

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, I. 6141
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Jiří JONÁŠ: Některé empirické poznatky z dosavadního průběhu ekonomických reforem v bývalých centrálně plánovaných ekonomikách	205
František VENCOVSKÝ: Možnosti a meze emisní politiky	219
Martin JANČAR: Úvod do teorie poptávky po penězích	232
Milan KRIŠTOF: Riziko — kritika klasické analýzy, nové přístupy a souvislosti s tvorbou bankovního produktu	246

Diskuze

Zdeněk TRINKEWITZ: K teorii dynamické stability ekonomických soustav	251
--	-----

Recenze

Milena HORČICOVÁ: Nástin českých a československých dějin do roku 1990 (Karel Půlpán)	255
---	-----

Přehled — Survey

Přehled nejdůležitějších opatření fiskální a hospodářské politiky v roce 1993	257
Survey of Selected Fiscal and Economic Policies in 1993	260

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: Veřejné finance v teorii a praxi (20. část): ss. 573—584	
--	--

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, CSc., doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospišil, CSc., Vladimír Rudlovský, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, doc. dr. František Vencovský, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House **Economia, Prague**

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

CONTENTS

Jiří JONÁŠ: Some Empirical Conclusions from the Development of Economic Reforms in the Former CPEs	205
František VENCOVSKÝ: Possibilities and Limits of Money Supply Control	219
Martin JANČAR: Introduction to Demand for Money Theory	232
Milan KRIŠTOF: Risk-Critique of the Classical Analysis, New Approaches and Relations in Connections with the Formation of Bank Product	246

Discussion

Zdeněk TRINKEWITZ: To the Theory of Dynamic Stability of Economic Systems	254
---	-----

Book-Review

Milena HORČICOVÁ: Design of the Czech and Czechoslovak Economic History until 1990 (Karel Půlpán)	255
---	-----

Survey

Survey of Selected Fiscal and Economic Policies in 1993 (in Czech)	257
(in English)	260

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: Public Finance in Theory and Practice (Part XX): pp. 573—584	
---	--

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Možnosti a meze emisní politiky

František VENCOVSKÝ*

Náš návrat do systému charakterizovaného racionálním fungováním peněz je velmi úzce spojen i s vyjasňováním názorů na koncipování a provádění měnové politiky. Stala se jednou z vážných priorit nejen pro období vlastní transformace československé ekonomiky, ale vůbec programově v rámci celkové hospodářské politiky tak, jak tomu je v systémech postavených na moderních tržních principech. Do přední pozice tohoto směru se přirozeně dostala — po desetiletích odsunu peněžních vztahů na periferii vládního zájmu — centrální banka jako subjekt měnové politiky.

Hledaly se zkušenosti především u západoevropských partnerů — zejména u Německé spolkové banky a u Rakouské národní banky. To se projevilo velmi konkrétně při přípravě nejprve zákona o Státní bance československé (č. 22/1992 Sb.) a pak zákona o České národní bance (č. 6/1993 Sb.). Oživilo se studium měnových teorií nejrůznějších směrů, a to nejen jejich střetávání a sblížování, ale zejména jejich využívání v praktické peněžní politice centrálních bank.

Přitom však často dochází ke schematickému zjednodušování teoretických názorů do dvou proudů, které se zpravidla prezentují jako „bud' — anebo“: do keynesiánského, nebo monetaristického myšlení. Takové jednoduché třídění je i důsledkem toho, že teoretický monetární přístup se převážně ztotožňuje s redukcí peněžní politiky na kritérium „množství peněz v ekonomice“.

Apriorně se odmitají nebo přinejmenším podceňují směry, které ve své podstatě sice ani nemohou být monetaristické — neboť i u monetaristických směrů je prioritou monetární politika —, ale spatřují provádění monetární politiky i v jiném pohledu na oběh peněz, na jejich emisi a fungování, než je pouze sledování jejich kvantity. Mimoto praxe předních západoevropských centrálních bank ukazuje, že si nemohou dovolit schematické zjednodušování měnových cílů a emisních metod. Tyto centrální banky sledují *velmi konkrétně, jak se peníze v ekonomice projevují, a to ne pouze „svým množstvím“, ale i svými funkcemi*. Těžiště praktické emisní politiky se přenáší do oblasti pestrého vějíře „emisního instrumentaria“. Ve většině moderních zákonů o centrálních bankách je od druhé světové války jako cíl působení banky zakotveno zabezpečování stability měnové jednotky nebo usilování o tuto stabilitu (i u nás v § 2 zákona o České národní bankě).

Prakticky dochází k tomu, že se střídavě sblížují nebo rozcházejí jak teoretické názory, tak praktické postupy, pokud jde o význam „množství peněz“ v ekonomice jako cíl měnové politiky nebo jako kritérium měnové politiky. *Jsou výrazem intenzity, s jakou se — v nejrůznějších modifikacích — prosazuje od 16. století*

* Doc. JUDr. František Vencovský, katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha
Redakce příspěvku obdržela 3. 2. 1994.

až dodnes kvantitativní peněžní teorie. Tato teorie má v rámci peněžních teorií nepopiratelnou přednost nejen proto, že ji prosazuje řada zastánců, ale i mírou svého prosazování do měnové praxe v různých dobách. Velmi výstižně vyjádřil složitost vztahu mezi „šedou teorií“ a „věčně zelenou praxí“ (v parafrázi Goetha) činitel zvlášť kompetentní — guvernér České národní banky Josef Tošovský, když na dotazy posluchačů Vysoké školy ekonomické v Praze, jak dalece realizuje monetární teorii, odpověděl (v časopise Ekonomix č. 2/1993):

„Samozřejmě — mezi teorií a praxí je vždy značný rozdíl — praxe není stylizovaná, ale vždy velmi konkrétní. Máme, myslím, už své zkušenosti s tím, když se teorie stává se vším všudy vodítkem praxe, když se chce praxe vtěsnat do korzetu, který poskytuje teorie. Vznikají z toho pak krátká spojení, která praxi rozhodně neprosipívají, a teorie se diskredituje. To se týká například i tempa růstu peněžní zásoby [...] Tedy právě jeden příklad, kdy je teorii dobré znát, ale v praxi je to trochu jinak.“

Poznání základních rysů vývoje kvantitativní peněžní teorie — od počátků až do jejího uvádění do moderní praxe — nám dost zřetelně ukazuje, jaké možnosti má dnes emisní politika i jaké jsou její meze. Jde o jeden z rozhodujících směrů transformace naší ekonomiky. Poznávání kontextů se současnou světovou praxí a zároveň s jejimi historickými tendencemi může usnadnit zvládnutí tohoto historicky ojedinělého procesu.

