

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 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: 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

Aleš BULÍŘ: Československá monetární politika po roce 1989	181
Jiří POSPÍŠIL: Východiska české měnové politiky v roce 1993	201
Rudolf OLŠOVSKÝ: Příliv přímých zahraničních investic do ČR	206
Milena HORČICOVÁ: Nové způsoby participace státu na financování potřeb českého zemědělství	212

Finance a úvěr v zahraničí

Tomáš DOUCHA: Úvěrování zemědělství v USA	218
---	-----

In memoriam

Prof. ing. Jiří Petřivalský, DrSc., člen korespondent ČSAV (8. 6. 1928—19. 2. 1993) 232

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi** (8. část): ss. 225—236

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.

CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Czechoslovak Monetary Policy after 1989	181
Jiří POSPÍŠIL: Czech Monetary Policy Base for 1993	201
Rudolf OLŠOVSKÝ: Direct Foreign Investment Inflow to the Czech Republic	206
Milena HORČICOVÁ: New Methods of the State Participation in Financing the Czech Agriculture	217

Finance Credit Abroad

Tomáš DOUCHA: Crediting of Agriculture in the U.S.A.	218
--	-----

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part VIII): pp. 225—236

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.

DT: 338.23.336.74 (437)

Československá monetární politika po roce 1989

Aleš BULÍŘ*

Systém obchodních bank a ostatních finančních institucí obvyklý ve vyspělých ekonomikách byl v Československu opuštěn krátce po r. 1948. Činnost a zaměření centrální banky, stejně jako její jméno byly změněny v roce 1950. Státní banka československá byla vytvořena jako „monobanka“; fungovala současně jako centrální banka a prostřednictvím poboček znárodněných obchodních bank také jako obchodní banka. Monobanka zajišťovala finanční potřeby národního hospodářství tak, jak byly odvozeny od centrálního plánu. Z předchozího systému zůstalo pouze několik menších institucí.

Jedním ze základních úkolů ekonomické transformace započaté v roce 1989 bylo vytvoření efektivního bankovního systému. Bylo nutné obnovit obchodní banky cestou jejich oddělení od monobanky. Provedení legislativní úpravy bylo vcelku snadné: dvoustupňový bankovní systém byl vytvořen již k 1. lednu 1990, neboť nezbytné zákonné úpravy byly připraveny už v průběhu roku 1989 a v následujících třech letech jen postupně měněny.

Centrální banka, obnovená 1. ledna 1990, převzala původní jméno Státní banky československé (SBČS) a postupně získala pravomoce, které tradičně centrální bance patří. Jejím hlavním cílem se stala stabilita československé měny. Při realizaci monetární politiky byla SBČS nezávislá na vládě federální i obou vládách republikových. Její povinností bylo, aby dvakrát do roka předložila zprávu Federálnímu shromáždění a jednou za čtvrtletí informovala veřejnost o měnovém vývoji. Nezávislost centrální banky byla rovněž zdůrazněna procesem jmenování vedení banky: nejvyšší orgán, Bankovní rada, byla od roku 1992 jmenována prezidentem na období šesti let.

* Doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha a poradce ČNB
Redakce příspěvek obdržela 10. 3. 1993. Jedná se o další příspěvek z volného seriálu článků o ekonomickém a sociálním vývoji Československa v letech 1990—1992 avizovaného a započatého v č. 4/93 tohoto časopisu.

Mírně expanzivní monetární politika monobanky v 80. letech přispěla k vytváření makroekonomické nerovnováhy a měnového převisu. V systému centrálního plánování byla monobanka povinná poskytnout půjčku na každou podnikatelskou aktivitu, která byla začleněna ve státním plánu. Pro monetární politiku existoval jen velmi omezený manévrovací prostor.¹ Přes své „podřízené“ postavení si však čs. centrální banka (SBČS) uchovala své základní antiinflační instinkty a — v porovnání s ostatními reformujícími se ekonomikami — v roce 1990 vstupovala do sféry hospodářské politiky jako relativně konsolidovaná instituce. V této části uvedeme stručný přehled vývoje monetární politiky za období 1990—1992.

1990. Prvním zásadním rozhodnutím nově vytvořené centrální banky byla změna monetární politiky na restriktivní. K dosažení tohoto cíle významně pomohla i politika rozpočtového přebytku.² Cílem bylo tlumit všechny případné nerovnovážné impulsy a zajistit neinflační prostředí pro klíčové reformní změny, které měly být uvedeny do života v roce 1991. Střednědobým monetárním kritériem pro rok 1990 bylo tempo růstu půjček do domácí ekonomiky. Roční dynamika se měla pohybovat mezi -2 % až 1 %. V listopadu 1990 bylo toto kritérium změněno na 2,6 %, a to především z důvodu cenového efektu devalvace a obecného poklesu ekonomické aktivity. Hlavním nástrojem dosažení střednědobého kritéria byly úvěrové limity jednotlivých obchodních bank.

V průběhu roku 1990 začala centrální banka využívat některé nepřímé nástroje. Většina z nich byla zcela nových, neboť monobankovní systém — založený na přímé alokaci půjček — nepřímé nástroje nepotřeboval. Mezi nepřímé nástroje patřila diskontní sazba, refinanční (diskontní) půjčky a pravidla podnikání obchodních bank (úvěrová angažovanost, podíl vlastního kapitálu na rizikové vážených aktivech apod.). Vzhledem k chybějícímu peněžnímu trhu bylo ovšem nutné klást hlavní důraz na nástroje přímé. Diskontní sazba byla zpočátku stanovena na 4 % a na ni byly napojeny úrokové sazby z půjček.

Rychlý růst poptávky po půjčkách — vyvolaný jak očekávanou devalvací, tak inflačními expektacemi — vedl centrální banku k revizi diskontní sazby. Tato sazba byla zvýšena celkem třikrát: 1. 4. na 5 %, 1. 10. na 7 % a 21. 11. na 8,5 % (viz graf č. 1). Rozpětí, o které mohly půjčky obchodních bank diskontní sazbu převýšit, vzrostlo postupně z 4,5 % na 6 % a dále až na konečných 14 %. Nejvyšší přípustná úroková sazba (úrokový strop) dosáhla na konci roku 1990 22,5 %.

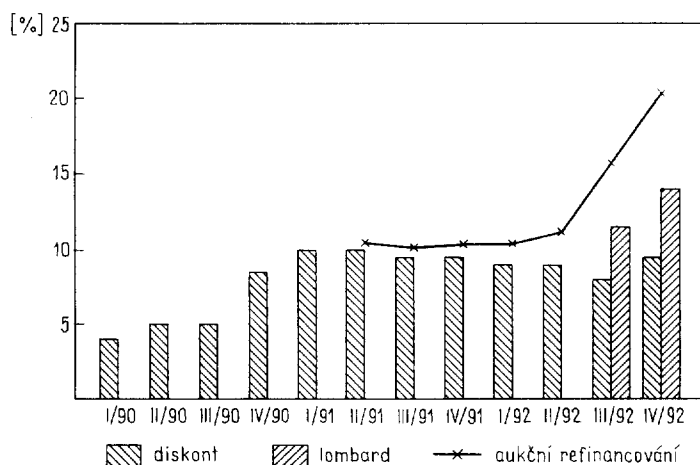
Úrokové sazby z vkladů byly v roce 1990 plně liberalizovány a obchodní banky tak mohly měnit jejich výši bez omezení. Vzhledem ke značné monopolizaci obchodního bankovníctví a k úvěrovým limitům nemusely banky soutěžit o nové vklady vyššími úrokovými sazbami. Úrokové výnosy byly až do konce roku 1992 nezdaněny. Sazba povinných rezerv byla stanovena na 5 % z primárních korunových vkladů. Z důvodů masivních volných rezerv byla sazba povinných rezerv zvýšena na 8 % a teprve potom začalo toto omezení hrát hlavní úlohu.

Hlavními událostmi ve sféře vnějších vztahů byly tři devalvace československé koruny, přičemž ta největší byla provedena v říjnu (o 55,3 %). Pokles čistého exportu a nápor na devizové rezervy učinily podstatnou devalvací nevyhnutelnou. V průběhu tohoto roku byly rovněž sjednoceny dosud oddělené devizové kursy.

