

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s. r. o., Praha

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu Econlit (<http://www.econlit.org/>).

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Adresa redakce: Vínohradská 49
120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

<http://web.iol.cz/fau>

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic Econlit index (<http://www.econlit.org/>).

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Editor's Office: Vínohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Karel PŮLPÁN: Deset let české ekonomické transformace 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: K transformaci české ekonomiky po deseti letech .. 687

Libor KRKOŠKA: Transformace ve střední a východní Evropě: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: Česká zkušenost s „bublinami“ a finančními krizemi 715

Martin MANDEL: Měnová politika po roce 1990 z hlediska makroekonomické identity soukromé spotřeby 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Růst a strukturální změny v zahraničním obchodě českého zpracovatelského průmyslu v l. 1993–97 737

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu Finance a úvěr 1999

CONTENTS

Karel PŮLPÁN: Ten Years of the Czech Economic Transition 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: Ten Years of the Czech Transition 687

Libor KRKOŠKA: Transition in Central and Eastern Europe: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: The Czech Experience with Asset Bubbles and Financial Crises 715

Martin MANDEL: Post-1990 Monetary Policy and Private Consumption 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Growth and Structural Changes in the International Trade in Czech Manufacturing Industries in 1993–97 737

In the middle of this issue:

Journal Year Index 1999

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Doc. Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (předseda), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Měnová politika po roce 1990 z hlediska makroekonomické identity soukromé spotřeby

Martin MANDEL*

Úvod

Blížící se rok 2000 a kulatých 10 let uplynulých od listopadových událostí roku 1989 jsou výzvou k prvním analýzám ekonomického vývoje v „dlouhém“ období. Historické hodnocení minulého měnového vývoje je možné pochopit v zásadě dvěma způsoby. První možnou cestou je podrobný výčet všech vývojových etap v oblasti měnových transmisních mechanismů a systému měnového kurzu. Druhý způsob může být založen na sledování vývoje hlavních monetárních veličin ve snaze postihnout jejich dopad na reálnou ekonomiku. Pokud jde o první přístup, existuje zde již poměrně bohatá literatura, která popisuje jednotlivé vývojové fáze měnové a kurzové politiky Státní banky československé a České národní banky (Pospíšil, 1993, 1994, 1995, 1998), (Šmídková a kol., 1998), (Mandel, 1997), vč. ročních zpráv o měnovém vývoji či pozdějších inflačních zpráv publikovaných naší centrální bankou. To je důvodem, proč se v tomto článku budeme snažit akcentovat spíše druhý přístup.

Diskutovat budeme zejména otázky, do jaké míry se naplnily tradičně uvažované vztahy o vývoji monetárních a reálných veličin, které byly často základem koncipování naší měnové politiky. Zároveň porovnáme vývoj těchto veličin v sedmi dalších nejvyspělejších zemích střední a východní Evropy (Polsko, Maďarsko, Slovensko, Slovinsko, Estonsko, Litva a Lotyšsko), které jsou našimi největšími konkurenty či partnery při vstupu do EU. Výběr těchto zemí byl motivován dvěma skutečnostmi. Jednak se převážně jedná o země, které aspirují na vstup do EU v prvním kole, což by mělo zajišťovat přibližně shodný stupeň systémového rozvoje ekonomiky. Za druhé, tyto země publikují minimálně od roku 1993 většinu potřebných dat nutných k analýze zvolených ekonomických problémů.

Vzhledem k tomu, že v tomto článku budeme pracovat výhradně s ročními daty a s nízkým počtem zemí, nebylo možné využít klasických (algebraických) metod ekonometrické analýzy; používáme tedy pouze grafické označení uvažovaných vztahů v duchu průřezové analýzy. Předkládaný článek proto neaspiruje na jednoznačné prokázání platnosti či neplatnosti určitých teorií a měl by být brán pouze jako inspirativní zdroj pro další diskuzi tohoto tématu.

* Doc. Ing. Martin Mandel, CSc. – VŠE Praha, katedra měnové teorie a politiky

Autor děkuje za cenné podněty při zpracování tohoto článku Vladimíru Tomšíkovi.

