

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.

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

OBSAH

- Jan VÍT: Cíle a nástroje měnové politiky v roce 1992 53
 Peter PALEČKA: Nový čs. celní sazebník 59
 Zdeněk VESELÝ: Platební neschopnost v roce 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prognóza vývoje kursu čs. koruny na rok 1992 79

Finance a úvěr v zahraničí

Ladislav MACHOŇ: Způsoby řízení koncernů v tržní ekonomice (2. část) 91

Informace

Jiří JONÁŠ: Nobelova cena za ekonomii 1991 — Ronald Coase 103

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 17. část) ss. 529—536

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.

CONTENTS

- Jan VÍT: Goals and Instruments of the Monetary Policy for 1992 53
 Peter PALEČKA: The New Czechoslovak Tariff 59
 Zdeněk VESELÝ: Payment Arrears in 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prediction of Czechoslovak Crown Exchange Rate Development in 1992 79

Finance and Credit Abroad

Ladislav MACHOŇ: Ways of Controlling Concerns in Market Economy (2nd Part) 91

Information

Jiří JONÁŠ: Nobel Prize for Economics in 1991 — Ronald Coase 103

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XVII) pp. 529—536

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 Klapal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulháněk, 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

DT: 338.23:336.74 (437)

Cíle a nástroje měnové politiky v roce 1992

Jan VÍT*

Úkoly měnové politiky centrální banky jsou v obecné rovině stálé — usilovat o stabilitu měny, tedy čelit inflaci a zajišťovat dostatek likvidity ve finančním systému. Konkrétní podoba měnové politiky, různá míra důrazu na její jednotlivé komponenty prochází samozřejmě určitým vývojem, jenž vyplývá z věcných i systémových změn probíhajících v ekonomice.

V roce 1991 byla v ČSFR započata transformace ekonomiky, charakterizovaná především liberalizací cen, zavedením vnitřní směnitelnosti čs. měny, uvolněním zahraničního obchodu a zahájením procesu privatizace.

Zvolený charakter ekonomické reformy do značné míry předurčil i podobu měnové politiky a její cíle pro rok 1991. Měnovou politiku uplynulého roku lze charakterizovat dvěma zásadními cíli:

- stabilizovat cenovou hladinu a zamezit vzniku a rozvíjení inflační spirály,
- udržet funkčnost zavedeného systému vnitřní směnitelnosti s důrazem na udržení stability měnového kursu.

Tyto cíle v zásadě předurčily nutnost restriktivního (v počáteční fázi výrazně restriktivního) charakteru měnové politiky. Nešlo tudíž o otázku volby, ale o nutnou reakci na přijatý charakter ekonomické reformy.

Míru restriktivnosti měnové politiky ovlivňovala nutnost zajistit hned od počátku funkčnost systému vnitřní směnitelnosti. Vstupovali jsme do něj s minimální úrovní devizových rezerv (1,2 mld. USD). Přitom oficiálně vykazované rezervy nejsou obvykle operativně využitelné „do posledního dolaru“. Je nutné udržovat minimální zůstatky

* Ing. Jan Vít, vrchní ředitel SBČS Praha

Příspěvek byl redakci dodán 3. 1. 1992.

na účtech v zahraničí, část zlatých rezerv je uložena v ČSFR a není tudíž okamžitě obchodovatelná apod.

Za této situace bylo udržování platební schopnosti se zahraničím v rámci vnitřní směnitelnosti značně rizikové a bylo podmíněno únosnou výší poptávky po devizách na vnitřním trhu. Restriktivní měnová politika byla jedinou neadministrativní cestou, která umožňovala překonat počáteční období. Selhání systému vnitřní směnitelnosti by v podstatě znemožňovalo pokračovat ve zvolené ekonomické politice.