¹ Přehled současného vývoje v Československu je uveden v práci [Dyba—Švejnar 1991] a [Bulíř 1992a].

² Srovnej například [Kočárník 1992].

GRAF č. 1 Úrokové sazby centrální banky



Jednalo se především o tzv. „turistický“ a „obchodní“ kurs Kčs. Aukce devizových prostředků³ ztrácely na významu — viz *tabulka č. 1*.

TABULKA č. 1 Devizový kurs CSK/USD — konec období

typ transakce	1989	I/90	II/90	III/90	IV/90
obchodní	14,29	16,81	16,51	15,71	28,00
aukční	114,35	59,15	39,36	31,04	39,40
turistický	—	39,96	27,85	26,49	28,00
černý trh	43,48	41,49	35,57	33,56	45,65

pramen: interní materiály SBČS Praha

Od posledního čtvrtletí roku 1990 byl devizový kurs trvale fixován na úrovni 28 Kčs (CSK) za jeden americký dolar. Zřejmě nejvýznamnějším výsledkem československých reformátorů je právě to, že devizový kurs nebylo nutné změnit po celé tři roky.⁴

Z doby existence Rady vzájemné hospodářské pomoci zdědilo Československo tzv. „převoditelné rubly“, účetní jednotku, jejímž prostřednictvím se měly provádět operace v rámci RVHP. Československá koruna revalvovala vůči převoditelnému rublu dvakrát, každé o 5 %. S pokračujícím rozpadem Sovětského svazu ztrácely operace v převoditelných rublech na významu a většina aktivit byla placena ve volně směnitelných měnách.

³ Československo v roce 1991 definitivně přestalo používat devizové aukce toho typu, podle kterých Rusko dnes odvozuje svůj devizový kurs. Platil obecný poznatek, že „úzký“ trh není efektivní a že tímto trhem procházela pouze malá část celkových devizových transakcí (v případě Československa méně než 10 %).

⁴ Mezinárodní instituce považovaly československou měnu za mírně nadhodnocenou ještě na konci roku 1990. Mezinárodní měnový fond, například, navrhoval další devaluaci o 18 %. Následný vývoj prokázal, že tento krok nebyl nutný.

1991. Monetární politika pro rok 1991 byla opět formulována jako restriktivní. Po cenové liberalizaci k 1. lednu 1991 měla centrální banka zajistit stabilitu kupní síly koruny vůči zahraničí a obnovit stabilitu její kupní síly vůči vnitřní ekonomice. Zejména zajištění stability fixního kursu se zdálo být po cenovém skoku obtížné. Ve stejné době ovšem byly jak fiskální politika, tak důchodové zásahy (omezení mzdového růstu) silně restriktivní a napomáhaly politice centrální banky.

Pro monetární politiku v roce 1991 nebylo stanoveno žádné významné střednědobé monetární kritérium. V přechodném období počátku roku 1991 postrádala centrální banka jak účinné nástroje, tak nezbytné stabilní prostředí. Jediným obecným principem bylo porovnání tempa růstu peněžní zásoby a půjček do domácí ekonomiky a tempa růstu nominálního hrubého domácího produktu. Toto kritérium — či spíše indikátor — bylo splněno, když široce vymezená peněžní zásoba (*M2*) vzrostla o 20,8 % a hrubý domácí produkt o 18,6 %. Ceny v roce 1991 vzrostly o jednu polovinu (index 153,6 %) a peněžní zásoba v reálném vyjádření tudíž poklesla zhruba o jednu třetinu.

Diskontní sazba ve výši 10 % byla stanovena 1. ledna 1991 spolu s maximální odchylkou úrokové sazby z půjček ve výši 14 procentních bodů. 8. září byla diskontní sazba snížena na 9,5 %.

Maximální odchylka byla snížena ve třech krocích až na 7,5 %. Platila gentlemen'ská dohoda mezi centrální bankou a bankami obchodními, že obchodní banky nebudou měnit své sazby bezprostředně po změnách diskontních sazeb. Jak úvěrové limity, tak limity úrokových sazeb fungovaly v roce 1991 jako aktivní omezení obchodních bank.

Na začátku roku 1991 byly všechny reálné úrokové sazby záporné, kladné hodnoty začaly nabývat až v polovině roku. Jedním z pozitivních výsledků monetární politiky byla rostoucí poptávka po vkladech — míra úspor dosáhla na konci roku 1991 úrovně 6,6 %, což byl značný úspěch po poklesu o 1,6 % v roce 1990. Bez ohledu na vysoké nominální úrokové sazby rostla poptávka po půjčkách. Velmi rychle rostly především půjčky poskytované soukromému sektoru.

Devizový kurs měl sloužit jako „nominální kotva“ ekonomické stabilizace. Fixní kurs ve středním období měl zajistit stabilní vnější podmínky pro vývoj domácí cenové hladiny a napomáhat efektivnímu rozhodování domácích subjektů v zahraničním obchodě. Stabilní devizový kurs rovněž limitoval devizové spekulace a vytvářel příznivé podmínky pro příliv zahraničního kapitálu — viz *tabulka č. 2*.

TABULKA č. 2 Devizový kurs CSK/USD — konec období

	I/91	II/91	III/91	IV/91
devizový kurs	28,74	30,89	30,03	29,20

pramen: interní materiály SBČS Praha

V souvislosti s očekávaným zvýšením poptávky po dovozech po liberalizaci zahraničního obchodu byl devizový kurs podpořen dodatečnými regulačními opatřeními. V roce 1991 mezi tato opatření patřila regulace platebních podmínek, dovozní přírážka (20 % k ceně) na všechna dovážená zboží a devizový přiděl pro obyvatelstvo. Řada opatření byla v průběhu roku uvolněna — například dovozní přírážka byla snížena na 10 %.

1992. Monetární politika pro tento rok byla formulována jako neutrální. Předchozí příznivý vývoj inflace a devizových rezerv dovolil omezit restriktivní charakter politiky centrální banky. Především v první polovině roku se SBČS snažila podporovat oživení agregátní poptávky snižováním úrokových sazeb a zvyšováním úvěrových limitů.

Centrální banka si stanovila — v závislosti na optimistické prognóze vývoje hrubého domácího produktu — nízké tempo růstu peněžní zásoby (M_2): 19,5 %. Skutečná dynamika peněžní zásoby (zhruba 25 %) převýšila jak střednědobé kritérium, tak dynamiku nominálního produktu především z exogenních příčin. Mezi ně patřil přebytek platební bilance a rychlý růst půjček na financování privatizace. Například půjčky financující privatizaci se za první tři čtvrtletí roku 1992 zdvojnásobily a dosáhly 36 mld. Kčs.

V roce 1991 získaly obchodní banky přístup k refinančním zdrojům poskytovaným centrální bankou. Tento přístup přetrvával — do značné míry — i v roce 1992. V srpnu byla diskontní sazba snížena na nejnižší úroveň od podzimu 1990, na 8 %. Rychlý růst peněžní zásoby zvýšil volné rezervy obchodních bank a zrychlující se nárůst poptávky po bankovních půjčkách v posledních dvou čtvrtletích vedl k uvalení limitů na refinancování. Diskontní sazba byla zvýšena na 9,5 % s cílem snížit rozpětí mezi diskontní sazbou a aukční sazbou z refinančních půjček. V posledním čtvrtletí nabyla politika centrální banky na restriktivnosti a začala působit proti případným inflačním tlakům.

Dalším významným rozhodnutím roku 1992 bylo úplné opuštění úvěrových limitů. Pro malé banky byly zrušeny již v září a pro velké banky o měsíc později. Jednalo se o logický krok, neboť přímé omezení úvěrové aktivity nebylo pro většinu bank skutečným omezením; tím byly povinné rezervy a pravidla úvěrové angažovanosti.

Devizový systém fungoval spolehlivě a centrální banka mohla zavést systém fixingu. SBČS nakupovala a prodávala volně směnitelné měny s cílem zajistit mezinárodní platební styk při současném udržení bazického kursu ve výši 28 CSK/USD. Tyto intervence centrální banky byly denně publikovány v deníku Hospodářské noviny.

