

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

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 215 93 614

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, 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

## OBSAH

Ivan KOČÁRNÍK: Expozé místopředsedy vlády a ministra financí k návrhu státního rozpočtu ČR na rok 1996 . . . . . 1

Jiří JONÁŠ: Měnová politika a měnový kurz . . . . . 11

Stanislava JANÁČKOVÁ: Dilemata české měnové politiky . . . . . 26

Aleš BULÍŘ: Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu . . . . . 37

Jaroslav BRADA: Výpočet likvidity aktiva obchodovaného v periodické aukci BCPP (2. část) . . . . . 44

Inka NEUMAIEROVÁ—Ivan NEUMAIER: Úvaha o optimální zadluženosti . . . . . 51

### Survey

TABLE 1 Survey of Public Revenue and Expenditure for 1996 . . . . . 62

TABLE 2 Central Budget . . . . . 62

TABLE 3 Local Budget . . . . . 63

## CONTENTS

Ivan KOČÁRNÍK: Report on the 1996 State Budget Proposal . . . . . 1

Jiří JONÁŠ: Monetary Policy and the Exchange Rate . . . . . 11

Stanislava JANÁČKOVÁ: Czech Monetary Policy Dilemmas . . . . . 26

Aleš BULÍŘ: Exogeneity of Money Supply: Some Doubts About an Earlier Research . . . . . 37

Jaroslav BRADA: Measure of Liquidity on the Prague Stock Exchange (2nd Part) . . 44

Inka NEUMAIEROVÁ—Ivan NEUMAIER: Determining the Optimal Level of Indebtedness . . . . . 51

### Survey

TABLE 1 Survey of Public Revenue and Expenditure for 1996 . . . . . 62

TABLE 2 Central Budget . . . . . 62

TABLE 3 Local Budget . . . . . 63

---

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 Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

# Dilemata české měnové politiky

Stanislava JANÁČKOVÁ\*

V období transformace se centrální banka musela vyrovnat s tím, že se tento proces nedal předem přesně naprogramovat a načasovat; vedle centrálně přijímaných kroků závisel jeho průběh na spontánních změnách chování všech ekonomických subjektů. Také standardní teorie měnové politiky byla během transformace vodítkem, které vypovídalo více o chování ekonomiky v cílovém stavu než o jejím chování v období přechodu k tomuto cíli.

Jako výchozí základ měnové politiky SBČS a později České národní banky se již během transformace zřetelně rýsuje monetaristický přístup, usilující o nízkou míru inflace a založený na řízení měnových agregátů.<sup>1</sup> Řada parametrů, na kterých monetaristická měnová politika potřebuje stavět, se však během transformace vyznačovala mimořádně vysokou mírou *neurčitosti* — ve smyslu nemožnosti jejich uspokojivě přesného měření či odhadu a mimořádné obtížnosti jejich predikce. Příčinou byly probíhající systémové změny, nemožnost navázat na znalost minulých trendů, teprve se formující a stabilizující bankovní a finanční soustava, řádové změny objemu transakcí v ekonomice, nepředvídatelnost změn chování a expektací ekonomických subjektů ad.

Měnovou politiku dále ztěžovala specifická transformační „finanční inovace“ — *vynucený mezipodnikový úvěr*, který činil tvorbu transakčních prostředků v ekonomice zčásti *endogenní* (vymykající se kontrole centrální banky).

A konečně, vnitřní konvertibilita na běžném účtu platební bilance spolu s dohodami o ochraně a podpoře investic potenciálně silně otevíraly malou českou ekonomiku pro zahraniční vlivy. V režimu pevného kurzu to bylo zejména uvolnění přílivu kapitálu, které postupně podkopávalo *autonomii* české měnové politiky — možnost stavět si domácí měnové cíle nezávisle na vnějším světě, na úrokovém diferenciálu vůči ostatním ekonomikám, na mezinárodním ratingu ČR a dalších faktorech.

Koncipování adekvátní měnové politiky zůstává velmi složitým úkolem i v posttransformačním období, protože vlivy mimořádných faktorů nevymizely z finanční oblasti ekonomiky přes noc. Přetrvávající neurčitost některých parametrů potřebných pro zdůvodnění konkrétní měnové politiky snižuje průkaznost mezicílů i jednotlivých kroků ČNB.

\* Ing. Stanislava Janáčková, CSc., Institut ekonomie ČNB Praha

Redakce příspěvek obdržela 4. 8. 1995.

<sup>1</sup> Měnová politika SBČS a ČNB byla charakterizována a analyzována řadou autorů z řad ČNB i mimo ni — viz např. [Bulíř 1993], [Pospíšil 1993], [Guba—Skolková 1993], [Janáčková 1994], [Hanousek—Izák—Klokočník 1994], [Jiríček—Matalíková 1995], [Kučera 1994], [Mandel 1994], [Vojtišek—Olšovský 1994].

Zřetelně se to projevuje v diskuzích podnícených dnešním výrazným oslabením autonomie české měnové politiky v režimu pevného kurzu a liberalizovaných kapitálových toků. Vnější projevem oslabení autonomie je boj, který ČNB vede o snížení vlivu přílivu kapitálu na domácí peněžní zásobu — a všechna opatření s ním spojená.

V nadcházejícím období bude věcí klíčového významu, nakolik se hodnocení ekonomické a měnové situace centrální bankou a vládou budou shodovat, či výrazně rozcházet.

