



MĚNOVÁ POLITIKA VE 21. STOLETÍ

Přednáška u příležitosti udělení ceny Karla Engliše

Zdeněk Tůma

Prosinec 2007

MĚNOVÁ POLITIKA VE 21. STOLETÍ¹

„Jako se nesmí inženýru měniti pod rukama technické jednotky, na nichž buduje svou konstrukci, nemá-li se tato zhroutit, tak musí míti i národní hospodářství ke svému zdaru pevnou a stálou jednotku peněžní“.

Karel Engliš, z jeho projevu jako ministra financí na ustavující schůzi Národní banky Československé 21. března 1926

Dnes všichni bereme téměř jako samozřejmost, že inflace je nízká a poměrně stabilní, a centrální banky máme spojené s pojmem měnová politika. I širší veřejnost ví, že centrální banky měnovou politiku provádějí prostřednictvím nastavení krátkodobých úrokových sazeb, kterými ovlivňují peněžní trh, a prostřednictvím různých kanálů, tzv. transmisního mechanismu, ovlivňují celou ekonomiku. Přesto je takové pojetí měnové politiky nové. Před 20-30 lety většina zemí měla přinejmenším dvoucifernou inflaci, nízký, pokud vůbec nějaký, ekonomický růst a měnová politika měla s tou dnešní jen velmi málo společného. A pokud bychom se vrátili ještě o dalších 20-30 let, je otázka, zda by se vůbec o nějaké měnové politice dalo hovořit. Dovolte mi krátké ohlédnutí do minulosti s cílem vysvětlit podstatu centrální banky a měnové politiky. To nám pak umožní se zamyslet nad tím, jak by mohla vypadat měnová politika v tomto století.

Původní mise centrálních bank

První centrální banky (Švédsko – Riksbank, Anglie – Bank of England) vznikly ve druhé polovině 17. století. Podobně jako další centrální banky, které byly postupně zakládány v dalších staletích, ale neměly nic společného s měnovou politikou v dnešním slova smyslu. Funkce těchto institucí byly většinou dvě: pomoci udržet stabilitu finančního systému a být bankou státu/královské rodiny. Naneštěstí lze najít bezpočet příkladů, kdy přímá vazba na veřejné finance vedla k tlaku na profinancování rostoucího dluhu státu, a to nakonec vedlo i podkopání celkové finanční stability.

¹ Děkuji za cenné připomínky k textu J. Hurníkovi, a T. Holubovi a E. Kočendovi; odpovědnost za finální podobu článku včetně případných pochybení jde pochopitelně za autorem.

Jak tedy vypadala měnová politika a kdo za ni byl vlastně odpovědný? Musíme si uvědomit dva zásadní rozdíly oproti dnešnímu měnovému uspořádání. Za prvé, v minulých staletích byly ekonomiky do značné míry uzavřené, jejich vzájemný obchod byl limitovaný, stejně tak kapitálové toky byly omezené. Tlaky na domácí měnu tedy byly nesrovnatelně menší ve srovnání s 20. stoletím, natož pak s vývojem v posledních 20-30 letech. Za druhé, nástup „fiat money“, tedy papírových peněz, nás teprve čekal, resp. byl v plenkách. A u plnohodnotných peněz bylo základním trikem státní či královské pokladny snižovat obsah drahého kovu v minci, a je tedy zřejmé, že jakákoli paralela s dnešní měnovou politikou by byla hodně násilná.

S nástupem průmyslové revoluce ale provázanost jednotlivých zemí a regionů stoupala a otázka vztahu mezi jednotlivými měnami rostla na významu. Odpovědí byl zlatý standard či přesněji standard zlaté měny. Měna již byla sice papírová, ale měla definovaný obsah zlata, za který bylo možné bankovku vyměnit. Tento systém lze považovat za globálního nástupce plnohodnotných peněz: nerovnováha platební bilance byla vyrovnána mezi jednotlivými zeměmi přesunem příslušného množství zlata. Země s deficitem platební bilance jej byla povinna uhradit věřitelské zemi ve zlatě. To umožnilo držet kurz měn obou zemí nezměněný, bez tohoto přizpůsobovacího mechanismu by se musel přizpůsobit kurz obou měn. Fakticky se tedy jednalo o systém pevných kurzů. Rostoucí otevřenost ekonomik, nástup neplnohodnotných peněz, a tedy i ztráta vazby peněžní jednotky na zlato, a rozvoj finančních trhů vedl k tlakům na tento systém. Po první světové válce se již jeho fungování nepodařilo v plné míře obnovit. Po dalších zkušenostech ve 20. století dnes již můžeme říci, že ve světě volného (a velkého) pohybu zboží a kapitálu je jakákoli forma pevného kurzu dlouhodobě neudržitelná, neboť neposkytuje dostatečnou pružnost pro přizpůsobení se tlakům na kurz měny.