Nedošlo k žádným významným odchylkám od bazického kursu nebo k devalvačním náporům na československou měnu. Černý devizový kurs monitorovaný ve Vídni byl stabilní a blízký kursu oficiálnímu. Jediné významnější odchylky nastaly před volbami v červnu 1992 a po nich. K poklesu hodnoty kursu a k náporu na devizové rezervy došlo až na konci roku 1992 v souvislosti s blížícím se rozdělením federace a předpokládaným oddělením měn — viz tabulka č. 3.

TABULKA č. 3 Devizový kurs CSK/USD — konec období

	I/92	II/92	III/92	IV/92
devizový kurs	28,35	27,89	27,01	29,80

pramen: interní materiály SBČS Praha

Výsledky voleb v červnu 1992 znamenaly konec federální monetární politiky. Po té, co bylo oddělení obou republik oficiálně dohodnuto, začaly vyplouvat na povrch všechny doposud skryté problémy: nižší kapitálové vybavení slovenských obchodních bank, menší důvěra ve slovenskou měnu, odliv vkladů ze Slovenska, devalvační očekávání slovenské koruny, apod. (Srovnej například [Bulír 1992b].) Ve zbytku roku 1992 se potom centrální banka zaměřovala především na tlumení

„předodlukových očekávání“ a odhalování redistribučních procesů uvnitř bankovního systému.

Nástroje monetární politiky

Když byl 1. ledna 1990 obnoven dvojstupňový bankovní systém, zdělala centrální banka tradiční instrumentarium monobanky. Neexistoval žádný peněžní trh a veřejnosti byl dostupný pouze úzký výběr depozitních variant. K dispozici byly převážně přímé nástroje monetární politiky: úvěrové limity, stropy úrokových sazeb vyjádřené jako maximální odchylky od diskontní sazby a refinanční půjčky. Centrální banka si ovšem začala rychle budovat systém nepřímých nástrojů. Většina z nich byla však plně zavedena až v průběhu roku 1992. Nepřímé nástroje nahrazovaly přímé nástroje jen postupně.

Peněžní trh v Československu byl po dvou letech stále ještě nedostatečně rozvinutý. Vzhledem k malému veřejnému dluhu zde neexistoval dostatečný objem státních obligací a státních pokladničních poukázek, kterými by se mohlo obchodovat při *operacích na volném trhu*. Když centrální banka potřebovala rychle snížit volné rezervy obchodních bank ve třetím čtvrtletí roku 1992, musela vydat vlastní krátkodobé poukázky.⁵ Vzhledem k tomu, že operace na volném trhu nemohly být používány příliš často, zůstaly k dispozici pouze dva hlavní nástroje: povinné rezervy a diskontní politika.

Jak jsme ukázali v části „Cíle a kritéria monetární politiky“, došlo v letech 1991 a 1992 k několika změnám *poměru povinných rezerv*. Po přechodném období v roce 1990 byla standardní podoba povinných rezerv jak pro vklady na viděnou, tak pro termínové vklady zavedena v roce 1991. Až do října 1992 činily tyto sazby 8 % pro vklady na viděnou a 2 % pro termínové vklady. V posledním čtvrtletí 1992 byly obě sazby zvýšeny o jeden procentní bod.

Zajímavostí byla úroková sazba (4 %) vyplácená obchodním bankám z jejich zůstatků povinných rezerv v roce 1991. Centrální banka se snažila kompenzovat obchodní banky za očekávaný cenový šok v prvním čtvrtletí 1991. Toto úročení bylo po stabilizaci cenové hladiny zrušeno.

Diskontní politika

Specifickou úlohu v systému nástrojů centrální banky měla od samotného počátku refinanční (diskontní) politika. Tento nástroj měl splnit dva hlavní úkoly: za prvé, měl napomoci kontrole monetární báze, a tedy i peněžní zásoby; za druhé, rozumná diskontní politika měla snížit náklady založení nových obchodních bank. Druhá úloha se stala kontroverzní především v druhé polovině roku 1992 a struktura refinanční politiky byla postupně měněna.

V roce 1990 a 1991 získaly nově založené (malé) obchodní banky v podstatě volný přístup k „diskontnímu okénku“. Například v roce 1991 představovaly refinanční půjčky velkým bankám jen 5–10 % z jejich celkových zdrojů. Stejný údaj pro malé (nové) banky činil v průměru 60 %. Nestandardní chování centrální banky mělo logické vysvětlení: velké obchodní banky (Komerční banka, Všeobecná úvěrová banka a Investiční banka) převzaly od monobanky vklady, půjčky, dosa-
vadní budovy i část zaměstnanců. Náklady na založení nové obchodní banky byly

⁵ Tyto poukázky SBČS měly dobu splatnosti 14 dnů a nízkou úrokovou sazbu (6 %). I přes tyto skutečnosti představovaly značné zatížení nákladů centrální banky.

značné⁶. Existovala i určitá forma kartelu: nové banky si mohly půjčit na mezi-bankovním trhu od velkých bank jen za vyšší úrokovou sazbu a menší objemy než ostatní velké banky.

V letech 1991—1992 byl systém refinancování obchodních bank důkladně přepracován a stal se podstatně sofistikovanějším. Centrální banka vytvořila čtyři tranše refinančních půjček:

(I) redistribuční půjčky přístupné těm velkým bankám, které od monobanky převzaly některé „pochybné“ půjčky. Hlavním příjemcem se stala Konsolidační banka, což je státní peněžní ústav, který převzal více než 100 mld. Kčs špatných půjček. Za tyto zdroje platí obchodní banky diskontní sazbu;

(II) aukční refinanční půjčky s dobou splatnosti jeden týden, jeden měsíc a tři měsíce. Refinanční půjčky s nejkratší dobou splatnosti byly určeny na krytí krátkodobých výpadků likvidity a jejich sazba byla průměrem aukčních sazeb půjček s dobou splatnosti 1 měsíc. Jednotlivé banky o tyto zdroje žádaly a jejich přístup byl omezen velikostí vlastního kapitálu. Zbývající prostředky (1 a 3 měsíce splatnosti) mohly být použity na řešení dlouhodobých problémů a byly rozdělovány prostřednictvím pravidelných týdenních aukcí;

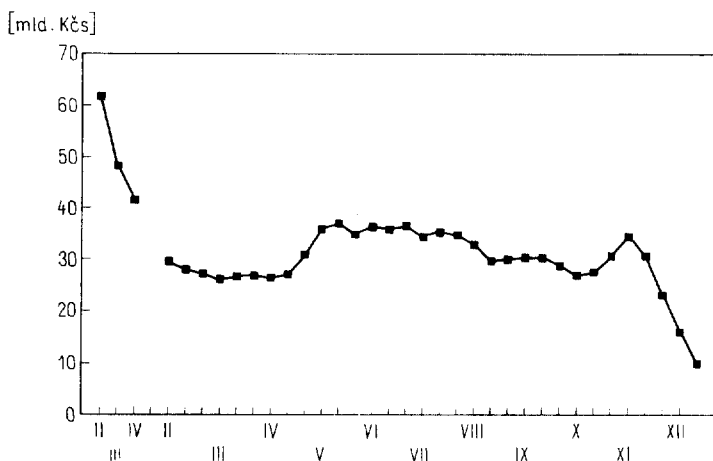
(III) lombardní půjčky, kdy zástavou jsou přesně určené obligace nebo akcie. Měly sloužit pro krytí výjimečných potřeb. Tyto zdroje byly úročeny výrazně vyšší sazbou než diskontem;

(IV) reeskontní půjčky, kdy si centrální banka srážela diskontní sazbu při odkupu směnec.