Metodologický přístup

Naše měnová a kurzová politika prošla od roku 1989 řadou vývojových změn jak v oblasti používaných nástrojů, tak v oblasti systému jejího vedení. V kurzové oblasti například přešla od systému pevného kurzu s úzkými a později širokými pásmy oscilace (při současné vazbě na individuální měnový koš) k systému řízeného floatingu. Ještě bohatší byl vývoj v oblasti měnových transmisních mechanismů, kde postupně následovaly tyto systémy – poloadministrativní řízení přes stranu bankovních aktiv (zejména se jednalo o limity úvěrů a úrokové stropy), monetaristická koncepte řízení prostřednictvím měnového agregátu M2 při volbě různých operativních kritérií (měnová báze, rezervy bank a PRIBOR) a cílování inflace.

Může se proto zdát, že tento dynamický systémový vývoj neumožňuje sumární hodnocení měnového vývoje a jeho vlivu na reálné veličiny. Tento pohled je však podle autorova názoru příliš skeptický, a to ze dvou důvodů. Za prvé, v praktické podobě se měnová politika nikdy tak výrazně nemění, jak to vnějšímu pozorovateli z dikce, struktury a názvů měnových zpráv může připadat. Zcela „čisté“ transmisní mechanismy měnové politiky jsou spíše nutným modelovým zjednodušením pro pedagogický výklad nebo teoretickou modelovou diskuzi. V praxi se jednotlivé systémy často prolínají, hodnotí se až na výjimky vždy širší souvislosti a konečné znění materiálů z hlediska „systémové čistoty“ vychází (do jisté míry) ze snahy minimalizovat odborný střet s teoretickou obcí. Za druhé, historické příklady (např. Německa, Švýcarska, Itálie atd.) ukazují, že i když osoby a systémy měnové a kurzové politiky se mohou měnit, duch její realizace zůstává často zachován. Podle autorova názoru tato skutečnost souvisí se společenským a politickým tlakem, který psychologicky působí na každé vedení centrální banky. Pro Československo a následně i Českou republiku byl tento společenský tlak až do nedávné doby nasměrován poměrně konzervativně, což zřejmě vyplývalo z určité heroizace historické osobnosti A. Rašína a vlivu úspěšné antiinflační politiky sousedního Německa. Od počátku proto ekonomické termíny jako expanzivní politika, keynesiánská politika, devalvace apod. neměly dobrý politický zvuk, což se promítlo jak do dlouhodobého charakteru měnové a kurzové politiky, tak i občas do dikce měnových zpráv (např. v relativně krátkých obdobích monetární expanze se obvykle „utíkalo“ k termínu neutrální měnová politika).

Dalším metodologickým problémem je vlastní hodnocení měnové politiky a její mezinárodní srovnání. V současné době mezi monetárními ekonomy a centrálními bankéři zřejmě převažuje hodnocení měnové politiky z hlediska její úspěšnosti v boji s inflací. Tento přístup – např. a podrobněji v (Mishkin – Posen, 1997), (Hrnčíř – Šmídková, 1998) – má následující hlavní opěrné body:

1. stabilita měny je úkol centrální banky stanovený zákonem;
2. cílování peněžní zásoby je spojeno s řadou problémů (nestabilita parametrů, nejasný vztah k inflaci);
3. centrální banka nemůže vzhledem k počtu nástrojů sledovat více než jeden cíl, a to vnitřní cenovou stabilitu;
4. cílování inflace je pro okolí transparentní systém, který proto může ovlivňovat inflační očekávání a vede k dosažení cíle s nejmenšími náklady;
5. nízká inflace a stabilní měnový kurz jsou společenskými hodnotami samy o sobě, neboť nedochází k procesům přerozdělování důchodu a bohatství;

6. nízká inflace umožňuje maximalizovat tempo růstu HDP v dlouhém období;
7. vyšší inflace a následně vyšší nominální úrokové sazby jsou zdrojem nerovnováh v oblasti platební bilance;
8. nutnost splnění maastrichtského inflačního kritéria.

