

- očekávaná míra výnosu z domáckích aktiv vyšší než jejich úroková míra, a to přibližně o očekávanou apreciaci.
- Podmínka úrokové parity vyžaduje, aby se očekávaná depreciace domácí měny rovnala úrokovému diferenciaci (rozdílu mezi domácí a zahraniční úrokovou mírou).
- Podmínka úrokové parity se shoduje s podmínkou relativní parity kupní síly. Relativní parita kupní síly vyžaduje, aby se očekávaná depreciace rovnala inflačnímu diferenciaci. Protože nominální úroková míra se rovná reálné úrokové míře zvýšené o očekávanou inflaci, a protože se reálné úrokové míry doma a v zahraničí rovnají, úrokový diferenciaci dvou měn v dlouhém období odpovídá inflačnímu diferenciaci těchto měn.
- Změny peněžní zásoby vyvolávají krátkodobé přestřelování měnových kurzů přes jejich rovnovážnou úroveň. Příčinou je krátkodobá nepružnost mezd a cen.

Klíčové pojmy

Úroková parita • úrokový diferenciaci • přestřelování kurzů.

Otázky a příklady

Otázka 1.

Jestliže centrální banka zvýší peněžní zásobu například o 50%:

- a) Jaký to bude mít celkový dopad na nominální a reálný kurz koruny v krátkém období? Zdůvodněte.
- b) Jaký to bude mít celkový dopad na nominální a reálný kurz koruny v dlouhém období? Zdůvodněte.

Příklad 1.

Dnešní kurz koruny je 30 korun za euro, roční úroková míra z korunových aktiv je 6 %, roční úroková míra z eurových aktiv je 5 % a měnový trh je v rovnováze.

Jaký kurz tedy očekávají investoři v budoucnu (ode dneška za rok)?

Příklad 2.

Dnešní kurz je 28 korun za dolar a investoři očekávají, že za rok bude 32 korun za dolar. Představme si, že zítra dojde k depreciaci koruny o 5 %, přičemž všechny investoři nadále očekávají, že za rok bude kurz 32 korun za dolar. Jaký dopad bude mít tato depreciace na úrokovou míru z korunových aktiv?

ODDÍL E | Makro-ekonomická politika

„V dlouhém období jsme všichni mrtví.“

J. M. KEYNES

„To znamená, že nezáleží na tom, jaké škody natropíme v dlouhodobé perspektivě. Význam má jediné přítomný okamžik, krátkodobý zřetel na uspokojení veřejného mínění, získání volebních hlasů.“

F. A. VON HAYEK

16 | Měnová politika

16.1 | Cíle a nástroje měnové politiky

Měnovou politiku provádí centrální banka a zaměřuje ji na určité národohospodářské cíle, jako je třeba nezaměstnanost nebo inflace. Centrální banka k tomu používá určité nástroje, jako jsou třeba nákupy nebo prodeje vládních dluhopisů. Ale mezi použitím nástrojů měnové politiky a dosažením jejich konečných cílů je řada mezechů. Odlišujeme konečné cíle, zprostředkující cíle a operační cíle měnové politiky.

Ke *konečným cílům* patří míra inflace a míra nezaměstnanosti. Konečných cílů dosahuje měnová politika přes *zprostředkující cíle*, kterými mohou být úroková míra, peněžní zásoba a měnový kurz. Zprostředkující cíle dosahuje centrální banka přes *operační cíle*, kterými jsou úroková míra na peněžním trhu a bankovní rezervy. A operačních cílů dosahuje používáním *nástrojů*, ke kterým patří operace na volném trhu, úrokové sazby centrální banky (diskontní sazba a repo-sazba) a povinná míra bankovních rezerv. Schéma na Obrázku 16 – 1 ukazuje tyto vztahy.

Jak centrální banka používá své nástroje k ovlivňování operačních cílů? Jedním z nástrojů jsou *operace na volném trhu*, což jsou prodeje, resp. nákupy vládních cenných papírů od soukromého sektoru, obvykle komerčních bank.

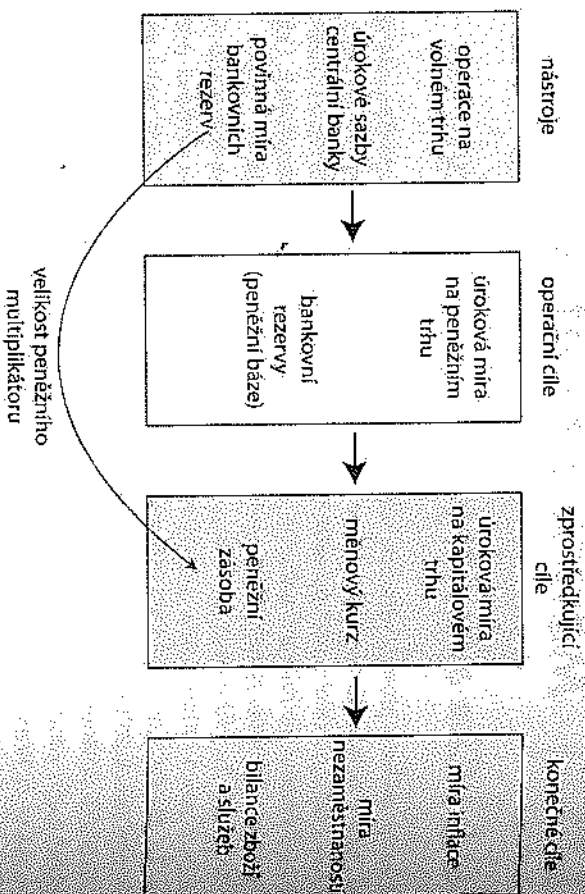
Operace na volném trhu a úroková míra

Vláda vyplácí majitelům vládních dluhopisů každoročně fixní úrok, dejme tomu 100 korun. Předpokládejme, že jejich tržní cena je momentálně 1 000 korun. To znamená, že úroková míra z takových dluhopisů je 10 %.

Když chce centrální banka například snížit úrokovou míru, bude od komerčních bank nakupovat vládní dluhopisy. Zvýšená poptávka po dluhopisech zvýší jejich tržní cenu, dejme tomu na 1 100 korun. Protože úrok vyplacený z těchto dluhopisů je stále 100 korun, bude jejich úroková míra $100 : 1\,100 = 9,1\%$. Klesající úroková míra z vládních dluhopisů se pak přenesí i na ostatní dluhopisy a na bankovní vklady, protože tato aktiva jsou vzájemnými substituty.

Příklad ukazuje, že když centrální banka nakupuje vládní dluhopisy, zvyšuje poptávku po dluhopisech a jejich tržní cenu, což má za následek snížení jejich

úrokové míry.¹⁸⁴ Když centrální banka naopak prodává vládní dluhopisy, zvyšuje nabídku dluhopisů, čímž snižuje jejich cenu, a to vede k růstu jejich úrokové míry.



Obr. 16 – 1 Cíle a nástroje měnové politiky.

Operacemi na volném trhu centrální banka zároveň mění objem bankovních rezerv, a tedy peněžní bázi (z 5. kapitoly víte, že peněžní báze je tvořena bankovními rezervami a oběživem). Ukažme si to na příkladu.

Nákup vládních dluhopisů a bankovní rezervy

Dejme tomu, že centrální banka nakoupí od jisté komerční banky vládní dluhopisy za 100 milionů korun. Tím dojde ke změně struktury aktiv této komerční banky, jak to ukazuje její bilance. V aktivech komerční banky se snižuje podíl dluhopisů o 100 milionů korun a o stejnou částku se zvyšují její rezervy.

Balance před převodem dluhopisů	
aktiva	pasiva
rezervy	50
dluhopisy	200
půjčky	250

¹⁸⁴ Máme na mysli drok z dluhopisu vztahovaný k jeho tržní ceně.

Příklad ukazuje, že když centrální banka nakupuje od komerčních bank vládní dluhopisy, zvyšuje bankovní rezervy, a tedy peněžní bázi. Když naopak prodává komerčním bankám dluhopisy, snižuje bankovní rezervy, a tedy i peněžní bázi.

Dalším nástrojem měnové politiky jsou úrokové sazby centrální banky, zejména diskontní sazba a repo-sazba. Diskontní sazba je úroková míra, za kterou centrální banka poskytuje komerčním bankám diskontní půjčky. Když centrální banka snižuje diskontní sazbu, zlevní komerčním bankám tyto půjčky a banky pak (pod tlakem vzájemné konkurence) sniží vlastní úrokové míry. Dnes se častěji používají tzv. repo-operace, kdy centrální banka poskytuje komerčním bankám úvěry se zajišťujícím převodem cenných papírů. Stanovením repo-sazby (úrokové míry repo-úvěrů) ovlivňuje centrální banka úrokovou míru na peněžním trhu.

Třetím nástrojem je *povinná míra bankovních rezerv*, kterou centrální banka stanoví komerčním bankám. Například je-li povinná míra bankovních rezerv stanovena na 5 %, musejí komerční banky udržovat minimálně 5 % vkladů jako rezervy. Když centrální banka sniží povinnou míru bankovních rezerv například na 3 %, mohou komerční banky zbyvajících 2 % poskytnout jako půjčky. Větší nabídka bankovních půjček pak vede ke snížení úrokové míry. Snižování povinné míry bankovních rezerv vede k dalšímu peněžní zásobě. Když banky poskytnou více půjček, dojde k multiplikovanému přírůstku vkladů, a tedy ke zvýšení peněžní zásoby (připomeňte si z 5. kapitoly, že peněžní multiplikátor je tím větší, čím menší je míra bankovních rezerv). Povinná míra bankovních rezerv se dnes jako nástroj měnové politiky používá jen zřídka.

Podívejme se teď, jaký je vztah mezi operačními cíli a zprostředkujícími cíli měnové politiky.

Od operačních cílů ke zprostředkujícím cílům

Představme si, že zemi postihla hospodářská recese a centrální banka chce snížit úrokovou míru. Začne tedy provádět operace na volném trhu – nakupuje vládní dluhopisy od komerčních bank. To má, jak už víme, dvojitý účinek: klesne úroková míra na peněžním trhu a zvýší se bankovní rezervy.

Když se zvýší bankovní rezervy, banky budou poskytovat více půjček a dojde k multiplikovanému přírůstku vkladů, čímž zvýší se peněžní zásoba.

Jakmile v malé otevřené ekonomice klesne domácí úroková míra pod úroveň světové úrokové míry, investiční zácnou prodávající domácí aktiva a nakupovat aktiva v zahraničních měnách (dochází k čistému vývozu kapitálu).

