

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

Pavel ŠTĚPÁNEK: Územní rozpočty — očekávaná reforma 437

Karol VLACHYNSKÝ: Alokácia podnikového kapitálu do pohľadávok a pohotových prostriedkov 443

Martin MANDEL: Měnová politika v období dovážené inflace 451

Finance a úvěr v zahraničí

Josef MERVART—Marie VAVREJNOVÁ: Srovnání daní důchodového typu — evropské země I. 461

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi** (1. část): s. 1—12

CONTENTS

Pavel ŠTĚPÁNEK: Local Budgets — the Expected Reform 437

Karol VLACHYNSKÝ: Firm Capital Allocation into Accounts Receivable and Liquid Assets 443

Martin MANDEL: Monetary Policy in the Period of Imported Inflation 451

Finance and Credit Abroad

Josef MERVART—Marie VAVREJNOVÁ: Comparison of Income Type Taxes — European Countries I. 461

In the middle of this journal:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part I): pp. 1—12

Měnová politika v období dovážené inflace

Martin MANDEL*

V předchozím článku „Devalvace devizového kursu a inflace“¹ byly analyzovány čtyři základní typy inflačních procesů (inflace z aktiva výkonové bilance, importní nákladová inflace, exportní zisková inflace ze zhoršení zahraničních směnných relací), které mohou v různých kombinacích následovat po devalvaci, případně tržním znehodnocení devizového kursu. Nyní předkládaný článek obsahově navazuje a zabývá se dalšími třemi typy inflačních procesů v otevřené ekonomice, pro které se vžil společný název „dovážená inflace“. Dovoz inflace může v systému pevného devizového kursu v zásadě proběhnout třemi způsoby. První možností je přenos rychlejšího tempa růstu cen v zahraničí do domácí ekonomiky přes import zboží a služeb, případně přes export zboží a služeb. Druhou možností je, že domácí centrální emisní banka (CEB) v rámci devizových intervencí zkoupí převis peněžní zásoby „sousední země“. V závěrečné části tohoto článku bude zvážena i třetí možnost dovozu inflace při volně pohyblivém devizovém kursu, kdy obchodní banky rozšiřují objem domácích úvěrů v reakci na zvýšenou tvorbu depozit v zahraničních měnách ze strany domácích exportérů.

Cílem tohoto článku je pokusit se na základě analýzy jednotlivých inflačních impulsů najít optimální řešení z hlediska měnové politiky CEB. Inflace bude v tomto článku opět chápána jako růst cenové hladiny, který může být způsoben různými typy nerovnovážných impulsů na straně agregátní poptávky nebo agregátní nabídky.

Přenos růstu zahraničních cen do domácí ekonomiky

Dříve provedenou analýzu devalvace devizového kursu a jejího dopadu na inflaci můžeme s určitými modifikacemi aplikovat i na růst zahraničních cen importu a exportu. Efekty devalvace devizového kursu domácí měny a růstu zahraničních cen jsou v mnoha ohledech podobné. Ze zákona jedné ceny vyplývá, že určitý procentní růst zahraniční ceny i -tého zboží ZC^* a stejné procentní znehodnocení devizového kursu domácí měny ER^* mají totožný dopad na procentní růst domácí ceny i -tého zboží DC^* .

$$ZC_i^* + ER^* = DC_i^*$$

* Ing. Martin Mandel, pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha

† Příspěvek byl redakci předán 15. 4. 1992.

¹ Finance a úvěr 5/92

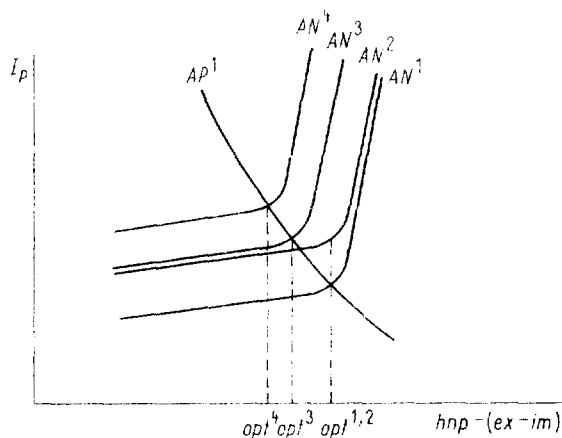
Zákon jedné ceny, který je za určitých předpokladů (nulové dopravní náklady a plně konkurenční trh) platný na úrovni jednoho zboží, musí být částečně modifikován, pokud ho chceme používat pro agregátní úroveň cenové hladiny. Jestliže podíl doma vyrobeného a neexportovaného zboží na hrubém národním produktu je a , pak podíl exportovaného a importovaného zboží je roven $1 - a$. Výsledný vztah mezi zahraniční cenovou hladinou ZC , cenami doma vyrobeného a neexportovaného zboží NC a celkovou domácí cenovou hladinou DC pak můžeme vyjádřit vzorcem

$$DC = aNC + (1 - a) ER \cdot ZC$$

Změna zahraniční cenové hladiny může tedy úroveň domácí cenové hladiny ovlivnit pouze v závislosti na podílu importovaného a exportovaného zboží v celkovém hrubém národním produktu.