Výsledky dosažené v roce 1991 v čs. ekonomice lze z měnového hlediska hodnotit vcelku pozitivně. Liberalizace cen nevedla (po počátečním cenovém skoku) na rozdíl od sousedních zemí (Polsko, Maďarsko) k výraznějšímu stálému inflačnímu nárůstu cen. Po prudkém vzestupu v prvních měsících roku došlo postupně ke zklidnění a ve 2. pololetí byla inflace prakticky nulová, cenový vývoj se stabilizoval. Úroveň výchozího kursu čs. koruny umožnila zájemcům o dovoz přístup k devizám a zároveň podpořila export. Díky tomu se podařilo bez mimořádných měnových dopadů překonat důsledky rozpadu trhu se zeměmi bývalé RVHP, a zejména s bývalým Sovětským svazem. Potvrzuje to skutečnost, že systém vnitřní směnitelnosti funguje prakticky bez problémů. Dokladem je v průběhu celého roku nezměněný kurs čs. koruny vůči zvolenému koši pěti měn s největším podílem na našem platebním obratu se zahraničím. Podařilo se zvýšit oproti původním předpokladům devizové rezervy a udržet úroveň hrubé zadluženosti státu v přijatelných mezích (i zde byl nárůst menší, než se očekávalo). Je však třeba konstatovat, že příznivý vývoj platební bilance odráží zejména nižší dovozní poptávku, která vyplývá z poklesu vnitřní ekonomické aktivity.

Po vcelku úspěšném zvládnutí prvního nárazu transformačních procesů se začíná pozornost soustřeďovat na míru poklesu ekonomické aktivity, která z řady vnějších (ztráta východních trhů) i vnitřních faktorů překračuje očekávaný rámec. Celkový hospodářský pokles lze charakterizovat snížením hrubého domácího produktu proti roku 1990 o 12–14 % a nárůstem nezaměstnanosti na 530 000 osob (průměrná míra nezaměstnanosti dosáhla v ČSFR ke konci roku 1991 7,3 %). Vnitřní příčinou tohoto vývoje je zřejmě především setrvačnost vlivů vyvolaných dřívějším centrálním systémem řízení ekonomiky, mezi které patří jednak neschopnost nabídky pružně reagovat na rychle se měnící vnitřní a vnější podmínky, jednak pomalejší průběh privatizace proti původním předpokladům, a tím i pomalejší rozvoj trhu.

Dalším faktorem hospodářského poklesu je přetrvávající nevhodná vlastnická struktura s převahou státního vlastnictví, jehož subjekty postrádají stimul pro tržní chování, a nedostatečné strukturální změny v průmyslové výrobě, která nadále kalkuluje se státní podporou i v případech neperspektivní, nemoderní a trhem nežádané výroby. Investiční aktivitu výrobní sféry výrazně tlumí předprivatizační nejistoty.

Měnový vývoj v roce 1992

Do roku 1992 vcházíme za situace, kdy je v podstatě dosaženo základní měnové rovnováhy a kdy byla obnovena i důvěra obyvatelstva v měnu. Svědčí o tom i skutečnost, že např. úroveň úspor je vyšší než v r. 1990, a to i přes cenový posun počátkem loňského roku a investiční výdaje v rámci malé privatizace a rozvoje drobného podnikání.

Na druhé straně dosavadní a očekávaný vývoj reálné ekonomiky naznačuje, že adaptační procesy jsou obtížnější, než se původně očekávalo.

Tyto skutečnosti bylo nutné vzít v úvahu i při formulaci konkrétních cílů měnové politiky pro letošní rok. Udržování stability čs. měny je stálým cílem. Jeho zajištění však již nevyžaduje tak naléhavě uplatňování restriktivní měnové politiky, jako tomu bylo v roce 1991. Na druhé straně je třeba otevřeně říci, že nejsou podmínky pro expanzivní měnovou politiku. Ekonomika dosud neprošla strukturálními změnami a ex-

panzivní měnová politika by za této situace podporovala konzervaci dosavadního stavu. Nevyhnutelným důsledkem by byla inflační vlna. Proto je zaměření měnové politiky SBČS pro rok 1992 v zásadě neutrální s tím, že počítá s pružnou reakcí na skutečný vývoj v průběhu letošního roku.

Základním východiskem pro její konkrétní formulování (tj. pro stanovení takového přírůstku peněžní zásoby, který uspokojí poptávku po penězích, ale bude mít neutrální měnový účinek) jsou komponenty monetární rovnice $M \cdot V = P \cdot Q$. SBČS předpokládá pokles HDP v roce 1992 o 6 % s tím, že v II. pololetí dojde k určitému zlomu dosavadního trendu, takže měsíční hodnoty za prosinec 1992/prosinec 1991 vykáží přírůstek o cca 1 %. Uvažovaný růst cen o 10 % znamená ve vztahu prosinec 1992/prosinec 1991 nárůst o 11 %. Předpokládá se nezměněná rychlost obrátky peněz (faktory působící k zrychlení a ke zpomalení se v zásadě kompenzují). Z těchto komponentů vyplývá, že je možné zvýšit peněžní zásobu o cca 12 % bez negativních měnových dopadů. Bankovní úvěry podnikům a domácnostem by měly za těchto podmínek vzrůst o cca 13—14 %, při vyšší dynamice úvěrů poskytovaných podnikům.

