

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou

© SNTL — nakladatelství technické literatury, n. p., Spálená 51, Praha 1

Adresa redakce:

Krakovská 8, 113 02 Praha 1, Nové Město

Telefon: 26 43 51—8

meziměstské hovory: 26 43 07

Vedoucí redaktor:

Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Издает Федеральное министерство финансов, в сотрудничестве с Государственным банком Чехословакии

© СНТЛ — издательство технической литературы, н. п., Спалена ул. № 51, Чехословакия

Редакция: Краковска ул. № 8, 113 02 Прага 1, ЧСФР

Главный редактор:

Иван Кочарник

OBSAH

Ing. I. KOČÁRNÍK, CSc.: K finančnímu hospodaření státu v roce 1989 433
 Ing. V. KULHÁNEK — Ing. V. VÁLEK, CSc.: Leasingové financování 437
 Ing. J. JONÁŠ: Základní principy opčního obchodu na burze 444

Ekonomická reforma

Ing. R. KAMINSKÝ: Úloha odvodů hospodářských organizací v podmínkách přechodu na tržní hospodářství 454

Diskuse

Doc. ing. J. CISAR, CSc.: K obnově trhu bytů 462
 Ing. V. IŠOVÁ — Ing. E. ŠURÁNIOVÁ: Miesto a úloha neinvestičných dotácií v našej ekonomike 470

Finance a úvěr v zahraničí

Dr. L. PODKAMINER: Makroekonomická politika centrálně plánovaných ekonomik zaměřená na realizaci přechodných reforem 479
 Ing. A. BULIŘ — R. VRÁTNÝ: Měnová politika a měnová kritéria v USA 498

Informace 504

СОДЕРЖАНИЕ

I. КОЧАРНИК: К финансовому хозяйствованию страны в 1989 г 433
 В. КУЛГАНЕК — В. ВАЛЕК: Лизинговое финансирование 437
 Й. ЙОНАШ: Основные принципы опционной торговли на бирже 444

Экономическая реформа

Р. КАМИНСКИ: Роль отчислений хозяйственных организаций в условиях перехода на рыночную экономику 454

Дискуссия

Я. ЦИСАРЖ: К восстановлению рынка квартир 462
 В. ИШОВА — Э. ШУРАНИОВА: Место и роль неинвестиционных дотаций в нашей экономике 470

Финансы и кредит за рубежом

Л. ПОДКАМИНЕР: Макроэкономическая политика центрально планированных экономик, ориентированная на реализацию переходных реформ 479
 А. БУЛИРЖ — Р. ВРАТНЫ: Валютная политика и валютные критерии в США 498

Информация 504

Měnová politika a měnová kritéria v USA

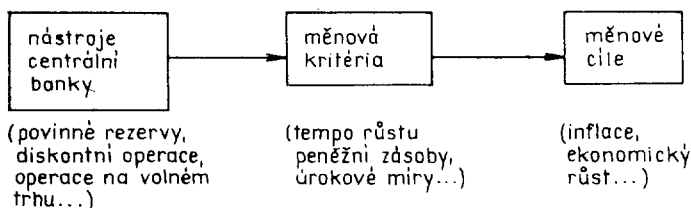
Ing. Aleš BULÍŘ — Radovan VRÁTNÝ

Přechod na dvoustupňovou bankovní soustavu spolu s urychlením ekonomické reformy a přeměnou společenského řádu odhaluje nejednu mezeru v našich teoretických znalostech. Nemenším problémem jsou i důsledky čtyřicetiletého odtržení od zkušeností makroekonomické politiky vyspělých zemí. Těžko hodnotit, kde se propast rozevřela nejvíce, ztráta kontinuity se však nevyhnula ani měnové teorii a politice.

Považujeme proto za vhodné ukázat, jakými měnovými kritérii a jak „citlivě“ provádějí centrální banky ve vyspělých zemích svou měnovou politiku. Tato politika je zajímavá jednak z pohledu institucí, pomocí nichž jsou nástroje uplatňovány, jednak z historického pohledu, tj. z pohledu změn měnových kritérií a prováděcích postupů. Zároveň demonstruje určitou zbytečnost a marnost hledání optimálního měnového kritéria použitelného pokud možno jednou provždy.