K tomuto poznání jsme se ale propracovávali jen velmi postupně. První polovina 20. století byla stále ještě poznamenána pokusy nalézt náhradu zlatého standardu a udržet tak kurzovou stabilitu v mezinárodním finančním systému. Ke střetu „mentality“ zlatého standardu a nových pohledů na finanční systém docházelo doma i v zahraničí, na akademické půdě i mezi tvůrci hospodářské politiky.²

² Dobrým přehledem tehdejších diskuzí je např. Keynes (1971). Za pozornost stojí, že již tehdy dal Keynes jasnou prioritu domácí cenové stabilitě před stabilitou měnového kurzu. Zlatý standard označil za „barbarous relic“, s. 138.

Rozšířený je i názor, že snaha o znovuzavedení zlatého standardu ve 20. letech vedla k deflaci ve 30. letech.³

Pro nás nejznámějším konfliktem je pochopitelně odlišný pohled A. Rašína a K. Engliše na měnovou reformu při vzniku Československa. Nemám tím na mysli samotné oddělení vlastní měny od rakouské, které bylo v Evropě ojedinělým úspěchem s nezpochybnitelnou zásluhou Rašína. Šlo zejména o další směřování měnové politiky, které Rašín viděl v navázání koruny na zlato. Jeho politika přes posilování koruny vedla k silné deflaci, která nebyla bez nákladů. Engliš byl naproti tomu pro udržení kurzu na stabilní úrovni; zárukou neinflačního vývoje pro něj byl disciplinovaný vývoj veřejných financí a nezávislá centrální banka, která nebude financovat potřeby vlády. Jednalo se o největší střet mezi ministerstvem financí, resp. vládou a centrální bankou v historii Československa, neboť spory vyvrcholily v roce 1934 rezignací bankovní rady Národní banky československé, která nechtěla uhnout od Rašínovy doktríny založené na pevném zlatém obsahu koruny, a následným jmenováním Karla Engliše guvernérem.⁴

Vrátíme-li se na mezinárodní scénu, posledním pokusem o systém se vzájemně definovanými kurzy bylo ustavení Mezinárodního měnového fondu, který byl založen po 2. světové válce. Základním posláním Fondu bylo pomáhat členským zemím při odstraňování nerovnováh v platební bilanci a při udržování kurzové stability. V té době již mezinárodní scéně dominoval americký dolar, který byl formálně navázán na zlato, a na něj se pak fixovaly další hlavní měny. Prokázala se ale dlouhodobá neudržitelnost režimu pevných kurzů a systém začátkem 70. let zkolaboval. Teprve tento okamžik otevřel prostor pro pružné kurzové režimy a nezávislé měnové politiky, jak se s nimi dnes setkáváme ve světě.⁵

Co máme hledat za urputnou snahou o kurzovou stabilitu? Velké pohyby kurzů mají pochopitelně svoje náklady. Měnový kurz bohužel nevyrovnává hladce nerovnováhu v platební bilanci, ale pod vlivem kapitálových toků a očekávání se nepredikovatelně pohybuje tím či oním směrem. Z tohoto zorného úhlu by tedy kurzová stabilita byla pro mezinárodní obchod bezpochyby velmi prospěšná. Problém ovšem je, že světová ekonomika není statický systém a kurzy nelze dlouhodobě „svázat“: kurzového rizika se nezbavíme, pouze ho na nějakou dobu

³ Přehled měnové politiky v mezinárodním kontextu ve 20. století podává např. Mundell (2000).

⁴ V odborné literatuře se tomuto tématu věnoval systematicky František Vencovský, viz např. Vencovský (2001) či s detailnějším vysvětlením teoretických sporů té doby Vencovský, Půlpán (2005).

⁵ Pro podrobnější přehled vývoje charakteristik měnové politiky viz Mahadeva, Sterne (2000).

potlačíme a následné přizpůsobení bývá velmi prudké. Stačí vzpomenout na problémy Argentiny před pár lety anebo i naši minikrizi v roce 1997 spojenou s opuštěním pevného kurzového režimu.

Úloha centrálních bank v období zlatého standardu, ale i pevných kurzových režimů je v oblasti měnové politiky velmi omezená. Při zlatém standardu jsou centrální banky s trochou nadsázky jen prostředníkem pro mezinárodní transfery s cílem vyrovnat nerovnováhy platebních bilancí, u pevných kurzových režimů intervenují na devizových trzích tak, aby se kurz udržel v předem stanoveném rozmezí k jiné zahraniční měně či koši měn. Jejich hlavní funkcí tedy bylo přispívat ke stabilitě finančních trhů, což v minulosti především znamenalo stabilitu bankovního systému. Zde je klíčovou funkcí centrální banky tzv. věřitel poslední instance neboli „lender of last resort“.⁶

Je dnešní svět bipolární?

K dnešní podobě měnových politik přispěly jak praktické problémy v 70. letech, kdy vyspělé země procházely obdobím ekonomického útlumu a vysoké inflace, tak řada akademických příspěvků. M. Friedman⁷ uvažoval o třech možných veličinách, které by mohly představovat cíl či zprostředkující cíl pro měnovou politiku: měnový kurz, cenová hladina a peněžní zásoba. Z dnešního pohledu je pro nás zajímavé, že za nejlepší považuje, aby se centrální banka zaměřila přímo na cenovou hladinu. Ale s ohledem na velké nejistoty spojené s naší omezenou znalostí fungování ekonomiky a na zpoždění, které je spojené s působením měnové politiky, považoval tento postup za nerealistický. Nicméně je zajímavé, že ve zmíněném článku explicitně připouští, že s dokonalejším poznáním by doporučení pro optimální postup centrální banky mohlo vypadat v budoucnu jinak. Z řady důvodů zavrhl měnový kurz, a proto nakonec doporučuje soustředit se na analýzu peněžní zásoby a pokud možno udržovat její stabilní růst.