## Neurčitost některých parametrů měnové politiky

Mnohé z výchozích předpokladů pro koncipování monetaristické měnové politiky nebyly v transformující se československé, a později české ekonomice splněny. Vedlo to k neurčitosti řady parametrů, na nichž měnová politika potřebuje stavět. Tuto neurčitost nebylo možné odstranit úsilím ze strany ČNB; bylo možné ji pouze zmírňovat. Uvádíme zde některé ze specifických problémů s tím spojených (v pořadí, které si nečiní nárok být pořadím podle důležitosti, protože váha jednotlivých problémů se v různých obdobích měnila):

*Obtížnost odhadu „nevyhnutelné“ míry inflace.* Každá centrální banka počítá při stanovení mezicílů s tím, že v ekonomice existuje určitá základní míra inflace, jež je neovlivnitelná přítomnou měnovou politikou. Jde o růst cen vyvolaný jinými než monetárními faktory (např. růstem kvality, který se odráží v cenách) — ale může jít také o růst cen vyvolaný předchozím vývojem nebo vynucený systémovými změnami.<sup>2</sup> V ČR je odhad „nevyhnutelné“ míry inflace o to obtížnější, že se na ni podílí rozsáhlý a dlouhodobý proces nápravy deformovaných cenových relací a vliv dalších systémových a strukturálních adaptací.

Když Československo v lednu 1991 liberalizovalo převážnou většinu cen, předcházela tomu zhruba čtyři desetiletí jejich centrálního fixování — s výslednou deformací cenových relací a převisem agregátní poptávky. Vliv cenové liberalizace je nutné rozdělit na její prvotní, skokový dopad na cenovou hladinu a na dopad druhotný, vyplývající z postupného promítání prvotních změn do veškerých dalších cenových relací (při známé nedokonalé pružnosti cen směrem dolů pak změny relativních cen tlačí cenovou hladinu vzhůru).

Odhad očekávaného prvotního vlivu masové liberalizace cen v lednu 1991 na „nevyhnutelnou“ míru inflace byl velmi obtížný mimo jiné proto, že nebyl znám rozsah celkového převisu poptávky. Faktický dopad se v prvním čtvrtletí 1991 projevil v růstu cenové hladiny zhruba o 40 % — ten však zůstal jednorázovým skokem. Druhotná náprava cenových relací začala probíhat již při nižší míře inflace, takže za celý rok 1991 činila inflace 57,8 % a v roce 1992 klesla na 11,1 %.

Liberalizace zbytku regulovaných cen pokračovala v dalších letech a pokračuje i v roce 1995. Získané zkušenosti poněkud usnadnily odhady prvotního

<sup>2</sup> Výraz „nevyhnutelná“ je patrně nejbližší termínu „unvermeidlich“, který používá Bundesbank v SRN. Nejde přesně vzato jen o tzv. „nemonetární“ složku inflace — tj. *vůbec* neovlivnitelnou měnovou politikou —, nýbrž o složku neovlivnitelnou *přítomnou* měnovou politikou. Bundesbank v SRN např. při startu své autonomní měnové politiky po roce 1974 pracovala celých deset let s postupně se snižujícím „nevyhnutelným“ cenovým růstem, který byl již založen v minulosti a který přítomnou měnovou politikou nebylo možné rychle odstranit. V subtilnějším pojetí nejde jen o to, že určitou složku cenového růstu nelze přítomnou měnovou politikou odstranit, nýbrž i o to, že by taková snaha uměle brzdila růst oproti jeho potenciálnímu dlouhodobému tempu.

dopadu dalších kroků v cenové liberalizaci, takže ČNB je schopna s nimi při stanovení mezicílů počítat. Obtížnější je odhad délky a intenzity druhotného procesu nápravy cenových relací. Délka tohoto procesu závisí na míře propustnosti ekonomiky pro cenové změny: ta je u transformujících se ekonomik dosud nižší než ve standardní tržní ekonomice.<sup>3</sup> I po úplném dokončení centrálních cenově liberalizačních kroků budou po určitou dobu v české ekonomice změny cenových relací z tohoto titulu výraznější.

Dalším faktorem, který v ČR způsobil skokový pohyb cenové hladiny, byla změna daňového systému v lednu 1993, tj. přechod na daň z přidané hodnoty. I zde bylo možné předem počítat s prvotním dopadem do cen (který se podle odhadů v roce 1993 podílel na 20,8% inflaci zhruba 8,5 procentního bodu). Druhotná adaptace cenových relací na změnu daňové soustavy pokračuje v dalších letech a podílí se na „nevyhnutelné“ složce inflace.

Vlivy liberalizace cen a změny daňového systému se budou postupně vyčerpávat. Prolíná se s nimi však třetí faktor, jehož význam naopak spíše roste — a tím je vliv strukturálních změn.

Součástí i výsledkem transformace jsou výrazné strukturální adaptace, které v české ekonomice zčásti již proběhly, zčásti ji čekají. Má-li být následující období etapou „dohánění“ vyspělých ekonomik, měl by v ČR v relaci k nim být rychlejší nejen růst, ale i průběh strukturálních změn (zejména na mikroúrovni). To implikuje i rychlejší změny cenových relací. Tento faktor může být i nadále zdrojem určité složky inflace neovlivnitelné měnovou politikou — resp. může platit, že brzdění tohoto cenového pohybu měnovou restrikcí by brzdilo i žádoucí strukturální změny. Problém je možné vyjádřit i jako otázku, zda určitá složka inflace je nutnou cenou za prostor pro strukturální adaptace.

*Neznalost potenciálního tempa růstu HDP.* Měnová politika ČNB nemohla vycházet z předpovědi dlouhodobého potenciálního růstu reálného HDP. Pro ekonomiku, která právě prochází zásadním systémovým zlomem, nelze toto tempo odhadovat. ČNB každoročně stanovila mezicíle na základě své predikce růstu reálného HDP v následujícím roce. Tento postup nelze z obecného hlediska označit za méně vyhovující. Česká ekonomika se totiž nepohybovala v cyklu kolem svého dlouhodobého tempa růstu, nýbrž prožívala transformační recesi necyklického, systémového charakteru. Po té nyní následuje posttransformační oživení, které také nemá charakter oživení cyklického.

