

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství *Economia*, a. s. Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

- Jiří MATAJ—Petr VOJTÍŠEK: Právní a ekonomické aspekty nového zákona o SBČS . . . 109
Miroslav KOŠTEL: Kritéria a nástroje emisní politiky SBČS 115
Grzegorz W. KOŁODKO—Danuta GOTZ-KOZIERKIEWICZ: Politika fiskální adaptace a stabilizace ve východní Evropě 120
Rolf GRÜNWARD: Finanční cíle a cenové rozhodování podniku 133

Recenze

- Jiří JONÁŠ: *Economic Freedom* (F. A. Hayek) 137

Informace

- Milena HORČICOVÁ: Seminář o makroekonomii v Japonsku 144

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 19. část) ss. 601—624

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House *Economia*, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

CONTENTS

- Jiří MATAJ—Petr VOJTÍŠEK: Legal and Economic Aspects of the New State Bank Law 109
Miroslav KOŠTEL: Criteria and Instruments of Money Supply Policy of State Bank of Czechoslovakia 115
Grzegorz W. KOŁODKO—Danuta GOTZ-KOZIERKIEWICZ: Fiscal Adjustment and Stabilization Policies in Eastern Europe 120
Rolf GRÜNWARD: Financial Goals and Pricing Decision-making 133

Book-Review

- Jiří JONÁŠ: *Economic Freedom* (F. A. Hayek) 137

Information

- Milena HORČICOVÁ: Seminar on Macroeconomics in Japan 144

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XIX) pp. 601—624

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klupal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulhánek, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Triska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

arters are explained as well as the composition of the Bank Board and the relationship of the SBČS to governments and law-making bodies. Also highlighted is the enhancement of powers of the SBČS in areas of money issue and currency circulation.

Other SBČS's activities like making agreements with foreign banks and coordination of banking information system are also touched. The article informs then on the legal framework for the SBČS's financial conduct. The second part analyzes economic aspects of the new legislation. As regards monetary policy instruments, the law counts on the implementation of market-friendly tools, with respect to the current shape of the Czechoslovak banking system, however, it allows the possibility of introducing direct monetary controls. As regards financing activities of the SBČS, the paper outlines the system of refinancing of banks and underlines the changes the law brings into the relationship between the central bank and public finance institutions.

DT: 338.23: 336.74: 336.47(437)

Kritéria a nástroje emisní politiky SBČS

Miroslav KOŠTEL*

Snad nic nedokumentuje rozklad ekonomického řízení a racionálního chování podniků i obyvatelstva v minulých pěti desetiletích tak přesvědčivě, jako likvidace peněz jako spolehlivě fungujícího platebního prostředku a kritéria hospodářské hodnoty.

Nejde totiž jen o období po roce 1948, ale o období už od roku 1938, kdy začaly být prosazovány centrální direktivní zásahy do chodu ekonomiky — nejprve v oblasti devizového hospodářství a pak v oblasti cen a mezd —, které pak kulminovaly v padesátých a dalších letech, ovšem už ne jako projev válečného řízeného hospodářství, ale jako praxe tzv. reálného socialismu. Peníze se tehdy dostaly do područí centrálně určených hmotných proporcí, takže prioritním zájmem podniků bylo získat v deformovaných vztazích investiční limity, devizové krytí, zásoby, a tedy dodavatele — a pak teprve byl zájem o jejich profinancování, o peníze. I v oficiálním hodnocení činnosti podniků ustupovala peněžní hlediska zcela do pozadí. Platilo to i pro chování obyvatelstva, kdy v nerovnovážné situaci na trhu „se shání“ zboží a služby a kdy samotné peníze pro jejich nákup nebyly „úzkoprofilové“.

Obrátit tuto situaci a dosáhnout toho, co je zcela přirozené ve vyspělých a racionálně fungujících tržních ekonomikách — aby se kalkulovalo, aby podnikové důchody a podnikové možnosti byly závislé na spolehlivých penězích a na jejich získávání —, je jedním ze zásadních požadavků ekonomické reformy.