Celkový objem refinančních půjček poklesl z maximální výše 61,9 mld. Kčs v červnu 1991 na necelých 10 mld. Kčs v prosinci 1992 — viz graf č. 2. Celkový nabízený objem značně kolísal, jak se centrální banka snažila uzavírat přístup k diskontnímu okénku pro ty banky, které porušují pravidla „opatrného podnikání“, resp. regulovat peněžní zásobu. Zajímavým výsledkem aukčních re-

GRAF č. 2 Refinanční půjčky celkem

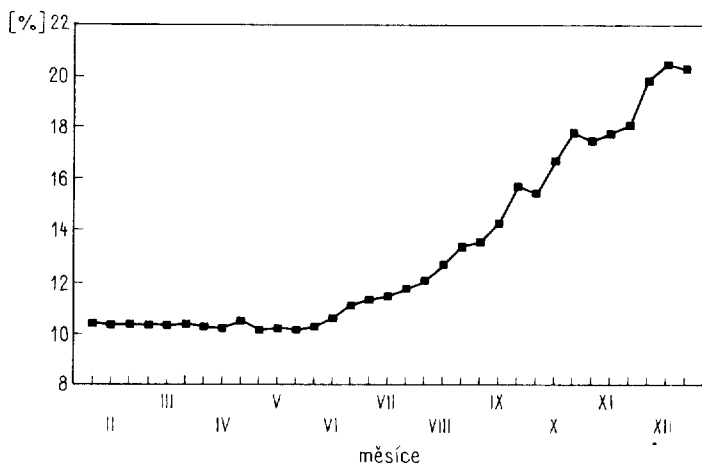
(r. 1991 — čtvrtletí, r. 1992 — dekády; klouzavý průměr)



⁶ Velké banky získaly určitou výhodu i převzetím „pochybných“ půjček od monobanky, neboť obdržely tzv. „redistribuční půjčky“ od centrální banky na krytí těchto půjček. Nákladem redistribučních půjček byla diskontní úroková sazba.

finančních půjček, které byly v prvním čtvrtletí roku 1992 zavedeny jako jediná metoda alokace diskontních půjček, byl vývoj úrokových sazeb. Na samém počátku byla úroková sazba z aukčních refinančních půjček těsně napojena na diskont se stabilní přírůzkou ve výši 2–3 procentních bodů — viz graf č. 3.

GRAF č. 3 Úrokové sazby z celkových refinančních půjček — r. 1992



Situace se změnila v posledních dvou čtvrtletích roku 1992. Za prvé, širší peněžní zásoba začala růst v důsledku přebytku platební bilance a expanze bankovních půjček poté, co byly zrušeny úvěrové limity. Většina půjček směřovala do vznikajícího soukromého sektoru. Za druhé, některé malé banky a také největší slovenská banka, Všeobecná úvěrová banka (VÚB), prožívaly odliv vkladů. Po přihlédnutí ke vznikajícím inflačním tlakům⁷ začala centrální banka důrazně omezovat množství diskontních půjček nabízených do refinančních aukcí. Ty obchodní banky, které byly závislé na získání externích zdrojů od centrální banky, si začaly konkurovat nabízenými úrokovými sazbami — viz graf č. 3.

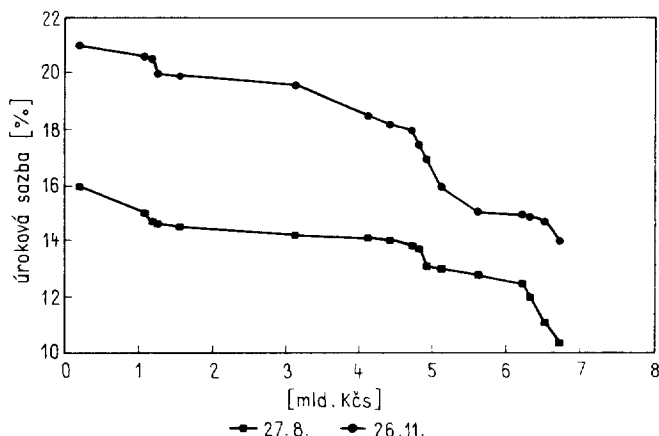
Aukční sazby vzrostly v listopadu a prosinci 1992 nad 20 %. Tento vývoj je možné, do značné míry, připsat procesu vytváření adaptivních očekávání. Nejčastější žadatelé o refinanční půjčky znali výsledky posledních aukcí a pravidelně nabízeli na následující aukci přibližně o 0,5 procentních bodů více, neboť jenom tak mohli získat dostupný objem půjček.⁸ To ukazuje graf č. 4: poptávkové křivky aukčních refinančních půjček se posouvaly vertikálně směrem nahoru. (Ve skutečnosti zde existovala celá skupina poptávkových křivek, jedna pro každou aukci. Pro přehlednost jsme zvolili pouze dvě z nich.)

Růst aukčních sazeb ovlivnil ovšem i ostatní úrokové sazby. Na konci roku 1992 byla diskontní sazba zvýšena na 9,5 %. Většina obchodních bank — a to i ty,

⁷ Centrální banka předpokládala, že pokračující expanze peněžní zásoby by dále rozšířila agregátní poptávku, a tudíž i inflaci. Otázkou ovšem zůstává, jak silný je tento tzv. efekt bohatství v případě reformující se ekonomiky.

⁸ Platilo pravidlo, že jedna banka nesměla získat více než 50 % refinančních půjček nabízených do aukce. Nabízený objem refinančních půjček byl oznámen předem.

GRAF č. 4 Poptávkové křivky refinančních půjček
(s dobou splatnosti 1 měsíc)



kteří se neúčastnili aukcí refinančních půjček — zvýšila své úrokové sazby prime rate. Jak vypadal transmisní mechanismus? Náklady kapitálu se pro účastníky refinančních aukcí zvýšily a tyto banky zvýšily své kreditní i debetní úrokové sazby. Poptávka po půjčkách byla při této výši úroků značně neelastická a poptávané množství se neměnilo. Vyššími úrokovými sazbami tyto banky ovšem přilákávaly nové vklady a ostatní banky musely začít rovněž zvyšovat své sazby. Vytvořila se zajímavá situace: malé a slovenské banky účastníci se refinančních aukcí sloužily jako „cenoví vůdci“ na federální úrovni. Zbývající banky své úrokové sazby jen přizpůsobovaly.

Kontrola peněžní zásoby

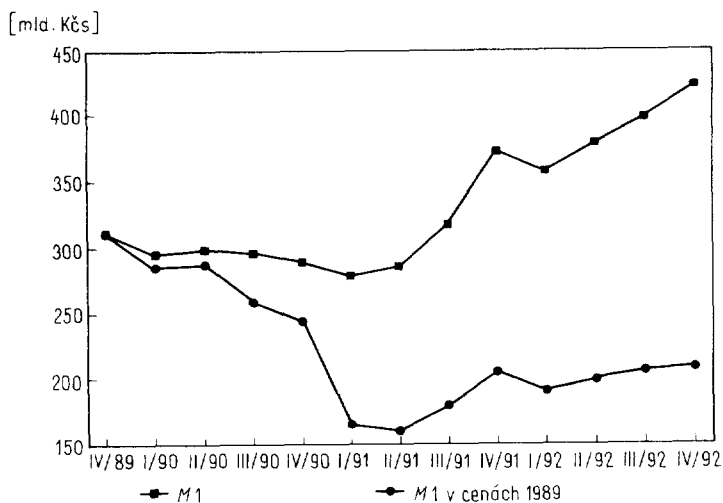
Kontrola peněžní zásoby byla v letech 1990 a 1991 značně nepřesná. Byla založena převážně na přímých nástrojích typu úvěrových limitů jednotlivých bank. Peněžní zásoba byla kontrolována prostřednictvím strany aktiv měnového přehledu centrální banky. Rostlo přesvědčení, že tento systém by měl být nahrazen sofistikovanějším mechanismem.

Současný systém kontroly peněžní zásoby byl uveden do života, po několika měsících přípravy, v druhém čtvrtletí 1992. Je založen na sledování nevypůjčených rezerv jako operativním kritériu. Toto kritérium bylo implicitně formulováno tak, aby volné rezervy obchodních bank byly blízké nule. Základním kamenem monetární politiky byly aukce refinančních půjček, které dovolily centrální bance kontrolovat výši nevypůjčených rezerv a tímto způsobem i monetární bázi.⁹ Není možné prokázat stabilitu peněžního multiplikátoru $M2$, stejně tak však neexistují důkazy o jeho extrémní nestabilitě.