Hledání kvantitativních souvislostí v peněžní politice

S první výraznou stopou kvantitativního peněžního myšlení se setkáváme ke konci 16. století u francouzského právníka *Jeana Bodina*, a to ve spise věnovaném teorii státu „*Les six livres de la république*“ (r. 1576). Všimá si prudkého růstu cen v důsledku přílivu zlata a stříbra ze zámoří, tedy v důsledku růstu množství kovových peněz:

„Francie byla zaplavena zlatem a stříbrem, ceny všech věcí stoupaly, mzda a plat každého byly zvětšeny, služné úředníků a vojáků bylo stanoveno vyšší.“ [Zeman 1923]

Na mnoha místech uvádí řadu příkladů tohoto vývoje. Byly to ovšem poznatky založené spíše na popisu zkušeností, zatím bez pokusu o obecnější zpracování. Proto později příliš nepostoupili v názorech na vztah mezi penězi a cenami ani pragmatičtí merkantilisté.

První, kdo se pokusil systematicky promýšlet a vědecky zdůvodnit kvantitativní peněžní teorii, byl anglický filozof *John Locke*. Vycházel jako Bodin z běžného přesvědčení té doby o totožnosti peněz s drahými kovy a soustředil svůj výklad o penězích do dvou spisů: „*Some considerations of the Consequences of lowering the Interest and raising the Value of Money*“ (1691) a pak „*Further Considerations concerning raising the Value of Money*“ (1695). Začal zkoumat souvislosti mezi peněžní poptávkou na straně jedné a nabídkou zboží na straně druhé; hledal směnnou hodnotu mezi zbožím a penězi (jako stranami trhu):

„Změna tržní hodnoty zboží vzhledem k trvalé, společné míře není změnou nějaké vnitřní hodnoty nebo kvality ve zboží, nýbrž změnou poměru, v němž je zboží k něčemu jinému [...] Tento poměr všech statků, z nichž jedním jsou peníze, je poměr jejich množství k odbytu.“ [The Works of John Locke ... 1824, s. 43 a 31]

Ve svých úvahách však šel mnohem dále, když se zajímal o otázku, kolik peněz by mělo být v zemi. Připomíná, že je sice potřebné „určit jakýsi poměr peněz k obchodu“, ale že je to obtížné, protože záleží i na rychlosti oběhu peněz. Všechny peníze v zemi neobíhají. Některé tvoří poklady (hoards) a Locke k tomu dodává, že toto tvoření pokladů se vyrovnaná větší rychlostí oběhu a nemá tedy význam pro směnnou hodnotu peněz. Také úvěr nemá — podle Locka — větší vliv

na směnnou hodnotu peněz, neboť se koneckonců vyrovnaná zase jen penězi [The Works of John Locke ... 1824, s. 42–5].

Tyto myšlenky byly podnětem pro vznik první ucelené kvantitativní peněžní teorie anglického filozofa a ekonoma Davida Huma. Své názory na peníze vyložil ve třech pojednáních, která napsal v letech 1749 až 1751. Vyšla — ještě s jinými — v roce 1752 ve sbírce „Political Discourses“; Hume se vyjádřil už velmi precizně:

„Peníze nejsou předměty obchodu; jsou nástrojem, který lidé přijali, aby ulehčili směnu zboží za zboží. Nejsou ani jedním z kol obchodu, jsou olejem, který činí pohyb kol hladším a klidnějším [...] Ceny zboží jsou vždy úměrné množství peněz a koruna za doby Jindřicha VII. měla tyž účinek jako nyní libra [...] Zdá se být větou téma samozřejmou, že ceny všech věcí závisí na poměru mezi zbožím a penězi a že značná změna na jedné nebo na druhé straně má tyž účinek, bud' ceny zvyšujíc, nebo snižujíc.“ [The philosophical works of David Hume, 1854]

Pozoruhodné na Humově přístupu k peněžnímu problému — na rozdíl od Locka — je, že neřeší otázku určení hodnotové relace mezi drahým kovem (jako penězi) a ostatním zbožím, nýbrž vidí problém cenové teorie v tom, jak se mění cenová hladina; ta je u něho určena množstvím obíhajících peněz. „Účinné“ množství peněz v zemi je dáno zásobou peněz zmenšenou o peníze uložené v pokladnách a zvětšenou o úvěrové prostředky, které nahrazují peníze.

Tím se řešení problému, kolik je v zemi potřeba peněz, přesunulo do úvah o vlastní emisní politice. Rozhodujícím krokem byl přístup Davida Ricarda. Zatímco jeho předchůdci se zabývali kovovými penězi, příp. papírovými, ale dokonale směnitelnými bankovkami, Ricardo se ocitl před problémem složitějším — před vlivem nesměnitelných bankovek na vývoj cen (když v roce 1797 byla Anglická banka nucena v důsledku napoleonských válek zastavit směnitelnost bankovek) [Zásady ... 1956, kap. XXVII, XXVIII]. Dospěl k názoru, že hodnota papírových nesměnitelných peněz závisí jen na jejich množství; zmenšením množství papírových peněz je možné zvýšit jejich hodnotu; banky tuto moc mají, neboť mohou zmenšovat nebo zvětšovat množství papírových peněz. A pokud jde o hodnotu kovových peněz, zdůrazňuje — v souladu se svou zásadní teorií pracovní hodnoty — i vliv nákladů na hodnotu zlata a stříbra, tedy ne pouze samotný vliv množství kovových peněz. Ricardův výklad fungování papírové měny je tedy zřetelným výrazem kvantitativní teorie; výklad fungování kovových peněz je spojením teorie kvantitativní s teorií výrobních nákladů.

„Oběh peněz nemůže být nikdy tak hojný, aby byl nadbytečný, neboť snižením hodnoty oběživa zvětšíte v témž poměru jeho množství a zvýšením jeho hodnoty snižíte jeho množství.“ [Zásady ... 1956, s. 253]

Kvantitativní teorie v Ricardově interpretaci převládala až do druhé poloviny 19. století, různě modifikovaná nejprve vlivem směrů označovaných jako „currency school“ a „banking school“, později vlivem různých teorií výrobních nákladů. Koncem 19. století začaly vstupovat do peněžní teorie zcela nové prvky, a to zejména vliv směrů mezního užitku a směrů zdůrazňujících důchodový pohled na emisi a kupní sílu peněz.