V důsledku toho koruna deprecuje. Ve velké otevřené ekonomice se pokles úrokové míry na peněžním trhu projeví také v poklesu úrokové míry na kapitálovém trhu, kde si půjčují podnikatelé na investice.

Příklad ukazuje, jak se změny operačních cílů přenáší do změn zprostředkujících cílů. Například provádí-li centrální banka expanzivní měnovou politiku, snížení úrokové míry na peněžním trhu povede k depreciaci domácí měny (popř. také k poklesu úrokové míry na kapitálovém trhu). A zvýšení bankovních rezerv (peněžní báze) povede ke zvýšení peněžní zásoby. Restriktivní měnová politika bude mít opačný účinek.

A jak zprostředkující cíle ovlivňují konečné cíle? Pokračujeme v našem příkladu.

Od zprostředkujících cílů ke konečným cílům

Jak jsme viděli, centrální banka expanzivní měnovou politikou dosáhne depreciace domácí měny a zvýšení peněžní zásoby. Depreciace má pak za následek zlepšení bilance zboží a služeb. Protože číslý vývoz zvyšuje agregátní poptávku, dojde k růstu domácího produktu a ke snížení míry nezaměstnanosti.

Zvýšení peněžní zásoby se po určité době projeví ve zvýšení míry inflace.

Vidíme, jak měnová politika dosahuje konečných cílů: expanzivní měnová politika se projeví v depreciaci domácí měny a ve zlepšení zahraničně-obchodní bilance zboží a služeb. Roste agregátní poptávka a domácí produkt, klesá nezaměstnanost. Posléze dojde ke zvýšení inflace.

Restriktivní měnová politika naopak vede k depreciaci domácí měny a ke zhoršení bilance zboží a služeb. Klesá agregátní poptávka a domácí produkt, roste nezaměstnanost. Posléze dojde k poklesu inflace.

U konečných cílů měnové politiky musíme rozlišit krátkodobé a dlouhodobé cíle. Například expanzivní měnová politika zpočátku vyústí ve zlepšení bilance zboží a služeb a ve snížení nezaměstnanosti. Později však dojde ke zvýšení inflace. Jakmile se to stane, domácí měna reálně apreciuje. Reálný kurz se tak vrací na původní úroveň, takže zlepšení bilance zboží a služeb se zase rozplyne.

Také snížení nezaměstnanosti se ukáže jako krátkodobé a přechodné. Expanzivní měnová politika zvýšila agregátní poptávku; tím dosáhla zvýšení domácího produktu nad potenciální produkt a snížení nezaměstnanosti pod přirozenou míru. Víme již, že něco takového je možné jen krátkodobě. V dlouhém období má expanzivní měnová politika jediný účinek – zvýšení inflace. Také restriktivní měnová politika má v dlouhém období jen jeden účinek – snížení inflace. Je tedy zřejmé, že měnová politika může mít jen jeden *dlouhodobý* konečný cíl, a to inflaci.

16.2 | Má být centrální banka nezávislá?

Měnová politika centrální banky je spojena s rozpočtovou politikou vlády tím, že vláda financuje schodky státního rozpočtu emisími vládních dluhopisů a centrální banka může tyto dluhopisy nakupovat. Jsou-li centrální bankě závislí na vládě, může se měnová politika dostat do vleku rozpočtové politiky.

Závislá centrální banka

Představme si zemi, kde je centrální banka závislá na vládě a provádí takovou měnovou politiku, jakou chce vláda. Vláda má sklon zvyšovat výdaje a místo daní je kryje půjčkami – prodává vládní dluhopisy. Státní dluh narůstá a státní rozpočet je stále více zatěžován úroky ze státního dluhu. Dejme tomu, že státní dluh narostl na 500 miliard a úroková míra z vládních dluhopisů je 5 %. V tom případě musí vláda každoročně zaplatit 25 miliard na úrocích ze státního dluhu. Vláda proto přesvědčí centrální banku, aby vládní dluhopisy od veřejnosti nakupovala. Předpokládejme, že centrální banka nakoupí vládní dluhopisy za 100 miliard. Pak vláda pětinu úroku, tj. 5 miliard, již neplatí soukromým majitelům vládních dluhopisů, nýbrž centrální bance. Zisk centrální banky je odváděn do státního rozpočtu, a tak se těchto 5 miliard úroků ze státního dluhu změní v příjem státní pokladny. Stát tím snížil část svého dluhu vůči veřejnosti a přeměnil jej ve dluh „sám sobě“.

Když centrální banka nakoupila vládní dluhopisy, zvýšila tím peněžní zásobu v zemi, což v konečném důsledku zvýší inflaci. Předpokládejme, že původní inflace byla nulová a zvýšení peněžní zásoby vyvolá zvýšení cenové hladiny o 2 %. V tom případě klesne reálná hodnota státního dluhu o 2 %. Ty vládní dluhopisy, které zůstávají v rukou veřejnosti, mají nominální hodnotu 400 miliard, ale jejich reálná hodnota se vlivem zvýšení cen snížila na $400 \cdot 1,02 = 392$ miliard.

Nakupovala by centrální banka vládní dluhopisy, kdyby byla na vládě nezávislá?

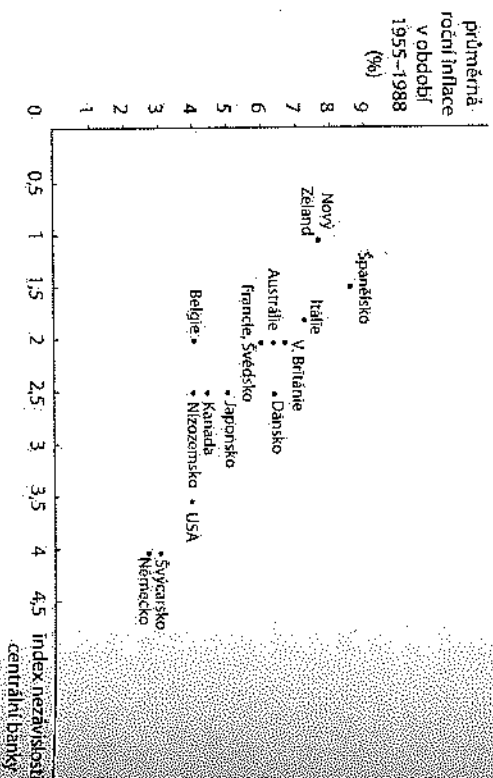
To, co popisuje náš příklad, je *monetizace státního dluhu* (přeměna dluhu v peníze). Vláda nejprve vytvoří státní dluh v podobě vládních dluhopisů a centrální banka pak peníze a tyto dluhopisy nakupuje.¹⁸⁵ To vyvolává inflaci, která snižuje reálnou hodnotu státního dluhu (pochopitelně na úkor majitelů vládních dluhopisů).

¹⁸⁵ V některých zemích dokonce vláda prodává své dluhopisy přímo centrální bance, takže se stává automaticky zadávající „sám u sebe“.

Je-li centrální banka závislá na vládě, vláda si uvědomuje, že vyvíření rozpočtových schodků a růst státního dluhu není pro ni tak velký problém. Může totiž donutit centrální banku, aby část dluhu monetizovala, a tím jej vlastně snižovala. Vláda pak ztrácí zábrany ve zvyšování svých výdajů a státní dluh roste. Růst vládního dluhu je doprovázen expanzivní měnovou politikou, jejíž konečné důsledky jsou inflační. Jinak řečeno, je-li centrální banka závislá na vládě, má sklon k expanzivní a tedy inflační měnové politice

Index nezávislosti centrální banky a míra inflace

Často citovaná je studie Alberta Alesina a Lawrence Summeise, kteří konstruovali index nezávislosti centrální banky (odrážející například způsob jmenování vrcholných centrálních bankéřů, jejich funkční období at.) a pak zkoumali korelaci tohoto indexu s mírou inflace v období 1955–1988. Jejich zjištění ukazuje graf. Vidíme, že v zemích s více nezávislými centrálními bankami (vyšší index znamená větší míru nezávislosti) byla inflace nižší.



Graf: Nezávislost centrální banky a inflace.

Zdroj: Alesina A., Summers, L. H. *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993, May, No. 25, p. 155, obr. 1a.

Pokud je centrální banka na vládě nezávislá, vláda nemá jistotu, zda centrální bankéři budou chtít monetizovat státní dluh. Pak se bude vláda možná mírnit ve zvyšování

svých výdajů.¹⁸⁶ Každopádně je pravda, že nezávislá centrální banka nemá takový sklon k expanzivní měnové politice. Ekonomické studie vesměs potvrzují, že v zemích s nezávislou centrální bankou je nižší inflace než v zemích, kde jsou centrální banky na vládě závislé. Příkladem země s nezávislou centrální bankou a současně s dlouhodobě nízkou mírou inflace je Německo.¹⁸⁷ Podmíněnost nízké inflace nezávislosti centrální banky však neplatí absolutně vždy. Najdeme země, kde jsou centrální banky na vládě závislé, a přitom mají nízkou inflaci (například dnešní Velká Británie).

16.3 | Aktivistická měnová politika

Centrální banky často používají měnovou politiku ke zmiňování hospodářských cyklů. Sledují čísla o růstu domácího produktu, vyvířejí prognózy růstu, a když se projeví známky recese, sahají k měnové expanzi. Když se naopak ekonomika začíná „přehřívát“, ocoí centrální banka kormidlem k měnové restrikci. To se označuje jako *aktivistická politika* (též politika „stop-go“ či „doladování“).

Měla by centrální banka provádět aktivistickou politiku? V odpovědi na tuto otázku není mezi ekonomy úplná shoda. Někteří si myslí, že aktivistická politika pomáhá zmiňovat ekonomické fluktuace. Jiní se domnívají, že nikoli. Podívejme se, v čem jsou hlavní úskalí aktivistické měnové politiky.

Začíná recese – slápneme na plyn

Představme si centrální banku, která chce „vyhlazovat“ hospodářské fluktuace aktivistickou měnovou politikou. Banka sleduje, jak roste domácí produkt. Ale statistické údaje o růstu domácího produktu jsou k dispozici až se čtvrtletním zpožděním.

V prvním čtvrtletí se objeví příznaky recese, ale centrální banka se o tom dozví až na konci druhého čtvrtletí. To znamená, že rozpozná začátek recese se zpožděním tři až pět měsíců. Pak přijme rozhodnutí o snížení úrokových sazeb. Trvá ale několik dalších měsíců, než se toto opatření promítne do růstu agregátů poptávky a poté do růstu domácího produktu. Celkové zpoždění mezi začátkem recese a zapůsobením měnové politiky může trvat déle než rok.