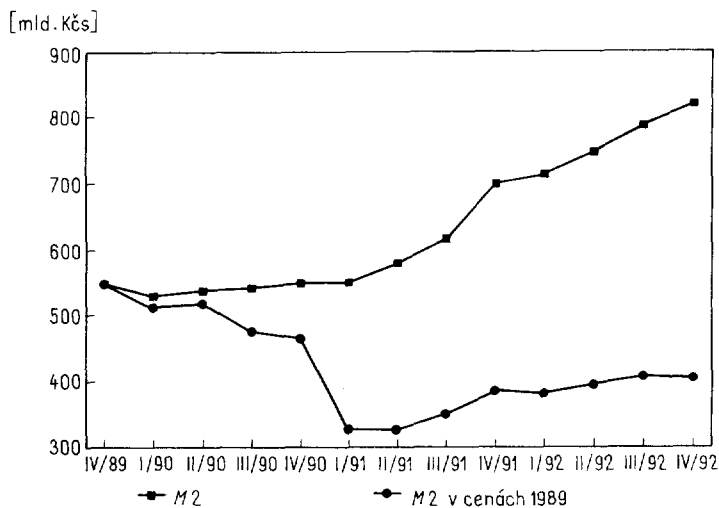
Vývoj úzce a široce vymezené peněžní zásoby ($M1$), resp. ($M2$), zobrazují grafy č. 5 a 6. Tyto grafy ukazují dlouhodobě restriktivní charakter československé monetární politiky. Oba peněžní agregáty v reálném vyjádření¹⁰ byly v posledním

⁹ Monetární báze se skládá z hotovosti a bankovních rezerv.

**GRAF č. 5 Nominální a reálná peněžní zásoba
(běžné ceny a ceny roku 1989)**



**GRAF č. 6 Nominální a reálná široká peněžní zásoba
(běžné ceny a ceny roku 1989)**



čtvrtletí roku 1992 nižší než v prosinci 1989. Dokonce i tehdy, kdybychom vyčlenili cenový šok v prvním čtvrtletí roku 1991 (který v zásadě nebyl inflací v obvyklém slova smyslu), reálné peněžní agregáty by nebyly vyšší než na počátku sledování.

¹⁰ Nominální peněžní agregáty jsme deflovali cenovým indexem (CPI).

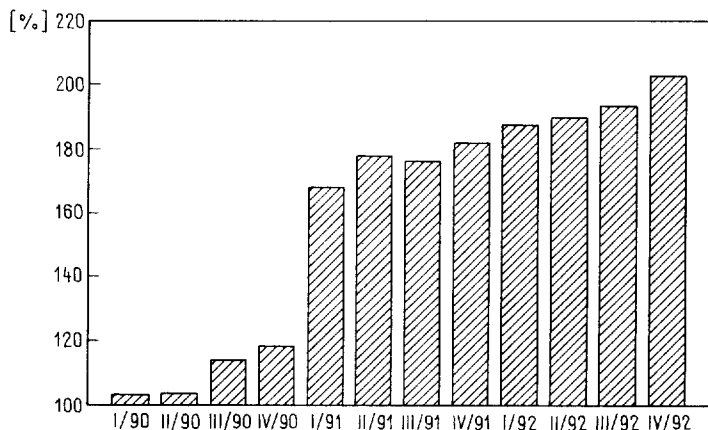
Hlavní střednědobé kritérium — široce vymezená peněžní zásoba ($M2$) — rostlo stabilní tempem, těsně napojeným na nominální výdaje. Úzce vymezená nominální peněžní zásoba, $M1$, klesala až do prvního čtvrtletí roku 1991 a teprve potom začala růst. Průměrná tempa růstu nominálních peněžních veličin byly 13,3 % ($M2$) a 9,6 % ($M1$). Protože $M1$ se skládá z hotovosti a vkladů na požádání, je možné odvodit, že transakční poptávka po penězích se stabilizovala v momentě, kdy přestala působit inflační očekávání. To bylo krátce po cenovém skoku v roce 1991.

Důsledky monetární politiky

Vedení centrální banky považovalo za prioritní cíl co nejrychlejší vytvoření uceleného systému nepřímých nástrojů pro monetární politiku. Toto úsilí přirozeně urychlovalo celý proces a na druhé straně vedlo někdy až k překotným změnám a zásahům do nástrojů. Především jednotlivé obchodní banky protestovaly, že změny nástrojů monetární politiky a podmínky, které banky musejí splňovat, se mění příliš rychle, bez předchozího varování. Tyto námitky se dotýkaly nejen změn povinných rezerv, ale především navazujících pravidel. Podobně byla několikrát měněna pravidla refinanční politiky (přístup k „diskontnímu okénku“).

Jak účinná byla monetární politika v celém tomto období? Obvyklým měřítkem je stabilizace cenové hladiny — viz *graf č. 7* — a fixování devizového kursu, kterým jsme se věnovali výše. Tyto dvě veličiny představují hlavní úspěchy monetární politiky. Do jaké míry byly ovšem dosaženy díky zásahům centrální banky? Do jaké míry vyplývaly z ostatních makroekonomických zásahů vlády? A konečně, je pomalý růst cen udržitelný ve středním období?

GRAF č. 7 Index spotřebitelských cen
(1989 = 100)



Ve vývoji inflace měřené indexem spotřebitelských cen je možné pozorovat čtyři oddělené úseky. Za prvé, zrychlení cenové dynamiky dováženého zboží v důsledku devalvaci provedených v roce 1990. Svou roli na konci roku 1990 nepochybně sehrál i „efekt oznámení“ budoucí cenové liberalizace. V roce 1990 byly rozpuštěny prakticky všechny organizace bývalé RVHP a od té doby byla většina transakcí prováděna v tvrdých měnách namísto v převoditelných rublech. Česko-

slovensko je závislé na dovozu surovin a tekutých paliv a náhlé zavedení světových cen zvýšilo domácí ceny. Současně se výrazně zvýšily i transakční náklady.

Krátké druhé období započalo 1. ledna 1991, kdy byly liberalizována většina cen. V lednu a únoru se cenová hladina zvýšila o jednu třetinu. Zvýšení bylo větší, než předpokládala většina vládních prognóz; ty se ovšem nemýlily v jedné věci: bude se jednat o cenový skok, nikoli o cenovou spirálu. Spíše než o plošné zvýšení cenové hladiny se jednalo o úpravu relativních cen. K cenovému nárůstu přispěly monopolní distribuční sítě,¹¹ výrobní kartely a nedostatek levných dovozních substitutů.

Ve třetím období, počínaje druhým čtvrtletím 1991, se cenový růst zastavil a ve třetím čtvrtletí 1991 došlo dokonce k absolutnímu poklesu cenové hladiny. Po zbytek roku 1991 a v prvních třech čtvrtletích 1992 rostly ceny přibližně o 1 % měsíčně.

Ve IV. období, koncem roku 1992, se pohyb cenové hladiny znovu zrychlil. Byl to důsledek (a) probíhajícího oživení v některých odvětvích ekonomiky, (b) předzásobovacího úsilí v období bezprostředně předcházejícím rozdělení státu a odluce měn, (c) očekávané devalvace slovenské koruny. Většina inflačních tlaků byla vyvolána v „reálné“ ekonomice.¹² Přílišná váha by se patrně neměla přičítat té skutečnosti, že agregát M2 se začal zrychlovat v druhé polovině roku 1992. Vyšší peněžní růst byl převážně důsledkem autonomního vývoje: přebytku platební bilance, akcelerace půjček financujících privatizaci a vysokých výnosů z malé privatizace přicházejících do Fondu národního majetku.

Můžeme shrnout, že československá cenová hladina byla v letech 1990–1992 primárně ovlivněna:

- (1) cenovou liberalizací provedenou v několika krocích a plynulým procesem odstraňování cenových dotací,
- (2) třemi devalvacemi koruny v roce 1990,
- (3) změnou platebních podmínek mezi zeměmi RVHP vedoucí k vyšším importním cenám,
- (4) monopolní pozici některých výrobců a velko- i maloobchodních firem ve výchozích etapách reformy.

Můžeme si povšimnout, že československé inflační impulsy byly velmi podobné argumentům předkládaným reformátory v ostatních postkomunistických zemích. Důvody, proč výše jmenované šoky nevedly k rychlé a permanentní inflaci (hyperinflaci) jako v řadě ostatních reformních ekonomik, lze shrnout do dvou skupin.

Za prvé, opatrná fiskální politika. Rozpočty byly připravovány jako vyrovnané a výsledné schodky vyplynuly z běžného hospodaření, a nikoli ze strukturálních příčin.