Přesto však kvantitativní teorie neustoupila ze scény. Na počátku 20. století došlo ke jejímu novému obohacení. Učinil tak Irving Fisher v roce 1909 spisem „The purchasing power of money“. Základním východiskem mu byl poznatek, že čím nižší jsou ceny výrobků, tím větší jsou kvantity, které lze koupit za danou částku peněz, a tím vyšší je tedy kupní síla peněz; takže „kupní síla peněz je v recipročním poměru k cenové hladině; studium kupní síly peněz je tedy identické se studiem cenové hladiny“ [Fisher 1916, s. 11]. I. Fisher chtěl tento vztah určit přesněji než jeho předchůdci, a to směnnou rovnicí (equation of exchange), jež matematicky vyjadřuje souhrn peněžních transakcí, které se uskuteční v určitém období a v určitém společenství. A protože tytéž peníze mohou

obstarat více transakcí, je třeba vzít v úvahu i rychlosť (obrátkovost) oběhu peněz. Vznikla známá rovnice:

$$MV + M'V' = PT$$

kde M = množství oběživa

V = rychlosť jeho oběhu

M' = bankovní depozita

V' = rychlosť jejich oběhu

P = výše cen zboží

T = rozsah realizovaného zboží

I. Fisher tedy rozpracoval základní peněžní kvantitativní vztah i se zřetelem k vlivu bankovních úvěrů, depozit a dalších faktorů. Připomíná, že na kupní sílu peněz působí řada dalších — přímých i nepřímých — faktorů („myriady řady činitelů“), ale že rozhodujícím faktorem kupní síly peněz je uvedená směnná rovnice, neboť:

- ceny se mění stejnomořně s množstvím peněz, pokud zůstane nezměněn rozsah obchodu a rychlosť oběhu,
- ceny se mění úměrně s rychlosťí oběhu (mění-li se rychlosť v témež směru), pokud se kvantita peněz a rozsah obchodu nemění,
- ceny se mění v opačném poměru k rozsahu obchodu, předpokládáme-li, že kvantita peněz, a tedy i depozit a jejich rychlosť oběhu zůstaly beze změny [Fisher 1916, s. 120].

Nečekaně široké pole působnosti, resp. teoretického a praktického využití, došla kvantitativní peněžní teorie nástupem keynesiánského a po něm monetaristického myšlení.

John Maynard Keynes začal pracovat s novými makroekonomickými veličinami, otevřel dveře ekonomickému modelování a nemohl tedy nevyužít i hlavní produkt kvantitativní peněžní teorie — agregát M . Přímo se mu nabízel. *Překonal však daleko rámc Fisherovy „equation of exchange“ a řešil kauzální vztahy mezi „M“ na straně jedné a jinými ekonomickými veličinami na straně druhé, hlavné vztahy M k výkonnosti ekonomiky, k investování, k zaměstnanosti, k úrokům atd.*

Keynes především zpřesnil kvantitativní peněžní teorii tím, že jí dal jinou dimenzi. *Vzal totiž v úvahu další peněžní funkci — preferenci likvidity* při hospodaření s penězi — a posunul úvahy o množství peněz do souvislosti s poptávkou po penězích. Ta u něho zahrnovala poptávku po penězích, které jsou potřebné pro transakce spojené s nákupem zboží a služeb (tedy vlastní, lze říci že finální funkce a smysl peněz), — tedy motiv transakční (motiv oběhu); k tomu přistupuje ještě poptávka po penězích jako rezervním prostředku (nazvaná „motiv opatrnosti“) a dále poptávka po penězích jako prostředku spekulačním (nazvaná „motiv spekulace“) [Keynes 1963, s. 178].

Struktura a intenzita těchto motivů determinuje míru preference likvidity peněz. Keynes zkoumal hlavní faktory, na nichž závisí množství peněz potřebných k uspokojení všech tří motivů, přičemž (kromě rychlosťi oběhu peněz) — a to je další posun v kvantitativní peněžní teorii na rozdíl od jeho předchůdců — vzal v úvahu nejen rozsah hospodářské aktivity, ale i vliv důchodů a úrokové míry.¹

Rozhodující Keynesův přínos pro teorii peněz však spočívá ve zkoumání kauzálních souvislostí mezi množstvím peněz na straně jedné a závažnými makroekonomickými veličinami, resp. procesy, jako je společenský produkt, zaměstnan-

¹ Přehledně rozvádí M. Mandel na s. 60 a 63 v [Durčáková a kol. 1992].

nost, úroková míra, sklon k investování, sklon ke spotřebě atd., na straně druhé. *Jeho řešení kardinální otázky kvantitativní peněžní teorie — vztahu mezi množstvím peněz a cenovou hladinou — vyústilo u něho v zásadní poznatek:*

„Růst množství peněz vůbec nijak neovlivní ceny, pokud bude existovat jakákoli nezaměstnanost, a zaměstnanost bude stoupat ve stejném poměru ke každému zvýšení efektivní poptávky, které bylo vyvoláno růstem množství peněz. Jakmile bude dosaženo plné zaměstnanosti, zvýší se od té doby jednotka mzdy a ceny porostou v naprostu stejném poměru ke zvýšení efektivní poptávky. Je-li proto nabídka zcela pružná, pokud trvá nezaměstnanost, a je-li dokonale nepružná, jakmile je dosaženo plné zaměstnanosti, a měni-li se efektivní poptávka ve stejném poměru jako množství peněz, může být kvantitativní teorie peněz vyjádřena takto: »Pokud trvá nezaměstnanost, zaměstnanost se bude měnit ve stejném poměru jako množství peněz: je-li dosaženo plné zaměstnanosti, ceny se změní ve stejném poměru jako množství peněz.“ [Keynes 1963, s. 284]

Z tohoto základního přístupu vycházely tedy principy Keynesových monetárních stanovisek, resp. možností monetární politiky pro hospodářský růst — známá alternativa volby mezi růstem zaměstnanosti a vyšší mírou inflace nebo mezi udržením či poklesem míry inflace a vyšším růstem nezaměstnanosti (rozporný vývoj těchto veličin ve Phillipsově křivce). Je to problém možností aktivního vlivu peněz na reálné hospodářské procesy — v podstatě na hospodářskou aktivitu v zemi (už dříve H. Thornston a K. Wichsell).