Položme si nyní otázku, jakým způsobem růst zahraničních cen ovlivní další agregátní veličiny a jaký bude vztah nové makroekonomické rovnováhy k ekonomickému optimu.

Graf č. 1



Na grafu č. 1 je zachycen upravený model agregátní nabídky a agregátní poptávky pro sledování vztahů v otevřené ekonomice. Na ose vertikální jsou naneseny různé hodnoty domácí cenové hladiny reprezentované některým z cenových indexů I_p . Na ose horizontální je rozdíl reálného hrubého národního produktu hnp a čistého reálného exportu nx . Hrubý národní produkt je funkcí domácí cenové hladiny $hnp(I_p)$. Reálný čistý export je počítán jako rozdíl reálného exportu ex a reálného importu im . Obě veličiny (ex , im) jsou považovány za autonomní, nezávislé na úrovni domácí cenové hladiny. Funkce agregátní nabídky AN je tedy definována v rovnici

$$AN = hnp(I_p) - (ex - im)$$

Funkce agregátní poptávky AP je odvozena z kvantitativní rovnice peněz upravené pro zachycení vlivu salda výkonové bilance v domácí měně NX na tvorbu transakčních peněz M . Peněžní multiplikátor nechť je značen m a důchodová rychlost peněz V . Agregátní poptávka je pak definována rovnicí:

$$AP = \frac{[M + (NX \cdot m)] \cdot V}{I_p}$$

Ekonomické optimum (značené zkratkou *opt*) nechť je definováno jako bod s jednotkovou elasticitou na křivce *AN*, tzn. bod, kde je procentní přírůstek cenové hladiny roven procentnímu přírůstku hrubého národního produktu. Předpokládejme, že právě toto místo je zlomovým bodem, kde ekonomika dosáhla své přirozené míry nezaměstnanosti. Nalevo od tohoto bodu (horizontálnější část křivky *AN*) se nachází tzv. keynesiánské pásmo recesní ekonomiky, kde relativně malé zvýšení cenové hladiny vede k relativně velkému přírůstku hrubého národního produktu. Napravo od tohoto bodu je neoklasické pásmo inflační ekonomiky (vertikálnější část křivky *AN*), kde naopak relativně velké zvýšení cenové hladiny vede k relativně malému až žádnému přírůstku hrubého národního produktu.

Prvním efektem růstu cen v zahraničí je zdražení importu, které způsobuje růst domácích nákladů a domácí cenové hladiny. Tento efekt se projeví vertikálním posunem křivky agregátní nabídky z AN^1 do AN^2 na grafu č. 1. Zároveň s tímto posunem se posouvá i bod ekonomického optima, který zůstává na stejné úrovni *hnp*, avšak je ho možné dosáhnout pouze při vyšší úrovni cenové hladiny. Jaké budou další dopady růstu importních cen? Na tuto otázku již nelze jednoznačně odpovědět. Další dopady budou závislé na skutečnostech, jaký systém devizového kursu daná země použije (intervenovaný pevný devizový kurs nebo neintervenovaný volně pohyblivý devizový kurs), a dále na tom, zda dojde ke zhoršení zahraničních směnných relací, či nedojde. Ukazatel směnných relací lze odvodit z rovnováhy výkonové bilance v podílovém vyjádření:

$$\frac{I_{EX}}{I_{IM}} \cdot \frac{ex}{im} = 1$$

kde I_{EX} je index zahraničních exportních cen,
 I_{IM} — index zahraničních importních cen,

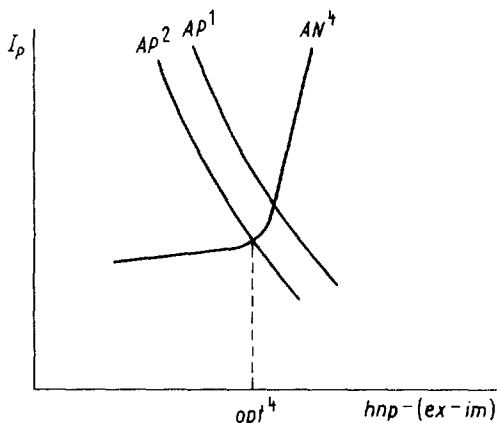
ex — reálný export,
im — reálný import.