Za druhé, federální vláda připravila ucelený soubor opatření v důchodové politice. Základem byly limity mzdového růstu v nesoukromém sektoru a indexace ex post založená na minulém vývoji (nikoli indexace založená na očekávaných veličinách). Pouze v roce 1992 rostly průměrné nominální mzdy rychleji než cenová hladina. Oba typy zásahů tlumily inflační dopady vycházející z poptávkové i nákladové strany.

¹¹ V prvních dvou čtvrtletích se znásobily zisky velkoobchodu, zatímco zisky výrobců zůstaly téměř nezměněny.

¹² Zajímavý model popisující kauzalitu reálná ekonomika — peníze, postavený na logice modelu „reálného hospodářského cyklu“, nabídl Freeman [1992].

Nevelký cenový skok (o 5 % v agregátních veličinách a 8,5 % v případě potravin) v lednu 1993 ovšem otevřel otázku, zda je nízká inflace v postkomunistické ekonomice udržitelná i v delším období. Můžeme uvést dva argumenty.

Za prvé, cenový růst ve výši 1 % měsíčně není pravděpodobně pro hladké přizpůsobování domácích relativních cen cenám světovým dostatečný. Struktura domácích relativních cen je stále dosti odlišná od struktury cen světových. Pomalá a stabilní míra inflace vytváří prostředí, kdy se relativní ceny mohou měnit jen s velkými přeceňovacími náklady (menu cost), neboť časté změny cen budou způsobovat pokles obrátu (viz [Mankiw 1985]). Jsou-li ceny stabilní, jako tomu bylo v prvních dvou čtvrtletích 1992, přizpůsobování relativních cen může být velmi nákladné.

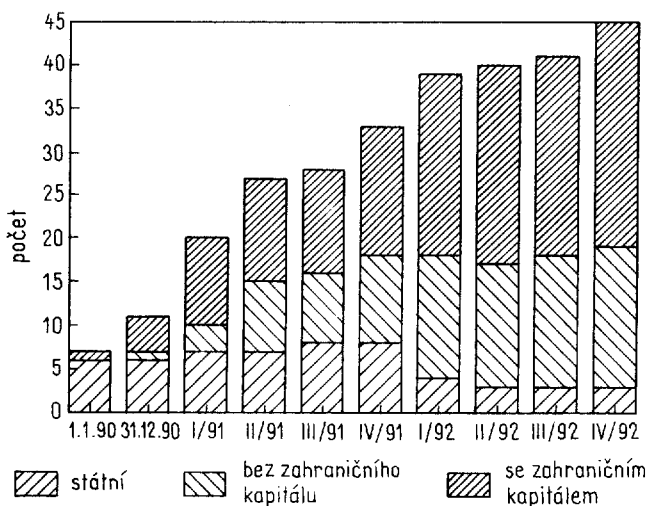
Za druhé, nízká míra inflace v průběhu roku pravděpodobně povede k přizpůsobování cen skokem. Při rostoucích nákladech, nízké míře inflace a fixních cenách substitucí zboží budou přeceňovací náklady vysoké. Ceny tudíž budou upravovány nepravidelně a většina výrobců bude reagovat simultánně. Zdá se, že vývoj v Československu odpovídal tomuto scénáři.

Vytváření obchodního bankovníctví

K úspěšné makroekonomické stabilizaci může jen těžko dojít bez vytvoření spolehlivého bankovního systému. Československé bankovní zákony jsou poměrně liberální a jsou doprovázeny pravidly opatrného bankovního podnikání a bankovního dohledu. Vládní instituce nevytvořily — na druhé straně — žádný ambiciózní program typu polského „Twin-Banks Program“, který by přímo napojoval domácí obchodní banky na banky světové. Vztah domácích bank k bankám zahraničním byl ponechán na rozhodnutí bank samotných. Jediným významnějším centralizovaným opatřením byly opakované pokusy řešit problém „špatných půjček“ zděděných z monobankovního systému.

V letech 1991—1992 obdrželo licenci více než třicet nových bank a všechny státní obchodní banky byly privatizovány — viz *graf č. 8*. Některé „staré“ obchodní banky byly privatizovány prodejem strategickému investorovi (Živnostenská

GRAF č. 8 Obchodní banky v ČSFR, které zahájily činnost

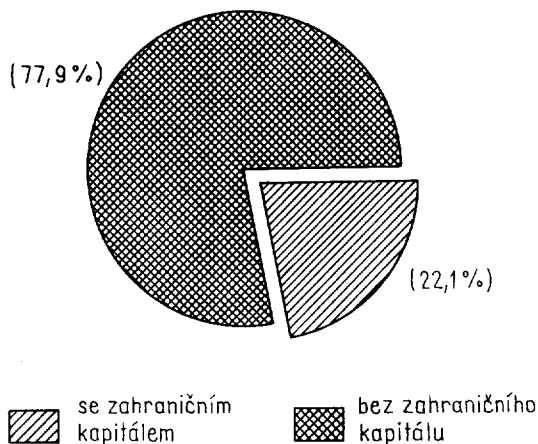


banka), v dalších případech byla použita kupónová metoda (Komerční banka, Česká spořitelna). Jedinou výjimkou v České republice zůstala Konsolidační banka, která je státním peněžním ústavem zabývající se především „špatnými půjčkami“. Ve Slovenské republice zůstaly dva státní peněžní ústavy: Slovenská štátna sporiteľňa a Slovenská záručná banka.

Téměř polovinu všech obchodních bank zčásti nebo úplně vlastní zahraniční kapitál. Pro formy vlastnictví obchodních bank neexistují žádná omezení. Celkový objem vlastního kapitálu bank činil v listopadu 1992 téměř 35 mld. Kčs, z toho na slovenské banky připadalo jen 7 mld. Kčs. Nové banky byly v počátcích přilákány především velkou poptávkou po půjčkách, kterou zavedené banky z řady důvodů nebyly schopné uspokojit, velkorysou diskontní politikou a relativně rozvinutým mezibankovním trhem krátkodobého kapitálu.

Pro účast zahraničního kapitálu platí známý poznatek, že banky se zahraničním kapitálem na domácím trhu nedominují. Banky se zahraničním kapitálem jsou relativně malé a specializované — 16 ze 45 obchodních bank se na vlastním kapitálu bankovní soustavy podílelo jen 22 % — graf č. 9. Žádná zahraniční banka se nevěnovala sběru vkladů od obyvatelstva.

GRAF č. 9 Struktura základního kapitálu obchodních bank
(stav k 31. 12. 1992)



Bankovní půjčky

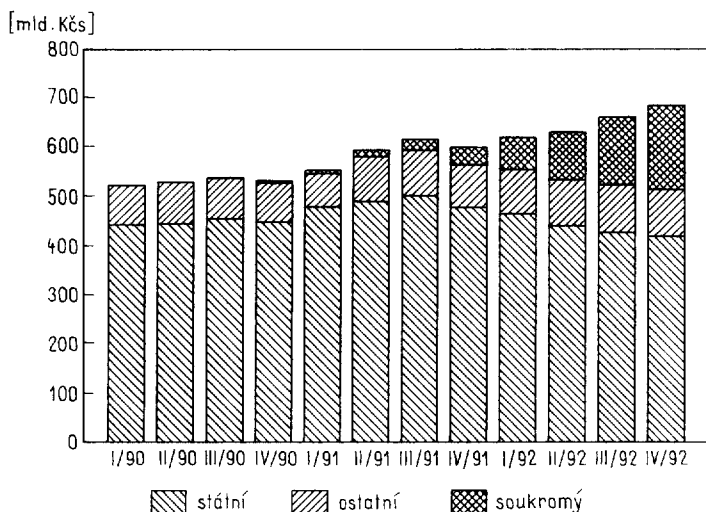
Agregátní vývoj bankovních půjček neposkytuje zcela ucelený obraz o stavu monetární politiky ve sledovaném období. Agregátní čísla dostatečně nezachycují situaci na peněžních a kapitálových trzích. Svou „zamlžující“ roli sehrála i opatření týkající se problému „špatných půjček“. Výnos obligací emitovaných Fondem národního majetku byl v roce 1991 zčásti použit na odpisy těchto půjček; následně poklesl celý agregát půjček.¹³ Důležitějším indikátorem než celkový objem půjček byl zřejmě podíl bankovních půjček financujících soukromý sektor.