Tyto výchozí předpoklady jsou v měnovém programu SBČS konkretizovány pro jednotlivé součásti měnové politiky a budou se promítat do úprav a zdokonaňování dosavadního systému měnových nástrojů.

Úroková politika

Jde především o determinaci úrovně úrokové míry v ekonomice tak, aby se úrokové sazby staly hlavním prostředkem udržování přijatelné úrovně úspor a nástrojem, který přiměje dlužníky k optimálnímu zhodnocování zapůjčených peněz.

Základním kritériem pro vyhodnocování úrovně a účinnosti diskontní sazby, které se bude provádět v měsíčních cyklech, bude dosahování kladné reálné úrokové sazby u jednoročních korunových depozit v rozsahu cca 1—2 procentních bodů (přičemž se neočekává naplnění tohoto kritéria v každém časovém okamžiku). Výchozí diskontní sazba pro rok 1992 zůstává na úrovni 9,5 %. Tím je hladina úrokových sazeb za roční korunová depozita determinována intervalem 11—12 %, což při očekávané inflaci 10 % v zásadě odpovídá shora uvedenému kritériu.

SBČS perspektivně nepočítá se zachováním tzv. *úrokových stropů*, které jsou opatřením nesystémovým. V přechodném období však bylo stanovení maximální odchylky od diskontní sazby pro úvěry poskytované obchodními bankami (v současné době 7,5 procentních bodů) nutné s ohledem na možné deformace tržní hladiny úrokových sazeb v důsledku nízkého stupně rozvoje čs. bankovní soustavy i celého ekonomického systému. V roce 1992 lze sice předpokládat zvýšení akceptovatelné poptávky po úvěrech, což by mohlo vést ke snížení tlaku na úroveň úrokových sazeb, nelze však vyloučit ani určitý pokles citlivosti poptávky po úvěrech na výši úroku a přetrvávání současné nízké konkurence uvnitř čs. bankovní soustavy. Proto je pro postup při zrušení úrokového stropu v roce 1992 vypracováno několik možných variant. Cílem je zrušit úrokový strop co nejdříve při minimalizaci nebezpečí, že tento liberalizační krok povede ke zvýšení úrokových sazeb.

Úvěrové limity

K regulaci objemu úvěrů poskytovaných bankami do ekonomiky sloužily v roce 1991 úvěrové limity stanovené pro jednotlivé komerční banky čtvrtletně. Tyto limity patří jednoznačně mezi nesystémové a netržní nástroje regulace (je však nutno říci, že byly či jsou používány i v zemích s tržní ekonomikou; např. ve Francii se od nich upustilo teprve před několika lety). V našich podmínkách se však vzhledem k nízké

účinnosti zatím teprve postupně se formujících nepřímých nástrojů staly základním instrumentem, jehož pomocí jsou kvantitativně naplňovány měnové záměry. Mají totiž významný pozitivní rys — relativní jasnost, kontrolovatelnost —, a proto je bude SBČS v určitém rozsahu využívat i v roce 1992. Jakmile bude dosaženo dostatečné citlivosti čs. bankovní soustavy na mechanismus nepřímých nástrojů, bude závaznost úvěrových limitů postupně zmírňována (příp. určitou dobu ještě poslouží jako paralelní signální mechanismus kontroly vývoje v úvěrové oblasti) ve vazbě na vývoj úvěrové emise a zdrojů centrální banky poskytovaných bankovní soustavě.

Zjednodušeně lze říci, že nabídka peněz do ekonomiky byla dosud regulována zejména na straně aktiv komerčních bank (úvěrovými limity), neboť pro regulaci přes objem zdrojů (refinanční úvěry apod.) neexistovaly ani technické předpoklady, ani příslušné nástroje peněžního trhu. S jejich postupným vytvářením bude slábnout i význam dosud používaných úvěrových limitů.

V prvním pololetí 1992 budou zatím úvěrové limity stanovovány i nadále čtvrtletně. Východiskem pro jejich úroveň bude měnový program stanovený na příslušné období.