Zahraněční směnné relace jsou potom definovány jako podíl indexů zahraničních exportních a importních cen. Růst zahraničních importních cen vede tedy k poklesu směnných relací a k narušení rovnováhy výkonové bilance směrem k deficitu. Opustíme-li z krátkodobého hlediska pouze teoretickou možnost, že příslušné zemi se podaří okamžitě kompenzovat pokles importních cen růstem exportních cen, stojí centrální emisní banka před volbou jedné ze dvou možností.

První možností v systému pevného devizového kursu je provést okamžitou devalvací ústředního kursu na úroveň, která by zajistila obnovení rovnováhy výkonové bilance přes zvýšení reálného exportu a pokles reálného importu. Zhoršení směnných relací se tedy v tomto případě promítá do zvýšeného čistého reálného transferu zboží a služeb do zahraničí, který posune křivku *AN* horizontálně doleva z AN^2 do AN^3 . Samotná devalvace však bude mít další sekundární inflační dopady (jak již byly analyzovány v předchozím článku „Devalvace devizového kursu a inflace“). Zřejmá povode k dalšímu růstu importních cen v domácí měně. Za předpokladu, že daná země není čistý „price taker“ (přebírač cen), povede i k dalšímu zhoršení směnných relací. Křivka *AN* se tedy ještě jednou posune vertikálním i horizontálním směrem z AN^3 do výsledné pozice AN^4 . Spolu s křivkou *AN* se posouvá i bod optima. Otázkou je, zda po posunech křivky agregátní nabídky bude nový rovnovážný průsečík křivek AN^4 a AP^1 právě v tomto bodě, jak je tomu v našem modelu. Pravděpodobnějšími se však zdají varianty, že nový rovnovážný průsečík křivek AN^4 a AP^1 bude v recesním keynesiánském pásmu nebo v inflačním neoklasickém pásmu. To záleží na dvou okolnostech: za prvé, jaký je přesný průběh křivky *AP*; za druhé, zda převládaly horizontální nebo vertikální posuny křivky *AN*.

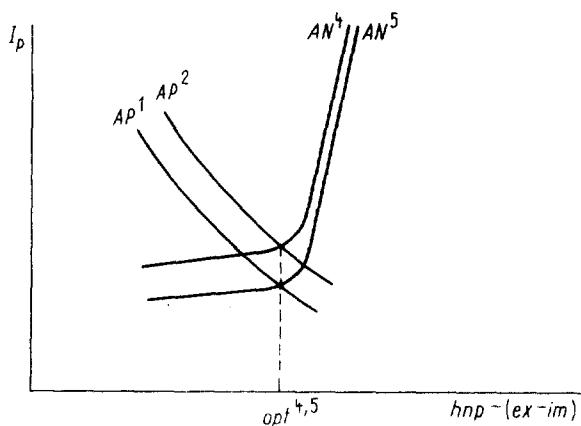
Horizontální posuny budou v zásadě převládat, pokud dominantním inflačním faktorem bude pokles směnných relací. Nebude-li současně agregátní poptávka příliš citlivá na změny cenové hladiny, dá se očekávat, že nový rovnovážný průsečík bude nad optimem v inflačním pásmu (viz graf č. 2). Inflace by v tomto případě měla být doprovázena i určitým malým zrychlením tempa růstu hnp . CEB by za této situace měla provádět restriktivní měnovou politiku, která by snížila domácí agregátní poptávku a posunula by ji z AP^1 do AP^2 . Restriktivní měnová politika bude mít zhruba tyto efekty: povede k výraznému snížení tempa inflace a zřejmě i k určitému zhodnocení devizového kursu jako důsledku poklesu devizové poptávky; hospodářský růst se zřejmě krátkodobě zpomalí, zároveň se však navrátí do svého optima.