Plyne z toho ovšem, že zatímco „standardní“ rada monetarizmu zní nepřizpůsobovat peněžní zásobu fázím recese či oživení, ČNB takové přizpůsobení (v důsledku této odlišné situace) fakticky dělala. V období transformační recese ČNB přizpůsobovala cílový vývoj M2 očekávanému poklesu HDP.

To přirozeně vede k otázce, zda v minulosti byly její predikce poklesu HDP založeny na dostatečně spolehlivých číslech alespoň o vývoji HDP v běžném roce<sup>4</sup> — a zda také v současnosti predikce ČNB dobře vystihují oživení HDP, které lze reálně očekávat. Zatímco odhad dlouhodobého potenciálního tempa růstu HDP v „usazených“ tržních ekonomikách má značnou kredibilitu, každoroční predikce očekávaného tempa růstu v ČR, na které musí stavět ČNB, je z objektivních příčin méně průkazná. Zejména v období oživení — při neznalosti rozsahu a struktury volných kapacit v ekonomice — se může odhad reálného růstového potenciálu pro další období stát spornou záležitostí. Ztěžuje to pozici centrální banky při koncipování a zdůvodňování jejich měnových mezicílů pro růst peněžní zásoby.

<sup>3</sup> Srovnej [Wolf 1991].

*Nepredikovatelnost rychlosti oběhu peněz.* Předpoklad stability nebo alespoň predikovatelnosti (rychlosti oběhu peněz) *V* je jedním z klíčových předpokladů v monetaristické měnové politice. Tento předpoklad však lze pro transformující se ekonomiku těžko použít: dochází zde k obrovskému nahromadění institucionálních změn, včetně změn ve finančním systému, které veličinu *V* bezprostředně ovlivňují. ČNB musela proto počítat s možností výraznějších změn rychlosti oběhu, než je obvyklé. Apriorní odhad i včasné rozpoznání změn *V* je však velmi obtížným problémem, s nímž se ani nejzkušenější centrální banky nedokáží vždy úspěšně vyrovnat.

Obtížné bylo v období transformace dokonce i rozpoznání změn *V* při pohledu ex post. Souvisí to s další komplikací, kterou lze ve zkratce nazvat „HDP versus objem transakcí“. Nebylo problémem změřit rychlost oběhu peněz ex post — ve vztahu k hrubému domácímu produktu. Z tohoto měření vychází od roku 1991 vztažený pokles rychlosti oběhu peněz. Takové údaje však jsou nutně pochybné, pokud nominální HDP dočasně přestal být dobrou aproximací celkového objemu transakcí, který peníze musely obsloužit.

*HDP versus objem transakcí.* V české ekonomice v souvislosti s transformací výrazně vzrostla potřeba transakčních peněz na jednotku nominálního HDP. Se vznikem soukromých aktivit se znásobil počet firem. Jen během let 1990 a 1991 jejich počet vzrostl zhruba z 1,5 tisíce na 11 tisíc; mnohé vnitrofiremní transakce se změnily na mezifiremní, když byly velké podniky rozčleněny na menší. Další růst počtu podniků (dnes se jen v průmyslu měří v desítkách tisíc)<sup>5</sup> prohlubováním specializace zvyšoval celkový objem transakcí v poměru k objemu HDP. Vlastnické změny spojené s privatizací a restitučními vyvolaly množství finálních transakcí, jejichž objem neměl bezprostřední vztah k velikosti HDP — a jejichž váha se měnila.

Vzhledem k nespornému, ale těžko kvantifikovatelnému růstu objemu transakcí nelze vyloučit, že skutečná rychlost oběhu peněz de facto rostla i v obdobích, kdy rychlost měřená k nominálnímu HDP se zdála klesat. Přesto není jasné, zda růst rychlosti oběhu mohl být natolik velký, aby plně kompenzoval růst objemu transakcí na jednotku HDP. Jinými slovy, dosud není beze zbytku zodpovězena otázka, zda finanční systém v prvním období transformace zajišťoval pro ekonomiku dostatečnou likviditu.<sup>6</sup> Jasně je, že část transakcí byla obsloužena vynucenými mezipodnikovými úvěry — a že tento stav trvá.

*Volba měnového agregátu.* Jedním ze základních problémů praktické měnové politiky je správná volba měnového agregátu, který má sloužit jako mezicíl k zajištění dlouhodobého cíle cenové stability. V zásadě by to měl být ten

<sup>4</sup> ČNB dělá predikce v době, kdy definitivní čísla o HDP za běžný rok nejsou k dispozici. I poté, co se údaje objeví, jsou však následně opravovány. Např. v roce 1994 publikoval ČSÚ okolnosti, které vedly k statistickému nadhodnocení skutečného poklesu HDP ČR v letech 1991–1993. V rámci Institutu ekonomie ČNB provedl V. Nachtigal orientační kvantifikaci těchto vlivů. Tempa vývoje HDP, která získal, se značně liší od původních čísel FSÚ a ČSÚ i ČNB. Jeho rektifikovaná tempa skutečného vývoje HDP vycházejí pro ČR následovně: 1990: -1,2 %; 1991: -8,4 %; 1992: -2,9 %; 1993: +1,7 %; odhad 1994: +3,3 %. Podle těchto propočtů by tedy byl pokles v letech 1991 a 1992 nižší a HDP by rostl již v roce 1993. (Podle materiálů ČNB z příslušné doby zněly její odhady vývoje běžného HDP ČR vždy v době, kdy dělala měnový program pro další rok, takto: 1992: -6,7 %; 1993: -0,3 %; 1994: +2,5 %). Takové rozdíly by nebyly zanedbatelné, protože běžná čísla o HDP jsou nesporně významným zdrojem pro predikci HDP na další rok.