Centrální banka potřebuje měnová kritéria jako zprostředkující aparát, který jednak stanoví souhrnný rámec pro používání dílčích nástrojů, jednak umožní nalézt stabilní závislost mezi bankovním instrumentáři a makroekonomickými ukazateli ekonomického vývoje. Obecně můžeme proces měnové politiky vyjádřit známým *schématem č. 1*.

Schéma č. 1



Jako ilustrativní příklad asi nejlépe poslouží měnová politika USA, prováděná Federálním rezervním systémem, který vždy stál v čele světových modifikací měnové politiky. Pravděpodobně bychom nenalezli zemi, která využívala širší instrumentárium centrální banky.

V březnu 1951 získal Federální rezervní systém (Federal Reserve System) opět oprávnění k aktivnímu řízení měnové politiky, kteroužto možnost ztratil po do-

bu druhé světové války. Důvodem bylo podepsání zákona o novém vymezení pravomocí mezi ministerstvem financí a centrální bankou (Treasury-Federal Reserve Accord). Tento zákon především dovolil pohyb po dobu války zmrazených úrokových sazeb. (Zmrazené úrokové sazby pomáhaly snížit náklady na financování deficitu příjmů a výdajů státního rozpočtu.) Od počátku 50. let se používaná měnová kritéria několikrát změnila zásadně, dílčí prováděcí procedury byly měněny velmi často. Podobný vývoj bychom našli i v ostatních vyspělých západních zemích.

Měnová historie USA byla a pravděpodobně i bude velmi bohatá (viz [5]), Federální rezervní systém se nevyhýbal poměrně častým experimentům a změnám prováděcích nástrojů své politiky. (Vývoj před druhou světovou válkou srovnej [3].) Nepochybný je i vliv ekonomické teorie, v současné době pravděpodobně nejzajímavější impulsy pro konstrukci měnových kritérií poskytuje tzv. nová monetární ekonomie (srov. [2]). Co zůstávalo, jsou instituce tuto politiku provádějící. Diskontní politika je provozována pomocí tzv. „diskontního okna“ (discount window), operace na volném trhu v rámci tzv. „trading desk“ a vrcholným rozhodovacím orgánem je Výbor pro operace na volném trhu (Federal Open Market Committee).

V 50. a 60. letech sloužil jako primární střednědobý cíl vývoj *bankovního úvěru*. V 70. letech byly sledovány různé peněžní agregáty a největší důraz na tento typ politiky byl položen na přelomu 70. a 80. let. V 80. letech se poněkud změnila poptávka po penězích a Federální rezervní systém opět musel pružně obměnit své instrumentarium.

1953–65: bankovní úvěr a volné rezervy

Do roku 1950 byl Federální rezervní systém a Výbor pro operace na volném trhu přesvědčen, že úrokové sazby byly drženy příliš nízko. Jejich nízká úroveň vyplývala z povinnosti Federálního rezervního systému pohotově prodávat a nakupovat státní cenné papíry tak, aby byla udržena dohodnutá diskontní sazba. Od té se očekávalo, že bude podporovat výrazný ekonomický růst. Nízké úrokové míry ovšem zároveň přispívaly k nadměrnému rozsahu úvěrových zdrojů obchodních bank, vedly k vysoké emisi peněz do ekonomiky a značné inflaci. Vleklé jednání o právním zakotvení nezávislosti měnové politiky Federálního rezervního systému na cílech ministerstva financí (Accord) trvalo několik měsíců.

Výbor pro operace na volném trhu vytvořil pracovní komisi, která předložila doporučení, jak měnovou politiku v budoucnu provádět nejlépe. Zdůraznil, že trh cenných papírů bude fungovat lépe, pokud Federální rezervní systém nebude stanovovat úrokové míry a pokud bude peněžní trh fungovat s minimálními zásahy centrální banky. Bylo doporučeno, aby operace na volném trhu byly omezeny na trh s *krátkodobými* cennými papíry. Federální rezervní systém měl ponechat vytváření úrokových měr volné hře tržních sil a zasahovat měl pouze v případě, že trh bude ve výrazné nerovnováze a nebude se přizpůsobovat novým informacím. Bylo doporučeno zpružnění operací na volném trhu, „trading desk“ (tj. místo, kde centrální banka nabízí cenné papíry) měl rozvinout soutěžní chování svých účastníků (dealerů) pomocí tzv. techniky „go around“, když je cenný papír nabídnut více dealerům a je přijata jejich nejlepší nabídka. Většina doporučení pracovní komise byla posléze přijata.