Zejména pro institucionální postavení centrálních bank pak měly zásadní vliv příspěvky Kydlanda a Prescottta a následně Barroa a Gordona a navazující

⁶ Tato funkce by stála za samotné pojednání: centrální banka vždy čelí obtížnému dilematu, kdy jde pouze o přechodný problém v likviditě dané instituce či v solvenci. Každé rozhodnutí o poskytnutí likvidity je hraniční z hlediska morálního hazardu. Viz např. nedávnou asistenci státu při problémech banky Northern Rock ve Velké Británii, ale pochopitelně také obtížné rozhodování v řadě případů při konsolidaci českého bankovního sektoru.

⁷ Friedman (1968).

literatura⁸, které upozornily na problém časové nekonzistence (time inconsistency). Ačkoli jev časové nekonzistence má v literatuře dávňější kořeny, do ekonomické literatury a zejména do souvislosti s měnovou politikou ho dostaly teprve články zmíněných autorů. V podstatě jde o to, že i za předpokladu úplné kontroly ekonomického vývoje ze strany centrální banky její rozhodnutí nemusí být v čase konzistentní, a nemusí tak vést k optimálnímu výsledku. Lze ukázat jak v rámci formálního modelu, tak na řadě praktických příkladů, že určité rozhodnutí, které je optimální v čase t_0 , nemusí být optimální v čase t_1 . Tento triviální poznatek ovšem znamená, že pro měnovou autoritu bude lepší, nebude-li mít příliš volnosti v rozhodování, např. v otázce, jaký cíl má sledovat, a bylo by lepší ji svázat pravidlem. Akademické diskuze na toto téma během 80. let rozhodně přispěly k posílení nezávislosti centrálních bank, ale zároveň k přesnějšímu stanovení jejich cíle.

I s výhodou zpětného pohledu je ovšem těžké rozhodnout, zda to byly ekonomické problémy vyspělých zemí či výše zmíněné akademické debaty, co sehrálo rozhodující roli. Není pochyb o tom, že Paul Volcker měl při svém nástupu do čela „měnového výboru“⁹ jako dosavadní prezident Federální rezervní banky v New Yorku poměrně jasnou představu, jaké mají být vztahy mezi centrální bankou a vládou, aniž v té době mohl znát akademické debaty na dané téma, které teprve měly přijít. Přitom je zřejmé, že Paul Volcker sehrál velmi významnou roli nejen z hlediska radikální stabilizace americké ekonomiky, ale také při stanovení jasných hranic v rozhodování mezi centrální bankou a vládou. Jedna věc je nezávislost podle zákona, která byla v případě amerického Fedu zakotvena již při jeho vzniku v roce 1913, druhá věc faktická nezávislost, o níž se dá hovořit právě až s nástupem P. Volckera.¹⁰

Vedle institucionálního postavení centrálních bank se ale během 80. a 90. let zásadním způsobem měnil také obsah měnové politiky. Po pádu zlatého standardu a pokusů o jeho mutaci se měnové politiky začaly přesouvat k tzv. bipolárnímu pojetí měnové politiky.¹¹ Termínem bipolární v daném kontextu máme na mysli, že centrální banka se již nesnaží udržet vývoj kurzu v určitém pásmu vůči další měně či měnám, ale buď vlastní měnu pevně „připoutá“ k jiné

⁸ Kydland, Prescott (1977), Barro, Gordon (1983).

⁹ „Centrální banka“ v USA je postavena na federálním uspořádání a je tvořena Rezervními bankami jednotlivých států s tím, že ve výboru, který nakonec rozhoduje o nastavení měnové politiky, jsou někteří stálí členové, jiní rotují.

¹⁰ Populárním popisem tehdejšího dění ve Federálním rezervním systému USA, tj. jejich centrální bance, je kniha *Secrets of the Temple* od W. Greidera (1989).

¹¹ Na tento posun poukazuje např. Stanley Fischer (2001).

měně (k tzv. kotevní měně), anebo naopak nechá na trhu, aby určil poměr mezi měnami a nijak do toho nevstupuje (tzv. floating). Tento posun ale vůbec nebyl jednoduchý a přímočarý.

Překlopit své chování a rozhodování z jednoho pohledu na svět na jiné vidění světa není možné „přes noc“. Rád v této souvislosti používám termín „mentalita“ centrální banky. Jestliže centrální banka dlouhou dobu působí např. v systému zlatého standardu, není dost dobře možné očekávat, že po jeho opuštění bude následujícím dnem schopna přejít třeba na cílování inflace. Nejenže k tomu nemá potřebné analýzy, procesy a odzkoušené postupy, ale tvůrci měnové politiky prostě nejsou schopni obratem uvažovat jiným způsobem (stejně jako experti centrální banky). I z těchto důvodů posun od kolapsu zlatého standardu v jeho poválečné podobě k dnešní podobě měnových politik trval 20-30 let a v mnoha ohledech byl završen teprve v posledních deseti letech. Tato cesta je lemována řadou pokusů a omylů a také mnoha nákladnými krizemi.