Graf č. 2



Vertikální posuny budou v zásadě převládat, pokud dominantním inflačním faktorem nebude pokles směnných relací, ale zvýšení domácích nákladů. V tomto případě bude nový rovnovážný průsečík křivek AN^4 a AP^1 v keynesiánském recesním pásmu, což bude signalizováno růstem nezaměstnanosti a poklesem tvorby hnp při současném růstu domácí cenové hladiny (viz graf č. 3). Za této situace CEB v žádném případě nesmí provádět restriktivní měnovou politiku, která by vedla k dalšímu výraznému propadu v hospodářském růstu a ke zvýšení nezaměstnanosti. Otázkou zůstává, zda provádět mírně expanzivní, nebo raději neutrální měnovou politiku.

Graf č. 3



Mírně expanzivní politika, která posune křivku agregátní poptávky z AP^1 do AP^2 , vrátí danou ekonomiku do bodu optima a zvýší hospodářský růst. Hrozí zde však nebezpečí deficitního tlaku na výkonovou bilanci, a tedy i možnost nového depreciačního tlaku na devizový kurs. CEB musí totiž počítat s tím, že dodatečné zvýšení domácí peněžní zásoby nepovede pouze ke zvýšení poptávky po domácím zboží a službách, ale povede rovněž ke zvýšení poptávky po zahraničním zboží a službách. Dalším problémem je, že zvýšení, resp. udržení hospodářského růstu na původní úrovni bude korespondovat s dalším růstem domácí cenové hladiny. Z tohoto důvodu monetaristicky orientovaní ekonomové dávají přednost spíše neutrální měnové politice v očekávání, že k navrácení do bodu optima dojde přes pokles mezd, který bude vynucen zvýšenou nezaměstnaností. Křivka AN^4 by se v tomto případě měla posunout do pozice AN^5 .

Druhou možností CEB v systému pevného devizového kursu je intervenovat nadhodnocený devizový kurs a předpokládat, že samotný růst cen povede v relativně krátkém období k úsporným opatřením ve výrobě a spotřebě, která sníží import na novou rovnovážnou úroveň. CEB však musí zároveň počítat s tím, že devizové intervenování nadhodnoceného devizového kursu zároveň snižuje peněžní zásobu v domácí zemi a působí restriktivně na domácí poptávku. Tato varianta je výhodnější v tom smyslu, že odpadají sekundární problémy spojené s devalvací devizového kursu (další pokles směnných relací, zvýšení importní nákladové inflace). Otázkou však je, zda k vyrovnání skutečně dojde v dostatečně krátkém období. Pokud se saldo výkonové bilance v dostatečně krátkém období nevyrovná, ztratí CEB velkou část svých devizových rezerv a sekundárně tímto způsobem vyvolaná restrikce domácí poptávky může způsobit hospodářskou recesi. Ztráty z hospodářského poklesu mohou pak výrazně převýšit ztráty z devalvace devizového kursu.

Zajímavou informaci o chování CEB (konkrétně Německé spolkové banky a Federálního rezervního systému USA) při růstu zahraničních cen nám může poskytnout analýza dat z období dvou ropných šoků 1973 a 1979. Při prvním ropném šoku vzrostly ceny ropy od konce roku 1972 do začátku roku 1974 z 1,9 na 9,8 USD za 1 barel. Při druhém ropném šoku, který začal v souvislosti s iránsko-iráckou válečnou krizí, vzrostly ceny ropy od konce roku 1978 do začátku r. 1980 z 12,7 na 28,7 USD za 1 barel. Následující tabulka č. 1 zachycuje vývoj základních makroekonomických ukazatelů SRN a USA (reálný hrubý národní produkt, inflace a saldo běžné bilance) a dále ukazatele umožňující pozorovat druh prováděné měnové politiky (diskontní sazba, peněžní zásoba). Ve výchozí situaci v roce 1972 se americká ekonomika nacházela přibližně ve svém optimu při 4,9 % nezaměstnanosti. Zhruba to samé se dá říci o německé ekonomice, kde sice nezaměstnanost byla výrazně nižší (1,1 %), avšak toto číslo bylo zhruba na úrovni předchozího desetiletého průměru 0,9 %.

Při analýze údajů charakterizujících povahu zvolené měnové politiky zjišťujeme, že reakce obou CEB v obou obdobích byla shodná — zvyšování diskontních sazeb a výrazné přibrzdění růstu peněžní zásoby. V jednom případě (SRN 1981) došlo dokonce k absolutnímu poklesu peněžní zásoby. Jaké byly důsledky této restrikce? Ve všech případech došlo k vyvolání hospodářské recese, která se projevila v absolutním poklesu tvorby *hnp* a v růstu nezaměstnanosti. Pro posouzení adekvátnosti zvolené restrikce je zároveň důležité sledovat i vývoj salda běžné bilance v daném období. Z tohoto pohledu je zajímavé, že salda běžných bilancí jsou v období ropných šoků (až na jednu výjimku: SRN 1978—80) vždy aktivní, což umožňovalo CEB přijmout relativně měkčí měnovou politiku, která by nevedla k tak výraznému poklesu hospodářského růstu. Propad v běžné bilanci SRN v letech 1978—80 není rovněž tak alarmující, jak na první pohled může vypadat, neboť obchodní bilance byla nadále aktivní a deficit běžného účtu lze přičíst na

