roce 2002 byl cíl stanoven v podobě cílového pásma celkové inflace v průběhu celého roku, v dubnu byl vyhlášen inflační cíl pro meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen v období leden 2002 až prosinec 2005, a to v podobě průběžného pásma, které rovnoměrně klesá z úrovně 3,0 - 5,0 % v lednu 2002 na úroveň 2,0 - 4,0 v prosinci 2005. Skutečná míra inflace dosáhla v roce 2002 hodnoty 1,8 % a v roce 2003 hodnoty 0,1 %.

⁹⁵ Vedle Rakušanů jsou jejími propagátory - byť v jiné podobě a z jiných teoretických východisek - příslušníci postkeynesovského proudu.

⁹⁶ Z hlediska vývoje českého ekonomického myšlení je zajímavé, že některé úvahy týkající se postavení centrální banky významného českého ekonoma J. Macka jsou podobné pojetí postavení centrální v učení některých stoupenců postkeynesovského proudu. (Macek, J.: *Sociální ekonomika*. Díl III. Nákladem České grafické unie, Praha 1946; resp. některé kritické stati k politice Národní banky československé a k názorům K. Engliše publikované v průběhu 30. let.)

zakončila slovy F. A. v. Hayeka: „But the Central Banks are by no means the only factor capable of bringing about the change in the volume of circulating media.“⁹⁷

Seznam literatury

- [1] Arlt, J.: Inlace v České republice v polovině devadesátých let (srovnání alternativních vysvětlení). *Politická ekonomie*, 1997, č. 5
- [2] Bulíř, A.: Volné bankovníctví: znovunalezené řešení? *Finance a úvěr*, 1992, č. 8
- [3] Bulíř, A. : Československá monetární politika po roce 1989. *FÚ*, 1993, č. 5
- [4] Bulíř, A.: Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu. *Finance a úvěr*, 1996, č. 1
- [5] Čihák, M.: Ohlédnutí za fluktuálním pásmem koruny. *FÚ* 1997/10
- [6] Čihák, M. – Holub, T.: Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *FÚ* 1998/4
- [7] Čihák, M. - Holub, T.: Cílování inflace: předběžné poznatky a zkušenosti z prvních měsíců. *HN* 14. 7. 1998, s. 6
- [8] Čihák, M. - Holub, T.: Co říká ekonomická teorie o nezávislosti centrální banky. *Finance a úvěr* 1999, č. 9
- [9] Čihák, M. - Holub, T.: Měnový výbor: cesta z dilemat centrálního bankovníctví v ČR? *Bankovníctví* 2000, č. 6
- [10] Čihák, M. – Janáček, K.: Inlace v České republice v polovině devadesátých let - odpověď. *Politická ekonomie* 1996, č. 1
- [11] Dědek, O.: Currency Convertibility and Exchange Rate Policie in the Czech Republic. *ČNB, IE*, 1995
- [12] Dyba, K.: Navrhovali jsme změnu kurzového režimu. In *Tři roky od měnové krize. Sborník textů*. CEP, Praha 2000

⁹⁷ Hayek, F. A.: *Monetary theory and trade cycle*. Jonathan Cape, London 1933, s. 148