<sup>5</sup> Pokud bychom vyšli z celkového počtu soukromých podnikatelů, odhaduje se, že vzrostl během transformace z 0 na téměř 600 tisíc a dále narůstá.

<sup>6</sup> Stanovisko autorů viz [Janáčková 1994].

agregát, jehož vývoj je v dané zemi a v daném období nejtěsněji zkorelován se změnami v míře inflace, a zároveň má být tento agregát dobře ovlivnitelný měnovou politikou. SBČS chyběly při volbě agregátu takové základní podklady jako minulé časové řady vztahu různých agregátů k inflaci a k HDP. Volba padla na agregát M2, který je v ČR definován tak, že zahrnuje i termínovaná a úsporná depozita a depozita v cizí měně.

*Stabilita multiplikátoru.* Nejistota ohledně stability či predikovatelnosti multiplikátoru mezi měnovou bází a M2 byla jedním z důvodů, proč ČNB zpočátku více používala přímé nástroje řízení měnové zásoby a na nepřímé přecházela postupně.

*Neznalost délky zpoždění.* Jedná se hlavně o dvě významná zpoždění. Za prvé, zpoždění mezi kroky centrální banky (ovlivnění měnové báze) a změnou agregátu M2 (která je výsledkem reakce bankovního systému) se zpočátku nedalo předvidat z minulé zkušenosti a i dnes se může ještě měnit. Za druhé, i po pěti letech transformace zůstává nejistou veličinou délka zpoždění mezi pohybem peněžní zásoby, resp. opatřeními měnové politiky, a reakcí míry inflace.<sup>7</sup>

Objektivně podmíněná neurčitost některých parametrů monetaristické měnové politiky při její aplikaci na transformační a posttransformační ekonomiku by nutně měla vést k vyššímu podílu rozhodnutí založených na monitorování momentálního stavu ekonomiky spíše než na apriorně stanovených mezicích. Pragmatická rozhodnutí mají své nezbytné místo v praxi každé centrální banky (viz i praxe německé Bundesbank); v transformační a posttransformační ekonomice je však potřeba určité pragmatické pružnosti objektivně vyšší.

Při jednotnosti antiinflační politiky centrální banky a vlády a při jejich zhruba shodné interpretaci vývoje ekonomiky se pragmaticčnost, jež plyne z neurčitosti nebo menší průkaznosti odhadu parametrů potřebných pro „exaktní“ monetaristickou politiku, nestává zdrojem hospodářskopolitických rozporů.

Neurčitost některých parametrů však může vést ke zpochybňování kroků měnové politiky vždy, když se pohledy centrální banky a vlády na současný a očekávaný hospodářský vývoj (očekávaný vývoj HDP, změny *V*, změny objemu transakcí, výše nevyhnutelné míry inflace atd.) začnou výrazně lišit. Vláda pak může hodnotit faktickou měnovou politiku jako restriktivnější, než jak se jeví centrální bance. Může také vidět rozhodující příčiny současné i možné budoucí inflace v jiných zdrojích, než je expanze peněžní zásoby, např. v rychlejších změnách cenových relací, v inflačních očekáváních a v přetrvávajících rigiditách v ekonomice.<sup>8</sup>

## **Mezipodniková zadluženost a dodatečná likvidita v ekonomice**

Téměř ve všech transformujících se ekonomikách střední a východní Evropy byl transformační proces provázen nárůstem mezipodnikových dluhů po

<sup>7</sup> Existují odhady hovořící o zpoždění mezi pohybem peněžní zásoby a změnou inflace v délce jednoho roku — ale také čtyř měsíců. (Srovnej [Žák—Češková, 1995], [Janáček—Čihák—Frýdmanová 1995].) Jedním z důvodů obtížnosti analýzy tohoto zpoždění je, že skutečná míra inflace v ČR dosud zahrnuje velké a měnící se podíl faktorů, které nejsou výsledkem změn peněžní zásoby a měnové politiky a které zamlžují jejich časový dopad.

<sup>8</sup> Tyto a navazující otázky jsou diskutovány např. ve stati [Klaus 1995].

lhůtě splatnosti. Československo nebylo výjimkou, i když zde tento problém nenabyl tak velkých rozměrů jako např. v Polsku a byl řádově menší než v Rumunsku či Rusku.<sup>9</sup> Během roku 1991 se v ČSFR objem mezipodnikových pohledávek po lhůtě splatnosti zvýšil z 50 mld. Kčs na počátku roku na více než 170 mld. Kčs na jeho konci (což tehdy představovalo 25 % veškerých bankovních úvěrů podnikové sféře nebo téměř 18 % HDP). Výsledkem byly řetězce vynucených mezipodnikových úvěrů a druhotné platební neschopnosti.

Růst objemu pohledávek po lhůtě splatnosti se zastavil během r. 1992 — ve druhé polovině roku pak tento objem mírně klesl na 158 mld. Kčs. Za další roky nejsou zcela srovnatelné údaje k dispozici. V roce 1994 podle údajů ČSÚ za nefinanční organizace zadluženost stagnovala okolo 130 mld. Kč (zatímco odhad MPO za jeho rezort hovořil o poklesu o 40 až 70 mld. Kč). Nejnovější odhady opět udávají mezipodnikovou zadluženost stagnující, a to stále na úrovni kolem 130 mld. Kč. Dostupné údaje, i když nejsou zcela srovnatelné, svědčí tedy přinejmenším o tom, že se podíl mezipodnikové zadluženosti na HDP již snižuje. V roce 1994 představovalo 130 mld. Kč mezipodnikové zadluženosti zhruba 12,5 % HDP (oproti 18 % v roce 1991) a zhruba 16,3 % bankovních úvěrů podnikové sféře (oproti 25 % v roce 1991). Pro celkovou situaci ekonomiky je to velmi příznivý signál.