Keynes dospívá k jednoznačnému závěru: Existují-li volné kapacity, pak v podmírkách úrokové elasticity vede přírůstek množství peněz k poklesu úrokové míry, a tím k oživení sklonu ke spotřebě, k odbytu a souběžně k investování a odtud k růstu společenského produktu — ovšem za předpokladu malé pružnosti cen a mezd. Keynes však *v tom nespátroval* — právě *vzhledem k nízké pružnosti mezd* — *účinný nástroj hospodářské politiky*.

I když tedy Keynesův přínos znamenal pronikavou změnu v pojetí kvantitativní peněžní teorie — jak jejím upřesněním na transakční peníze (resp. na peněžní poptávku vůbec), tak snahou hledat širší souvislosti mezi penězi a ostatními peněžními veličinami —, přesto tato teorie ani teoreticky, ani prakticky neobstála. *Vývoj byl paradoxní v tom, že v 60. letech přišli ekonomové chicagské školy a začali vracet kvantitativní teorii peněz na cestu, z níž Keynes odbočil.*

Tento myšlenkový proud vyústil teoreticky i prakticky v současný monetaristický směr — představovaný hlavně *Miltonem Friedmanem* — a znamenal nejen odmítnutí keynesiánské modifikace kvantitativní peněžní teorie, ale — lze říci — návrat k její „fisherovské“ aplikaci na ekonomické podmínky druhé poloviny tohoto století. Zatímco u Keynese je vztah mezi vývojem množství peněz a vývojem reálného společenského produktu poměrně složitý (preference likvidity, mezní efektivnost investic, investiční multiplikátor a další), je u monetaristů tento vztah zřetelnější. Ti vycházejí z toho, že peněžní poptávka — a tedy vývoj výdajů — musí být konstruována jako poptávka reálná (tj. jako reálný efekt držby peněz, neboť transakční peníze mají převážně formu peněz na bankovních účtech, které jsou úročeny v závislosti na výnosnosti cenných papírů), rozsah spotřebních výdajů je více odvislý od tzv. permanentního důchodu (který je určován spíše bohatstvím jednotlivce a očekávanými budoucími příjmy než běžným důchodem, i když diskontovaným) a rychlosť peněžního obratu (konstruovaná jako poměr mezi peněžní zásobou a hrubým domácím produktem) je stálá. *Za těchto předpokladů lze přes množství peněz výrazně ovlivňovat — v krátkých obdobích — nejen ceny, ale i hospodářskou aktivitu; z dlouhodobého hlediska mohou změny v peněžní zásobě měnit pouze ceny.* Tato renezance předkeynesiánské kvantitativní peněžní teorie byla téměř ostentativně vyjádřena na Friedmanově pojednání „The Quantity Theory. A Restatement“ z roku 1956.

Analýzy hospodářského a měnového vývoje ve všech zemích potvrdily dlouhodobou stabilitu poměru mezi vývojem cenové hladiny a vývojem peněžní zásoby. Má-li tedy být udržena měnová stabilita, je hlavním úkolem centrální banky stabilizovat poměr růstu peněžní zásoby k růstu hmotné nabídky a v této kvantifikaci určit hlavní cíl měnové politiky. Předpokladem je volné působení trhu, spojené s pružností cen, mezd a úroků a s absencí státních zásahů do dlouhodobých tržních tendencí. Milton a Rose Friedmanovi vyjádřili tento základní poznatek kvantitativní peněžní teorie velmi jasně:

„Jestliže množství dostupného zboží a služeb, zkrátka množství produkce, poroste tak rychle jako množství peněz, ceny budou stabilní. Ceny mohou dokonce postupně klesat, když vyšší příjmy povedou lidi, aby větší část svého bohatství uchovávali ve formě peněz. Inflace se objevuje tehdy, když množství peněz roste znatelně rychleji než produkce, a čím je vyšší růst množství peněz na jednotku produkce, tím je vyšší míra inflace. V ekonomice pravděpodobně neexistuje lépe doložené tvrzení.“ [Friedmanovi 1992, s. 251]

Souběžně s tímto teoretickým směrem se i praxe měnové politiky většiny centrálních bank vrátila do myšlenkového prostředí kvantitativní peněžní teorie. Príznivě na tento posun zapůsobil nesporně výrazný průnik matematických metod do ekonomiky a obliba v modelování ekonomických procesů. Obojí usnadnil prudký rozmach počítacové techniky. Stěžejní prvek kvantitativní peněžní teorie — kvantifikovatelná veličina peněz v národním hospodářství — takřka přímo vyzývá k modelovému znázorňování pestrých peněžních souvislostí, často dost vzdáleně od praktické aplikovatelnosti. Upozorňoval na to ostatně už Keynes, sám vynikající matematik:

„Příliš velká část současných „matematických“ ekonomických teorií představuje v podstatě prostou mechanici, právě tak nepřesnou jako jejich počáteční předpoklady, z nichž vyházejí, což autorům umožňuje ztratit ze zřetele složitost a vzájemné vztahy reálného světa v bludišti okázalých a neužitečných symbolů.“ [Keynes 1963, s. 286]

Přizpůsobování kvantitativního pohledu na měnovou politiku potřebám současnosti

Zdůraznění kvantitativního přístupu v praxi emisní politiky vyžaduje řešení dvou problémů: Za prvé — jak určit, resp. vymezit množství peněz, tedy peněžní „zásobu“, se kterou emisní, resp. vůbec peněžní politika pracuje. A za druhé — jak určit, resp. kvantifikovat vývoj této peněžní zásoby jako cíl měnové politiky.

Vymezení sledovaného kvanta peněz (tedy obsahu „M“ jako hlavního peněžního agregátu) bylo zpočátku jasné a nesporné: množství hotových peněz nalézající se mimo banky plus peněžní prostředky na šekových účtech v obchodních bankách (vklady bez výpovědní lhůty) se vymezovalo jako aggregát M 1. Problémy začaly vznikat s růstem podílu bezhotovostních peněz, s multiplikačními účinky depozit a s charakterem depozit ihned splatných (když deponent je sice takto deklaruje, ale chová se k nim jinak). Došlo k upřesňování aggregátu „M“, přičemž hlavním kritériem byla likvidita, resp. termín depozit.