Aktivistická politika se potýká s problémem zpoždění. Zpoždění rozpoznávací trvá až 5 měsíců a je způsobeno tím, že statistické údaje o růstu domácího produktu

¹⁸⁶ Vztah mezi stupněm nezávislosti centrální banky a růstem státního dluhu však není úplně jasný. Prokazují, že druhé polovině 20. století mělo Německo nižší inflaci než země s více závislými centrálními bankami, například Velká Británie.

jsou k dispozici o jedno čtvrtletí později. *Zpoždění rozhodovací* trvá u měnové politiky zhruba jeden měsíc. *Zpoždění zapišování* je nejdelší, trvá déle než rok a je způsobeno tím, že mezi použitím nástrojů a jejich promítnutím do konečných efektů měnové politiky je řada meziklávků. Lidé musejí uskutečnit mnoho rozhodnutí, než se například snížení úrokových sazeb centrální banky promítne do útluhů úrokových měr, do nákupu cenných papírů, do měnového kurzu, do sjednání nových půjček, do nákupu investičních a spotřebních statků, do uzavření nových pracovních smluv, do změn mezd a cen.

Ale co když recese, jak to často bývá, není ničím víc než jen krátkodobým výkyvem investiční aktivity nebo přechodným snížením spotřebních výdajů? Pak obrátí v měnové politice může ekonomice ušetrřit šok, který navíc, vzhledem ke zmiňovanému zpoždění, může přijít v době, kdy už recese odeznívá. Takový šok pak může ekonomiku vynést k expanzi a způsobit její přeřítání. Když se o tom centrální banka dozví, „šlápně na brzdu“ – ulehčí se k měnové restrikci. Ale účinek restrikce se také dostaví se zpožděním a může ušetrřit další šok, tentokrát ze snížené popularity, který vyvolá recesi. Takto se aktivistická politika, která chce ekonomiku stabilizovat, obrací ve svůj opak – ještě více ji destabilizuje.

Argumentem pro aktivistické politice je také to, že **centrální banka nedokáže spolehlivě odhadnout vývoj potenciálního produktu**. Z dat o hospodářském růstu není vždy zřejmé, jestli jde o růst potenciálního produktu (což by vyžadovalo měnovou neutralitu), jestli ekonomika roste rychleji než potenciální produkt (což by vyžadovalo měnovou restrikci) nebo naopak roste pomaleji než potenciální produkt (což by vyžadovalo měnovou expanzi). I přes pokroky v analýze ekonomických dat jsou odhady potenciálního produktu oběžné, neboť se zvyšuje podíl nesnadno měřitelných služeb. Na to upozorňuje i jeden z prominentních amerických centrálních bankéřů Jerry Jordan.

Ekonomická statistika - relikv minulosti?

„Schopnost odhadovat agregátův nábičku zboží a služeb není v globálním ekonomice schůdným úkolem. Zamyslete se nad výrobou takového produktu, jakým je třeba společnost Microsoft. Naše statusus vycházejí z konceptu založeného v době, kdy se hospodářství skládalo ze zemědělství, průmyslu, stavebnictví a těžby. V takovém světě můžete sečítat pokácené stromy, tuny vyrobené oceli, postavené domy atd. a získat tak celkový produkt. Jak se ale vypořádat s existencí Microsoftu? Microsoft vyvíjí a prodává nové verze softwaru. Zákazníci dostávají jeho novou verzi během víkendů. Dnes si ji mohou stáhnout přes internet. Jestliže toto stažení stojí sto dolarů a je prodáno milion kopií, dostáváte se ke sto milionům dolarů. To mohou být tržby Microsoftu během jediného víkendů.

Vždy tak přemýšlím o tom, zeptat se lidí na ministerstvu, jestli by dokázali počítat nebo váží. My totiž nemáme žádný koncept, jak se vypořádat

s touto nehmotnou produkcí. Proto mám vážné výhrady k myšlence, že můžeme odhadovat něco jako potenciální produkt a regulovat poplatky tak, aby odpovídala růstu agregátův nabídky.“

(Jordan, J. *Změněná úloha centrálních bank v XXI. století*, Praha: Liberální ústav, 1999, s. 12–13)

Aktivistická měnová politika byla až do konce 60. let značně populární, považovala se za významný nástroj stabilizace ekonomiky. Obhajují ji zejména *keynesiánci*, kteří vnímají nástroj řízení agregátův poptávky a tím i zaměstnanosti. K jejím odpůrcům patří hlavně *monetaristé*, kteří doporučují, aby centrální banka na běžné ekonomické fluktuace nereagovala, aby se nesažila ekonomiku dohadovat. V dnešní době již mnoho centrálních bank opustilo aktivistickou politiku.

Něco jiného je ale měnový zásah v situaci, kdy se ekonomika nachází v hluboké depresi. V takovém případě se ekonomové (jak *keynesiánci* tak *monetaristé*) shodují, že centrální banka má provést měnovou expanzi. Podobně v situaci, kdy se v zemi zakořenila vysoká inflace, je účelné provést odvážnou měnovou restrikci.

Přesto zůstává aktivistická politika pro centrální banky stále lákadlem, kterému stěží odolávají. Centrální bankéři se rádi stylizují do role „pilotů“ ekonomiky.

Centrální banka slápla na plyn

„Centrální banka prudce snížila úrokové sazby. Strach z recese přiměl ČNB ke zlevnění peněz. Snížení úrokových sazeb o půl procenta provedla centrální banka naposled před dvěma lety. Tak razantní snížení je přitom výjimečné. ... Důvod je podle odborníků jednoznačný. ČNB velmi silně vnímá riziko, že by se recese v zahraničí mohla promítnout do domácí poptávky.“

(*Lidové noviny*, 30. 11. 2001)

16.4 | Volnost v rozhodování, nebo politická pravidla?

Zajímá nás se zabývali otázkou, zda má být měnová politika aktivistická. Další otázkou je, zda mají mít tvůrci měnové politiky *volnost v rozhodování*, nebo zda se mají řídit předem daným *pravidlem* měnové politiky. Problémem volnosti v rozhodování je *čálová nekonzistence*.¹⁸⁸ Podívejme se, o co jde.

¹⁸⁸ Vztah dynamická nekonzistence.

Časová nekonzistence vládní politiky

Představme si vládu, která opakovaně celí tlaku železničářů na zvyšování mezd. Vláda nejprve veřejně prohlásí, že nebude s odbory vyjednávat pod tlakem stávků. Ale pak, když odbory polhrozi stávkou, vláda ustoupí a vyjedná s nimi zvýšení mezd. To bylo naposledy⁴ – dušíj se ministři. Ale kdo tomu uvěří?

Časová nekonzistence měnové politiky

Představme si centrální banku, která veřejně prohlásí, že nebude provádět inflační měnovou politiku. Pak se ale zvýší nezaměstnanost. Vláda využije centrální banku, aby provedla měnovou expanzi. Odbory ji obviňují, že je odpovědná za vysokou nezaměstnanost. Média se ptají, proč centrální banka neudělá nic, aby pomohla nezaměstnanosti snížit. A tak centrální banka má na konci zapomenou na původní sliby a začnou provádět expanzivní politiku.

Když někdo *nejprve* vyhlásí, že bude postupovat určitým způsobem, a *poté* pod tlakem událostí, své sliby poruší a zachová se jinak, jedná se o časově nekonzistentní chování. Důsledkem časové nekonzistence je ztráta důvěryhodnosti. Chová-li se centrální banka tak jako v našem příkladu, měnová politika ztrácí důvěryhodnost a stává se pro veřejnost netransparentní. Lidé jednoduše přestanou vyhlášením centrálních bankéřů věřit, protože vědí, že se jimi stejně nechtějí. To má pro měnovou politiku závažné následky. Kdyby byla důvěryhodná a transparentní, mohla by centrální banka ovlivnit tvorbu očekávání. Stačilo by, aby guvernér oznámil určitý cíl měnové politiky, například inflační cíl, a veřejnost by jej vtělila do svých racionálních inflačních očekávání, čímž by cíle bylo dosaženo. Pokud ale lidé centrálním bankéřům nevěří, měnová politika tuto schopnost ztrácí. Když ale lidé nezahnují měnovou politiku do svých očekávání, ta pak může působit na ekonomiku jako neočekávané šoky, což má destabilizující účinky.

Časově konzistentní Margaret Thatcherová

Když Margaret Thatcherová v roce 1979 nastoupila do úřadu premiérky Velké Británie a vyhlásila program privatizace uhelných dole, řekla, že nebude ustupovat nátlaku odborů. Odborový předáci tomu nevěřili, proto nebudou ustupovat nátlaku odborů. Odborový předáci tomu nevěřili, proto nebyli z minulosti zvyklí, že jsou to jen řeči politiků a že vláda nakonec jejich požadavkům ustoupí, jen co pohrozí stávkou. Tentokrát se zmýlili. Thatcherová neustoupila. Odbory tedy začaly stávkovat. Dlouhé starý britskou ekonomiku poškodily, ale premiérka neustoupila. Nakonec odpor

odborů zlomila a dosáhla svého. Margaret Thatcherové se začalo říkat *železná lady* a vliv odborů ve Velké Británii natrvalo zeslábl.

Proč byla premiérka tak nesmlouvavá? Stálo to za to? Důležitá ústupky a kompromisy mohla přece dosáhnout cílů s menšími ekonomickými ztrátami. Thatcherová si však uvědomovala problém časové nekonzistence a nechtěla riskovat ztrátu důvěry a transparentnosti své politiky. Laicky tomu říkáme zásadovost (nebo také neústupnost či tvrdohlavost). Slavky sice zněly ekonomické náklady. Ale tvrdohlavé časově konzistentní chování železné lady přineslo Británii výnosy. Lidé si za její vlády mohli být jistí, že když vyhlásí nějakou politiku, nebude ji měnit pod tlakem okolností. To je velká výhoda pro podnikatelské prostředí.