- [13] Frait, J.: Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992 – 1995). *Finance a úvěr* 1996, č. 5
- [14] Frait, J.: Je snížení inflace podmínkou pro obnovení ekonomického růstu. *Bankovníctví* 1998, č. 8
- [15] Frait, J. – Zedníček, R.: Časová nekonzistence a cíle měnové politiky. *Bankovníctví* 1996, č. 16
- [16] Frait, J. – Komárek, L. – Kulhánek, L.: Analýza dynamiky inflace v ČR pomocí P* modelu. *FÚ* 1998/11
- [17] Guba, M. – Stiller, V. – Arlt, J.: Vztah mezi peněžní zásobou a vývojem inflace v l. 1993 – 1996. *Finance a úvěr* 1997, č. 3 a 4
- [18] Hájek, M. a kol.: Makroekonomická analýza české ekonomiky 1996. *Politická ekonomie* 1997, č. 3
- [19] Havel, J.: *Ekonomika a právo v transformaci*. *Politická ekonomie*, 1998, č. 6
- [20] Hayek, F. A.: *Monetary Tudory and trade cycle*. Jonathan Cape, London 1933
- [21] Hayek, F. A.: *Právo, zákonodárství a svoboda*. Academia, Praha 1991
- [22] Holman, R.: *Transformace české ekonomiky. V komparaci s dalšími zeměmi střední Evropy*. CEP, Praha 2000
- [23] Holman, R.: *Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu*. In *Tři roky od měnové krize. Sborník textů*. CEP, Praha 2000
- [24] Holub, T.: Analýza inflace v ČR. *Finance a úvěr* 1997, č. 12
- [25] Hrnčíř, M.: *Devizový kurz a transformace české ekonomiky*. Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v ČR. ČNB, Praha 1996
- [26] Hrnčíř, M. – Šmídková, K.: ČNB určila dva horizonty cílování inflace. *HN* 5. 6. 1998
- [27] Hrnčíř, M. – Šmídková, K.: *Nová kotva měnové politiky*. *HN* 29. 4. 1998

- [28] Hrnčíř, M. – Šmídková, K.: ČNB určila dva časové horizonty cílování inflace. HN 5. 6. 1998
- [29] Izák, V.: Endogenous or exogenous money supply? – the Czech case. ČNB, IE, 1995
- [30] Izák, V.: Inflation, Wales and Money. Pratur Economic Pápera, 1996, č. 3
- [31] Janáček, K. a kol.: Česká ekonomika začátkem roku 1997. Hospodářské trendy 11. Komerční banka 1997
- [32] Janáčková, S.: Měnová politika - úspěchy i hledání nových cest. ČNB, IE, Praha 1995
- [33] Janáčková, S.: Dilemata současné měnové politiky. Finance a úvěr, 1996, č. 1
- [34] Jonáš, J. – Bulíř, A. – Kerouš, M.(1990): Makroekonomická politika v období privatizace – náčrt základních problémů (I). FÚ, 40, č. 12
- [35] Jonáš, J.: Měnová politika a měnový kurz. Finance a úvěr 1996, č. 1
- [36] Kindlová, E.: Od C. Mengera k F. A. Hayekovi. Habilitační práce. VŠE, Praha 2002
- [37] Klaus, V.: Ekonomická teorie a realita transformačních procesů. Management Press, Praha 1995
- [38] Klaus, V. (1998): Deficit, restrikce, dezinflace a stav ekonomiky. Vystoupení na VŠE v Praze dne 26. 11. 1998. Stručný výtah viz též HN 26. 11. 1998, s. 11
- [39] Klaus, V.: Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislostí, aby se na některé věci nezapomnělo. In Tři roky od měnové krize. Sborník textů. CEP, Praha 2000
- [40] Kočárník, I.: Postřehy jednoho z obětí beránek měnové krize z roku 1997. In Tři roky od měnové krize. Sborník textů. CEP, Praha 2000
- [41] Kodera, J. - Mandel, M.: Transmisní mechanismy měnové politiky v podmínkách české ekonomiky. ČNB, IE, Praha 1997