Klíčovým měnovým kritériem, veličinou, kterou Výbor pro operace na volném trhu nejvíce sledoval, byl *vývoj bankovního úvěru* (půjčky a investice komerčních bank). Výbor usiloval o urychlení tempa růstu této veličiny v obdobích,

kdy se ekonomická aktivita ukazovala jako slabá, a o zpomalení tempa růstu v období hospodářského vzestupu. Byl to střednědobý cíl, neboť kompletní informace byly získávány až s několikátýdenním zpožděním.

Krátkodobým prováděcím nástrojem byly *volné rezervy*¹ (free reserves) a *vypůjčené rezervy*² (borrowed reserves). Od přebytku volných rezerv se čekalo usnadnění přístupu veřejnosti k půjčkám a investicím. O vysokých úrovních volných rezerv se věřilo, že podporují růst bankovního úvěru, poněvadž banky by neustále měly více likvidních rezerv, než kolik je jejich zákonná povinnost.

Vypůjčené rezervy získává obchodní banka od banky centrální v rámci diskontních operací. Vysoká úroveň vypůjčených rezerv měla naopak povzbudit postupné omezení bankovních půjček. Federální rezervní systém věřil, že lze nalézt bod, v němž budou volné a vypůjčené rezervy *neutrální* — nebudou podporovat ani růst, ani pokles úrovně bankovního úvěru. Komplikující faktory, jakými jsou distribuce rezerv, poměr půjček a depozit, poptávka po půjčkách, fáze hospodářského cyklu apod., nepovažoval Federální rezervní systém za tak významné, aby vyloučily fungování této politiky.

Trading desk pracoval na *každodenních* prognózách volných rezerv. „Čtení tónu trhů“ bylo považováno takřka za umění. S rozšiřováním peněžního trhu v 60. letech (například vlivem růstu mezibankovního trhu) se celý proces neustále komplikoval a skutečné chování makroekonomických veličin se odchylovalo od původních předpokladů. Například byl obchodován kapitál pod úrovní diskontní sazby (poprvé v r. 1964, častěji v roce 1965). Celý proces byl komplikován vnějšími obtížemi dolaru (odplývání zlatých rezerv mimo území USA).

Druhá polovina 60. let: přechod k novým ukazatelům

Ve druhé polovině 60. let se prováděcí procedury změnily jen v malé míře, ale toto období bylo především poznamenáno hledáním alternativních střednědobých ukazatelů (měnových kritérií). Stále větším problémem se stávala inflace. Rostly úrokové míry a stávaly se více variabilními. Do diskuse o měnové politice začaly více zasahovat ekonomické a statistické teorie: rozšířilo se používání kvantitativních metod k testování hypotetických vztahů mezi nástroji, měnovými kritérii a konečnými měnovými cíli. Objevily se názory o potřebě věnovat více pozornosti vývoji peněžních agregátů založených na peněžním multiplikátoru.

Výbor pro operace na volném trhu proto rozšířil seznam svých měnových kritérií. Vedle bankovního úvěru bylo určováno i tempo růstu peněžních veličin, hospodářská situace (business conditions) aj. Primárním testem pro zásahy zůstal vývoj volných rezerv.

Byla sice zachována pravidelnost schůzí Výboru pro operace na volném trhu (3–4 týdny), ale tato doba byla považována za příliš dlouhou, a proto byla r. 1966 zavedena doložka o pravomocech výkonného personálu v rámci „trading desk“ modifikovat pravidla zavedená na poslední schůzi Výboru. Další prováděcí změnou byl v roce 1968 přechod na opožděné účtování povinných rezerv, kdy požadavky centrální banky na rezervy obchodních bank byly založeny na průměrných úrovních depozit z minulých 2 týdnů.