Z hlediska měnové politiky je mezipodniková zadluženost jakousi specifickou „finanční inovací“, která přidává do ekonomiky dodatečnou likviditu mimo kontrolu centrální banky. Vynucený mezipodnikový úvěr obsluhuje část transakcí místo pohotových peněz, bankovního úvěru či normálního komerčního úvěru.<sup>10</sup>

Je-li rostoucí část transakcí obsluhována vynuceným mezipodnikovým úvěrem, může se pro zbytek transakcí stát peněžní zásoba nadměrnou, s hrozcí

<sup>9</sup> Srovnej [Bigman—Leite 1993], [Clifton—Khan 1993], [Janáčková 1994]; k vlivu na bankovní systém viz [Hrnčíř—Klavec 1994].

<sup>10</sup> Kolem této otázky se stále ještě objevují nejasnosti. Častým omylem je chápání růstu likvidity v ekonomice pouze jako růstu zásoby peněz *M*.

I normální komerční úvěr v tržních ekonomikách zvyšuje likviditu, aniž by zvětšoval *M*. Přesouvá dočasně volné peněžní prostředky k těm subjektům, které potřebují uskutečnit určité transakce. Peněžní zásoba neroste — zvyšuje se však její likvidita: stejné *M* je schopné obsloužit větší objem transakcí. Podíl komerčních úvěrů je v „usazených“ tržních ekonomikách většinou stabilní; dojde-li k jeho výrazným změnám, odrazí se to mimo jiné i ve změně rychlosti oběhu peněz *V*.

V základě regulérního komerčního úvěru však musí ležet volné peněžní aktivum u věřitele — který se tím, že poskytne úvěr, vzdá jiných možností použití těchto peněz. I komerční úvěry se mohou řetězit a obsloužit více transakcí. Jejich celkový objem však závisí na volných peněžních aktivech u věřitelů — tedy nepřímo koneckonců na peněžní zásobě v ekonomice. Nemůže zcela nekontrolovatelně narůstat bez ohledu na vývoj *M*.

Vynucený mezipodnikový úvěr je nebezpečný právě tím, že v jeho základě neleží žádné peněžní aktivum u věřitele. Časový i logický tok je obrácen — nejdřív existuje řetěz dlužníků, kteří provádějí vzájemné transakce, aniž by si platili (tedy bez peněz), a teprve na konci řetězce se eventuálně najde věřitel, který již nemá toto břemeno na koho přesunout a má v něm vázána regulérní peněžní aktiva.

Některé řetězce mezipodnikových dluhů se mohou plně nebo zčásti uzavřít i do kruhu: transakce, které byly takto uskutečněny, lze de facto přirovnat k naturální směně — nebyla při nich vůbec nebo byla jen zčásti použita regulérní peněžní aktiva. Část řetězců sice nakonec najde svého konečného věřitele, ale i pak jeho skutečná peněžní aktiva začnou být vázána až následně — poté, co příslušné transakce celého řetězce již proběhly. Kromě toho v každém okamžiku existuje v ekonomice řada řetězců, které jsou dosud otevřené a jejichž transakce se tedy dosud uskutečňují bez použití regulérních peněz. Část transakcí je tak v každém daném okamžiku obsluhována jinak než existující peněžní zásobou. To je do ekonomiky dodatečně dodávána likvidita.

Problém této formy dodatečné likvidity je v tom, že může nekontrolovatelně narůstat a nedá se omezit řízením peněžní zásoby.

mi inflačními důsledky. Naopak, jestliže jsou tyto vynucené úvěry nahrazovány při obsluze transakcí bankovním úvěrem (ale i regulérním komerčním úvěrem), vzniká potřeba, aby zásoba peněz v ekonomice úměrně tomu rostla. Obtížnost monitorování těchto mikroekonomických procesů (nemluvě o jejich předvídání) ovšem ztěžuje možnost adekvátně na ně reagovat peněžní politikou.

Mezipodniková zadluženost, zejména v období svého výrazného nárůstu, výrazně komplikovala dopady měnové politiky ČNB na počátku transformace. Ztěžuje měnovou politiku i v současnosti, kdy podíl mezipodnikové zadluženosti na HDP, a tím na obsluze celkového objemu transakcí zřejmě naopak klesá. Očekávání poklesu role vynucených mezipodnikových úvěrů se banka snaží brát v úvahu při stanovování svých měnových mezicílů, nicméně do jejího rozhodování to nutně vnáší další stupeň nejistoty.

## Konvertibilita a oslabování autonomie měnové politiky

Různé režimy konvertibility měny a měnového kurzu v rozdílné míře otevírají ekonomiku zahraničním vlivům, pokud jde o oblast měnové politiky. Plná konvertibilita a plně liberalizovaný kapitálový účet zejména nastolují silnou spojitost mezi měnovou politikou a politikou kurzovou. Pokud je kurz vázán (pevně nebo v úzkém intervalu) na kurz jiné měny (skupiny měn), pak při plné konvertibilitě a liberalizaci kapitálových toků je domácí měnová politika v řadě situací postavena před fakt ztráty své autonomie vůči zahraničí. Domácí centrální banka v takovém režimu buď musí být připravena přizpůsobovat se měnové politice země (skupiny zemí), k jejíž měně je kurz vázán (ať už pevně, nebo v úzkém intervalu), nebo musí očekávat rozsáhlé pohyby kapitálu přes hranice, které narušují či negují její úsilí o autonomní politiku.