Ačkoli by se na první pohled zdálo, že volnost v politickém rozhodování je příjemná, i že o ni politikové stojí, nemusí tomu tak být. Časová nekonzistence je problémem i pro ně samotné – uvědomují si, že jim samotným časově nekonzistentní chování neprospívá. Jenže je velmi obtížné neregulovat na měnící se okolnosti (ne každý je jako železná lady). Když politikové mají volnost v rozhodování, lidé to vědí a čini je zodpovědnými za všechno, co udělají i co neudělají. Co když se volnost v rozhodování zdáří a vymění ji za nějaké pravidlo, kterým se budou muset řídit? Centrální banka, která se vzdá volnosti v rozhodování a raději si sama stanoví stále pravidlo vlastního chování, se stává důvěryhodnou, její měnová politika je transparentní a veřejnost ji zahrne do racionálních očekávání. Některými pravidly měnové politiky se nemáme zabývat v pozdějších částech této kapitoly.

16.5 | Racionální očekávání a neúčinnost politiky

„Můžete klamat všechny lidi nějaký čas a nějaké lidi pořád. Ale nemůžete klamat všechny lidi pořád.“

ABRAHAM LINCOLN

Zajímá nás vycházeli z toho, že měnová politika může ovlivnit reálný produkt a zaměstnanost alespoň v krátkém období. To však popíná škola racionálních očekávání, jejíž stoupenci *Thomas Sargent* a *Neil Wallace* formulovali hypotézu o neúčinnosti po-

⁴Sargent, T., Wallace, N. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instruments and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 1975, April.

Proč nemá měnová politika reálné účinky

Centrální banka se rozhodla podpořit hospodářský růst expanzivní měnovou politikou. Sníží tedy své úrokové sazby a očekává, že levnější úvěr podpoří investice a spotřebu a také že snížení úrokové míry povede k deprecii, což podpoří vývoz. Ale budou lidé reagovat tak, jak centrální banka chce? Firma Baumann vyrábí stavební stroje, z části na vývoz. Už když se pan Baumann dočte v novinách, že centrální banka snížila úrokové sazby, okamžitě si, že to asi povede k vyšší inflaci. Centrální banka nedělá měnovou expanzi poprvé a pan Baumann ze zkušenosti ví, že to vždy tak dopadlo.

Pak se začnou ohlasovat první příznaky měnové expanze a začínají růst ceny – včetně cen Baumannových strojů. Pan Baumann uváží, jestli má zvýšit výrobu, když rostou jeho ceny a když se mu budou objednávat. Také přemýšlí, má-li investovat do zvýšení firmy, když je levnější úvěr. To je přesně to, co centrální banka od podnikatelů očekává, když provádí expanzivní měnovou politiku.

Lenže pan Baumann ivoří racionální očekávání. Ví, že konečným účinkem měnové expanze je všeobecný růst cen a mezd, který vrátí úrokovou míru na původní úroveň. Ví také, že růst cen neutralizuje nominální deprecii (takže k reálné deprecii nedojde), a tím jeho konkurenční výhodu na zahraničních trzích opět zmizí. Za takových okolností nebude investovat do zvýšení výroby, ale pouze zvýší své ceny. Totéž udělají i další firmy, takže dojde k rychlému zvýšení cenové hladiny. To jen utvrzuje pana Baumanna ve správnosti jeho očekávání.

Jak víme, měnová politika působí pouze na agregátní poptávku. Proto může ovlivnit reálný produkt a zaměstnanost jen krátkodobě, dlouhodobě ovlivní jen cenovou hladinu. Když chce centrální banka ovlivnit reálný produkt a zaměstnanost, chce vlnstěbít oklamat – přimět je k tomu, aby v krátkém období jednali jinak než v dlouhém období, aby například v krátkém období zvýšili výrobu, i když ji v dlouhém období zase sníží. Stoupenci hypotézy o neúčinnosti politiky však kladou otázku – proč by to lidé dělali? Vždyť to není racionální! Odpověď je zřejmá: lidé budou v krátkém období jednat jinak než v dlouhém období, jen když neumějí předvídat dlouhodobé účinky politiky. Ať už je to kvůli předvídat, budou jednat v krátkém i v dlouhém období stejně.

Když centrální banka provádí měnovou politiku opakovaně již nějakou dobu, lidé se naučí rozpoznat její dlouhodobé účinky. Jakmile potom banka uskuteční nějaké nové politické opatření, lidé budou předvídat dlouhodobé účinky, vědí je do systé- racionálních očekávání. Centrální banka například sníží úrokovou míru v naději, že lidé (alespoň v krátkém období) zvýší produkci a zaměstnanost. Lidé však správně předvídají konečné inflační důsledky takové politiky, a proto ihned a pouze zvýší své

ceny. Proto ke zvýšení produkce a zaměstnanosti vůbec nedojde, a to ani v krátkém období. Měnová politika se máne jakýmkoli účinkem.

Podle *hypotézy o neúčinnosti politiky* lidé předvídají důsledky známé hospodářské politiky, vtěpují je do svých racionálních očekávání a tím od samého počátku neutralizují její účinky. Pokud by stát přece jen chěl přimět lidi k určitému chování, musel by provádět politiku, jejíž důsledky nejsou lidem dosud známy. Jinými slovy, účinná by mohla být pouze taková politika, která je pro lidi překvapením.

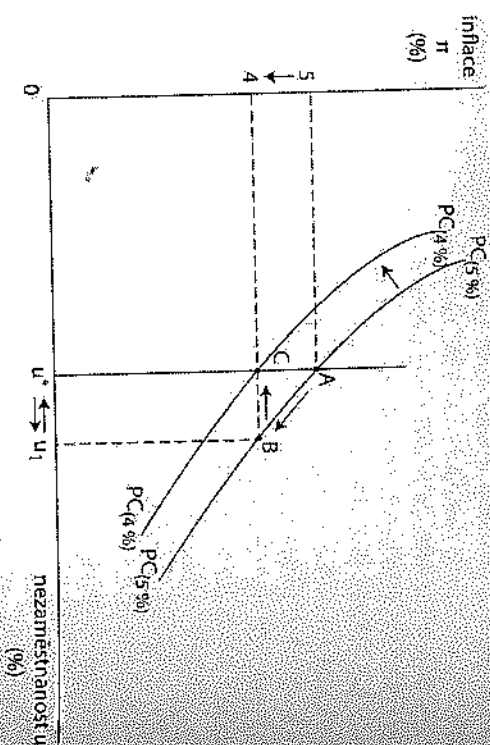
Pak je otázka, zda má centrální banka provádět vůbec nějakou měnovou politiku, když ta nebude mít žádné účinky. Centrální banka není schopna lidí stále „překvapovat“, protože účinky měnové politiky se brzy stávají známé a předvídatelné. Platí-li hypotéza o neúčinnosti politiky, centrální banka by udělala lépe, kdyby se přestala pokoušet ovlivňovat domácí produkt a zaměstnanost a raději potvrdila své chování nějakému stabilnímu pravidlu.

16.6 | Desinflační politika a koeficient obětování

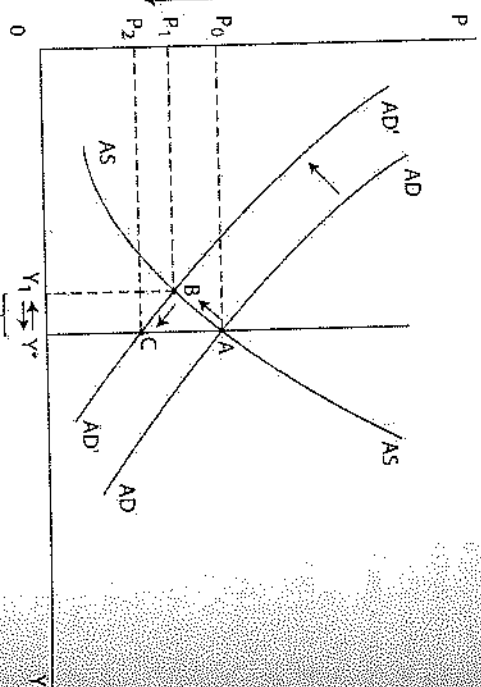
Je-li v zemi vysoká setrvačná inflace, která se zakotvená do inflačních očekávání, stoji centrální banka před úkolem, jak inflaci snížit. Centrální banka by měla provádět *desinflační politiku* – restriktivní měnovou politiku zaměřenou na snížení setrvačné inflace. Tradiční pohled na desinflační politiku je ten, že snížení inflace bude spojeno s přechodným poklesem domácího produktu. Záruka produktu je obět, kterou zaplatíme za snížení inflace. Ekonomové měří tuto ztrátu *koeficientem obětování*, který vyjadřuje, o kolik procent klesne reálný domácí produkt, má-li se snížit inflace o jeden procentní bod.

Účinky desinflační politiky můžeme demonstrovat na Phillipsově křivce, jak to ukazuje Obrázek 16 – 2. Předpokládáme, že setrvačná inflace je 5 %, čemuž odpovídá Phillipsova křivka $PC_{(5\%)}$. Dále předpokládáme, že ekonomika je na přirozené míře nezaměstnanosti u^* , tj. nachází se v bodě A. Chce-li centrální banka snížit inflaci na 4 %, musí provést měnovou restriktivní v takovém rozsahu, aby se ekonomika dostala do bodu B. To znamená, že se nezaměstnanost zvýší na u_1 . To jsou krátkodobé účinky měnové restrikce. V dlouhém období se nezaměstnanost vrátí na přirozenou míru a setrvačná inflace se sníží na 4 %. Ekonomika se dostává do bodu C. Nové situaci odpovídá nižší Phillipsova křivka $PC_{(4\%)}$.

Přechodné zvýšení nezaměstnanosti nad přirozenou míru znamená, že se přechodně sníží reálný produkt pod potenciální produkt. To vidíme na Obrázku 16 – 3, který znázorňuje, jak restriktivní měnová politika sníží agregátní poptávku – křivka agregátní poptávky AD se posune doleva do polohy AD' a reálný produkt se přechodně sníží na Y_1 . V dlouhém období se ekonomika vrací na potenciální produkt Y^* při nižší cenové hladině – dostává se do bodu C.



Obr. 16-2 Účinky desinflační politiky na inflaci a nezaměstnanost. Ekonomika je původně v bodě A na Philipsově křivce $PC_{(4\%)}$, kde je seřváčná inflace 5%. Restriktivní politika, která chce snížit inflaci na 4%, krátkodobě zvýší nezaměstnanost na u_1 , ekonomika se dostává do bodu B. V dlouhém období se dostává do bodu C na nižší Philipsově křivce $PC_{(4\%)}$.



Obr. 16-3 Účinky desinflační politiky na reálný produkt. Původní rovnováha je v bodě A při potenciálním produktu Y^* . Restriktivní politika snižuje agregátní poptávku. Křivka AD se posune dolů do AD' a nová krátkodobá rovnováha je v bodě B, při nižším reálném produktu Y_1 . V dlouhém období se ekonomika vrátí na potenciální produkt při nižší cenové hladině P_2 , tj. dostává se do bodu C.