Systém refinancování

Již v průběhu roku 1991 začala SBČS omezovat poskytování refinančního úvěru obchodním bankám formou úvěrového limitu, tzv. první tranše, který byl sice technicky nejjednodušší, ale nenutil banky k efektivnímu využívání získaných zdrojů. Proto byla postupně zavedena aukční forma refinančního úvěru a SBČS začala poskytovat i lombardní úvěr. V roce 1992 bude další budování a zkvalitňování systému refinancování zaměřeno na:

- postupné snižování objemu první, v podstatě přidělové, tranše tak, aby k 1. 4. 1992 mohla být zcela zrušena;
- přechodné uplatňování aukční formy refinančního úvěru jako nosné části systému, jehož prostřednictvím SBČS poskytuje zdroje na krytí krátkodobých potřeb obchodních bank, a to na základě zpružnění a rozšíření této formy co do periodicity aukcí a lhůt splatnosti refinančního úvěru. Předpokládá se denní aukce refinančních úvěrů s týdenní splatností a měsíční aukce s nabídkou refinančního úvěru se splatností na 1 a 3 měsíce;
- zajištění možnosti využívat směnek zavedením reeskontu (vyhlášení pravidel reeskontu směnek SBČS a vytvoření technických předpokladů reeskontu republikovými ústředními SBČS se předpokládá od 1. 4. 1992);
- změnu charakteru nynějšího lombardního úvěru zaměřeného na podporu směnečných obchodů na úvěr spíše výpomocného (až nouzového) charakteru na zástavu cenných papírů. Tento úvěr bude mít v porovnání s reeskontním úvěrem vyšší úrokovou sazbu a její výše bude závislá na vývoji a změnách úrokových sazeb aukčních refinančních úvěrů, aniž by je ovšem jednoduše kopírovala.

Rozšíření této formy refinancování bude záviset na rychlosti a rozsahu zavedení různých druhů cenných papírů a samozřejmě i na rozvoji finančního trhu. Na rozdíl od roku 1991, kdy se zatím podařilo rozběhnout alespoň tzv. sekundární finanční trhy, se v roce 1992 počítá s tím, že se naplno rozvine činnost burzy.

Pokladniční poukázky

V souladu se zákonem o SBČS nebude SBČS poskytovat přímý úvěr vládám, může však na krytí výkyvů v běžném hospodaření rozpočtů poskytnout úvěr nákupem pokladničních poukázek splatných do tří měsíců (maximálně však v rozsahu odpovídajícím 5 % příjmů státních rozpočtů v předchozím roce).

Při primární emisi pokladničních poukázek bude SBČS vystupovat především jako fiskální agent, což nevylučuje možnost jejich nákupu do vlastního portfolia. Rozsah prodeje pokladničních poukázek na jednotlivých aukcích určí zástupci jednotlivých rozpočtů. Minimálně jedna čtvrtina emise by měla být hned zpočátku umístěna u obchodních bank. Tím se podstatně rozšíří portfolio obchodních bank a začnou se tak vytvářet tržní úrokové sazby.

Pokladniční poukázky se stanou prvním významným nástrojem peněžního trhu — umožní přenos krátkodobých peněžních prostředků mezi subjekty peněžního trhu. Vysoký stupeň obchodovatelnosti a bezpečnosti daný vládními garancemi z nich vytvoří široce používaný nástroj řízení likvidity obchodních bank, tak jak je to obvyklé v tržních ekonomikách. To SBČS umožní ovlivňovat likviditu celé čs. bankovní soustavy prostřednictvím nákupu a prodeje pokladničních poukázek v rámci operací na volném trhu a postupné opouštění zbývajících administrativních nástrojů regulace.

Povinné minimální rezervy bank

Účelem povinných minimálních rezerv komerčních bank je restrikce peněžního multiplikátoru, tj. tlumení expanze úvěrů a zajištění stabilizované likvidity peněžních ústavů.

V r. 1991 činily povinné minimální rezervy 8 % z primárních vkladů a SBČS je úročila 4 %. S ohledem na změny v systému refinancování v letošním roce a při zohlednění určitých problémů komerčních bank při získávání středně- a dlouhodobých zdrojů budou povinné minimální rezervy upraveny podle těchto zásad:

- ruší se úročení povinných minimálních rezerv;
- z celého souboru primárních vkladů, včetně vkladů devizových, budou tvořeny povinné minimální rezervy ve výši 8 % z neterminovaných vkladů a 2 % z terminovaných vkladů.