Teoretické modely indikují pro takové země takřka plnou ztrátu autonomie — v důsledku rychlé reakce kapitálových trhů na rozdíly v úrokových sazbách, které by z autonomní politiky vyplynuly.<sup>11</sup> Modelové závěry samozřejmě platí jen „za jinak stejných okolností“. V realitě jsou kapitálové pohyby určovány širším komplexem faktorů. Přítok a odliv kapitálu silně závisejí na důvěře investorů v politickou stabilitu (jinak ani vysoký úrokový diferenciál kapi-

<sup>11</sup> Jako modelový příklad mohou posloužit pozice zemí A a B, jejichž kurz je v úzkém intervalu vázán na DEM. Dejme tomu, že centrální banka A cítí z hlediska stavu domácí ekonomiky potřebu dělat expanzivnější politiku, než je současná politika Bundesbank. Výsledkem může být pokles domácích úrokových sazeb pod německou úroveň; pokud tento rozdíl dosáhne určité hranice, kapitál začne ze země A odtékat. Odliv kapitálu však znamená pokles domácí peněžní zásoby — čímž je expanzivní politika domácí centrální banky negována. V systému plovoucího kurzu, pokud by nižší úrokové sazby vyvolaly odliv kapitálu, by rostoucí poptávka po zahraniční měně zároveň snižovala kurz domácí měny. Pokles kurzu by sice u některých forem kapitálu nemusel přímo snížit jeho odliv (dokud by investoři nezačali očekávat zpětný růst kurzu), ale přinejmenším by zdražoval dovoz a podporoval vývoz, čímž by pokles domácí peněžní zásoby byl brzděn přes běžný účet platební bilance.

Opačná situace bude v zemi B, kde centrální banka nechce (nebo vzhledem k vysoké míře inflace sotva může) dělat takovou měnovou politiku, která by snížila úrokové sazby na německou úroveň. Pokud bude úrokový diferenciál dostatečně vysoký, vyvolá příliv kapitálu do B a bude tak zvyšovat domácí peněžní zásobu a ohrožovat domácí autonomní měnovou politiku.

Ekonomická teorie přiznává zemím s pevným kurzem, plnou konvertibilitou a liberalizovanými kapitálovými toky zpravidla pouze tzv. krátkodobou nezávislost — centrální banka může nezávisle dělat jen takové kroky, které kapitálové trhy vnímají jako krátkodobé a přechodné, očekávají jejich brzký zpětný zvrat, a proto na ně nereagují. Bližší k otázce autonomie viz např. [Frenkel 1988], [Dornbush—Fischer 1994], [Calvo 1990], [Stockman—Ohanian 1993].



tál nepřiláká nebo mu nezabrání v odlivu) a ve stabilitu kurzovou. Investoři přitom nevycházejí jen z okamžité situace, ale i z očekávání; ne vždy tato očekávání reálně hodnotí současnou situaci a ve správném směru anticipují situaci a politiku budoucí. To všechno nezpochybnuje základní poznatek měnové teorie o tom, že pevný kurz (a kurz řízený v úzkém intervalu) výrazně omezuje prostor pro autonomní měnovou politiku.

Tento základní poznatek platí i pro ČR.<sup>12</sup> Na počátku transformace — díky omezené konvertibilitě, větší regulaci kapitálových toků i větší míře nejistoty — zde byla mobilita kapitálu přes hranice nižší. Vliv zahraničí tudíž nepůsobil přímo jako omezení pro domácí měnovou politiku. S postupující liberalizací kapitálových toků přes hranice a s růstem přílivu kapitálu však sílil dopad vnějších faktorů na vývoj domácí peněžní zásoby.

Zhruba od poloviny roku 1993, a zejména v roce 1994 začalo být v české ekonomice výrazněji pocíťováno postupné oslabování autonomie měnové politiky. Koruna sice nebyla formálně plně konvertibilní, ale vysoce liberalizovaný příliv kapitálu v tomto období výrazně zesílil a nabyl jiných forem. Poklesl podíl přímých investic; vzrostl podíl zahraničních bankovních úvěrů českým podnikům a podíl portfoliových investic. Celkový příliv kapitálu vedl k růstu peněžní zásoby nad měnové cíle ČNB, přičemž krátkodobé úvěry, portfoliové investice a depozita navíc potenciálně obsahují vyšší podíl spekulativního kapitálu. Problém autonomie měnové politiky trvá i v prvním pololetí roku 1995.

Jednou z příčin růstu přílivu kapitálu byla nesporně celková kredibilita české ekonomiky. Domácí úrokové sazby, značně vyšší než např. v SRN, jsou dalším faktorem, jenž podněcuje příliv zahraničního kapitálu. Přes rozsáhlou sterilizaci byla ČNB v roce 1994 nucena připustit překročení svého měnového mezicíle (cílový růst M2 byl do 17 %, skutečnost 22,1 %).

Pro rok 1995 je měnový mezicíl stanoven jako růst M2 v rozmezí 14—17 %. Počátkem roku se příliv kapitálu dále urychlil a ČNB zintenzivnila opatření k jeho neutralizaci; ta však má nenulové náklady pro ekonomiku. Sterilizace s sebou nese zvýšené náklady centrální banky a státního rozpočtu. Zvyšování povinných rezerv a diskontní a lombardní sazby zatěžuje domácí komerční banky a diskriminuje i klienty na ně odkázané (zejména malé podniky, které nemají přístup k zahraničnímu financování). Posuzování efektu nejnovějších kroků směřujících k určitému administrativnímu brzdění přílivu kapitálu je zatím předčasné.