Do peněžního myšlení tak začaly — zcela přirozeně! — pronikat prvky a kritéria měnové politiky, na které kvantitativní pohled sám o sobě nestačí a které by měly vyjadřovat měnově funkční strukturování peněz. *Právě snahy strukturovat „M“ podle kritérií likvidity byly a zůstávají výrazem snahy dostat se nějak z „krunýře“ hrubého kvantitativního pohledu na peníze.* Přistupy cedulových bank jsou různé, s různou mírou snahy vystihnout různé měnové funkce peněz aspoň určitým odstupňováním jejich kvantitativního vymezení. Stačí připomenout řešení v zemích, kde je měnová politika stále prioritním předmětem pozornosti:

M 1 (zpravidla s konstatováním, že právě to jsou „peníze“)

Česká národní banka: hotovostní oběživo (bez pokladen bank) a vklady na viděnou (obyvatelstva, podniků a pojišťoven)

Německá spolková banka: hotovostní oběživo (bez pokladen bank) a vklady na viděnou nebankovních institucí (tzv. ne-bank), bez depozit veřejných institucí u Spolkové banky

Rakouská národní banka: hotovostní oběživo (bez pokladen bank a bez stříbrných a zlatých mincí) a vklady na viděnou a závazky Rakouské národní banky vůči ostatním bankám

Švýcarská národní banka: hotovostní oběživo (bez pokladen bank) a vklady na viděnou (bez drahých kovů)

M 2 (zpravidla termínovaná depozita — tedy „kvazi“, tj. „jakoby“-peníze) — **M 1** rozšířené o:

Česká národní banka: termínované vklady a vklady v cizí měně

Německá spolková banka: termínované vklady nebankovních institucí s lhůtou do 4 let

Rakouská národní banka: tento agregát nepoužívá

Švýcarská národní banka: termínovaná depozita v národní měně

M 3

Česká národní banka: tento agregát nepoužívá

Německá spolková banka: M 2 zvýšený o úsporové vklady s 3měsíční výpočetní lhůtou

Rakouská národní banka: M 2 zvýšený o M 1 rozšířený o termínované vklady u bank, o úsporné vklady u bank (bez vkladů na stavební spoření)

Švýcarská národní banka: M 2 zvýšený o úsporové vklady

Zcela jednotný přístup centrálních bank při vymezení peněžní zásoby (zejména různé pohledy na započítávání úsporových vkladů) tedy neexistuje. Konstruuje i se další modifikace „množství peněz“ v ekonomice; jsou vedeny snahou vystihnout aspoň tímto způsobem měnové citlivou strukturu peněz.

Stejně obtížná jako výchozí konstrukce různých variant „M“ je i jejich kvantifikace jako cíle praktické peněžní politiky, a to — se zretelem k celkové hospodářské politice vlády — jako nástroje pro regulaci vývoje cenové a mzdové hladiny (tedy jako hlavní smysl kvantitativní teorie peněžní) nebo případně i jako nástroje politiky výrobní, investiční, sociální atd.; jako cíle krátkodobého nebo dlouhodobého.

Výběr a relevance těchto kritérií jsou v různých zemích různé. Závisejí na míře priorit, které se přikládají v té které zemi peněžní politice, a nelze proto — jen podle naplnování zadaného měnového cíle v konstrukci a kvantifikaci M — posuzovat a porovnávat měnové poměry různých zemí. Například viz tabulka č. 1.

Zkušenosti s metodami aplikace měnových cílů ukazují, jak složitá je cesta měnové politiky, která staví jako hlavní cíl měnové politiky především kvantifi-

TABULKA č. 1 Měnový cíl

v %

		1990	1991	1992	1993
SRN	M3	4—6	4—6	3,5—5,5	4,5—6,5
Francie	M3	—	5—7	4—6	4,5—6,5
USA	M3	1—5	1—5	1—5	0,5—4,5
Švýcarsko	M1	2	—	-0,6	1

pramen: Výroční zprávy BIS

TABULKA č. 2

		1990	1991	1992	1993
		změny v %			
SRN	M1 HDP inflace		3,4 3,7 3,5	10,8 1,5 4,0	8,4 -1,3 3,6
Rakousko	M1 HDP inflace	5,4 4,2 3,3	8,2 2,7 3,3	6,2 1,6 4,1	6,8 -0,3 3,5
Francie	M1 HDP inflace	3,6 2,2 3,5	-4,7 1,1 3,2	0,1 1,3 2,4	6,5 -1,2 2,7
USA	M1 HDP inflace	4,0 0,8 5,4	8,6 -1,1 4,2	14,1 2,1 3,0	10,2 2,8 2,7
ČR	M1 HDP inflace				18,1 -0,3 18,2

prameny: — The Economist, č. 7850—7852

— Statistisches Monatsheft, 1994, č. 1, s. 113 (vyd.: Österreichische Nationalbank)

kaci peněz, resp. považuje za hlavní prostředek k zajišťování určitého měnového vývoje stabilní měnu.

Německá spolková banka určuje růst množství peněz v ekonomice jako cíl od roku 1974, kdy stanovila pro rok 1975 absolutní zvýšení peněz o 8 %. Od roku 1976 se tato míra růstu vztahovala na roční průměr. Od roku 1978 se procentní sazba určuje jako „cílový koridor“ mezi horní a spodní hranicí růstu v průměru čtvrtého čtvrtletí příštího roku proti průměru čtvrtého čtvrtletí roku předchozího. V průběhu roku se tyto cíle zpravidla konkretizují. Při jejich kvantifikaci se bere v úvahu očekávaný hospodářský růst, očekávaný „nevyhnutelný“ růst cen a očekávaná změna rychlosti oběhu peněz.