¹ Volné rezervy jsou dobrovolně držené rezervy obchodních bank nad úroveň stanovenou povinnými rezervami. Vyplyvají především z nejistoty ohledně budoucího vývoje. Podrobněji viz například [2].

² Vypůjčené rezervy představují úvěr poskytnutý centrální bankou bankám obchodním. V československé terminologii diskontní nebo refinanční úvěr.

1970—79: ukazatel peněžního růstu a úrok na mezibankovním trhu

V roce 1970 byl bankovní úvěr v roli měnového kritéria formálně vystřídán sledováním růstu peněžního agregátu a jako primární vodítko na volném trhu se namísto volných rezerv začaly používat úrokové sazby na mezibankovním trhu (federal funds rate).³ Změna byla postupná, prvních několik let bylo poznamenáno průběžnými experimenty.

V tomto období postupně klesal význam sledování bankovního úvěru. Byly sledovány volné rezervy, především jako indikátor toho, kolik rezerv bylo potřeba k udržení úrokové sazby na mezibankovním trhu na požadované úrovni. Tyto postupy využívaly stabilní kladnou vazbu mezi půjčováním u centrální banky a rozdílem, který vzniká mezi úrokovou sazbou na mezibankovním trhu a diskontní sazbou. Zvýšily-li se úrokové sazby na mezibankovním trhu relativně k diskontním sazbám, potom zpravidla rostly výpůjčky u centrální banky (diskontní úvěry).

Od počátku roku 1970 Výbor pro operace na volném trhu každý týden vybíral optimální dráhu (tracking path) pro agregát M_1 . Měnová politika tedy zůstala velmi operativní. Simultánně se pokračovalo v určování tempa bankovního úvěru a indikoval se vývoj M_2 , ale tato opatření měla menší váhu než sledování M_1 . (Vymezení jednotlivých typů peněžních agregátů srovnej [6].)

V roce 1972 provedl Federální rezervní systém několik významných inovací. Zároveň s týdenním vývojem M_1 byly souběžně stanovovány a týdenní vývoj posléze nahradily dvouměsíční míry vzrůstu. Rovněž bylo zmenšeno přípustné rozpětí (range) cílového žádoucího růstu M_1 a skutečného vývoje. Pozornost se postupně přesouvala k dlouhodobějším (6 měsíců až 1 rok) odhadům optimálního tempa růstu agregátů, k čemuž sloužily i hojně používané ekonometrické modely.

Teoretickým základem praktického fungování měnové politiky byla kontrola celkových nebo alespoň povinných rezerv. Aplikace modelu multiplikátoru depozit vedla k závěru, že nabídkou monetární báze a stanovením povinných rezerv — při stabilním chování veřejnosti — lze udržet peněžní růst širěji vymezených agregátů ve zvolených mezích. Negativem byla poměrně značná krátkodobá kolísavost úrokových sazeb, což se projeвило především v r. 1972.

Přechod na nová měnová kritéria a nové prováděcí nástroje s sebou nesl i technické problémy. Například se jednalo o rozdíly mezi vývojem soukromých a vládních depozit a zákonná omezení na tyto typy vkladů uvalená. Většina zásadních problémů byla uspokojivě vyřešena do poloviny 70. let.

V roce 1975 bylo rozhodnuto o stanovování měnového kritéria *na dobu jednoho roku*, které bylo navíc vyhlášováno veřejně. Přípustné rozpětí růstu bylo odvozeno od základního období, což bylo bezprostředně předcházející čtvrtletí. Každé 3 měsíce se ukazatel posouval a upravoval na následující čtvrtletí. Zákony plné zaměstnanosti a vyrovnaného růstu z r. 1978 (Humphrey-Hawkins Act) založily proceduru požadující na Federálním rezervním systému také vysvětlování všech chybných kroků.

V průběhu 70. let Výbor pro operace na volném trhu měnil ve větším rozsahu úrokové sazby jen neochotně, především z důvodu vyhnutí se krátkodobým prudkým zvratům. Na začátku 70. let bylo rozpětí mezi novou a starou sazbou z federálních fondů mezi dvěma schůzemi obvykle mezi $\frac{5}{8}$ až $\frac{3}{2}$ procentních bodů. Později se zúžilo na rozpětí $\frac{1}{2}$ — $\frac{3}{4}$, resp. $\frac{1}{4}$ bodu.