Právě díky určitému způsobu uvažování o měnové politice během 20. století byl první posun od vzájemné ukotvenosti měn nejdříve k systému pevných kurzů s určitou tolerancí, tzv. soft pegs. Dnes již existuje dostatek příkladů, abychom mohli s dostatečnou jistotou tvrdit, že tento typ měnové politiky je náchylný ke krizím. Jednoduše řečeno, potíží spočívá v tom, že zafixováním kurzu, byť třeba v určitém pásmu, se nezbavujeme kurzového rizika, ale potlačujeme ho. V případě většího šoku pak kurz (a centrální banka, která ho brání) nemusí odolat tlaku trhu a následuje rychlé a bolestivé přizpůsobení. Ve většině případů ale nešlo ani tak o důsledek šoku, jako o nevhodnou kombinaci fixování kurzu a snahy vpašovat do tohoto systému prvky nezávislé měnové politiky. Jako neslavně slavný případ jmenujme vystoupení britské libry z Evropského měnového mechanismu začátkem 90. let po sérii spekulací na finančních trzích či asijskou krizi v roce 1997.

Během 90. let je proto pozorovatelný posun od „měkkých fixů“ (soft pegs) dvěma směry: k pevnému zavěšení na dolar nebo euro (v podobě „hard peg“ či jeho přísnější variantě „currency board“), anebo k volně plovoucímu kurzu. Rozlišení mezi jednotlivými rámci pro měnovou politiku není vždy jednoduché. Centrální banka často deklaruje volně plovoucí kurz, ale pod jeho povrchem se občas uchyluje k intervencím či jinak ovlivňuje vývoj kurzu. Hrubé rozlišení používané dodnes Mezinárodním měnovým fondem proto dnes není považováno za dostatečně přesné, ale i jemnější klasifikace ukazuje na posun měnových

politik stejným směrem.¹² Pozvolnost posunu k plovoucím kurzům se někdy charakterizuje jako strach z plovoucích kurzů.¹³ Příkladů obavy tvůrců měnové politiky z plovoucího kurzu bychom našli celou řadu, ale připomeňme si jen skutečnost, že Evropská centrální banka poměrně brzy po spuštění eura intervenovala na devizových trzích, a to když v roce 2000 euro začalo vůči dolaru zdánlivě nezadržitelně padat. Dnes by taková intervence byla jen těžko představitelná; koneckonců posun kurzu dolaru vůči euru, byť opačným směrem, v posledních dvou, třech letech je výraznější než tehdy, a přesto nejsou vidět žádné známky toho, že by některá z hlavních centrálních bank uvažovala o intervenci. Nutno dodat, že od poloviny roku 2002 neintervenovala ani Česká národní banka.

Kde tedy momentálně jsme a jaké jsou společné rysy měnových politik prakticky všude na světě? Současná měnová politika má tři hlavní pilíře: orientace na cenovou stabilitu, institucionální nezávislost centrální banky při provádění měnové politiky a otevřenost při její komunikaci¹⁴. V rostoucím počtu zemí důraz na cenovou stabilitu nabyl podoby cílování inflace.¹⁵ Některé země nejsou považovány za „cílovače inflace“, byť přístup k měnové politice se zásadním způsobem neliší. Dvěma významnými příklady jsou Evropská centrální banka (ECB) a Federální rezervní systém USA (Fed).

ECB totiž kromě definování cenové stability jako cíle své měnové politiky má ještě druhý pilíř pro své rozhodování, a tím je peněžní zásoba. Ani v akademických debatách není vyhraněný názor, zda to je plus či mínus, ať už z hlediska vlastního rozhodování o měnové politice či následně její komunikace. Kritici argumentují, že je méně srozumitelné, jak „Governing Council“ dospívá ke svým rozhodnutím, a existují i názory, že někteří členové této rady k vývoji peněžní zásoby nepřihlížejí. Empiricky lze navíc doložit, že tempo růstu peněžní zásoby se po většinu doby pohybuje nad „cílovým koridorem“ ECB. Na druhé straně ECB druhý pilíř vždy vehementně hájila, a také řada ekonomů podporuje myšlenku, že ve střednědobém období mohou být peníze užitečným indikátorem

¹² Viz především Reinhart, Rogoff (2004); základní rozdíl mezi analýzou podle klasifikace IMFMMF vs. a podle citované práce spočívá zejména v lepších výsledcích volně plovoucích kurzů. Klasifikace MIMF ukazuje na špatné výsledky těchto režimů měnové politiky, zejména s ohledem na inflaci a ekonomický růst, naopak jemnější klasifikace svědčí ve prospěch plovoucích kurzů. Nutno dodat, že jemnost klasifikace nespočívá ani tolik v počtu kategorií, jako v analýze skutečného chování kurzů na rozdíl od chování deklarovaného centrálními bankami.