Tabulka č. 1

	1972	1973	1974	1975	1976	1978	1979	1980	1981	1982
SPOJENÉ STÁTY AMERICKÉ										
peněžní zásoba M_1 (procentní změny)	9,3	5,2	4,3	4,9	3,3	8,3	6,7	6,8	6,4	8,7
diskontní sazba	4,5	7,5	7,75	6,0	5,25	9,5	12,0	13,0	12,0	8,5
hospodářský růst HNP (procentní změny)	5,0	5,8	-0,6	-1,2	5,4	5,0	2,8	-0,4	1,9	-1,7
inflace	4,8	5,7	8,8	9,3	5,2	7,4	8,6	9,3	9,4	6,0
saldo běžné bilance [mld. USD]	-5,78	7,07	1,94	18,06	4,18	-15,40	0,20	1,20	7,26	-5,86
SPOLKOVÁ REPUBLIKA NĚMECKO										
peněžní zásoba M_1 (procentní změny)	14,1	1,6	10,6	14,3	3,3	14,6	4,5	3,9	-1,6	7,1
diskontní sazba	4,5	7,0	6,0	3,5	3,5	3,0	6,0	7,5	7,5	5,0
hospodářský růst HNP (procentní změny)	10,4	4,6	0,5	-1,6	5,6	3,5	4,0	1,8	-0,2	-1,1
inflace	5,1	6,5	6,8	6,1	3,4	4,2	4,0	4,4	4,2	4,8
saldo běžné bilance [mld. USD]	1,18	5,10	10,58	4,39	3,71	9,12	-5,57	-14,10	-3,43	4,98

pramen: International Financial Statistics, 1991 Yearbook.

vrub zhodnocení devizového kursu DEM ve sledovaném období (měřeno v efektivních indexech se DEM zhodnotila v letech 1978–80 téměř o 15 %), které vyvolalo zvýšený objem importu služeb. Potvrzuje se tedy skutečnost, že CEB mají tendenci se v období nabídkových inflačních šoků, kdy jednostranná kontrola stability cenové hladiny se často dostává do rozporu s hospodářským růstem a politikou zaměstnanosti, chovat neracionálně.

Přenos inflace při nadměrném zvýšení peněžní zásoby v zahraničí

Závažným problémem světové ekonomiky osmdesátých a devadesátých let se stává možnost přenosu inflačních důsledků nadměrné emise peněz z jedné národní ekonomiky do druhé. Tzv. globální monetarismus poukázal na paradoxní skutečnost, že země s přísnou restriktivní měnovou politikou, jako je například SRN, může být při dosahování svých záměrů výrazně ohrožena nadměrným růstem peněžní zásoby v „sousedních zemích“. Hned v úvodu jsou však nutná některá upřesnění.

Ohrožení může přijít zejména ze strany zemí, jejichž národní měny jsou drženy ostatními zeměmi jako složka devizových rezerv nebo jako devizová aktiva obchodních bank. Od konce II. světové války se tedy zejména jedná o americké dolary, jejichž podíl tvoří v devizových rezervách členských zemí MMF okolo 60 %. Nestabilita mezinárodního ekonomického systému vyplývá ze skutečnosti, že emise amerických dolarů do mezinárodního peněžního oběhu je prováděna přes deficitní výkonnou bilanci Spojených států amerických. Primárním cílem emise není tedy zajištění optimálního množství peněz v oběhu, jak je tomu v případě jednotlivých národních ekonomik, ale profinancování záporného salda vý-

konové bilance. Emisi zde provádí subjekt, který vystupuje v roli dlužníka; existují zde zřejmě paralely s problémy rozpočtové emise peněz v národním měřítku.

Analýza přenosu inflace, jež vyplývá z nadměrného růstu peněžní zásoby v „sousední zemi“, je od počátku orientována jako kritický příspěvek na adresu fungování pevných devizových kursů. Jak si však v závěru ukážeme, lze tuto analýzu s určitou modifikací aplikovat i na v současné době převládající systém volně pohyblivého devizového kursu.