V centru této nové orientace našeho nejen hospodářského, ale vůbec společenského dění jsou hlavní nositelé peněžní politiky: komplex obchodních bank, spořitelen, pojišťoven, pošt, směnárén atd. a ústřední měnová autorita — Státní banka československá jako emisní banka. Vývoj za uplynulé dva roky probíhá v souladu se založenou koncepcí, s příznivými výsledky v protiinflační politice, jak je prosazována emisní, úvěro-

* Ing. Miroslav Koštel, CSc., pracovník Státní banky československé

Příspěvek byl redakci předán 30. 1. 1992.

vou, úrokovou, devizovou a kursovou politikou, v úzké koordinaci s rozpočtovou, cenovou a mzdovou politikou.

Vzhledem k tomuto pozitivnímu vývoji se však začíná ukazovat nebezpečí určitého přečtenování možností samotné peněžní politiky, konkrétně možnosti ústřední banky jako hlavního „organizátora“ peněžního oběhu. V penězích se totiž prakticky odráží všechno, co se děje v ekonomice — ať už pozitivně, nebo negativně. A odtud je blízko k povrchnímu názoru, že „za všechno může“ — v dobrém i špatném smyslu — naše vrcholná peněžní autorita, tedy Státní banka čs. Byl by to ovšem posun do opačného extrému, než v jakém bylo postavení peněz a peněžní politiky v minulých letech. A čím větší je napětí v ekonomice — ať už jde o tíživou finanční situaci podniků, o deficitní tendence ve státním rozpočtu, o vývoj devizové pozice, či mzdové a sociální požadavky atd. —, tím silněji a častěji se ozývají hlasy požadující peněžní řešení, v podstatě úvěrově emisní řešení jako hlavní východisko, a to na bázi jakési prosté „filozofie“: „vždyť jde jen o peníze“.

Takové názory nebo požadavky přehlížejí, jaké funkce mají peníze, že peněžní oběh je právě z hlediska funkcí a ve vztahu k různým subjektům hospodářské aktivity — ať už jsou to podniky, domácnosti, státní rozpočet, nebo banky — funkčně strukturován. I když se veškerá hospodářská aktivita odehrává v penězích — a jinak tomu ani nemůže v moderní ekonomice být —, nelze se dívat na peníze v jejich celku jako na funkčně jednodušou masu a přehlížet, že k různým hospodářským segmentům mají peníze různé vztahy.

Volně dostupné jsou už nyní velké deníky a odborné časopisy předních západních zemí. Jistě si každý všiml, jak velká část jejich obsahu se týká podrobných finančních, zejména bankovních informací, jak velká a pestrá je například škála nejrůznějších cenových papírů, jejichž prostřednictvím se realizují hlavní hospodářské vztahy. Už to samo je výrazem pestrosti peněžních a kapitálových trhů a jejich forem. A to všechno jsou peníze, peněžní oběh strukturovaně členěný podle funkcí, jaké ta která forma má, ať už je to obligace, zástavní list, státní pokladniční poukázka, směnka, vkladový certifikát atd. Každá tato forma má svůj racionální smysl a svou funkci v peněžním oběhu. Nelze je směřovat, i když všechny ve svém souhrnu tvoří „množství peněz“ v ekonomice.

Tato funkční diferenciací peněžního oběhu nesouvisí pouze s fungováním peněžního a kapitálového trhu, ale má mimořádně závažný význam pro emisní činnost každé ústřední banky. Umožňuje totiž regulovat oběh peněz tak, aby peníze plnily svou základní funkci: aby byly spolehlivým platebním a rezervním prostředkem, se stabilní vnitřní a vnější kupní silou; aby ze strany peněz a peněžní politiky nevznikaly poruchy v chodu národního hospodářství, ať už jde o jeho výkonnost, nebo rovnováhu.