¹³ Neboli „fear of floating“, viz citovaný článek Reinhart, Rogoff nebo Calvo, Reinhart (2002).

¹⁴ Myslím, že autorství výroku „Do what you say, say what you do“, náleží Mervynu Kingovi.

¹⁵ V současné době splňuje všechny všechny parametry „cílování inflace“ 24 zemí a jejich počet rychle roste.

nastavení měnové politiky. Jde především o tezi, že definovat cenovou hladinu či inflaci pouze přes index spotřebitelských cen nemusí být dostatečné a např. nadměrný růst cen aktiv tak uniká pozornosti měnové politiky¹⁶. Občasná přehřátí na trzích aktiv slouží jako pádný argument.

Druhým příkladem „necílovače“ inflace je Fed. Tady jsou důvody ale jiné. Fed dostal do vínku sledovat nejen cenovou stabilitu, ale také růst ekonomiky a zaměstnanosti. Kromě známého odporu A. Greenspana k cílování inflace se proto vždy poukazuje na to, že jakmile by měl Fed stanoven cíl pro inflaci, okamžitě by se zákonodárci a možná i širší veřejnost začali dotazovat, jaké má tedy cíle pro růst HDP a zaměstnanost. Nicméně s nástupem nových členů do „měnového výboru“ Fedu, zejména pak jeho předsedy B. Bernankeho, přece jen dochází k posunu od politiky „just-do-it“. Nedávno se ve Fedu totiž rozhodli, že dají větší důraz na prognózy (mimochodem jeden z důležitých aspektů cílování inflace) a že horizont prognózy protáhnou na tři roky. Toto zdánlivě nevinně vypadající rozhodnutí o podobě prognózy však má významné implikace. Prognóza inflace, která bude brát v potaz reakce měnové politiky, by vždy měla skončit na cíli, ať už je explicitně stanoven jako při cílování inflace, anebo jen odráží implicitní preferenci tvůrců měnové politiky. Každému analytikovi je jasné, že inflace se bude při tříletém horizontu prognózy nakonec nacházet blízko „implicitnímu cíli“ Fedu.

V uvedených dvou příkladech tak existují specifické důvody, proč nejsou naplněna kritéria pro definici cílování inflace, a to druhý pilíř v případě ECB a neexistence explicitního numerického cíle pro inflaci v případě Fedu. Nicméně základní tři pilíře, jak jsem je vymezil výše, jsou i v těchto případech zcela zřejmé.

Na tomto místě bychom se měli na chvíli zastavit u jednoho důležitého bodu, kterému jsem zatím nevěnoval pozornost. Existuje univerzální rámec pro měnovou politiku postavený na uvedených třech pilířích, anebo by se podstata měla lišit u vyspělejších zemí a u nově se rodících tržních ekonomik, natož pak zemí rozvojových? Když se s cílováním inflace začátkem 90. let na Novém Zélandu, v Austrálii, Kanadě, Velké Británii a ve Švédsku začínalo, předpokládalo se, že by měly být splněny určité počáteční podmínky, jinak taková politika nemůže být úspěšná. Za tyto podmínky se obvykle považuje¹⁷: (i) institucionální nezávislost centrální banky, (ii) kvalitní technická

¹⁶ Viz White (2006).

¹⁷ Viz Batini, Laxton (2007).

infrastruktura centrální banky ve smyslu kvalitních analýz, modelování a prognóz, (iii) obvyklá struktura ekonomiky, tj. problém by byl u dolarizované či eurizované ekonomiky nebo ekonomiky čistě závislé na vývozu ropy apod., a (iv) zdravý finanční systém, jinak nebude dostatečně fungovat transmise měnové politiky.

Cílování inflace se proto zpočátku používalo pouze pro vyspělé země se stabilní inflací, nikdo by ho tehdy nedoporučil pro snižování inflace nebo pro země s nerozvinutým finančním trhem. Jak zaznělo nedávno na jedné konferenci, před 20 lety to bylo vnímáno tak, že „dětem se nemají dávat do ruky sirky“. Přesto se našli průkopníci a po Izraeli v roce 1997 a České republice a Jižní Koreji v roce 1998 se v dalších letech přidávali další. Přitom u těchto tří zemí, natož potom u celé řady dalších, výše uvedené podmínky nebyly ani zdaleka naplněny. V roce 1998 se u nás rozhodně nemohlo ještě hovořit o zdravém finančním systému, znalost transmise měnové politiky byla v plenkách, modelování a prognózování stálo na počátku, o nějakém centrálním modelovém aparátu pro potřeby měnové politiky nemohlo být ani řeči. Přesto se posun k cílování inflace ukazuje jako dobrý tah, který opravdu vede k nižší inflaci a stabilním inflačním očekáváním.

Citovaná studie Batiniho a Laxtona přitom přichází s překvapivými závěry. U vyspělých zemí se totiž nepodařilo empiricky prokázat, že by cílování inflace předčilo jiné přístupy k měnové politice. Důvodů může být celá řada, především jde ale o to, že celkově došlo ke zlepšení měnové politiky, a navíc, jak jsem uvedl výše, obecně základy-pilíře pro úspěšnou měnovou politiku jsou všude stejné: důraz na cenovou stabilitu, nezávislost, dobrá komunikace.