Koeficient obětování vyjádříme následovně:

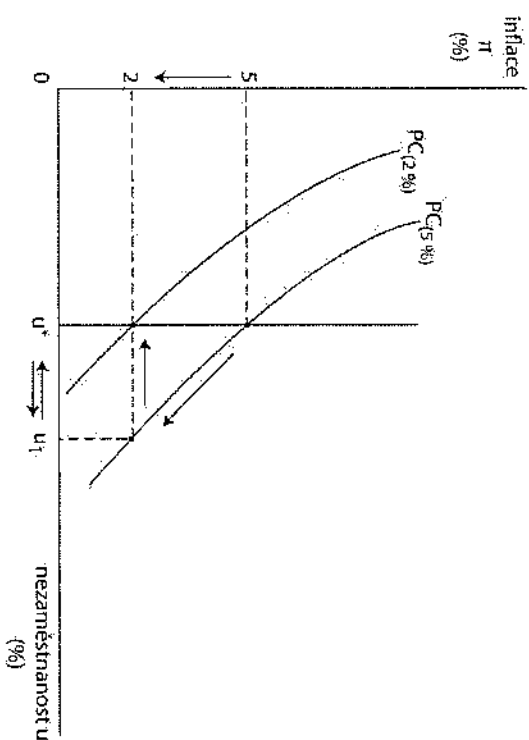
$$k = \frac{(-\Delta Y)}{(-\Delta \pi)} \quad (16.1)$$

kde k je koeficient obětování,

$(-\Delta Y)$ – procentní pokles reálného domácího produktu pod potenciální produkt,

$(-\Delta \pi)$ – snížení míry inflace.

Otázkou je, jak rychle by měla centrální banka snižovat inflaci. Rozlišme dva typy desinflační politiky – *razantní*⁹⁰ a *gradualistickou* – a podívejme se, jaký je mezi nimi rozdíl. Dejme tomu, že seřváčná inflace je 5% a centrální banka ji chce snížit na 2%. Rychlá desinflace vyžaduje podstatné snížení peněžní zásoby.⁹¹ To vede k rychlému snížení inflace, například během jedného roku, ale také k velkému zvýšení nezaměstnanosti z u^* na u_1 , a tedy také k velkému poklesu domácího produktu. Účinky razantní desinflační politiky znázorňuje Obrázek 16-4.



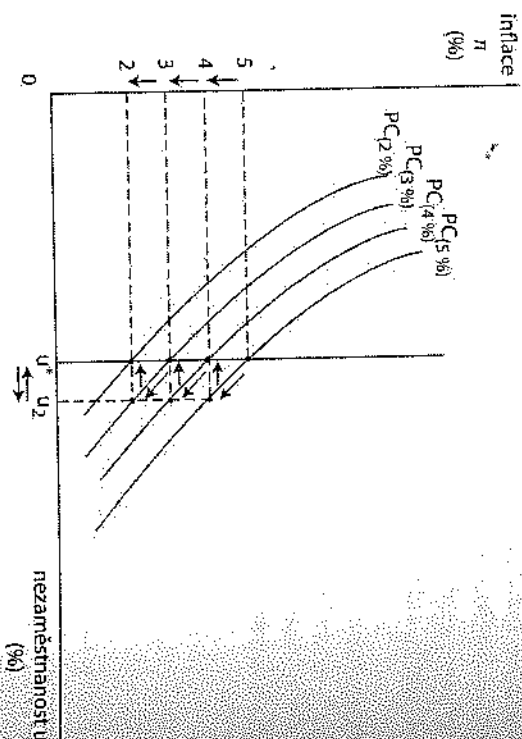
Obr. 16-4 Razantní desinflační politika snižuje během jedného roku inflaci z 5% na 2%, ale nezaměstnanost se přechodně zvýší na u_1 .

Na Obrázku 16-5 je znázorněna gradualistická desinflační politika, kdy centrální banka rozloží měnovou restriktci například do tří let. V každém roce snižuje agregátní poptávku opatrně, dosáhne snížení inflace o 1% a zvýšení nezaměstnanosti jen na u_2 .

⁹⁰ Používá se též pojem „cold turkey“.

⁹¹ V dynamickém modelu restriktivní měnová politika znamená zpomalení růstu peněžní zásoby oproti růstu reálného domácího produktu.

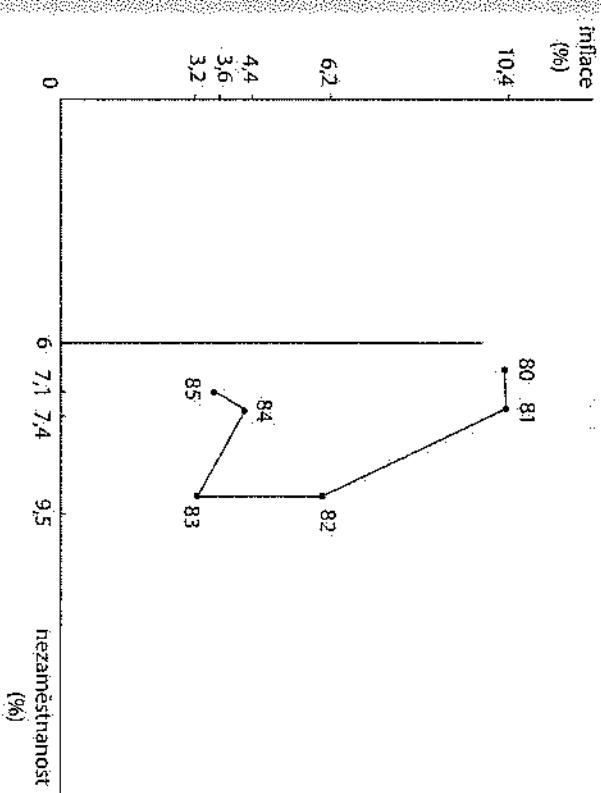
Musí to ovšem udělat tlukrát, takže vyšší nezaměstnanost trvá celé tři roky. Politika domácího produktu pak sice není v jednotlivých letech velká, ale kumulativní ztráta produktu může být přesto značná, protože roční ztrátu produktu musíme násobit třemi. Při kterém typu desinflační politiky je koeficient obětování větší, to není na první pohled zřejmé. Obavy, že razantní desinflační politika vyvolá hlubokou recesi, jsou třeba rozšířené, ale nemusí být oprávněné. Je-li Phillipsova křivka velmi strmá, je koeficient obětování malý. Právě to tvrdí stoupenci školy racionálních očekávání. Jestliže se pracovníci rychle vyvíjejí a lidé tvoří racionální očekávání, stačí, aby centrální banka zveřejnila záměr provést měnovou restrikci, a lidé rychle sníží ceny a mzdy, aniž by se musela zvyšovat nezaměstnanost. Zkušenosti ovšem ukazují, že to není tak jednoduché.



Obra. 16-5 Gradualistická desinflační politika snižuje v krátkém ze tří let inflaci o 1%, a nezaměstnanost se zvýší na u_2 . Vyšší nezaměstnanost však trvá tři roky.

Americká desinflační politika po roce 1980

V 70. letech sužovala americkou ekonomiku vysoká inflace. Monetární doporučovali léčit inflaci měnovou restrikcí. Když se v roce 1979 stal guvernérem centrální banky Paul Volcker, ohlásil změnu měnové politiky – působil snižovat inflaci prostřednictvím měnové restrikce. Svůj slib splnil – a výsledkem bylo snížení inflace i zvýšení nezaměstnanosti. V letech 1981–1983 postihla USA ostrá recese a nezaměstnanost dosáhla nejvyšších hodnot od doby hospodářské deprese 30 let. Teprve po odeznění recese bylo dosaženo nízké inflace bez vysoké nezaměstnanosti. Ukazuje to graf,



Graf: Volckerova desinflace v USA 1980–1985.

Zdroj: Mankiw, N. G. *Macroeconomics*. 4th ed. Worth Publishers, 2000.

Přirozená míra nezaměstnanosti byla tehdy v USA odhadována na 6%. V letech 1982 a 1983 převyšovala nezaměstnanost přirozenou míru o 3,5%, v roce 1984 o 1,4% a v roce 1985 o 1,1%. Podle tehdejších odhadů bylo 1% zvýšení nezaměstnanosti nad přirozenou míru spojeno s 2% poklesem domácího produktu pod potenciální produkt (viz Okunův zákon). To znamená, že kumulativní ztráta domácího produktu za tyto čtyři roky činila $7 + 7 + 2,8 + 2,1 = 19\%$. Za tuže dobu se inflace snížila z 9,7% v roce 1981 na 3% v roce 1985, tj. celkem o 6,7%. To znamená, že koeficient obětování byl 19 : 6,7 = 2,8. Každý procentní bod snížení inflace si tedy vyžádal ztrátu 2,8% ročního domácího produktu.

To, že desinflační politika v 70. letech vyvolala v USA recesi, považovali někteří ekonomové za důkaz, že se tímby krátkodobě navyšují a (nebo) že lidé tvoří špatně adaptivní než racionální očekávání. Robert Lucas ale vysvětlovat situaci tak, že

centrální bankou ohlašená desinflační politika nebyla tehdy americkou veřejností považována za důvěryhodnou. Po několika desetiletích aktivistické a inflační politiky lidé jednoduše nevěřili tomu, že centrální banka ztuhne své chování a bude následně uplatňovat měnovou restriktci. Jakmile se však veřejnost přesvědčí, že se centrální banka chová důvěryhodně a bude dodržovat to, co vyhlásí, racionální očekávání povedou k tomu, že desinflační politika nevyvolá růst nezaměstnanosti a nebude spojena s vysokým koeficientem obětování.

I my jsme ke konci 90. let prožili recesi, kterou vyvolala Česká národní banka desinflační politikou.¹⁹²

Desinflační politika České národní banky ve 2. polovině 90. let V letech 1994–1996 se u nás roční míra inflace pohybovala kolem 10 % a roční míra růstu nominální peněžní zásoby (M2) činila kolem 20 %. V roce 1996 ale naše centrální banka zahájila měnovou restriktci, když na jaře zvýšila své úrokové sazby i povinnou míru bankovních rezerv. Tento obrát v měnové politice způsobil, že se značně snížil růst peněžní zásoby, jak to ukazují čísla v tabulce, a následně se snížil i růst bankovních úvěrů.