Nelze tedy konstatovat, že by centrální měnové instituce v různých zemích pracovaly s peněžním agregátem M zcela jednoznačně. Tento agregát má zatím při sledování dlouhodobého hospodářského vývoje převážně funkci analytickou. Při koncipování cílů vlastní měnové politiky se k jeho využití přistupuje různě, s různou důvěrou v jeho spolehlivost. Některé země k němu nepřihlisejí, některé určují tak velké rozpětí v jeho kvantifikaci, že tento agregát ztrácí na významu. UKazuje se totiž, že pohled na ekonomiku určité země přes M může být nanejvýš jen hrubou orientací. Nedají se — uzhledem ke stupni aggregace — vyjádřit kauzální a finální souvislosti mezi vývojem „ M “ a ostatními národochospodářskými agregáty. Stačí ukázat jako příklad — viz tabulka č. 2 — vývoj ve vyspělých zemích, zejména ve vztahu k inflaci a k hospodářskému růstu (vypuštěna je SRN vzhledem k přerušení časové řady v důsledku sjednocení):

Stanovení měnového cíle jako kvantifikace M se v praxi často dodatečně koriguje, takže určení růstu M jaksi „dohání“ skutečný vývoj. Odchylky skutečného růstu M od vytyčeného cíle souvisejí s vývojem vlivu vysoce agregovaných hospodářských veličin, který lze „ex post“ jistě vysvětlit, ale jen velmi obecně.

Dokládá to i vývoj v prvním roce České republiky, kdy růst M_2 byl programově stanoven na 17 % při růstu inflace 15 %; skutečný vývoj byl 20,2 % při růstu inflace 18,2 %.

Neocenitelným přínosem kvantitativní peněžní teorie — v celé její historii až po současnost — je soustředění zájmu na peníze jako rozhodující aktivní prvek v moderním hospodářském dění a jako prioritní nástroj hospodářské politiky liberalního státu, jehož zájmem je vybavit hospodářství spolehlivým prostředkem směny a — v určitém směru — i účinným nástrojem ovlivňování politiky produktivity. Tim, že se snaží dát svou odpověď na otázku, kolik „je potřeba peněz v ekonomice“ (a sem patří dlouhá řada představitelů a zpracovatelů této teorie až po současnost), nesmírně přispěla k významu měnové politiky vůbec, i když ne jede jen o — pro ni typickou — kvantitativní dimenzi peněz.

I přes vytrvalé snahy měnových teoretiků a praktiků přizpůsobit kvantitativní peněžní teorii novým ekonomickým podmínkám po světové hospodářské krizi 1929–1934, a zejména podmínkám druhé poloviny tohoto století však *přetrvávají problémy s možnostmi její účinné aplikovatelnosti* — obdobné do značné míry těm, jež jsou průvodním jevem celé historie této teorie a byly a zůstávají předmětem její kritiky a důvodem hledání jiných přístupů k měnové politice.

Vážným problémem měnové praxe (což testuje i únosnost teorie) je stále *rychlost oběhu peněz*, V. Nejde jen o těžkou prokazatenost soudobé monetaristické teze, že dlouhodobě je rychlosť obratu stálá, ale zejména o problém konstanty V z hlediska krátkodobého. Praxe vyvrací názor o krátkodobé stabilitě V. Stačí například připomenout, jak složité — a přitom rozhodující — jsou propočty V při určování měnového cíle u expertů v Německé spolkové bance. Lpění na konstantě V zjednoduší celý problém měnové politiky na jednoduchý vztah mezi M a P,Y, vraci měnovou teorii do pozic 19. století a nutí měnovou praxi vzdát se hlavního nástroje kvantitativní měnové politiky: stabilizování pouze přírůstku M jako hlavního nástroje stabilizační měnové politiky. Měnová historie 70. a 80. let jednoznačně potvrdila, že měnová problematika je mnohem složitější než hledání vztahu pouze k M.

Řídit měnovou politiku regulací M naráží dále na problém *časového zpoždování* jak v rozpoznání problému („recognition lag“), tak v přijetí a realizaci adekvátních opatření („implementation lag“). Právě z tohoto důvodu měly a stále mají v nástrojích peněžní emise nenahraditelnou výhodu ty nástroje, které mají charakter „vestavěných stabilizátorů“ bezprostředně spojených s výkonem ekonomiky (např. obchodní směnky) a s funkční strukturou peněz.

K vážnému ústupku od kvantitativní peněžní teorie došlo také *jinou konstrukcí rychlosti oběhu peněz*, V". Adekvátní této teorii byl skutečně propočet obratnosti fyzické peněžní jednotky (mince, bankovky, státovky). Irving Fisher stavěl ve své rovnici jen na změnách rychlosti oběhu peněz právě v tomto pojetí a připouštěl jen změny rychlosti tohoto druhu. Ovšem přechod k bezhotovostnímu placení (a dnes jsou peníze převážně záznamem na disketě) zcela zamílil, ba dokonce znemožnil takovýto pohled na obrátkovost peněz. James. W. Angell při zkoumání V poprvé odlišil oběživo M od bankovních depozit a prokazoval jejich rozdílnou obrátkovost [Mervart 1993, s. 15]. Posléze se přešlo ke konstrukci V jako poměru hrubého domácího produktu (v některých zemích jako národního důchodu) k množství peněz v oběhu. Pro tuto konstrukci by však bylo výstižnější označení „účinnost“ peněžního oběhu, tj. kolik peněz je třeba k vytvoření nebo i k užití národního důchodu (což už je něco jiného než obrátkovost peněz). V tomto pojetí se pak ukazuje jako zvlášť neprůkazné argumentovat konstantou tohoto poměru.

Kvantitativní teorie peněz takřka permanentně procházela a dosud prochází modifikačním vývojem. Stále se „nově“ rozpracovává a „vylepšuje“. Její jádro se však nemění: vysvětluje cenové pohyby z kvantitativního poměru peněz a zboží. Když hledá odpověď na otázku, kolik je v ekonomice potřeba peněz, zůstává

v poloze rovnicových tautologií, funkčních závislostí, ve výkladech „ex definitio ne“; nedostaneme jinou odpověď než tu, která je zřejmá z rovnice.

Peněžní politika však potřebuje znát způsoby závislosti zkoumaných veličin – kauzální a finální: jaké peníze se dávají do oběhu, proč přichází a jakými cestami přichází do oběhu, jaké účinky jimi mají být nebo jsou vyvolány v hospodářském dění atd. Jde nejen o souvislosti s rozsahem reálné výroby, s její strukturou a výnosností (například rozdíly mezi inflací a drahotou v posunech cenové hladiny), ale i o souvislosti s úrokovou hladinou a úrokovými relacemi, obdobně s kurzovou hladinou a kurzovými relacemi, se strukturou transakčních plateb za nákupy pro osobní spotřebu nebo za nákupy pro investiční spotřebu atd.