Naproti tomu u nových tržních ekonomik – „emerging markets“ – autoři dospívají ke statisticky spolehlivým závěrům, že „cílovači inflace“ předčí jiné země ze srovnatelné skupiny s odlišnými přístupy k měnové politice. V tomto světle debata o splnění „nutných“ podmínek pro cílování inflace nabývá podoby, zda bylo dříve vejce nebo slepice. Ukazuje se totiž, že uplatnění cílování inflace vede k rychlému zlepšení institucionálních a technických podmínek v dané zemi¹⁸. Stabilizace inflace a inflačních očekávání v těchto zemích přitom nebyla zaplácena snížením ekonomického růstu či větší volatilitou dalších veličin, jako jsou úrokové sazby či měnový kurz.

¹⁸ V ČNB tyto závěry můžeme potvrdit na základě osobních zkušeností, neboť ať už prostřednictvím misí MMF, nebo přímo jsme poskytovali technickou pomoc v celé řadě zemí střední a východní Evropy při přípravě na spuštění cílování inflace, zejména v oblasti analýz a prognóz. Rychlost zlepšení kvality technické infrastruktury je ohromující, kromě toho jsou patrné i další pozitivní dopady, např. v oblasti komunikace měnové politiky.

Přes výrazné úspěchy posledních dvou dekad, kdy světová ekonomika přes občasné otřesy slušně roste při mírné a stabilní inflaci, si akademici i centrální bankéři kladou otázku, jaká je pravděpodobnost, že se inflace může vrátit. Není v této souvislosti bez zajímavosti, že před několika málo lety se intenzívně diskutovalo riziko deflace a nárazu na nulovou hranici nominálních úrokových sazeb. Nízká inflace posledních deseti let se připisuje především třem hlavním faktorům: lepší měnové politice, růstu produktivity v důsledku technologického pokroku a inovacím a v neposlední řadě přílivu levnější pracovní síly z nastupujících tržních ekonomik¹⁹. Příznivý vliv některých výše zmíněných vlivů může vyprchat, mohou se objevit jiné, méně pozitivní tendence. Např. Greenspan (2007) ve své „delfské věštbě“ říká, že v důsledku odeznění vlivu levné pracovní síly a možná i vlivem nižšího tempa produktivity bude inflace tlačena spíše k 5 % a navíc rizika vidí na té horší straně. Kromě toho další ekonomové se obávají, že dosavadní úspěchy měnových politik nemusejí mít zaručenou dlouhodobou stabilitu také z toho důvodu, že i přes úspěchy s domácí cenovou stabilitou přetrvává významná kurzová nestabilita. Pád dolaru v nedávné době je jen poslední epizodou, za posledních pár desítek let bychom podobných případů našli více. Nejde přitom jen o kolísání hlavních měn, ale i o potenciální nestabilitu kurzů menších zemí. Proto někteří vidí do budoucna rizika právě v této oblasti, neboť existují obavy, že příliš velká kurzová volatilita povede ke znovuoživení protekcionismu. Jsou i tací, kteří se z podobných důvodů domnívají, že řešením má být mezinárodní měna (viz již citovaný Mundell, 2000).

Peníze jako prostředek směny, nikoli národní identity

Krátký historický exkurz a pohled na současnou podobu měnové politiky jasně ukazuje jednu věc: od zajišťování cenové stability prostřednictvím vnější kotvy, ať už v podobě zlatého standardu či pokusů o různé podoby fixního kurzu, jsme se nakonec v posledních dvou, třech dekadách posunuli k akcentu na domácí cenovou hladinu a kurz je při uplatnění cílování inflace ponechán svému osudu, či přesněji řečeno, jeho pohyb je určován jako kterákoli jiná „komodita“, tedy trhem.

¹⁹ Kolik váhy dát jednotlivým faktorům zůstává předmětem debaty, pro přehled viz odbornější (Rogoff, 2003) či populárnější (Greenspan, 2007) výklad.

V tomto případě se ale neobejdeme bez rozlišení různých typů ekonomik, které se liší podle své citlivosti na kurz. Jiný pohled na kurz budou mít v USA, které jsou poměrně uzavřenou ekonomikou s objemem zahraničního obchodu nepřesahujícím příliš 10 % HDP, a jiný ve Švédsku, České republice či na Islandu, které naopak patří mezi velmi otevřené. Pokud bychom pro ilustraci uvažovali propad kurzu české koruny o 50 % (viz pokles dolaru v posledních několika málo letech), pak by se inflace zvýšila o více než 12 %, o dalších doprovodných projevech nerovnováh ani nemluvě²⁰. Musíme se tedy podívat zvláště na situaci velkých a menších ekonomik, neboť se významně liší mírou své otevřenosti, a tedy i citlivostí na výkyvy kurzu.