Měsíc/rok	Meziroční růst peněžní zásoby M2 (%)	Měsíc/rok	Meziroční růst peněžní zásoby M2 (%)
05/96	21,3	11/96	9,7
06/96	20,8	12/96	7,8
07/96	17,6	01/97	7,1
08/96	13,2	02/97	6,2
09/96	11,6	03/97	6,3
10/96	9,8	04/97	5,3

Zdroj: Klaus, V. *Cesta z pasti*. Praha: Volání, 1999.

Centrální banka pokračovala v desinflační politice až do roku 1998. Tato měnová politika byla hlavní příčinou recese let 1997–1999.

Důsledky desinflační politiky České národní banky můžete vidět na Obrázku 13–4 z 13. kapitoly, který znázorňuje českou Philipsovu křivku. Proč měla česká desinflační velký koeficient obětování? Lze to vysvětlit tím, že měnovou restriktci veřejnost neocakávala. Navíc krátká historie české tržní ekonomiky po roce 1990 neumožnila lidem,

aby se naučili předvídat důsledky měnové politiky a tvořit racionální očekávání. Měnová restriktce ČNB byla tehdy *překvapivou politikou*, a proto vyvolala hospodářskou recesi a růst nezaměstnanosti.

16.7 | Režim stabilního měnového kurzu

Již jsme ukázali, že aktivistická měnová politika zaměřená na „vyhlazování“ cyklických výkyvů není příliš úspěšná, a to jednak kvůli svým zpožděním a jednak kvůli problémům časové nekonzistence. Proto se centrální banky v mnoha zemích rozhodli raději se podřídit nějakému režimu, který pro měnovou politiku stanovuje určité pevné pravidlo. Mezi takové režimy měnové politiky patří *režim stabilního měnového kurzu*, *pravidlo stálého měnového růstu* a *inflační cílování*.

Režim stabilního měnového kurzu jsme vysvětlili již v 6. kapitole. Tento kurzový režim zavazuje centrální banku, aby prostřednictvím intervencí na měnovém trhu udržovala kurz domácí měny ve stanoveném kurzovém pásmu. Tento režim zároveň centrální banku zbavuje možnosti, aby ovlivňovala agregátní poptávku. Neúčinnost měnové politiky v režimu stabilního kurzu jsme si demonstrovali v 11. kapitole na Mundell-Flemingově modelu. V tomto kurzovém režimu není centrální banka schopna měnit peněžní zásobu podle své vůle. Růst peněžní zásoby pak není výsledkem měnové politiky, nýbrž výsledkem vývoje platební bilance. Například tlak na schodek platební bilance (který může vzniknout buď zhoršováním běžného účtu nebo zhoršováním kapitálového účtu) nutí centrální banku snižovat peněžní zásobu, protože banka musí nakupovat domácí měnu, aby zabránění depreciaci. Naopak tlak na přebytek platební bilance nutí banku ke zvýšení peněžní zásoby. To tedy znamená, že v režimu stabilního měnového kurzu centrální banka **fakticky nemá kontrolu nad peněžní zásobou**. Centrální banka vlastně **nedělá žádnou měnovou politiku** – jediné, co dělá, je udržování měny v kurzovém pásmu. Ale proč si vlastně některé centrální banky takto svazují ruce a vzdávají se možnosti provádět aktivistickou měnovou politiku? Jedním z důvodů je to, že stabilní měnový kurz může působit jako protinflační kotva. Pokud země svažuje svou národní měnu s některou silnou světovou měnou, udrží nízkou inflaci. **Režim stabilního kurzu totiž nutí centrální banku k měnové disciplíně** – banka ví, že nadměrný růst peněžní zásoby by vyvolával depreciaci. Tento kurzový režim dokonce tlačí i na rozpočtovou disciplínu, protože vláda ví, že centrální banka nebude moci libovolně provádět monetizaci státního dluhu.

Měnový kurz jako protinflační kotva transformujících se ekonomik

Když v roce 1990 začalo Československo transformovat centrálně plánovaný hospodářský systém v tržní systém, jednou z nejvýznamnějších hrozeb,

¹⁹² Viz Holman, R. *Transformace české ekonomiky*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2001, s. 97–104.

kteřé se ekonomové i politikové obávali, byla hrozba inflace. Došlo k nětiké a rozsáhlé liberalizaci cen i k uvolnění zahraničního obchodu. Vznikla tím situace, kdy nikdo nedokázal předvídat, jak porostou ceny a jak se bude vyvíjet měnový kurz. Proto vláda a centrální banka rozhodly o zavedení režimu stabilního měnového kurzu, který se měl stát protinflační kotvou v nejistém a neustáleném ekonomickém prostředí. V první polovině 90. let měl tento kurzový režim u nás hlavně zásluhu na tom, že byla inflace udržena pod kontrolou.

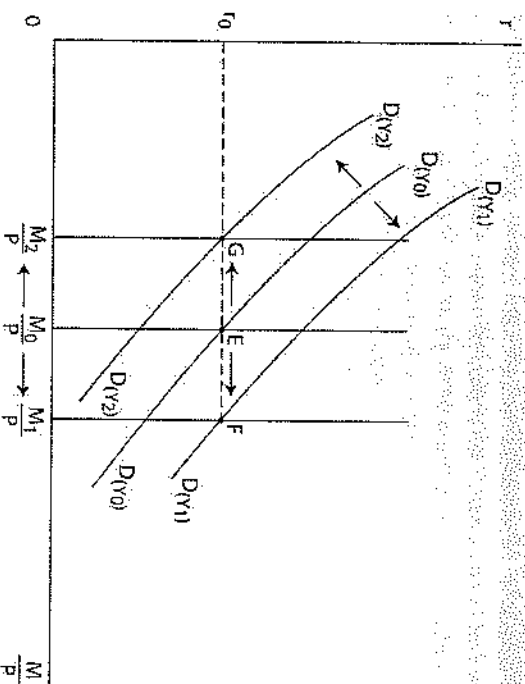
V Polsku měl režim stabilního kurzu sebrat obdobnou úlohu protinflační kotvy. Na rozdíl od Československa se ale Polsku nepodařilo stabilní kurz zlotého udržet, a proto byla také polská inflace v 90. letech mnohem vyšší než v Česku a na Slovensku.

Již v 6. kapitole jsme se zmínili o tom, jak některé země s vysokou inflací (naměřitelnou v Chile, Izraeli nebo Argentina) zavedly režim stabilního měnového kurzu pro zkrácení vysoké inflace. I když má tento kurzový režim své výhody, jako protinflační kotva fungoval spolehlivě. Centrální banky byly nuceny radikálně snížit růst peněžní zásoby, a vlády je nemohly nutit k bezohlednému nakupování státního dluhu.

Čína a další rychle rostoucí asijské ekonomiky, aby udržely nízkou inflaci, navázaly své měny na americký dolar. Svázaní domácích měn s dolarem disciplinuje centrální banky těchto zemí a nutí je k opatrnější měnové politice.

16.8 | Pravidlo stálého měnového růstu

Má si centrální banka jako zprostředkující cíl zvolit úrokovou míru nebo peněžní zásobu? Musí se rozhodnout mezi jedním nebo druhým. Pokud chce udržovat na zvolené úrovni úrokovou míru, dopadne to tak, jak to vidíte na Obrázku 16 – 6. Poplávka po peněžích závisí na úrokové míře a na domácím produktu. Křivka poplávky po peněžích $D(Y_0)$ ukazuje závislosti popláváných peněžních zůstatků na úrokové míře při domácím produktu Y_0 . Když chce centrální banka dosáhnout úrokovou míru r_0 , musí vytvořit peněžní zásobu M_0 . Jenže domácí produkt kolísá. Vzroste-li na Y_1 , zvýší se poptávka po peněžích na $D(Y_1)$. Chce-li centrální banka udržet úrokovou míru na r_0 , musí zvýšit peněžní zásobu na M_1 . Peněžní trh se tak dostane z rovnováhy E do H. Když domácí produkt naopak klesne na Y_2 , klesne poptávka po peněžích na $D(Y_2)$ a centrální banka, chce-li zabránit poklesu úrokové míry, musí snížit peněžní zásobu na M_2 . Peněžní trh se dostane do bodu G. To tedy znamená, že když se centrální banka orientuje na stabilizaci úrokové míry, mění peněžní zásobu v odezvu na změny domácího produktu.



Obr. 16 – 6 Stabilizace úrokové míry. Při domácím produktu Y_0 je poptávka po peněžích $D(Y_0)$.

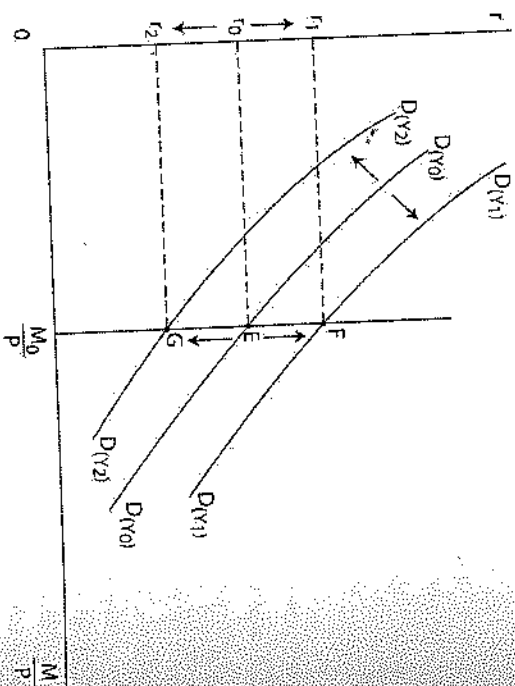
Chce-li centrální banka dosáhnout úrokovou míru r_0 , musí vytvořit peněžní zásobu M_0 . Vzroste-li produkt na Y_1 , zvýší se poptávka po peněžích na $D(Y_1)$. Chce-li banka udržet úrokovou míru na r_0 , musí zvýšit peněžní zásobu na M_1 . Peněžní trh se dostane z bodu E do F. Když domácí produkt naopak klesne na Y_2 , klesne poptávka po peněžích na $D(Y_2)$ a centrální banka, chce-li zabránit poklesu úrokové míry, musí snížit peněžní zásobu na M_2 . Peněžní trh se dostane do bodu G.