Předpoklad pevného devizového kursu

V úvodu si nejdříve položíme otázku, jaké makroekonomické veličiny ovlivňují celkovou výši importu. Na základě syntézy standardních makroekonomických přístupů k výkonné bilanci (cenového, důchodového, kursového a měnového) lze uvažovat 4 základní determinanty — zahraniční cenovou hladinu P^F , zahraniční reálný důchod Y^F , devizový kurs ER a zahraniční peněžní zásobu M^F . V jednoduchém lineárním modelu můžeme tedy psát

$$IM^F = EX = a_1 P^F + a_2 Y^F + a_3 ER + a_4 M^F$$

kde zahraniční import IM^F je roven domácímu exportu EX a parametry a_1, a_2, a_3, a_4 nabývají předpokládaných kladných hodnot. Vývoj zahraniční peněžní zásoby neovlivňuje výši zahraničního importu pouze bezprostředně, ale rovněž zprostředkovaně přes pohyb zahraničních cen a zahraničního reálného důchodu. Z kvantitativní rovnice peněz lze usuzovat, že obě veličiny jsou pozitivně korelované na vývoj peněžní zásoby při určitých parametrech a_5 a a_6 :

$$P^F = a_5 M^F$$

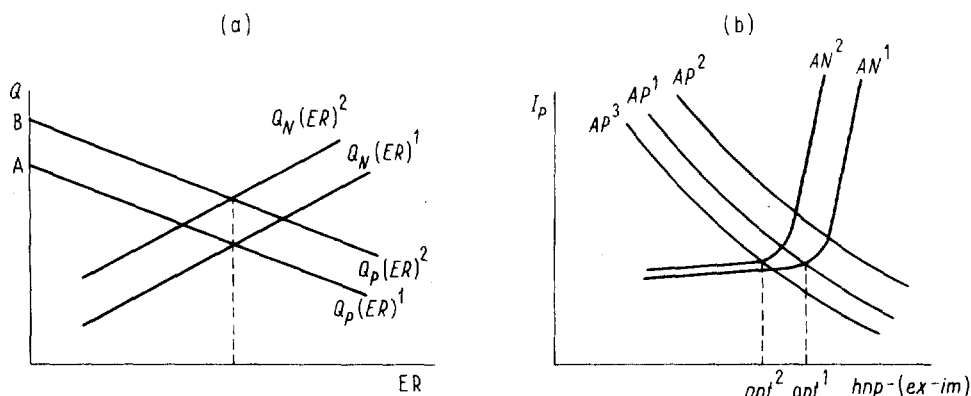
$$Y^F = a_6 M^F$$

Po substituci obou rovnic do zahraniční importní funkce (resp. domácí exportní funkce) a dílčích úpravách dostáváme:

$$IM^F = EX = (a_1 a_5 + a_2 a_6 + a_4) M^F + a ER$$

Jelikož lze se značnou pravděpodobností u všech parametrů očekávat kladné hodnoty, vede růst zahraniční peněžní zásoby k růstu domácího exportu. Je tomu tak proto, že jedna část přírůstku peněžní zásoby je přímo vynakládána zahraničními subjekty na zvýšení importu. Druhá část peněžní zásoby pak vede k růstu zahraničních cen a zahraničního reálného důchodu, což má však opět povzbudivě importní účinky. Růst zahraniční cenové hladiny činí import pro zahraniční subjekty relativně levnějším. Růst zahraničního reálného důchodu nelze obvykle zajistit bez dodatečných importních vstupů.

Na grafu č. 4a je zachycen efekt růstu peněžní zásoby na standardním modelu devizového trhu, kde funkce $Q_N(ER)$ je funkcí devizové nabídky a funkce $Q_P(ER)$ je funkcí devizové poptávky. V důsledku růstu peněžní zásoby v zahraničí se funkce devizové nabídky posune z $Q_N(ER)^1$ do $Q_N(ER)^2$. Centrální emisní banka ve snaze udržet pevný devizový kurs je nucena provést devizovou intervenci proti zhodnocení kursu domácí měny, čímž posouvá funkci devizové poptávky z $Q_P(ER)^1$ do $Q_P(ER)^2$. Celkový rozsah devizové intervence je na vertikální ose zobrazen délkou úsečky AB . Nákup deviz CEB zároveň však znamená dodatečnou emisi domácí měny a zvýšení domácí peněžní zásoby. V modelu $AN - AP$ (graf č. 4b) se proto posouvá křivka AP doprava a nahoru z AP^1 do AP^2 . Zároveň v důsledku zvýšeného reálného exportu se posouvá i křivka AN horizontálně z AN^1 do AN^2 . Výsledkem je nový rovnovážný bod jako průsečík křivek AN^2



a AP^2 , který leží mimo optimum v inflačním neoklasickém pásmu. Přenos inflace ze „sousední země“ s nadměrnou emisí peněz v systému pevného devizového kursu je tedy ukončen. Pokud chce domácí CEB udržet stabilní cenovou hladinu, je nucena provádět sterilizační politiku a přes prodej státních cenných papírů snížit domácí poptávku na úroveň křivky AP^3 .