Nejprve si ještě připomeňme úlohu a vliv kurzu obecně. Zastánci nezávislé měnové politiky a plovoucího kurzu správně argumentují, že měnový kurz napomáhá při vyrovnávání rozdílného vývoje mezi ekonomikami aneb, jak obecně říkáme v ekonomii, při vyrovnávání šoků. Proti tomu existuje námitka, taktéž správná, že kromě těchto užitečných fundamentálně podložených pohybů kurzu dochází i k významným fluktuacím kolem rovnovážných úrovní kurzu, které nejsou bez nákladů, ať už z hlediska vlivu na inflaci či v podobě ztráty výstupu.

Pochopitelně v uzavřené ekonomice, která má malý podíl zahraničního obchodu, se náhlými pohyby kurzu nemusí tolik trápit, neboť dopady na ekonomiku jsou omezené. V otevřenějších ekonomikách jsme pochopitelně citlivější, a ačkoli necílujeme kurz, rozhodně je předmětem debaty tvůrců měnové politiky častěji než třeba u kolegů v USA.²¹

Co tedy můžeme očekávat od měnové politiky ve velkých zemích do budoucna? Není pochyb o tom, že síla ekonomiky hraje důležitou roli. Úloha americké ekonomiky pro globální růst se sice za posledních deset let snížila, nicméně je dobrou ukázkou, že velké ekonomiky jsou pro celosvětový vývoj klíčové. Pouze tyto ekonomiky mohou světu nabídnout „globální měnu“, tj. měnu, která je používána běžně pro mezinárodní transakce a je také rezervní měnou. V tomto okamžiku tuto úlohu plní dvě měny, americký dolar a evropské euro. Jak jsem již zmínil dříve, dostali jsme se do bodu, kdy vývoj kurzu mezi oběma měnami

²⁰ Odhadujeme, že v české ekonomice je tzv. pass-through kurzu do inflace v krátkém období kolem 0,25, tj. 1% změna kurzu vede k 0,25% změně v inflaci. Pro jednoduchost předpokládám stabilitu tohoto vztahu, příklad je jen pro ilustraci.

²¹ Bývalý švédský guvernér Urban Backstrom mi vyprávěl, že když se občas sešli první „cílovači inflace“, tak se vždy ujistili, jak cílí inflaci a kurz je plovoucí, ale nakonec stejně skončili debatou o kurzu.

je ponechán na trhu a žádná centrální banka neintervenuje. Nadále budu vycházet z toho, že se v budoucnu nevrátí protekcionistické tendence a toto uspořádání je trvalé.

Měli bychom očekávat, že s nástupem nových ekonomických mocností jako je Čína, Indie či spolek ASEAN se vynoří nové měny, které budou těmto dvěma konkurovat? Nemyslím si to, přinejmenším v nejbližších dvaceti, třiceti letech. Důvody jsou ekonomické a politickoekonomické. Z ekonomického hlediska bude proces dohánění vyspělých zemí nějakou tu dekádu trvat a po tuto dobu bude pro konvergující země zahraniční obchod a přístup na vyspělejší trhy podstatnější než naopak. Jinak řečeno, stabilizující úloha domácí spotřeby poroste jen velmi pozvolna, a výkyvy kurzu proto budou ještě dlouhou dobu podstatnější pro méně vyspělé země bez ohledu na jejich ekonomickou sílu. Tak jako trvalo vyspělým zemím oprostít se od „mentality fixního kurzu“, tak tento proces bude pozvolný i ve velkých konvergujících ekonomikách, a to tím spíše, že pro to budou mít dobrý důvod – větší citlivost na výkyvy kurzu.

Druhý důvod je z oblasti politické ekonomie. Ekonomická síla ještě neznamená politickou integritu. Ve všech těchto zemích, jak jednotlivě (Čína, Indie), tak v různých typech společenství (ASEAN, země kolem Perského zálivu, různá uskupení v Africe) je přes rychlý ekonomický růst stále příliš mnoho politického a ekonomického rizika, než aby se měny mohly stát prostředkem pro mezinárodní transakce či rezervní měnou. Proto měny těchto zemí budou i nadále hlídat úroveň svých kurzů vůči dvěma dominantním měnám, podobně jako některé menší země. Na rozdíl od menších zemí pro ně ale bude nepřijatelné politicky a nerozumné ekonomicky, aby převzaly některou z těchto dvou hlavních měn jako svou vlastní.

Na dané téma počtu měn v příštích dekadách není zatím k dispozici žádný rozsáhlý výzkum, takže kromě výše uvedených úvah není příliš o co se opřít. Začínají se však objevovat první pokusy o analýzu. Jedna z možností je dívat se na světový devizový trh z pohledu teorie her.²² Centrální banky klíčových měn v takovém modelu prostřednictvím těsnějších vazeb satelitních měn na měnu klíčovou zvětšují své pole působnosti a ovládaný měnový prostor výměnou za stabilnější prostředí, které omezuje kurzovou volatilitu, pomáhá snižovat náklady v mezinárodním obchodě, přispívá ke snižování inflace a celkově zlepšuje podmínky v takto vytvářené velmi neformální měnové unii. První

²² Viz Engelmann, Hanousek, Kočenda (2007).

teoretické výsledky ukazují, že stabilita devizových trhů by měla být lepší při existenci dvou hlavních měn, zatímco při třech měnách bude méně stabilní. Empirické ověření modelu při použití více než padesáti let dat dává těmto výsledkům za pravdu.