³ Federální fondy (federal funds) jsou poněkud matoucím označením pro půjčky na mezibankovním trhu. Tyto úvěry jsou poskytovány prostřednictvím technického aparátu Federálního rezervního systému. Úrokové sazby (federal funds rates) jsou velmi citlivé na hospodářskou situaci v USA.

1979—82: peněžní agregáty a nepůjčené rezervy

V říjnu 1979 Výbor pro operace na volném trhu radikálně změnil své prováděcí postupy, když začal používat rezervní veličiny zvolené tak, aby byly v souladu s očekávaným tříměsíčním růstem M_1 . Nepůjčené rezervy (nonborrowed reserves) jsou ty úvěrové zdroje, které obchodní banka *nezískala* od banky centrální. Lze je spočítat odečtením půjčených (borrowed) rezerv od celkových rezerv. Přípustné rozpětí úrokových sazeb v týdenním (!) horizontu bylo zvýšeno na 4—5 bodů. Vytrvalé „přestřelování“ stanovených temp růstu peněz v nedávné minulosti a vysoká inflace změnila priority. Nestálost úrokové míry — tak obávaná v minulosti — byla nyní už tolerovatelná.

Výbor pro operace na volném trhu zvolil žádoucí míru růstu pro M_1 (a M_2) a jeho zaměstnanci se snažili o odhad adekvátní úrovně celkových rezerv. Bylo zapotřebí zjistit poměry mezi depozity a rezervami a depozity a hotovosti (koeficienty f a k , viz například [2]) při daných úrokových sazbách. Technika odhadu používala směs posudků a analýz historických vzorků. Úroveň diskontních operací měla být v souladu se zvoleným peněžním růstem. Pokud nebyla, peníze a celkové rezervy měly růst rychleji nebo pomaleji.

Pokud se tempo úprav nezdálo dostatečným, mohl Výbor pro operace na volném trhu dát instrukce k urychlení půjčovacího procesu. Na druhé straně, ve snaze omezit důraz na týdenní úpravy, byla optimální trajektorie rezervních veličin propočtena na delší období. Rovněž došlo k prodloužení intervalu mezi schůzemi Výboru (v roce 1979 měl 9 schůzí, r. 1980 11 schůzí, r. 1981 8 schůzí). Bylo neustále zdůrazňováno, že jsou *jako měnová kritéria stanoveny rezervy, a nikoli úrokové sazby*. Úrokové sazby na mezibankovním trhu nebyly opomenuty, ale byly používány pouze jako indikátor správnosti odhadů rezerv.

Výrazné výkyvy v úrokových sazbách byly očekávány, ačkoli i tam se vyskytla překvapení ve stupni nestálosti. Někteří odborníci to považovali za důsledek příliš pomalého postupu, který měnil úrokové míry na mezibankovním trhu příliš pozdě a příliš málo. Úsilí ukončit inflaci, která se vytvářela v průběhu jedné a půl dekády, si vyžádalo zásadní úpravy. Očekávání inflace a ekonomického růstu byla v tomto období velmi nejistá a výrazně kolísala podle toho, jak lidé vyhodnocovali nové informace a posuzovali, zda protiinflační politika má naději na úspěch.

Od roku 1983 do současnosti: peněžní a ekonomické cíle spolu s půjčenými rezervami

Zhroucení relativně těsného vztahu mezi M_1 a ekonomickou aktivitou vedlo — spíše než nespokojenost s prováděcími procedurami — k dalším výrazným změnám. Část změn v poptávce po penězích byla vysvětlena jako důsledek deregulace úrokových měr v různých druzích depozit a jako důsledek finančních inovací (například rozšíření účtů typu NOW, srovnej [4]). Agregát M_1 přestal být výlučnými „transakčními penězi“, neboť díky finančním inovacím se řada úročených depozit stala vysoce likvidními. Federální rezervní systém chtěl proto jako rozhodující měnové kritérium použít agregát M_2 a od něj odvozovat celkové a nepůjčené rezervy. Tato vazba se ovšem zhroutila hned po zavedení vkladových účtů peněžního trhu (Money Market Deposit Accounts), kdy poptávka po takto vymezené veličině M_2 prudce vzrostla.