Předpoklad volně pohyblivého kursu

Zajímavou otázkou je problém přenosu inflace z nadměrné emise peněz v systému volně pohyblivého devizového kursu. Monetaristé tuto možnost odmítají, neboť bez devizových intervencí CEB dojde ke zhodnocení devizového kursu domácí měny na novou rovnovážnou úroveň výkonové bilance. Z grafu č. 4a je patrné, že nová rovnováha vzniká sice při vyšším objemu exportu a importu, avšak saldo výkonové bilance je před i po zahraničním poptávkovém šoku nulové. CEB tedy neintervenuje a k dodatečnému zvýšení peněžní zásoby v domácí ekonomice nemůže dojít. Tato skutečnost by měla umožnit centrálním emisním bankám provádět navzájem relativně nezávislou měnovou politiku, která vychází z čistě vnitřních hospodářských priorit. Prezentované myšlenky zastánců volně pohyblivých devizových kursů dosti utrpěly při velkých kursových pohybech amerického dolaru v 1. polovině osmdesátých let, kdy jednotlivé centrální emisní banky byly nuceny provádět rozsáhlé devizové intervence, aby tak zabránily negativním dopadům velkého výkyvu kursu na stabilitu domácích ekonomik. Tento problém však nemáme nyní na mysli. Klíčem k odpovědi na naši položenou otázku bude zavedení euroměnového trhu do našeho modelu. Při jeho existenci nelze vyloučit možnost, že domácí exportéři se rozhodnou držet část svých získaných devizových aktiv z exportu zboží a služeb na svých účtech u domácích obchodních bank. V tomto případě nedochází k akumulaci devizových zdrojů v devizových rezervách CEB, ale u obchodních bank. Devizový kurs domácí měny se nemůže zhodnotit na novou rovnovážnou úroveň výkonové bilance, protože všechny devizy z exportu nebyly nabídnuty k prodeji na devizovém trhu. Saldo výkonové bilance zůstává nadále aktivní, i když CEB neprovádí devizové intervence a neskupuje převis devizové nabídky na devizovém trhu. Bude mít tato skutečnost vliv na domácí peněžní rovnováhu?

Velký vliv může mít zejména v ekonomikách s nestabilní domácí měnou, kde

jsou často zahraniční měny používány jako alternativní prostředky směny v domácí ekonomice. Jedná se například o známé případy z Polska a z některých států Jižní a Střední Ameriky trpících hyperinflací.

Růst devizových aktiv soukromých subjektů, která jsou ukládána u obchodních bank, může mít však expanzivní dopad na peněžní zásobu i v normálně fungujících ekonomikách. Předpokládejme, že obchodní banky příliš nerozlišují mezi likviditou aktiv v domácí měně a v zahraniční měně, a dále, že je domácí úroková sazba vyšší než zahraniční. V následující účetní rozvaze jsou některé položky z bilance obchodní banky, které umožňují zachytit prováděné operace. Devizový kurs je předpokládán 30 Kčs za 1 USD.

<i>aktiva</i>	<i>pasíva</i>
prvního stupně likvidity	prvního stupně likvidity
— dobrovolné rezervy -30 mil. Kčs	— běžná a krátkodobá termínovaná depozita
— běžná depozita u zahraničních bank +1 mil. USD	
nižšího stupně likvidity	nižšího stupně likvidity
— domácí úvěry +30 mil. Kčs	— střednědobá termínovaná depozita v cizí měně +1 mil. USD