Jiná situace je u menších zemí. Drtivá většina zemí podléhá určité „měnové gravitaci“. Mám tím na mysli skutečnost, že ekonomiky mají obvykle jeden dominantní trh a zbavení se kurzového rizika vůči dané zemi by bylo prospěšné. Vždy sice bude platit argument, že tím ekonomika přijde o jeden kanál pro přizpůsobení asymetrickým šokům, tj. přijde o vlastní měnovou politiku a působení kurzu. Zároveň však platí, že čím větší je propojení na dominantní-kotevní ekonomiku, tím větší je přínos z připojení k měnové zóně. Kromě toho čím bližší je toto propojení, tím nižší je pravděpodobnost asymetrických šoků.

Často se také argumentuje tím, že má-li země přijít o nezávislou měnovou politiku, ekonomika musí být co nejpružnější, aby se přes jiné přizpůsobovací mechanismy mohla přizpůsobit šokům. Pro jistotu opakuji, že s prohlubujícím se propojením četnost asymetrických šoků klesá. Zároveň je dobré si uvědomit, že ekonomika by měla být co nejpružnější v každém případě. Pružnost jak ekonomiky, tak firmy je totiž zcela zásadní i v případě, kdy je ekonomika zasažena kurzovým šokem, který s fundamentálním vývojem ekonomiky nemá nic společného. A pár takových šoků jsme už viděli ve světě i u nás.

Jak tedy bude vypadat měnová politika ve světě v příštích dekádách?

1. Současné pojetí měnové politiky se osvědčilo, takže i nadále budou nezávislé centrální banky stavět na boji s inflací a na transparentci čili otevřené komunikaci. Nadále se povedou debaty o možnosti brát v potaz vývoj cen aktiv; umím si představit, že při lepším pochopení trhů aktiv se v budoucnu budeme dívat nejen na inflaci v podobě indexu spotřebitelských cen, ale i na tyto trhy, nicméně v nejbližších letech to nepovažuji za pravděpodobné.
2. Ve světě budou dvě „měnové gravitační síly“, dolar a euro, jejichž vzájemný kurz bude plovoucí. Počínající výzkum v této oblasti a zejména pak život sám ukáže, nakolik bude jejich vývoj (ne)stabilní.
3. Počet nezávislých měnových politik se bude zmenšovat. Menší měny, pokud budou mít tu možnost (zejména v Evropě), se budou připojovat k měnové zóně. Budou postupně vznikat další regionální měny (ASEAN,

země v Perském zálivu, zřejmě i některá uskupení v Africe), které ale nebudou mít šanci a snad ani ambici stát se globálními hráči. Půjde o zbavení se kurzového rizika uvnitř regionu a o společné hledání vztahu vůči hlavním světovým měnám.

4. Nezávislé zůstanou velké země jako je Japonsko, Čína, Indie, a i ty méně vyspělé se postupně dopracují ke „třem pilířům“ a plovoucímu kurzu. Nezávislou měnu a plovoucí kurz si podrží i ty země, které mají určitá specifika, např. v jejich zahraničním obchodě dominují komodity (ropa, měď).
5. Obecně řečeno, v globalizovaném světě zjišťujeme, že peníze jsou především prostředek směny, nástroj, bez něhož se v ekonomice neobejdeme; nejsou ale nezbytné pro zachování národní identity.

Literatura:

Barro, R. J. a Gordon, D. B. (1983): Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 17, s. 101-122.

Batini, N. a Laxton, D. (2007): Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets, in: Batini, N.: *Monetary Policy in Emerging Markets and Other Developing Countries*, Nova Science Publishers, NY.

Calvo, G. a Reinhart, C. M. (2002): Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics*, s. 379-408.

Engelmann, D., E. Kočenda a J. Hanousek (2007): Currencies, Competition, and Clans. IPC Working Paper No. 18. International Policy Center, Gerald R. Ford School of Public Policy, University of Michigan.

Fischer S. (2001): Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15 s. 3-24.

Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy, *Americal Economic Review*, vol. 58, s. 1-17.

Friedman, M. a Schwarz, A. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.

Greenspan, A. (2007): *The Age of Turbulance*. Penguin Books.

Greider, W. (1989): *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, Touchstone, New York.

Keynes, J. M. (1971): *A Tract on Monetary reform*, MacMillan, reprint textu z roku 1923.

Kydland, F. E a Prescott, E. C. (1977): Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, vol. 85, s. 473-491.

Mahadeva, L. a Sterne (2000): *Monetary Policy Framework in Global Context*. Routledge, London.

Mundell, R. A. (2000): A Reconsideration of the Twentieth Century, *American Economic Review*, s. 327-340, June 2000.

Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2004): The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*, s. 1-48.

Rogoff, K. S. (2003): Globalization and Global Disinflation, *Sborník Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, s. 77-112, Jackson Hole Symposium, 2003.

Vencovský, F., Půlpán, K. (2005): *Dějiny měnových teorií na českém území*, VŠE v Praze.

Vencovský, F. (2001): *Měnová politika v české historii*, ČNB.

White, W. R. (2006): *Is Price Stability Enough?*, BIS working paper, no. 205, April 2006.