Jiná situace nastává, chce-li centrální banka stabilizovat peněžní zásobu. V tom případě je nucena vzdát se kontroly nad úrokovou mírou. Vidíme to na Obrázku 16 – 7. Vychodí rovnováha je opět v bodě E, při domácím produktu Y_0 , úrokové míře r_0 a peněžní zásobě M_0 . Dojde-li ke zvýšení produktu na Y_1 , zvýší se poptávka po peněžích z $D(Y_0)$ na $D(Y_1)$. Pokud centrální banka nechce změnit peněžní zásobu, zvýší se úroková míra na r_1 . Když naopak produkt klesne na Y_2 , klesne úroková míra na r_2 . To tedy znamená, že když chce centrální banka kontrolovat peněžní zásobu, musí ponechat úrokovou míru, aby kolísala spolu s kolísáním domácího produktu.

Právě tato skutečnost vyvolala v 70. letech debaty o zaměření měnové politiky. Americká centrální banka se tradičně zaměřovala na regulaci úrokových sazeb. Snaha stabilizovat úrokovou míru ovšem vyvolávala neustálé změny v peněžní zásobě, což zejména monetaristé v čele s Miltonem Friedmanem považovali za hlavní zdroj ekonomické nestability. Friedman doporučoval, aby se centrální banka zaměřila raději na peněžní zásobu než na úrokovou míru. Navrhoval, aby se banka řídila pravidlem stálého měnového růstu:¹⁹³ aby zvolila určité (ne příliš vysoké) tempo růstu peněžní zásoby a to pak stále dodržovala, bez ohledu na pohyby tržních úrokových měr a bez ohledu na

¹⁹³ Toto pravidlo se používá i při cílování peněžní zásoby nebo měnové cílování.

hospodářské fluktuace. Monetaristé vidí v tomto režimu měnové politiky řadu výhod. Když se centrální banka podřídí takovému pravidlu, měnová politika přestane být aktivistickou a stane se transparentní a důvěryhodnou. Stabilizace růstu peněžní zásoby zmírní hospodářské fluktuace, protože ty jsou (podle monetaristů) vyvolávány právě náhlými a neočekávanými změnami peněžní zásoby. Navíc zvolí-li banka za svůj dlouhodobý cíl pomalý růst peněžní zásoby, dosáhne dlouhodobě nízké inflace.



Obr. 16 – 7 Stabilizace peněžní zásoby. Dojde-li ke zvýšení produkce na Y_1 , zvýší se poptávka po peněžích z $D(Y_0)$ na $D(Y_1)$. Pokud centrální banka nechce měnit peněžní zásoby, zvýší se úroková míra na r_1 . Když produkt klesne na Y_2 , klesne úroková míra na r_2 .

V roce 1979 ohlásila americká centrální banka změnu režimu měnové politiky. akceptovala monetaristické pravidlo stálého růstu peněžní zásoby. Stabilizace růstu peněžní zásoby měla pak v následujících letech za následek výrazné kolísání úrokových sazeb. V 80. letech se ale americká centrální banka postupně vracela k ovlivňování úrokových sazeb. Z evropských centrálních bank se pravidlem stálého měnového růstu řídila nejvíce německá banka.

Během 80. let se začaly proti pravidlu stálého měnového růstu objevovat námitky. Podle některých ekonomů bylo toto pravidlo sice jednoduché, ale pro veřejnost nesrozumitelné, protože si málokdo uměl říct peněžní zásoby „přeložit“ do vývoje inflace nebo domácího produktu. Nejvýznamnější námitkou však bylo to, že se objevovaly finanční inovace, díky kterým ztrácely centrální banky kontrolu nad vývojem peněžní zásoby. Na finančních trzích například vznikaly dluhopisové fondy, které nabízejí klientům portfolia s tak vysokou mírou likvidity, jakou měly bankovní vklady. Tito

a další „skoro-peníze“ byly velmi blízkými substituty peněz (oběhují a bankovními vklady), ale nebyly pod kontrolou centrální banky.

Ekonomové také poukazovali na to, že centrální banka, která uplatňuje pravidlo stálého měnového růstu, nemůže akomodovat nepříznivé nákladové šoky (způsobené například zvýšením cen ropy) zvyšováním peněžní zásoby. Monetaristé ale právě toto pokládají za přednost tohoto měnové politického režimu, protože akomodování nákladových šoků zvyšuje inflaci.

Alan Greenspan – velký mag?

Gouverné americké centrální banky Alan Greenspan se během 90. let stal nejoblíbenějším a nejodbyvanějším centrálním bankérem na světě. Proč? Protože americká ekonomika již přes deset let vykazovala vysoká tempa růstu, nízkou nezaměstnanost a nízkou inflaci. Mnoho lidí uvěřilo, že hlavní zásluha na tom má Greenspan, který přece dokáže tak umně manipulovat s úrokovými sazbami. Novinové titulky typu „Greenspan nastartoval růst“ nebo „Greenspan zatřídil měkké přistání“ vyvolávaly dojem, že za hospodářskými úspěchy Ameriky stojí tento centrální bankéř, který třídl ekonomiku jako „velký mag“. Greenspanovi zajisté nelze upřít velké schopnosti a dobrou intuici. Nicméně důvodem úspěšného hospodářského vývoje USA není měnová politika centrální banky, nýbrž technologické inovace, flexibilita trhy a dynamický soukromý sektor.

Když čteme v ekonomických rubrikách zprávy o tom, jak centrální banka „prudce snížila“ úrokové sazby (o pět procenta), čímž přivedla „pát korunu“ (o 20 haléřů), míváme dojem, že centrální banky dokážou řídit ekonomiku s přesností leteckého pilotů. Umějí ji „nastartovat“ nebo naopak „přibrzdit“, jak je právě potřeba. Skutečnost je mnohem prozaičtější. Vímě již, že změny úrokových měr jsou krátkodobé a že měnové kurzy krátkodobě přestřelují. Krátkodobé účinky měnové politiky jistě zajímají finanční investory a spekulanty – vždyť nepatrná změna úrokových měr může podstatně změnit tržní ceny aktiv, a na tom se dá hodně vydělat nebo prodělat. Ale dlouhodobé účinky měnové politiky se nakonec rozplynou jen do inflace.

16.9 | Inflační cílování

Namítky proti pravidlu stálého měnového růstu vedly k hledání jiného pravidla pro měnovou politiku. Tím se v 90. letech stalo *inflační cílování*. První zemí, kde se toto nové pravidlo měnové politiky začalo používat, byl v roce 1990 Nový Zéland. O něco

později je zavedly centrální banky Velké Británie, Kanady, Švédska, Finska, Austrálie, Španělska a v roce 1998 také Česká národní banka.

Inflační cílování znamená, že si centrální banka jako svůj dlouhodobý cíl vytyčí určitou míru inflace. Jako pravidlo měnové politiky je inflační cílování logické, protože jediným dlouhodobým konečným cílem měnové politiky nemůže být nic jiného než inflace. Centrální banka ani nemůže být odpovědná za nic jiného než za měnovou stabilitu.

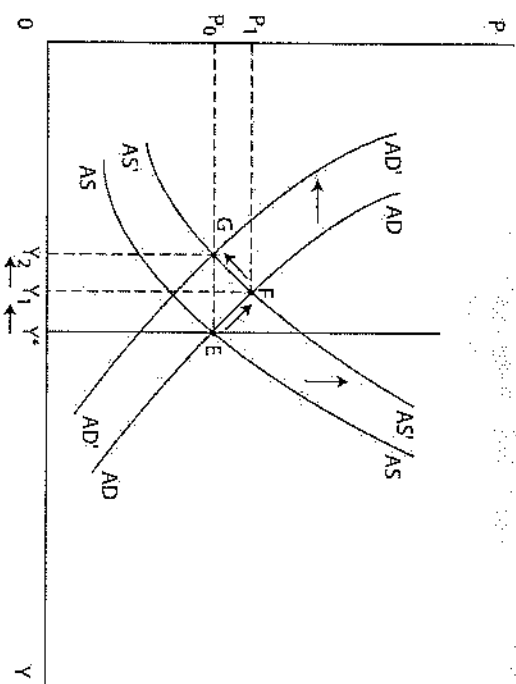
Inflační cílování je pro veřejnost srozumitelnější než pravidlo měnového růstu. Vyšší lidé neví, co pro ně znamená určité tempo růstu peněžní zásoby, ale ví, co pro ně znamená určitá inflace, kterou centrální banka vytyčí jako svůj cíl. Protože lidé na základe takové informace tvoří inflační očekávání, inflační cíl centrální banky se může stát účinným nástrojem k formování racionálních inflačních očekávání. Samozřejmě za předpokladu, že centrální banka bude schopna své inflační cíle dodržovat a že je nebude často měnit. Inflační cílování pak může být úspěšné i při snižování inflace – pokud banka vytyčí postupně se snižující inflační cíl, který lidé zařadí do svých inflačních očekávání, může být desinflace dosaženo bez velkého koeficientu obětování. Oproti pravidlu měnového růstu je ovšem tato měnová politika poněkud složitější. Inflace je totiž *konečný* cíl měnové politiky, mezi ním a nástroji centrální banky je řada mezíchánků (operační a zprostředkující cíle). Přitom celkové zpoždění mezi použitím měnové politických nástrojů a jejich dopadem na inflaci je 12 až 18 měsíců.

Jaký má být inflační cíl? Ačkoli se zdá, že nejlepší je nulová inflace, ekonomové ze zkušenosti vědí, že mírná inflace je příznivější pro hospodářský růst než nulová inflace.¹⁹⁴ V zemích, kde se očekává dlouhodobě vyšší hospodářský růst, stanovují centrální banky poněkud vyšší inflační cíl, aby přílišná měnová restrikce hospodářský růst nepodvazovala. Česká národní banka vytyčila pro příští roky inflační cíl 2 %, zatímco Evropská centrální banka jej stanovila mírně pod 2 %.

Jedním ze zranitelných míst inflačního cílování je to, že při důsledném dodržování inflačního cíle by centrální banka musela neadekvátně reagovat na nákladové šoky, které občas posilují každou ekonomiku. Představme si, že centrální banka stanoví určitý inflační cíl a poté dojde k růstu světových cen ropy. Nepříznivý nákladový šok vyvolá pokles domácího produktu a ještě větší inflaci nahoru. Pokud bude chtít centrální banka dodržet inflační cíl, musí snížit měnové restrikce. Tím ovšem vyvolá další pokles domácího produktu. Režim inflačního cílování by v takovém případě mohl ekonomiku stáhnout do recese.