Pěče o spolehlivé fungování peněz je základním kritériem činnosti Státní banky československé. V současné situaci — což je ostatně situace, k níž často dochází i v jiných zemích — jde především o to, aby nejrůznější tlaky neprosazovaly takovou úvěrovou emisi, která Státní bance čs. jako emisní bance nepřísluší. Ústřední banka, má-li nekompromisně střežit čistotu měny, nemůže řešit to, co je v rozporu s měnovým zájmem a má být řešeno jinak nebo jinde.

Především je to otázka tvorby nového kapitálu, který je u nás tak naléhavě potřebný pro dokončení restrukturalizace výroby a pro překonání propadu v hospodářské aktivitě, k němuž dochází v minulém i letošním roce a jenž je nezbytným průvodním jevem procesu adaptability na nové společenské a výrobní podmínky. Kapitál se tvoří jedině výrobní činností podniků a pramení výlučně z úspor a akumulace důchodů spojených s tvorbou společenského produktu. Mobilizovat volné peněžní prostředky a důchodové úspory, ať už je to v podnicích, nebo v domácnostech, je záležitostí komerčního bankovníctví. Nedostatek kapitálu není ostatně jen naší specifikou, neboť ve světové ekonomice už druhý rok dochází k napětí na kapitálových trzích. I to je jednou z příčin někdy váhavého přístupu zahraničního kapitálu do československé ekonomiky. Státní

banka čs. si však za této situace nemůže dovolit podlehnout tlakům z podniků, ale někdy i z vládních míst, aby uvolnila úvěrovou emisi a pomohla překonat toto kapitálové napětí. Emisi peněz tvořit kapitál nelze. Byla by to uměle vytvářená a do oběhu dávající kupní síla, a to se všemi inflačními důsledky.

Z tohoto hlediska je nutné přistupovat i k řešení už téměř chronického problému zadlužení našich podniků. Na jeho počátku byly již zmíněné deformace finančního systému. Dirigismus vnutil řadu podniků do situace nadměrné zadluženosti. Státní rozpočet odčerpával dodatečně předepsanými odvody zisky úspěšnějších podniků, učinil různá finanční nezdůvodněná investiční a další rozhodnutí. Výsledkem jsou předlužené podniky. Jsou tu však i jiné, oslabené např. ztrátou východních trhů. V podobě druhotné platební neschopnosti se nakáza šíří k dalším partnerům a do celé ekonomiky. Ve svých důsledcích to pak znamená, že peníze neslouží jako prostředek plynulého mezi podnikového platebního styku.

Pozoruhodné přitom je, že jak různých hledisek se přistupuje k řešení tohoto problému a jak těžko se roztíná tento „gordický uzel“ dosavadního průběhu ekonomické transformace. Podniky často hledají jakýkoliv finanční zdroj. Řešení mnohdy spatřují v uvolnění úvěrové politiky bank, a to na základě zásahu Státní banky čs. jako banky ústřední.

Podnikové zadlužení však je z hlediska peněžních funkcí dvojího, zásadně rozdílného charakteru. Pokud je jeho pramenem nedostatečná tvorba finančních zdrojů, tedy v podstatě nedostatečná tvorba kapitálu, neexistuje jiné řešení než úvěrové injekce od těch, kteří kapitál mají a mohou ho půjčit. Je to záležitost přístupu jednak zahraničního kapitálu a jednak našich obchodních bank. Jinými slovy: je to záležitost kapitálového trhu. Částečně by mohl vypomoci i státní rozpočet, pokud takové prostředky má. To se skutečně v řadě případů stalo, zejména když z rozpočtových prostředků byly financovány náklady spojené s výrobní konverzí některých oborů (např. zbrojní výroby) nebo když byly poskytovány dotace pro určité obory. V minulém roce byly také částečně použity budoucí prostředky fondů národního majetku a sníženy úrokové náklady zřízením Konsolidační banky. To všechno byly postupy z hlediska měnové politiky — jako politiky měnové stability a hospodářské rovnováhy — adekvátní podstatě problému. Většinou spočívaly v realokaci už vytvořených reálných peněžních zdrojů, jejichž podstata byla z měnového hlediska neutrální. Tuto část platební neschopnosti podniků nebylo možné řešit z emisních zdrojů.