Půjčky soukromému, státnímu a ostatním sektorům jsou znázorněny na *grafu*

¹³ Více než 100 mld. Kčs bylo převzato Konsolidační bankou. Tyto půjčky měly určenou pevnou dobu splatnosti a pevnou úrokovou sazbu ve výši 13 %.

č. 10. V nominálním vyjádření vzrostly celkové půjčky o 150 mld. Kčs, tj. o 30 %. To by přirozeně znamenalo prudký pokles v reálném vyjádření. Působily ovšem dva protisměrné faktory.

GRAF č. 10 Půjčky podle ekonomických sektorů
(typ vlastnictví)



Za prvé, v roce 1991 a 1992 byl významný podíl „špatných půjček“ nenávratně odepsán na úkor rezerv nebo převeden do cenných papírů. Byl využit jak centralizovaný přístup, tak vlastní aktivita jednotlivých obchodních bank.

Za druhé, bankovní systém byl připraven obsluhovat vznikající soukromý sektor. Půjčky soukromému sektoru se zvyšovaly velmi rychle, zatímco půjčky státním podnikům klesaly dokonce i v nominálním vyjádření. Například půjčky soukromým firmám se v prvních třech čtvrtletích roku 1992 více než zdvojnásobily. Soukromé firmy byly obecně považovány za spolehlivější partnery než firmy státní, což se projevovalo i na výši požadované zástavy. Především nově vznikající obchodní banky využívaly politiku velmi opatrného úvěrování státních podniků nebo se specializovaly výlučně na půjčky podnikům soukromým.

Důkazy ohledně „přidělování půjček“ jsou zjevné. Rychle rostoucí poptávka po půjčkách vedla k vyšším úrokovým sazbám i k necenové alokaci půjček. Rostla požadovaná zástava, větší důraz se začal klást na pověst firmy a její „úvěrovou minulost“. Poptávka většiny firem po půjčkách však nebyla zcela uspokojena.¹⁴ Nejsou důkazy pro to, že pro perspektivní projekty nebylo možné získat jakýkoli zdroj externího financování. Pro zlepšení situace na trhu půjček byly využity například státní záruky. Vybrané typy firem mohly žádat o úrokovou dotaci poskytovanou Českomoravskou záruční a rozvojovou bankou, která poskytovala rovněž záruky obchodním bankám.

Jen málo ucelených poznatků lze uvést o platební neschopnosti. Souhrnné veličiny, které dříve sestavovala centrální banka, přestaly být evidovány na konci ro-

¹⁴ Jedná se o „přidělování půjček prvního typu“, podle terminologie zavedené v knize Blancharda a Fishera [1989] (s. 479): „jednotlivec si nemůže při dané úrokové sazbě vypůjčit, kolik by chtěl“.

ku 1991. Objem neoficiálních mezipodnikových půjček může být ovšem sledován například přes rozvahy jednotlivých firem. Víme-li, že platební neschopnost je nepřímě úměrná objemu bankovních půjček (srovnej [Bulíř 1988]), nepřekvapí, že platební neschopnost začala se začátkem restriktivní monetární politiky prudce narůstat. V porovnání s monobankovním systémem se objem platební neschopnosti nepovažoval ani za cíl monetární politiky, ani za monetární kritérium. Pokles platební neschopnosti se podle dostupných signálů na konci roku 1992 zastavil, ale v souvislosti s rozpadem státu došlo naopak u platební neschopnosti k dalšímu nárůstu — viz *tabulka č. 4*.

TABULKA č. 4 Závazky po lhůtě splatnosti — konec období

v mld. Kčs

1990	1991				1992		
IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.
53,6	78,6	123,0	147,1	174,3	170,2	172,0	154,4

pramen: interní materiály SBČS a ČNB

Rovněž technické vybavení obchodních bank se začalo postupně zlepšovat. Obchodní banky začaly rozšiřovat síť svých platebních automatů a postupně začaly nabízet úvěrové karty. V roce 1992 zavedla centrální banka nový počítačový systém clearingového placení. Čas potřebný v roce 1992 pro průměrnou mezipodnikovou transakci se začal blížit světovému standardu.

Devizový systém

Po dílčích krocích v letech 1991 a 1992 začala být čs. koruna vnitřně směnitelná pro většinu operací běžného účtu platební bilance. Devizová politika, dosud založená převážně na přímých nástrojích, začala dominantně používat nepřímé nástroje. Fixní devizový kurs měl napomoci převodu struktury světových relativních cen do vnitřní ekonomiky (srovnej [Stern 1993]). Použití devizového kursu jako nominální kotvy bylo překvapivě účinné.

Československo je jedinou postkomunistickou zemí, která nemusela devalvovat svou měnu po dobu dvouapůl roku a nevytvořila současně deficit platební bilance. Na počátku roku 1992 centrální banka dokonce zvažovala možnost malé revalvace nominálního devizového kursu. Po červnových volbách, které přinesly pro federaci velmi nejistou budoucnost, se centrální banka rozhodla namísto změn bazického kursu pro systémové úpravy.

Výpočet devizového kursu byl postaven na koši pěti měn, který měl v roce 1992 následující proporce: USD 49 %, DEM 36 %, ATS 8 %, CHF 4 % a FRF 3 %. Nominální devizový kurs se volně pohyboval kolem bazické parity založené na uvedeném koši na úrovni 28 Kčs za jeden USD od konce roku 1990. Reálný kurs se ovšem výrazně zhodnotil — zatímco inflace v zemích měnového koše se pohybovala v rozpětí od 4 do 6 %, v Československu dosáhla 53 a 12 %.

Nový systém devizového kursu a devizových intervencí, založený na tzv. fixingu, byl zaveden v září 1992. Centrální banka se stala technicky odpovědnou za stabilitu devizového kursu denními intervencemi na trhu. SBČS byla oprávněna nakupovat a prodávat libovolné množství devizových prostředků generované mezibankovními transakcemi. Centrální banka nakupovala devizové rezervy od obchodních bank a naopak prodávala jim devizové rezervy v případě převisu nabídky.

ky deviz, resp. převisu poptávky po devizách. Operace devizového trhu byly liberalizovány a počet operací jednak mezi bankami a jednak mezi bankami a centrální bankou se podstatně zvýšil.

Zavedení fixingového systému umožnily rostoucí devizové rezervy. Nejvyšší úroveň dosáhly v srpnu 1992, kdy překročily 5,5 mld. Kčs. Zhruba řečeno, až do září 1992 centrální banka devizové prostředky převážně nakupovala, od října převážně prodávala — viz *tabulka č. 5*.

TABULKA č. 5 Devizové rezervy bankovního sektoru, 1991—92 — konec období

v mld. USD

	1. čtvrtletí	2. čtvrtletí	3. čtvrtletí	4. čtvrtletí
1991	1,4	1,7	2,3	3,3
1992	3,8	4,9	5,5	4,3

pramen: interní materiály SBČS Praha

Pokles devizových rezerv ve čtvrtém čtvrtletí 1992, následovaný nápořem na devizové rezervy, byl způsoben očekávanou devalvací slovenské měny po rozdělení federace a následné odluce měn. Do té doby, než byl fixing dočasně zastaven — tj. do 21. prosince 1992 — (a obnoven 8. ledna 1993) a než 8. února proběhla odluka měn, obě národní centrální banky ztratily podstatnou část svých rezerv. Rezervy se zčásti přesunuly k obchodním bankám, jejichž devizová aktiva zůstala prakticky nedotčena, a zčásti byly použity na spekulativní dovozy a spekulativní platby.

Výše vyslovená hypotéza, že nápor na devizové rezervy byl způsoben očekáváními (kursovou bublinou), a nikoli změnou fundamentálních proměnných, může být podložena vývojem devizového kursu na černém trhu. Před volbami v roce 1992 černý kurs¹⁵ nabízel jen minimální prémii oproti oficiálnímu kursu a ani potom rozpětí nepřekročilo 3 Kčs za jeden USD. Rozpětí se nejvíce zvětšilo těsně před odlukou měn, kdy dosáhlo až 45 CSK/USD. Po rozdělení měn se kurs české koruny vrátil zpět na původní paritu. Očekávání devalvace slovenské koruny drželo její černý kurs výrazně pod oficiální úroveň i po odluce.