Paradoxem vlastním dané situaci je, že příliv kapitálu zatím nevedl k poklesu úrokového diferenciálu; neutralizační opatření naopak dále zvyšovala domácí úrokové sazby. Úrokový diferenciál nicméně primárně souvisí s vyšší domácí mírou inflace: je tedy otázka, jakou politikou by se mohlo centrální bance podařit jej stlačit pod úroveň, kdy by již nepodněcoval kapitálový příliv a kdy by to zároveň nevedelo k překročení měnových mezicílů z vnitřních zdrojů. Pokud jde o alternativní řešení v oblasti kurzové politiky, dosavadní diskuze snad již dostatečně prokázaly, že by se muselo hledat v úpravě kurzového režimu, nikoli ve změně úrovně kurzu při daném režimu. Jedním z navrhovaných řešení je zvýšení míry kurzového rizika pro krátkodobé investory rozšířením fluktuálního intervalu kurzu koruny.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> K situaci v ČR v tomto směru se vyslovují např. [Vojtišek—Olšovský 1994], [Mandel 1994], [Klaus 1995], [Dědek 1995].

Značné náklady, které úsilí o autonomní měnovou politiku (o dodržení měnových mezicílů ČNB) v současných podmínkách ekonomice přináší, přirozeně podněcují i diskuze o tom, jak jsou tyto mezicíle zdůvodněné: zda centrální banka správně hodnotí ekonomickou situaci a potenciál neinflačního růstu, zda by ekonomika skutečně neunesla vyšší růst peněžní zásoby a nižší úrokové sazby, aniž by to vedlo k růstu míry inflace. Opačnou stránkou mince jsou diskuze o tom, jaká pozitiva dnes přináší pevný měnový kurz. V současné době jsou nicméně měnové důsledky přílivu kapitálu zmírňovány i vývojem na běžném účtě platební bilance, kde narůstá deficit obchodu.

### Endogenita růstu peněžní zásoby

V závěru je možné se alespoň zmínit o alternativním pohledu na některá dilemata české měnové politiky — pohledu z hlediska endogenního růstu peněžní zásoby. Zahraniční diskuze o endogenitě tvorby (nabídky) peněz zatím v ČR nevyvolávají velký ohlas.<sup>14</sup> Přitom jde nesporně o klíčový problém soudobé měnové politiky (nejen o klíčový bod teoretických polemik mezi zastánci monetarizmu a postkeynesiánství). Vyspělé ekonomiky pozorují stále častěji, že dochází k tvorbě peněz nebo alternativních likvidních prostředků, která se vymyká kontrole centrální banky; peníze vznikají zevnitř (endogenně), o jejich množství rozhoduje poptávka podniků a komerčních bank, nikoli měnová politika; jednotlivé měnové agregáty nekontrolovatelně rostou anebo ztrácejí schopnost měřit skutečný objem prostředků, které mohou v ekonomice plnit roli peněz.<sup>15</sup>

V České republice se v období transformace stal specifickým projevem endogenity růstu peněžní zásoby právě růst mezipodnikové zadluženosti, který dodával do ekonomiky dodatečnou likviditu. Jeho vliv se snižuje, ale ještě v prvním čtvrtletí 1995 tyto specifické „úvěrové peníze“, vymykající se kontrole bankovní soustavy, činily nejméně 130 mld. Kč, což představovalo přes 12,5 % M2 a přes 16 % nominálního HDP. Teprve s rozvojem trhu a vznikem reálné hrozby bankrotů ustal nárůst vynucených mezipodnikových úvěrů a jejich část zřejmě získala charakter normálního komerčního úvěru.

Dalším společným jmenovatelem s endogenním pohledem na peněžní zásobu je fakt, že skutečný pohyb domácí peněžní zásoby v ČR silně závisí na poptávce firem po úvěrech. Snahy ČNB regulovat úvěrovou expanzi v české ekonomice se přitom míjejí účinkem, pokud poptávka podniků po úvěrových penězích může být uspokojována ze zahraničí. I to lze označit za formu „endogenity“ růstu domácí peněžní zásoby (neboť peněžní zásoba roste díky rozhodování podniků a vymyká se kontrole centrální banky). V tomto případě je endogenita důsledkem oslabení autonomie měnové politiky v režimu pevného

<sup>13</sup> Po zavedení větší konvertibility na běžném účtu (ve smyslu článku VIII MMF) by se snížená dostupnost autonomní měnové politiky mohla při stabilním kurzu projevit ještě o něco silněji; výrazný dopad v tomto směru se však neočekává. Oslabení autonomie souvisí především s faktickou již dosaženou mírou konvertibility (liberalizace) na kapitálovém účtu.

<sup>14</sup> Autorka se pokusila na tyto otázky upozornit počátkem roku 1995 v časopise *Ekonom* [Janáčková 1995]. Další práci, která se snažila přímo o aplikaci na českou ekonomiku, byla studie [Izák 1995]. Srovnej dále i studie [Janáčková 1995].

<sup>15</sup> Blíže viz např. [Eichner — Kregel 1975], [Moore 1988], [Wray 1992], [Pollin 1991], [Müller 1993] a další práce uvedené v seznamu literatury.

kurzu. Zkušenosti např. Bundesbank v SRN však ukazují, že endogenitě plynoucí z rostoucích možností zahraničního financování se v současnosti plně nevyhne žádná ekonomika; pevný kurz a úrokový diferenciál tento zdroj nekontrolovatelného růstu množství peněz v ekonomice pouze posilují.

Endogenní pojetí peněz je tedy relevantní i pro českou ekonomiku a stojí za to se jím blíže zabývat. Může odhalit nové pohledy na některé procesy, které v ekonomice probíhají, upozornit na nutnost včas reagovat na domácí i zahraniční finanční inovace a na změny účinnosti nástrojů měnové politiky a inspirovat studium alternativních měnověpolitických přístupů, které mohou v budoucnu více ovlivňovat i evropskou měnovou politiku.