- [42] Kosmata, V.: Přechod na inflační cílení má svá rizika. HN 113. 1. 1998, s. 6
- [43] Kreidl, V.: Česká měnová politika v roce 1996 a 1997. Bankovníctví 1997, č. 3
- [44] Kysilka, P.: Vnější rovnováha jako odraz souladu mezi mírou otevřenosti ekonomiky a parametry makroekonomické politiky. in Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let. Sborník textů. CEP, Praha 2001
- [45] Kysilka, P.: Inflace je léčitelná nemoc. Bankovníctví 1998, č. 1
- [46] Mach, P.: Měnová krize z hlediska změn devizových rezerv. In Tři roky od měnové krize. Sborník textů. CEP, Praha 2000
- [47] Mandel, M.: Analýza měnové politiky a měnového vývoje v České republice v letech 1989 - 1995. Bankovníctví, 1997, č. 5
- [48] Mandel, M. – Tomšík, V.: Vývoj platební bilance ČR v období 190 – 1996 pohledem modelu IS-LM-BP. Politická ekonomie 1997, č. 4
- [49] Mandel, M.: Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích (komparace z pohledu modelu AS-AD-NX. FÚ 1998/4
- [50] Martincová, O.: K terminologii. Finance a úvěr 1998, č. 4
- [51] Mataj, J. - Vojtíšek, P. (1992): Právní a ekonomické aspekty nového Zákona o SBČS. FÚ č. 3
- [52] Nešvera, V.: Dilema úrokové politiky. FÚ 1995/4 Postavení centrální banky. 14. seminář České společnosti ekonomické v řadě „Ekonomické teorie a česká ekonomika“. Praha 12. října 1999
- [53] Pospíšil, J.: Inflace a nezávislost centrální banky – máme a můžeme už mít nějaké zkušenosti i v České republice? Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v České republice. ČNB, Praha 1996
- [54] Revenda, Z. - Mandel, M. - Kodera, J. - Musílek, P. - Dvořák, P. - Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vydání. Management Press, Praha 2000

- [55] Šmídková, K.: Účinnost měnové politiky a poptávka po penězích. *Finance a úvěr*, 1996, č. 8
- [56] Šmídková, K.: *Search for the Offset Coefficient*. ČNB, IE, Praha 1995
- [57] Šmídková, K. – Hrnčíř, M.: Přejít na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr* 1998, č. 4
- [58] Šmídková, K. – Hrnčíř, M.: Inflační cílení v zahraničí – zdroj informací a inspirace pro českou měnovou politiku. *Bankovníctví* 1998, č. 7
- [59] Teja, F.: *Offset Coefficient for the Czech Republic*. MF ČR, Praha 1995
- [60] Tomšík, V.: Příliv zahraničního kapitálu, režim devizového kurzu, vyrovnávací procesy platební bilance a autonomie monetární politiky ČR v letech 1993 – 1996. *Studie NHÚ J. Hlávky* č. 6, Praha 1997
- [61] Tomšík, V.: Výzkum kompenzačního koeficientu v podmínkách ČR v letech 1993 – 1996. *Finance a úvěr* 1998, č. 6
- [62] Tomšík, V.: Možné problémy současné měnové politiky. *Bankovníctví* 1998, č. 13
- [63] Tošovský, J. (1998): Přednáška na Manažerském fóru v Praze, červen 1998
- [64] Tůma, Z.: Inflace v České republice a nezávislost centrální banky. Sborník vědecké konference k 70. výročí centrálního bankovníctví v České republice. ČNB, Praha 1996
- [65] Tůma, Z. – Kreidl, V.: Stará kotva opuštěna, kde hledat novou? *Ekonom* 1996, č. 7
- [66] Vencovský, F.: *Dějiny českého ekonomického myšlení do r. 1948*. Nadace Universitas Masarykiana. Edice Heureka. Brno 1997
- [67] Vencovský, F.: K nové měnové strategii ČNB. *Bankovníctví* 1998, č. 4
- [68] Zahradník, P.: Volné bankovníctví a slučitelnost s realitou. *Finance a úvěr* 1992, č. 8
- [69] Zeman chce mít ve vedení ČNB své lidi. *Lidové noviny* 26. 9. 1998

Další materiály

- [1] Zprávy ČNB o inflaci, vývoji platební bilance, výroční zprávy a internetové stránky.
- [2] Na mušce politiků. Euro 2. 11. 1998, s. 32
- [3] ČNB chce čistou inflaci kolem šesti procent. Mladá fronta Dnes. 23. 12. 1997, s. 14
- [4] ČNB je příliš nezávislá a nemá zpětnou vazbu. Lidové noviny 1. 10. 1998
- [5] Právní postavení centrální banky v demokratickém státě. Sborník textů č. 3. CEP, Praha 2000