Vydíme to na Obrázku 16 – 8. Předpokládejme, že centrální banka stanovila jako svůj cíl nulovou inflaci. Původní rovnováha je v bodě E, na potenciálním produktu Y^* a cenové hladině P_0 . Pak růst cen ropy zvýší náklady a posune křivku nabídky AS nahoru do polohy AS' . Dojde ke zvýšení cenové hladiny na P_1 a k poklesu reálného produktu na Y_1 . Chce-li centrální banka udržet cenovou hladinu na P_0 , musí snížit peněžní

zásobu a tím agregátní poptávku tak, aby se křivka AD posunula doleva do polohy AD' . To ovšem znamená další snížení produktu na Y_2 .



Obr. 16 – 8 Nákladový šok a inflační cílování. Původní rovnováha je v bodě E. Růst cen ropy zvýší náklady a posune křivku AS nahoru do AS' . Dojde ke zvýšení cenové hladiny na P_1 a k poklesu reálného produktu na Y_1 . Chce-li centrální banka udržet cenovou hladinu na P_0 , musí snížit peněžní zásobu, aby se křivka AD posunula doleva do AD' . To znamená další snížení produktu na Y_2 .

Abys se vyhnuly tomuto problému, centrální banky někdy neslanoví inflační cíl jako číslo, ale jako pásmo.

Splnit inflační cíl však není tak snadné. Centrální banka musí mít značné zkušenosti s používáním svých nástrojů, aby se střetla do inflačního cíle. Například České národní banky se to až dosud příliš nedařilo.

Podstřední inflačního cíle

Česká národní banka vyhlásila režim inflačního cílování na konci roku 1997, poté co v tomto roce opustila režim stabilního měnového kurzu. Problém byl ale v tom, že současně se zavedením inflačního cílování začala ČNB provádět restruktivní politiku, kterou chtěla rychle snížit inflaci. ČNB neměla s desinflací politickou dostatečné zkušenosti a příliš „utáhla šrouby“. Proto došlo ke značnému podstřední inflačního cíle. Tabulka ukazuje inflační cíle České národní banky a porovnává je se skutečnou inflací.

¹⁹⁴ Statistika inflace obvykle nadhodnocuje, protože neobjímá podstatu kvalitativní zlepšení produkce. Skutečná inflace bývá o něco nižší než inflace statisticky naměřená.

Rok	Inflační cíl (%)	Skutečná inflace (%)
1998	5,5–6,5	1,7
1999	4,0–5,0	1,5
2000	3,5–5,5	3,0
2001	2,0–4,0	2,4
2002	3,0–5,0	3,7
2003	2,75–4,75	-0,4
2004	2,5–4,5	2,8
2005	2–4,0	1,9
2006	3,0	2,8
~2007	3,0	2,8

Zdroj: ČNB

ČNB se poprvé srefila do svého inflačního cíle až v roce 2001. Ale v roce 2003 došlo k dalšímu výraznému podstřelení inflačního cílového pásma.

Krok do neznáma

Změna režimu měnové politiky byla před čtyřmi lety do značné míry vyvolána měnovými turbulencemi v květnu 1997, které vedly k opštění režimu pevného měnového kurzu. ... Tím však zároveň vznikla otázka, jakým rámcem svázal měnovou politiku, aby byla dostatečně účinná, transparentní a srozumitelná. Vzhledem k odklonu většího zemi od cílování peněžní zásoby kvůli finančním inovacím a nestabilitě poplatky po peněžních bylo logickou volbou právě cílování inflace. Významným argumentem pro tento režim bylo i to, že je dopředu hledící, snaží se ovlivnit a ukotvit inflační očekávání, a tím snížit náklady desinflace, resp. náklady udržování nízké inflačního prostředí.

Zároveň je však nutno přiznat, že přechod ČNB na cílování inflace znamenal tak úroveň krok do neznáma. Jedná se o strategii uplatňovanou do té doby především v rozvinutých tržních ekonomikách, které již dosahují nízké a stabilní inflace a známý rámec jim slouží k udržování cenové stability. Mezi tranzitivními ekonomikami byla ČNB první centrální bankou, která přešla na režim cílování inflace.

Na rozdíl od vyspělých ekonomik jsme nestáli před úkolem pouze udržet již existující nízkou inflaci. Vyzvou byl proces desinflace. ...

(Tuma, Z. *Historie a ocenění*, Ekonon, 2002, č. 7)

Shrnutí

- Konečnými cíli měnové politiky jsou míra inflace, míra nezaměstnanosti a zahraničně obchodní bilance zboží a služeb (čistý vývoz). Zprostředkujícími cíli jsou úroková míra na kapitálovém trhu, peněžní zásoba a měnový kurz. Operačními cíli jsou úroková míra na peněžním trhu a bankovní rezervy. Nástroji měnové politiky jsou operace na volném trhu, úrokové sazby centrální banky a povinná míra bankovních rezerv.
- Když centrální banka nakupuje vládní dluhopisy, zvyšuje jejich tržní cenu a snižuje úrokovou míru. Když prodává dluhopisy, klesá jejich cena a roste úroková míra.
- Expanzivní měnová politika snižuje úrokovou míru, což vede k depreciační a rostou čistý vývoz. Konečným důsledkem je pouze zvýšení inflace. Restriktivní měnová politika má opačné účinky.
- Centrální banka může provádět monetizaci státního dluhu, když nakupuje vládní dluhopisy. To vyvolává inflaci, která snižuje reálnou hodnotu státního dluhu.
- Je-li centrální banka závislá na vládě, vláda ji může nutit k monetizaci státního dluhu. Závislá centrální banka má proto větší sklon k expanzivní měnové politice.
- Aktivistická stabilizační politika trpí problémem zpoždění. Obraty v měnové politice proto mohou ekonomice uštědřovat šoky a destabilizovat ji. Měnový zásah je však odůvodněný, je-li ekonomika v hluboké depresi nebo trpí-li vysokou inflací.
- Ponechá-li si centrální banka volnost v rozhodování, bývá její chování poznamenáno časovou nekonzistencí. Důsledkem je ztráta důvěryhodnosti.
- Podle hypotézy o neúčinnosti politiky lidé předvídají důsledky známé politiky, většinou je do racionálních očekávání a tím neutralizují její účinky. Účinná je pouze politika, která je pro lidi překvapením.
- Desinflační politika bývá spojena s přechodným poklesem domácího produktu. Koeficient oběťování měří, o kolik procent klesne reálný produkt, má-li se snížit inflace o jeden procentní bod. Je tím menší, čím strmější je Philipsova křivka. Jsou-li ceny a mzdy pružné a tvoří-li lidé racionální očekávání, koeficient oběťování se blíží nule.
- Razantní desinflační politika vyžaduje velkou měnovou restriktci a vede k rychlému snížení inflace. Gradualistická politika rozkládá desinflaci na delší období. Je-li Philipsova křivka strmá, razantní desinflace nevyvolá velké snížení domácího produktu.
- K dlouhodobým pravidlům měnové politiky patří režim stabilního měnového kurzu, pravděpodobně stálého měnového růstu (cílování peněžní zásoby) a inflační cílování.

- V režimu stabilního měnového kurzu je měnová politika omezena na udržování měny v kurzovém pásmu. Centrální banka nemá kontrolu nad peněžní zásobou. Tento kurzový režim nutí banku k měnové disciplíně a působí jako protinflační kotva.
- Měnová politika se může zaměřit na stabilizaci úrokové míry nebo peněžní zásoby, ne však na oběi najednou.
- Řídí-li se centrální banka pravidlem stálého měnového růstu, zajišťuje stále tempo růstu peněžní zásoby bez ohledu na pohyby úrokových měr a na hospodářské fluktuace. Problémem tohoto měnového pravidla se staly finanční inovace, které brání centrální bance kontrolovat vývoj peněžní zásoby.
- Inflační cílování může ovlivňovat tvorbu racionálních očekávání a přispět tak ke snížování inflace bez velkého koeficientu obětování.
- Při důsledném sledování inflačního cíle by měnová politika nemohla reagovat na nákladové šoky. Proto bývá inflační cíl formulován jako pásmo.

Klíčové pojmy

Nástroje měnové politiky • operační cíle měnové politiky • zprostředkující cíle měnové politiky • konečné cíle měnové politiky • operace na volném trhu • diskontní sazba • repo-sazba • povinná míra bankovních rezerv • expanzivní měnová politika • restriktivní měnová politika • monetizace státního dluhu • aktivistická politika • časová restruktizace • hypotéza o neúčinnosti politiky • koeficient obětování • razantní desinflační politika • gradalistická (pozvolná) desinflační politika • pravidlo stálého měnového růstu (měnové cílování) • inflační cílování.

Otázky a příklady

Otázka 1.

V malé otevřené ekonomice chce centrální banka snížit inflaci.

- Jaké může použití nástroje a jak se použít nástrojů promíne do operačních cílů?
- Do kterých zprostředkujících cílů se promítnou operační cíle?
- Jak a proč se změní číslý vývoz v krátkém období a jak v dlouhém období?

Příklad 1.

Ekonomika vyrobí potenciální produkt. V zemi je přirozená míra nezaměstnanosti 6 % a setrvačná míra inflace 10 %. Zvýšení nezaměstnanosti o 1 % způsobí pokles reálného produktu pod potenciální produkt o 2,5 %. Vztah mezi

inflací a nezaměstnaností (Phillipsova křivka) je v této ekonomice dán rovnicí $\pi = 0,1 + 2 \times (u^* - u)$, kde π je inflace a 0,1 vyjadřuje desetiprocentní setrvačnou inflaci. Bude-li chtít centrální banka restriktivní politikou snížit inflaci na 5 %, jaký bude koeficient obětování?

Příklad 2.

V ekonomice je setrvačná inflace 20 % a přirozená míra nezaměstnanosti je 4 %. Předpokládejme, že lidé tvoří racionální očekávání a že mzdy i ceny jsou úplně pružné i v krátkém období. Chce-li centrální banka desinflační politikou snížit inflaci na 10 %:

- Jaký je koeficient obětování?
- Znáznomte graficky, jak tato desinflace působí na nezaměstnanost.
- Znáznomte graficky, jak tato desinflace působí na domácí produkt.

Příklad 3.

Následkem negativního nákladového šoku došlo k poklesu reálného domácího produktu.

- Popište a pak znázorněte graficky (pomocí modelu AS-AD), jak bude reagovat centrální banka, která provádí aktivistickou měnovou politiku zaměřenou na udržování nízké nezaměstnanosti. Jaké budou důsledky této politiky?
- Popište a pak znázorněte graficky, jak bude reagovat centrální banka, která se řídí pravidlem stálého měnového růstu. Jaké budou důsledky této politiky?