Jiná je však situace tam, kde mají peníze fungovat jako platební prostředek, jako prostředek směny. To už je záležitost, která se peněžního působení Státní banky čs. jako banky emisní dotýká.

Úvěrově emisní činnost všech ústředních bank je uspořádána tak, aby regulovala peněžní oběh s cílem zajistit nejen jeho plynulost, ale i hodnotovou stabilitu peněz. Používané emisní metody — tzv. emisní instrumentarium — se historicky vyvinulo tak, aby bylo tomuto poslání centrální banky adekvátní. Převažují úvěry krátkodobé, především také úvěrové formy, které svou konstrukcí garantují, že se jejich prostřednictvím nedostanou do oběhu peníze, které by působily na měnovou stabilitu rozkladně. Těmito nástroji reguluje každá ústřední banka peníze jako prostředek směny a přes ně — jediné přes ně — ovlivňuje celkové množství obíhajících peněz.

U nás zatím chybí peněžní a kapitálový trh, což má samozřejmě na způsoby úvěrové emise Státní banky čs. vliv. SBČS se nemůže opírat o takové peněžní formy, které by pro ni byly spolehlivou orientací na žádoucí strukturu emise, a musí si tedy vypomáhat způsobem, který je zatím určitým skloubením přímého centrálního a tržně motivovaného postupu. Zpočátku, v roce 1990, to byla především pravidla likvidity komerčních bank jako povinná relace mezi aktivy a pasivy; dále regulace úrokových sazeb z depozit uložených u Státní banky čs. a z úvěrů poskytovaných Státní bankou čs., ale také stanovení maximální hranice úrokové sazby z úvěrů poskytovaných obchodními bankami; a posléze stanovení čtvrtletních úvěrových limitů pro obchodní banky.

Hlavním cílem měnové politiky je udržení stability cenové hladiny. To platí i pro rok 1992, kdy se předpokládá nárůst cen asi o 10 %. Na podporu tohoto cíle bude nadále uplatňována politika stability devizového kursu čs. koruny ke koši vybraných měn, jejímž smyslem je vytvořit stabilní podmínky pro restrukturalizaci ekonomiky, rozvoj soukromého sektoru a příliv zahraničního kapitálu.

Realizace této měnové politiky předpokládá jasnou kvantifikaci vazeb mezi měnovými cíli a rozsahem peněžní zásoby, ovlivňované regulační činností SBČS. To vyvolá peněžní impulsy, jež ovlivní vývoj cen, produkce a zaměstnanosti ve vznikajícím tržním prostředí čs. ekonomiky.

Rozhodující úsilí SBČS bude proto v roce 1992 soustředěno jednak na zkvalitňování průběžné měnové analytické a prognostické činnosti jako základny kvalifikovaného řízení měny centrální bankou, jednak na zpřesnění současného měnového instrumentaria tak, aby umožnilo pružně reagovat na výsledky analýz a prognóz a zabezpečovat jasnou provázanost mezi využívanými měnovými nástroji a měnově politickými záměry SBČS.

SBČS hodlá ke zkvalitnění měnové politiky uplatnit v roce 1992 následující opatření:

1. Při zachování současné úrovně diskontní sazby (9,5 %) jako optimální výchozí úrovně determinovat hladinu úrokových sazeb na roční korunová depozita v intervalu 11 — 12 % a zrušit úrokový strop; očekává se, že zvýšení akceptovatelné poptávky povede i ke snížení tlaku na úroveň úrokových sazeb.
2. Při předpokládané stabilitě kursu čs. koruny vůči koši vybraných pěti měn postupně odstraňovat, resp. zmírňovat administrativní omezení v rámci systému vnitřní směnitelnosti tak, aby nebyla ohrožena výše devizových rezerv a stabilita kursu (odbourání dovozní přírážky na dovoz spotřebního zboží, určité uvolnění regulace kapitálových trhů, zvýšení limitu deviz pro obyvatelstvo na 7 500 Kčs ap.).
3. Zrušit úročení povinných minimálních rezerv, zahrnout do nich devizové vklady a oddělit v souboru primárních vkladů, ze kterého je vyžadováno 8 % jako povinné minimální rezervy, vklady na viděnou a termínované vklady. Obchodní banky tím v zásadě získají prostředky, které mohou použít k nahrazení refinančního úvěru nebo k rozšíření úvěrové aktivity.
4. Postupně zmírňovat závaznost úvěrových limitů a upravovat způsob jejich stanovení podle výsledku hodnocení vývoje úvěrové emise a zdrojů centrální banky plynoucích do bankovního systému.
5. Kvalifikovaně kvantifikovat celkový objem refinancování ve vazbě na úvěrové a peněžní cíle SBČS; v rámci úpravy možností (tranší, pásem) čerpání refinančních prostředků a jejich vzájemného poměru zrušit 1. tranši. To povede ke snížení nadbytečných rezerv a k odbourání potenciální možnosti úvěrové expanze obchodních bank i obcházení úvěrových limitů. Současně zpružnit a rozšířit aukční formu refinančního úvěru co do periodicity aukcí a lhůty splatnosti a zajistit možnost využívání směnek zavedením reeskontu.
6. Zavést pokladniční poukázky jako nejvýznamnější nástroj peněžního trhu, tj. nositele přenosu krátkodobých peněžních prostředků mezi subjekty peněžního trhu. Vysoký stupeň obchodovatelnosti a bezpečnosti (vládní garance) z nich vytvoří široce používaný nástroj řízení likvidity obchodních bank, což SBČS umožní využívat nákup a prodej pokladničních poukázek v rámci operací na volném trhu k ovlivňování likvidity celého čs. bankovního systému.

Podle nového zákona o SBČS nebude Státní banka čs. poskytovat vládám přímé úvěry, na pokrytí výkyvů v běžném hospodaření rozpočtů však může poskytnout úvěr formou nákupu pokladničních poukázek splatných do 3 měsíců, a to v maximálním rozsahu odpovídajícím 5 % výdajů běžného roku. Pokladniční poukázky budou umisťovány u obchodních bank. Tím se vytvoří zásoba nástrojů peněžního trhu v portfoliu

obchodních bank a tržní úrokové sazby (v řadě států jsou úrokové sazby na pokladniční poukázky s tříměsíční lhůtou splatnosti považovány za základní tržní sazby).

I když tedy měnový vývoj v posledních dvou letech odpovídá záměrům ekonomické transformace a je nesporně hodnocen pozitivně, jsou to jen první rozhodné kroky, a to jak systémové (v uspořádání našeho bankovníctví, jeho organizace, funkcí a pracovních postupů), tak věcné (v protiinflačním zaměření měnové politiky). A právě při hodnocení těchto prvních kroků si znovu uvědomujeme, co nás při provádění účinné měnové politiky ještě čeká: je to vytvoření peněžního trhu zahrnujícího podniky, domácnosti, banky, pojišťovny, veřejné instituce atd., s širokým a pestrým vějířem jeho forem, s vysokým podílem burzovních obchodů. Podle toho, jak se bude postupně vytvářet a fungovat peněžní trh, budou postupně dotvářeny emisní nástroje SBČS tak, aby mohly účinně regulovat peněžní oběh se zřetelem k jeho citlivé měnové struktuře.

SUMMARY

Criteria and Instruments of Money Supply Policy of State Bank of Czechoslovakia

This article deals with alternatives in monetary policy in CSFR. At present our concern is not to overestimate those alternatives, i. e. not to conduct such credit supply, that would solve problems that contradicts the interests of monetary policy. It is predominantly a question of new capital creation which is impossible to ensure without a money supply. It is, of course, money as a means of payment which is a major interest of Central Bank. Instruments of money supply have evolved historically. There is no money and capital market in Czechoslovakia so far which limits methods of credit supply of State Bank. There is monetary policy target for 1992 described in the article, philosophy of the attitude of achieving of this target and basic measures which State Bank intends to bring about to improve the quality of the monetary policy.