V období nestálých vztahů mezi různě vymezenými penězi a ekonomickou aktivitou používal Výbor pro operace na volném trhu ad hoc (discretionary) postupy a doufal, že toto období nejistoty bude jen krátkodobé. Namísto před-

chozích výpočtů celkových a nepůjčených rezerv spojil některé agregáty a určoval přímo vypůjčené (borrowed) rezervy. Objem rezerv se měl upravovat, kdykoli peněžní veličina vybočí z optimální trajektorie. (V roce 1984 se Federální rezervní systém vrátil od zpožděného účtování zpět k povinnosti průběžného udržování zákonem stanovené výše povinných rezerv.)

Peněžní agregáty ovšem tak rychle svou stabilitu neobnovily. Pokles inflace ztraktivnil držbu peněz a citlivost úrokových měr vzrostla. Praktická rozhodnutí byla vedena informacemi o ekonomické aktivitě, o inflaci, o rozvoji zahraničního obchodu a o podmínkách peněžního trhu. Co se zdálo jako dočasné prakticistní narušení fixních pravidel, setrvalo 6 let. Současná úroveň teoretické diskuse o tom, zda fixní pravidla, nebo aktivní doladovací politika, je obsažena v článku [1].

Nepochybnou příčinou bylo i to, že nebyl zásadní důvod tuto politiku měnit – inflace je dnes na nejnižší úrovni od poloviny 60. let, mohutná hospodářská expanze se blíží neuvěřitelné hranici 100 měsíců růstu a nejsou výrazné náznaky jejího ukončení. Diskuse o alternativních modelech měnové politiky – založených například na nominálním hrubém domácím produktu nebo indexu ANCAP (srovnej [2]) jako rozhodujících měnových kritériích – byly mimo jiné i proto vedeny spíše v akademické rovině.

Shrnutí

V poválečném období učinil Výbor pro operace na volném trhu několik významných změn jak v měnových kritériích, tak v prováděcích nástrojích. Hybnou silou těchto změn byly stále silící obavy z inflace. Postupný přechod od úrokových měr na peněžní agregáty byl odrazem jak teoretických názorů, tak praktické nedůvěry v účinnost úrokových sazeb jako měnových kritérií. Tyto změny byly zpočátku provedeny spíše formálně, razantní využívání všech možností nastalo až po říjnu 1979.

Úpravy po roce 1982 pramenily z problémů spojených s nestabilitou rychlosti peněz počítané z M_1 . Ovšem v té době se už podařilo dramaticky snížit inflaci. Od roku 1982 Federální rezervní systém sledoval něco, co je spíše vhodné nazývat střednědobými indikátory (intermediate indicators) než měnovými kritérii (targets). Začala se stanovovat a fakultativně upravovat optimální trajektorie pro M_2 a M_3 . Úspěšné zvládnutí inflace a uspokojivý ekonomický růst USA prostě dosud nový systém měnové politiky nepotřebují.

LITERATURA

- [1] ARGY, V.: A Postwar History of the Rules vs Discretion Debate. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, June 1988, č. 165, s. 147–178.
- [2] BULÍŘ, A.: Nová monetární ekonomie a inflace. Politická ekonomie, 38, 1988, č. 5.
- [3] Čtvrtletní zpráva Federální rezervní banky v New Yorku. Praha, FMF (česky překlad) 1990. [Studijní materiál č. 1.]
- [4] FUHRMAN, W.: Makroökonomische Implikationen von Finanzinnovationen. Bank-Archiv, 1988, č. 5, s. 436–459.
- [5] MEULENDYKE, A. M.: A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades. Federal Reserve Bank of New York – Quarterly Review, 13, Autumn 1988, s. 6–17.
- [6] TOŠOVSKÝ, J.: K některým otázkám praktické realizace monetarismu v měnové politice centrálních bank vyspělých kapitalistických států. Finance a úvěr, 38, 1988, č. 5, s. 344–351.