Zmiňovaná stabilita devizového kursu a přebytek platební bilance¹⁶ dovolovaly držet československý hrubý dluh pod kontrolou — viz *tabulka č. 6*. Přesnější je uvádět hrubý dluh, neboť platilo, že podstatná část půjček poskytnutých odběratelům československého zboží je nedobytná. V 70. a 80. letech byla významná část československého exportu orientována do rozvojových zemí, které dnes postrádají prostředky i ochotu dluhy splácet. Pokud bychom brali do úvahy i devizová aktiva, velikost celkové čisté zadluženosti by se blížila nule.

Hrubý dluh činil 9,5 mld. USD na konci roku 1992, což bylo jen o málo více než na samotném začátku reformy. Dluh se přibližně rovnal jednoročnímu dovozu ČSFR. Československo nemělo obtíže s obsluhou svého dluhu a například 77 % jeho pasív mělo dlouhodobý charakter. V *dodatku č. 1* je uveden přehled půjček, které přijaly jednotlivé subjekty v československé ekonomice. Až do poloviny roku 1992 bylo Československo podle mezinárodních „credit rating“ považováno za nejlepšího postkomunistického dlužníka.

¹⁵ Máme na mysli černý trh ve Vídni. Tento trh je monitorován československými centrálními institucemi.

¹⁶ Zatímco bilance zboží byla negativní, bilance služeb byla díky turistice aktivní a země navíc zaznamenávala příliv kapitálu ve formě přímých zahraničních investic.

	1990	1991	1992 ^a
hrubý dluh	8 085	9 365	9 619

^a říjen 1992

pramen: interní materiály SBČS Praha

Závěr

Tato práce se soustředila na měnový vývoj v České a Slovenské Federativní Republice v období 1990—1992. Po třech letech postkomunistické existence se země rozdělila na dva nezávislé státy. Tyto tři roky nicméně představují zajímavý příklad úspěšné makroekonomické stabilizace, po které následovalo — v roce 1992 — mírné hospodářské oživení.

Reformní proces zahájilo Československo velice opatrnou monetární politikou. Ta zahrnovala jak přímé, tak nepřímé nástroje. Plnění kritéria tempa růstu nominální peněžní zásoby (*M2*) úspěšně předcházelo inflačním tlakům. Přes měnovou restriktci není možné prokázat, že by vznikající soukromý sektor měl omezený přístup k bankovním půjčkám nebo k externímu kapitálu. Centrální banka si rychle vytvořila nové instrumentarium. Existující obchodní banky byly privatizovány a vznikl velký počet nových soukromých bank.

Volba systému devizového kursu je pro postkomunistickou ekonomiku klíčová. Československý příklad ukazuje, že fixní devizový kurs doplněný opatrnou monetární a fiskální politikou může poskytnout stabilní nominální „kotvu“ pro racionální rozhodování ekonomických subjektů. Stabilita devizových vztahů ovšem kriticky závisí na stabilitě očekávání. Jakmile byl rozpad Československa definitivně potvrzen, začalo docházet k odlivu rezerv.

DODATEK 1

Mezinárodní půjčky získané ČSFR v letech 1991—1992

(I) půjčky od mezinárodních institucí podporující platební bilanci a „strukturální zásahy“

- 1,1 mld. SDR od Mezinárodního měnového fondu
- 0,8 mld. USD od Evropského společenství a G-24
- 0,3 mld. USD od Světové banky

(II) půjčky zaměřené na projektové financování

- 246 mil. USD pro České energetické závody
- investiční projekty schválené Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj ve výši 612 mil. ECU

(III) půjčky získané na mezinárodních devizových trzích emisemi cenných papírů

- 10 mld. JPY na japonském trhu
- 200 mil. ECU na eurodolarovém trhu

- (IV) půjčky přijaté podnikatelským sektorem
 – 0,2 mld. USD v roce 1991
 – 0,4 mld. USD v roce 1992 (odhad)

pramen: Indikátory měnového a hospodářského vývoje České republiky v roce 1993. Praha, ČNB, únor 1993.

DODATEK 2

Vybrané makroekonomické ukazatele, ČSFR

	1989	1990	1991	1992
nominální HDP ¹	795,5	811,3	977,8	1 059,9 ^e
reálný HDP ²	732,6	719,8	611,4	564,2 ^e
deflátor HDP ³	1,2	8,7	61,1	11,0 ^e
soukromá spotřeba ^{2,3}	2,8	2,9	– 24,0	6,0 ^e
veřejná spotřeba ^{2,3}	7,6	– 1,2	– 17,2	– 11,5 ^e
hrubý fixní kapitál ^{2,3}	3,2	2,6	– 31,8	– 0,2 ^e
devizový kurs, CSK/USD ⁵	15,1	18,3	29,5	28,3
reálný devizový kurs (1985 = 100)	70,9	54,2	51,8	55,0 ^e
běžný účet platební bilance ⁴	0,4	– 1,1	0,4	1,0 ^e
hrubá zadluženost ⁴	7,9	8,1	9,4	9,6 ^e
M2 ³	4,4	3,7	27,3	25,4 ^e

poznámky: ^e odhad nebo předběžná data

¹ mld. Kčs

² mld. Kčs, ceny roku 1984

³ procentní změna

⁴ mld. USD

⁵ roční průměr

pramen: interní materiály Státní banky čs., České národní banky a Federálního statistického úřadu

LITERATURA

BLANCHARD, O. J.—FISHER, S.: Lectures on Macroeconomics. MIT Press, Cambridge, Massachusetts 1989.

BULÍŘ, A.: Základní měnové kritérium a některá systémová omezení jeho působnosti. Finance a úvěr, 1988 č. 7, ss. 457—473.

BULÍŘ, A.: Macroeconomic Policy and Institutions in the Czechoslovak Transition: The Starting Point and First Steps. In: The Economic Transformation of Eastern Europe (eds.: Katz, B. a Rittenberg, L.) Praeger, Westport, CT. 1992 (a).

BULÍŘ, A.: The Czech and Slovak Republic in 1992: The Process of the Divergence. Prague, CERGE, Charles University, Working Paper, 1992 (b), č. 18.

DYBA, K.—SVEJNAR, J.: Czechoslovakia: Recent Economic Developments and Prospects. American Economic Review, 1991, 81, No. 2, ss. 185—190.

FREEEMAN, S.: Money and Output: Correlation or Causality? Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, 1992, č. 3, ss. 1—8.

Indikátory měnového a hospodářského vývoje České republiky v roce 1993. Česká národní banka, únor 1993.

KOČÁRNÍK, I.: The Problems of Fiscal Management in the CSFR in a Time of Transition. Prague, CER-GE, Charles University, Working Paper, 1992, č. 13.

MANKIW, G.: Small Menu Cost and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. *Quarterly Journal of Economics*, 100, May 1985, ss. 529—539.

Měnový a hospodářský přehled České republiky. Praha, SBČS 1992, č. 1, 2, 3.

STERN, R. E.: Getting the Price Signals Straight: Exchange Rates, Relative Prices, and Economic Stability in Eastern Europe. EBRD 1993. [Interní materiál. (mimeo)]

SUMMARY

Czechoslovak Monetary Policy after 1989

This is a study to describe monetary policy of the Czech and Slovak Federative Republic after 1989. After three years the existence of CSFR has been concluded but three years of monetary policy are an interesting record of a successful macroeconomic stabilization. Prudent monetary and fiscal policy in period 1990—1992 created a relatively stable framework for two succeeding republics. One can note that this paper deals with institutions and macroeconomic aggregates which do not exist anymore.

Goals and intermediate targets of monetary policy are discussed in the first part of the paper. Both instruments and targets have been changing according to development of money markets and banking system institutional framework. Particularly interesting was the development of refinancing instruments, discussed in the second part. Policy changes might be expected in the post 1992 period, but the basic instrumentaria of a modern Central Bank was established till the end of 1992 and only minor changes are to be expected.

Evaluation of various monetary aggregates development is presented in the third part of the paper. Fourth part deals with commercial banks build up. Emerging private sector was given a satisfying financial assistance. Last part is devoted to foreign exchange system development. Surprisingly successful was the system of fixed exchange rate based on the basket of five currencies of Czechoslovak major foreign trade partners. Until pre-split expectations at the end of 1992, black market exchange rate did not pay almost any margin over CSFR's official exchange rate and the banking system has been accumulating massive reserves.