Peníze v kvantitativním pohledu jsou — hrubě vyjádřeno — kompaktní jednotlivou masou kupní síly, peněžní nabídky a poptávky. Takový přístup přehlíží, že peníze nejsou — z hlediska svých funkcí — měnově homogenní, že mají určitou měnově funkční strukturu a že emisní politika musí mít právě tato funkční kritéria na zřeteli, má-li být z hlediska jak vnitřní, tak vnější měnové stability účinná. Kvantitativní pohled na peníze totiž přehlíží vztah mezi peněžní jednotkou a zdrojem její kupní síly, spojení tvorby a oběhu peněz s účastí na tvorbě domácího produktu, resp. národního důchodu. Ve výlučně kvantitativním pohledu na peníze zaniká struktura vztahů mezi peněžním oběhem a jeho reálným základem.

Je například zásadní rozdíl mezi penězi jako výrobním kapitálem a penězi jako prostředkem k usnadnění oběhu hotových výrobků. Nelze zaměňovat nedostatek peněz jako kapitálu s nedostatkem peněz jako oběživa a nemůže mýt, že obojímu se říká „peníze“. Například zdvojnásobení kapitálu z úspor má zcela jiné účinky pro chod ekonomiky než zdvojnásobení oběživa. Peněžní kapitál má svůj pramen v tvorbě národního důchodu, ve výdělečné činnosti podniků, odkud vytvářené důchody přichází jako mzdy do domácností, přes daně do státního rozpočtu, přes úvěr do bank atd. Peníze tento národochospodářský kapitálový proces umožňují. Peníze jako oběživo umožňují směnu, tedy koupě a prodeje toho, co už bylo vyrobeno a co je připraveno k prodeji (problém naší tzv. druhodné plátební neschopnosti je problémem peněz jako oběživa). Obojí jsou sice transakční peníze, ale se zcela rozdílnými měnovými účinky. *Peníze jsou sice prostředkem směny, ale samy nekupují, nýbrž kupuje důchod prostřednictvím peněz.*

Poskytne-li emisní banka úvěrem peníze k usnadnění směny, nedává výrobní kapitál, ale dává pouze peníze, které se k ni vracejí zpět po uskutečnění směny. Emisní banka nemůže nahradit výdejem bankovek tvorbu kapitálu v podnicích ani deficit v hospodaření domácností nebo v hospodaření státního rozpočtu. Pak by totiž emise peněz dávala kupní sílu těm, kteří ničím nepřispěli do tvorby národního důchodu; inflačním zvednutím cenové hladiny by umělou kupní sílu rozptýlila mezi všechny subjekty hospodářské aktivity.

Možnosti emisní politiky České národní banky

I když všechny moderní centrální banky konstruují a sledují vývoj M , jde vždycky o první analytický krok, který vychází z globálního pohledu. Ten však nestačí, neboť málo vypovídá o vztahu působení konkrétních emisních nástrojů k měnově funkční struktuře a diferenciaci peněz v oběhu.

Konkrétní emisní praxe ústředních bank se proto soustřeďuje zcela pragmaticky na tradiční „klasická“ kritéria peněžní emise, kterým odpovídají nejvíce používané nástroje emise: obchodní směnky, lombard a operace na volném trhu. *Jsou to nástroje, které umožňují řídit peněžní oběh ne jako globální peněžní*

	SRN	Rakousko
eskontované obchodní směnky	26 %	38 %
lombard	3 %	—
cenné papiry z operaci na volném trhu	71 %	62 %

masu, ale se zřetelem k diferenciaci různých peněz, různých peněžních funkcí v agregátu „M“. Obchodní směnka jsou jiné peníze než státní pokladniční poukázky; a to jsou jiné peníze než dlouhodobé státní dluhopisy kryjící rozpočtový deficit nebo než hypoteční obligace podniku začínajícího nebo rozšiřujícího výrobu atd. Jen rozvinutý peněžní a finanční trh s pestrou paletou cenných papírů umožňuje ústřední bance, aby citlivě ovlivňovala peněžní oběh v jeho funkční diferenciaci.

Rozbor portfolia ústředních bank ukazuje na váhu různých emisních nástrojů. Příklady základů, na nichž byly ke konci roku 1993 emitovány vnitřní úvěry poskytované obchodním bankám, uvádí tabulka č. 3.

Emisní nástroje České národní banky regulující, resp. usměrňující peněžní oběh jsou konstruovány podle západoevropských bank na moderních osvědčených principech. Avšak na rozdíl od praxe těchto bank zatím v našich podmínkách chybí věcný předpoklad pro jejich účinnou aplikaci — peněžní trh a jeho pestré formy umožňující účinnou emisní interakci mezi centrální bankou a obchodními bankami.

a) Na kapitálovém trhu se počátkem roku 1994 obchodovalo zatím jen s obligacemi 21 podniků a bank v objemu zhruba 8 mld. Kč. Absentují stále obchodní směnky. Podíl směnečných úvěrů poskytovaných Českou národní bankou obchodním bankám je stále mizivý — kolem 5 %. Česká národní banka je tedy úvěrově propojena s obchodními bankami hlavně přes tzv. redistribuční a aukční úvěry, jejichž funkčním základem nejsou tradiční produkty peněžního a kapitálového trhu.

b) Hlavní metodou je řízení, resp. ovlivňování peněžní báze, a to především regulací povinných rezerv obchodních bank (centrální banky Švýcarska, Kanady, Austrálie a Nového Zélandu je zrušily). Problémem je, že transmisní mechanismus mezi vývojem měnové báze a vývojem M není kvantitativně přímočará. Vy mezení jednotlivých faktorů, jejich kvantifikace i směry působení se stávají pro měnovou praxi při sestavování měnového programu nejzávažnějším problémem.

Za účinnější než režim povinných rezerv lze považovat emise pokladních poukázk České národní banky, které byly zavedeny v minulém roce; jejich objem v důsledku opakovaných emisí narůstá a ku konci roku 1993 dosáhl 55 mld. Kč (tj. 15 % z pasiv, zatímco vklady obchodních bank pouze 12 %).

c) Chybí takový běžný základ pro diskontní politiku České národní banky, jakým je v západních zemích peněžní trh. Centrální banky v normálních tržních podmínkách sledují vývoj poplatky na finančních trzích s cílem vyloučit poplatku po krátkodobém úvěru z poplatky po dlouhodobém kapitálu; centrální banka zasahuje a nabízí (za diskontní sazbu) levnější emisní úvěr. Je to opět interakce, která bezprostředně ovlivňuje úrokovou situaci na trzích. To u nás zatím není, takže diskontní politika České národní banky je víceméně výrazem její celkové měnové koncepce, ale bez účinného přímého nástroje. Je více „signálem“ než nástrojem.

d) Peněžní politika České národní banky má ve srovnání se západoevropskými centrálními bankami užší prostor pro svou autonomní politiku. Je závislá na

dvou přímých vnějších faktorech: na vývoji veřejných financí, které jsou přes státní rozpočet u nás spojeny s bilancí banky, a na vývoji platební bilance. Státní rozpočet je sice ve svém programu koordinován s měnovým programem České národní banky, ale je to skutečný vývoj veřejných financí, který působí na vývoj M ; a ten musí být ex post korigován, resp. „doháněn“ emisní politikou.