Naše obchodní banka získala od domácího exportéra 1 mil. USD jako termínované depozitum. Co s tímto depozitem udělá, závisí jednak na subjektivním hodnocení likvidity vlastních devizových aktiv, jednak na poměru domácích a zahraničních úrokových sazeb. Za předpokladu, že běžná depozita u zahraničních bank jsou považována za dostatečně likvidní a domácí úrokové sazby jsou vyšší než zahraniční úrokové sazby, může se banka rozhodnout provést obdobnou operaci, jako je operace zachycená v naší bilanci. Z hlediska zajištění likvidity se rozhodne zvýšit podíl svých nejlíkvidnějších devizových aktiv u zahraničních obchodních bank. Z hlediska zvýšení zisku se rozhodne snížit výši dobrovolných rezerv u CEB a zvýšit objem doma poskytnutých úvěrů. Provedené operace lze považovat za korektní. Bilance jako celek je nadále vyrovnaná. Poměr devizových aktiv a devizových pasív se nezměnil. Z toho vyplývá, že devizová pozice je nadále uzavřená bez kursového rizika. Likvidita obchodní banky se rovněž nemění, protože poměr nejlíkvidnějších aktiv a pasív je zachován. Naše varianta je zároveň pro obchodní banku ziskovější než poskytnutí úvěru v cizí měně při relativně nižší úrokové sazbě ve srovnání s domácí úrokovou sazbou.

Jaký může být makroekonomický aspekt takového chování obchodních bank? Transformace dobrovolných rezerv do úvěrů poskytovaných obchodními bankami domácím subjektům vede k měnové expanzi bez ohledu na stabilitu měnové báze. Změna poměru dobrovolných rezerv a běžných depozit v domácí měně vede ke zvýšení hodnoty měnového multiplikátoru, který je definován jako

$$m = \frac{1 + H/BD}{r_{BD} + r_{TD} \cdot TD/BD + H/BD + DR/BD}$$

kde BD je celková výše běžných depozit v zemi,

TD — celková výše termínovaných depozit,

H — celková výše hotovosti mimo CEB,

DR — celková výše dobrovolných rezerv u CEB,

r_{BD}, r_{TD} — sazby povinných minimálních rezerv na běžná a termínovaná depozita.

Jelikož velikost peněžní zásoby M je definována součinem měnové báze MB a multiplikátoru m , $M = MB \cdot m$, má v tomto případě nadměrné zvýšení peněžní zásoby v zahraničí vliv na domácí agregátní poptávku přes změnu multiplikátoru. Nikoliv tedy přes změnu měnové báze, jak je tomu v případě devizových intervencí při pevném devizovém kursu a aktivním saldu výkonové bilance.

Závěrem je nutné říci, že tento způsob přenosu inflace může být spíše šokového než permanentního charakteru. Poptávka po zahraničních aktivech ze strany domácích exportérů bude zřejmě po čase nasycena. Domácí exportéři zvýší devizovou nabídku na devizovém trhu; v důsledku toho se devizový kurs domácí měny zhodnotí na novou rovnovážnou úroveň výkonové bilance. Zvýšení objemu domácích úvěrů ze strany obchodních bank bude tlačit domácí úrokové sazby směrem dolů na úroveň zahraničních úrokových sazeb. Při nulovém úrokovém diferenciálu domácí obchodní banky jednostranně přestanou preferovat úvěry v domácí měně.

LITERATURA

BRUNO, M.—SACHS, J. G.: *Economics of Worldwide Stagflation*. Cambridge (Mass.), Harvard University Press 1985.

COOPER, R. N.: *Currency Devaluation in Developing Countries*. Princeton Essays in International Finance, 1971, č. 86.

CORDEN, W. M.: *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*. Oxford University Press 1977.

DORNBUSCH, R.—FISCHER, S.: *Macroeconomics*. New York, McGraw—Hill 1990.

KENEN, P. B.: *The International Economy*. London, Prentice-Hall International 1989.

MANDEL, M.: Devalvace devizového kursu a inflace. *Finance a úvěr*, 1992, č. 5, s. 206—215.

MISHKIN, F.: *The Economics of Money, Banking, and Financial Market*. New York, HarperCollins Publishers 1990.

WILLIAMSON, J.—MILNER, C.: *The World Economy*. London, Harvester Wheatsheaf 1991.

SUMMARY

Monetary Policy in the Period of Imported Inflation

This article deals with three types of inflationary processes in an open economy which are commonly called as "imported inflation". Two ways of imported inflation appear in a system with a fixed exchange rate. The transmission of bigger growth rate of prices abroad to the domestic economy via exports of goods and services forms the first case. The purchase of excess money supply of "neighbour country" via foreign exchange intervention provided by the domestic central bank represents the second case. The third form of imported inflation appears when there is a floating exchange rate. Commercial banks then increase the level of domestic credit as a respond to increased deposits in foreign currencies at the part of domestic exporters.

In this article there is an attempt to find an optimal solution from the point of view of central bank monetary policy on the base of a detailed analysis of particular inflationary effects.