## LITERATURA

- BIGMAN, D.—LEITE, S. P.: Enterprise Arrears in Russia: Causes and Policy Options. IMF Working Paper, č. 64, srpen 1993.
- BULÍŘ, A.: Československá monetární politika po roce 1989. Finance a úvěr, 1993, č. 5.
- CALVO, G. A.: The Perils of Sterilization. IMF Working Paper, březen 1990.
- CLIFTON, E. V.—KHAN, M. S.: Interenterprise Arrears in Transforming Economies. The Case of Romania. IMF Staff Papers, vol. 40, č. 3, září 1993.
- DĚDEK, O.: Currency Convertibility and Exchange Rate Policies in the Czech Republic. Praha, Institut ekonomie ČNB, 1995.
- DORNBUSH, R.—FISCHER, S.: Macroeconomics. McGraw-Hill, 1994.
- EICHNER, A. S.—KREGEL, J. A.: An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics. Journal of Economic Literature, prosinec 1975.
- FAND, D. I.: On the Endogenous Money Supply. Journal of Post Keynesian Economics, jaro 1988.
- FRENKEL, J. A.: International Interdependence and the Constraints on Macroeconomic Politics. Weltwirtschaftliches Archiv, 1986, č. 4.
- HANOUSEK, J.—IZÁK, V.—KLOKOČNÍK, O.: Monetary Policy During Transformation. (Praha, CERGE-EI) Working Paper, 1994, č. 47.
- HRNČÍŘ, M.—KLACEK, J.: Inter-enterprise Indebtedness and Performance of Banking System — the Czech Case. [Referát na semináři ACE.] Praha, únor 1994.
- GUBA, M.—SKOLKOVÁ, M.: Transformace čs. ekonomiky a vývoj měnové politiky. Finance a úvěr, 1993, č. 11.
- IZÁK, V.: Endogenous or Exogenous Money Supply? — The Czech Case. Praha, Institut ekonomie, ČNB, 1995.
- JANÁČEK, K.—ČIHÁK, M.—FRÝDMANOVÁ, M.: Česká ekonomika v procesu růstu. (Praha, Komerční banka), Hospodářské trendy č. 5, červen 1995.
- JANÁČKOVÁ, S.: K některým specifikům měnové politiky v ČR. Finance a úvěr, 1994, č. 9.
- JANÁČKOVÁ, S.: Měnová politika — úspěchy i hledání nových cest. Praha, Institut ekonomie ČNB, 1995.
- JANÁČKOVÁ, S.: Potřebují vyspělé země novou měnovou politiku? (Endogenní tvorba peněz). Ekonom, 1995, č. 8.
- JANÁČKOVÁ, S.—JANÁČEK, K.: Obchodní bilance, příliv kapitálu a růst investic v ČR. Hospodářské noviny, 14. 7. 1995 a 21. 7. 1995.
- JIRŮČEK, R.—MATALÍKOVÁ, I.: Krátkodobá měnově politická opatření ČNB v roce 1994. Bankovníctví, 1995, č. 3.
- KLAUS, V.: Ceny, kurs a nabídka peněz: příčiny přetrvávání cenového pohybu. Ekonom, 1995, č. 9.
- KUČERA, M.: Role ČNB a rozvoj peněžního trhu. Hospodářské noviny 24. 3. 1994.
- MANDEL, M.: Sterilizace měnových účinků přílivu zahraničního kapitálu — příklad České republiky. Politická ekonomie, 1994, č. 5.
- MOORE, B. J.: The Endogenous Money Supply. Journal of Post Keynesian Economics, jaro 1988.
- MÜLLER, M.: Endogenous Money and Interest Rates in Germany. In: Gebauer, W. (ed.): Foundations of European Central Bank Policy. Heidelberg, Physica-Verlag, 1993.

MÜLLER, M.—WORMS, A.: Endogenes Geld und das Langfristkonzept der Bundesbank. *Die Bank*, 1994, č. 11.

MÜLLER, M.—WORMS, A.: Targeting Monetary Aggregates, Interest Rate Movements, and Credit Demand. (J. W. Goethe-Universität, Professur für Geld und Währung, Frankfurt). Working Paper 1995, č. 38.

POLLIN, R.: Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*, jaro 1991.

POSPÍŠIL, J.: Východiska české měnové politiky v roce 1993. *Finance a úvěr*, 1993, č. 5.

STOCKMAN, A. C.—OHANIAN, L. E.: Short-run Independence of Monetary Policy under Pegged Exchange Rates and Effects of Money on Exchange Rates and Interest Rates. NBER Working Paper 4517, (Cambridge, Mass.), 1993.

VOJTÍŠEK, P.—OLŠOVSKÝ, R.: Příliv zahraničního kapitálu do ČR a jeho měnové aspekty, *Finance a úvěr*, 1994, č. 12.

WOLF, T. A.: The Lessons of Limited Market-Oriented Reform. *Journal of Economic Perspectives*, č. 4, podzim 1991.

WRAY, L. R.: Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money. *Journal of Post Keynesian Economics*, jaro 1992.

ŽÁK, J.—ČEŠKOVÁ, M.: Analýza inflace v České republice v období transformace. Praha, ČNB 1995.

## SUMMARY

### Czech Monetary Policy Dilemmas

Stanislava JANÁČKOVÁ, Praha, Institute of Economics of the CNB

During the transformation of the Czech economy, several factors existed that complicated the search for an adequate monetary policy. Some of the parameters needed to set intermediate targets were highly ambiguous. Inter-enterprise debts complicated monetary policy by adding additional liquidity to the economy. Steps taken to extend currency convertibility and liberalize capital inflows also narrowed the room for an autonomous monetary policy. The last two factors resulted in an endogenous growth in money supply. The article concludes by discussing current monetary policy during the post transformation period.