Smyslem této úpravy, která podle orientačních propočtů sníží celkovou úroveň těchto rezerv o cca 13 mld. Kčs, je zvýhodnění držby termínovaných depozit pro banky, kompenzace snižování první tranše refinančního úvěru a podpora dlouhodobého financování. Důchodové dopady tohoto opatření pro banky (zrušení úročení, snížení objemu povinných minimálních rezerv) se v zásadě kompenzují.

Devizová a kursová politika

Dosavadní výsledky platební bilance i výhled na rok 1992 umožňují předpokládat, že systém vnitřní směnitelnosti bude i nadále funkční a prostřednictvím neměnné úrovně kursu bude mít stabilizační účinek uvnitř ekonomiky.

Snížení vnitřní poptávky vzhledem k poklesu HDP vedlo ke snížení dovozu. To pomohlo v platební bilanci vykompenzovat pokles vývozu na východní trhy, neboť vývoz do tržních ekonomik přes proexportní úroveň kursu rostl jen zvolna.

Pro letošní rok počítáme s obdobným vývojem s tím, že oživení ekonomiky, zejména po privatizaci, povede k růstu dovozu. Očekávané pasívum platební bilance cca 0,5—1 mld. USD je z hlediska zdrojů pro jeho financování přijatelné.

Na základě těchto předpokladů bude SBČS udržovat politiku stabilního kursu s tím, že na jeho podporu bude:

- budovat devizové rezervy k vytvoření nezbytného „polštáře“ ke krytí nepředvídatelných výkyvů v platební bilanci,
- s ohledem na dlouhodobé zájmy dluhové služby vstupovat na kapitálové trhy s cílem prosadit se zde trvale jako spolehlivý partner,

- stimulovat rychlou realizaci systému podpory exportu, který zatím nebyl funkčně rozvinut, což může být jednou z příčin nevýrazného růstu vývozu do tržních ekonomik,
- podporovat přímé zahraniční investice v ČSFR jako zdroj financování platební bilance.

Vzhledem k tomu, že systém vnitřní směnitelnosti je přechodná forma na cestě k plné konvertibilitě, budou v průběhu roku 1992 hledány vhodné formy postupné liberalizace kapitálového účtu platební bilance (např. u přímých investic).

Pro toho, kdo trvale sleduje měnovou politiku a její výsledky, nemůže být uvedený stručný výhled měnové politiky na rok 1992 překvapením. Tento výhled vychází ze střízlivého hodnocení dosavadního postupu transformace čs. ekonomiky, z dalších úkolů hospodářské strategie a z reálných možností a předpokladů pro jejich zvládnutí. Makroekonomická stabilizace dosažená v roce 1991, dosažená stabilita čs. koruny a posílení rovnovážných tendencí vytvářejí příznivé výchozí předpoklady pro restrukturalizaci čs. ekonomiky a postupné obnovení růstu v příštích letech. S ohledem na tyto skutečnosti bylo možné přijmout pro rok 1992 v zásadě neutrální měnovou politiku. Její uplatňování však nemá charakter „závazného ročního plánu“. Jde o záměr, který bude průběžně upravován v návaznosti na skutečný průběh vývoje měnové situace a vývoj v reálné ekonomice.

SUMMARY

Goals and Instruments of the Monetary Policy for 1992

The first year of the Czechoslovak economy transformation was characterized by the price and foreign trade liberalization, by the introduction of internal convertibility and by the privatization process. From the monetary point of view it may be said that the development in the year 1991 was positive. After big increase of inflation at the beginning of the 1991, the inflation was gradually decreasing during the 2nd half 1991 and the level reached almost zero in the 3rd and beginning of the 4th quarter 1991, the system of internal convertibility worked without bigger problems, the exchange rate of cz. koruna was stabilized, the foreign exchange reserves increased and the level of gross foreign debt was kept at the acceptable rate.

From that development it may be assessed a following monetary policy for the year 1992. It is expected the economic slowdown which will continue in the 1992 because of external and internal reasons (breakdown of the previous RVHP market, slower privatization, lasting impact of the past centrally planned economy). From that reason the central bank target will be to keep the stability of the cz. koruna as a base to strengthen the tendency of stability and restructuralization of the cz. economy. The monetary policy for the year 1992 may be characterized as a neutral.