Předvídat vývoj veřejných financí s jeho dopady na M a včas na něj reagovat se stává aktuální emisní potřebou. (Položky státního rozpočtu se podílely na aktivách České národní banky ku konci roku 1993 13 %, na pasivech 8 %.)

A pokud jde o vliv saldo platební bilance, je Česká národní banka do značné míry závislá na devizové politice vlády (např. dovozní a vývozní licence, přijímané zahraniční úvěry, přímé zahraniční investice atd.). I tady bude účinná emisní politika vyžadovat úzkou koncepční koordinaci s vládní devizovou ingerencí.

Přílišné lpění na kvantitativním pohledu na peněžní oběh znamená soustředění hlavní pozornosti na stranu pasiv bilance centrální banky — na její vztah k M , ať je jakkoliv konstruován. Naproti tomu zdůraznění vztahu peněžního oběhu — hlavně jeho měnové struktury — k tvorbě peněz jako kupní síly a zdůraznění vztahu množství a struktury peněz ke struktuře peněžní poptávky (hlavně transakčních peněz) znamená soustředit mnohem větší pozornost než dosud na stranu aktiv bilance centrální banky — na to, jak a jaké peníze se dostávají do oběhu, tedy: na co a kolik peněz přes reeskont obchodních směnek, přes nákup státních pokladničních poukázek, přes krátkodobý lombard, přes obligace atd., co na oběh, co na spotřebu, co do výroby atd.; a v tomto rámci: co přísluší emisní bance a co přísluší obchodním bankám.

Před praktickou emisní politikou České národní banky stojí tedy — jako další krok jejího specifického transformačního procesu — problém řešit měnovou funkci M adekvátně k emisním nástrojům, tak jak jsou aplikovány u západoevropských bank. Znamená to vypořádat se s „globalizací“ peněžních funkcí, tedy s představou, že množství peněz v ekonomice je funkčně homogenní. Je to však problém, jehož řešení je závislé i na tom, kdy a jak se podaří vytvořit u nás takový peněžní trh (resp. finanční trh vůbec), který svou vahou a pestřími formami bude adekvátní trhu zboží, práce a deviz. To je důležité nejen z důvodu principiálně tržního, ale i z důvodu dalšího zjemňování metod peněžní emise — se zdůrazněním funkční strukturalizace peněz dávaných do oběhu.

LITERATURA

- BUCHHOLZ, T.: Živé myšlenky mrtvých ekonomů. Praha 1990.
- CASSEL, G.: Pád zlaté měny. Praha 1936.
- DURČÁKOVÁ, J. a kol.: Peníze, banky a finanční trhy. Praha, Vysoká škola ekonomická 1992.
- FISHER, I.: Feste Währung. Leipzig 1937.
- FISHER, I.: Die Kraft des Geldes. Berlin 1916.
- FRIEDMANOVÍ, M. a R.: Svoboda volby. Praha 1992.
- GORDON, R.: Milton Friedman's Monetary Framework. Chicago 1982.
- HORNA, M.: Měnová politika. Praha 1945.
- KEYNES, J. M.: Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz. Praha 1963.
- MACHLUP, F.: Les différents types d'inflation. Problèmes économiques, č. 1619. (Paris 1979)
- MERVART, J.: Státní dluh — fiskální a měnové aspekty. Praha, ČNB-Institut ekonomie 1993.
- MISES, L.: Theorie des Geldes. München 1924.
- The philosophical works of David Hume. Boston 1854, Vol. III, s. 313—8.

RICARDO, D.: Zásady politické ekonomie a zdanění. Praha 1956.

SAMUELSON, P.—NORDHAUS, W.: Ekonomie. Praha 1991.

The Works of John Locke in nine volumes. London 1824, Vol. IV.

ZEMAN, F.: Kvantitativní teorie peněz. Brno 1923, s. 24.

SUMMARY

Possibilities and Limits of Money Supply Control

František VENCOVSKÝ, The Monetary Theory and Policy Chair, The Prague School of Economics

The permanent effort to find a relationship between the developments of the amount of money and the price level which would be a reliable base for the money supply control has been labelling the history of quantitative monetary theory. In spite of many opponents and in spite of the fact that many other theories have come into existence, the quantitative monetary theory is experiencing its Renaissance, not only in the modern monetary theories, but also for its application by the central bank.

Different constructions of M are made, different meanings of V are developed, the possibilities of quantifying M as a monetary policy goal are studied, and so on. Individual central banks use different aggregates of M which is primarily used to analyse long-term economic development.

However, it is not enough for the concrete money supply control. From the quantitative point of view, money is the compact aggregate of purchasing power, of the money supply and demand. This approach, however, omits the fact that money is not — from the view of its various functions — a monetary homogeneous phenomenon, that money has a particular monetary structure and that monetary policy must pay respect exactly to these criteria of functions. For example, transaction money have a different monetary impact as a capital and a different monetary impact as a short-term money. Therefore, the practice of the central bank concentrates pragmatically on the traditional „classic“ criteria of the money supply (bills of exchange, lombard, free market operations) which enable the central bank to regulate the money in circulation not as a global money phenomenon, but with the respect to the different kinds of money and to the different money functions in the aggregate M .

The instruments of the money supply control of the Czech National Bank are constructed according Western banks' practice. But in contradiction to these banks' practise, the precondition for their effective application — the developed money market which enables the interactions between the central bank and the commercial banks — is missing in the Czech Republic. Therefore, only simple methods are used for the time being — without bills of exchange, lombard, active discount policies just to name some of them. The transition to the more effective money supply control, using not only the global aggregate M but also its components, will require the development of money and capital markets which will enable the Czech National Bank to create a modern money supply control system of instruments.