Snad s výjimkou prvního bodu, který je pohledem spíše úřednickým než ekonomickým, nelze ani jeden z těchto argumentů jednoznačně bez hlubší diskuze odmítnout. Z pohledu našeho uplynulého vývoje považuje autor osobně za nejzávažnější argument číslo sedm, neboť při neinflačním mezinárodním okolí zde mohou destabilizačně působit i relativně nízká tempa inflace mezi 5–10 %. Příčinou těchto nerovnováh je skutečnost, že ne všechny národohospodářské veličiny (zejména měnový kurz, či lépe řečeno očekávání o jeho vývoji) se přizpůsobují plynule, což má za následek vlny přílivu spekulativního kapitálu a období reálně nadhodnoceného kurzu. Zde je nutné podotknout, že někteří ekonomové již v minulosti navrhovali (Williamson, 1981) řešení tohoto problému v podobě kurzového systému crawling peg. Touto cestou se nakonec ze sledovaných zemí rozhodlo jít Polsko a Maďarsko.

Pokud budeme zastávat oprávněnost argumentů číslo jedna až osm, je jednoznačně dána i úzká sada kritérií pro hodnocení úspěšnosti měnové politiky centrální banky. Z hlediska tohoto přístupu budeme jako nejúspěšnější hodnotit takovou měnovou politiku, která zajistí nejrychlejší dezinflační proces a následně i nejnižší a nejméně variabilní inflaci. Údaje v *tabulce 1* potvrzují, že Česká republika patří do skupiny nejúspěšnějších zemí, pokud jde o razanci a dotažení dezinflačního procesu.

Při plném respektování předchozího přístupu, jehož nespornou výhodou je jeho jednoduchost a jednoznačnost hodnocení (avšak za předpokladu platnosti výše uváděných argumentů), bude snahou tohoto článku formulace alternativního přístupu k hodnocení efektů měnové politiky s důrazem na širší aspekty jejího působení. Snahou bude hledat spojení mezi stupněm monetární restrikce, resp. expanze, a dopadem na spotřebu v dlouhém období.

Vycházíme tedy z myšlenky, že v „užitkové funkci“ průměrného a převážujícího jedince naší společnosti není dominantní ani nízká inflace, ani tempo růstu HDP samo o sobě, ale maximalizace spotřeby v dlouhém období. Vzhledem k tomu, že uplynulých deset let je z ekonomického hlediska obdobím dlouhým, otvírá se zde prostor i pro tento přístup. Východiskem tohoto přístupu bude keynesiánská důchodová identita, ze které vyplývá následující rovnice soukromé spotřeby:

$$C = Y - I - G - NX$$

TABULKA 1 Vývoj míry inflace ve vybraných zemích střední a východní Evropy v %

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
Česká republika	56,7	11,1	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,3
Slovensko	61,2	10,2	23,1	13,4	9,9	5,8	6,1	6,8	7,9
Polsko	59,4	45,3	36,9	33,3	26,7	20,1	15,9	11,8	6,3
Maďarsko	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	9,4
Slovinsko	117,7	201,2	31,9	19,8	16,5	9,6	9,1	8,0	–
Estonsko			89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	10,5	3,5
Lotyšsko			108,8	35,9	25,0	17,6	8,4	4,7	2,1
Litva			409,0	72,1	39,7	24,6	8,9	5,1	1,0

poznámka: * červenec 1999 – průměrná inflace za sedm měsíců

K růstu soukromé spotřeby (C) dochází při růstu důchodu (Y), poklesu investic (I), snižování výdajů státu (G) a zhoršování čistého exportu (NX).

Z této interpretace je zřejmé, že zde existuje rozpor mezi maximalizací soukromé spotřeby v krátkém a dlouhém období. Ponecháme-li stranou výdaje státu, je otázkou, jak zajistit pokles investic a zhoršování běžného účtu tak, aby zde zároveň nedošlo k ohrožení spotřeby z hlediska dlouhého období. V případě investic to znamená, že s poklesem jejich objemu musí docházet k růstu jejich účinnosti. V případě zhoršování čistého exportu (ve stálých cenách) musí být pokles reálného exportu nebo růst reálného importu kompenzován zlepšováním směnných relací nebo zlepšováním bilance důchodů (výnosů) se zahraničím. Pouze tak bude udržena vnější rovnováha, jež je obvykle definována jako rovnováha běžného účtu.

Jaký je následný vztah mezi monetárními veličinami a jednotlivými faktory ovlivňujícími dlouhodobě spotřebu?

Základní vliv monetární politiky na spotřebu vychází z výše zmíněných úvah, že stabilní cenová hladina, resp. nižší inflace mají příznivý vliv na hospodářský růst, a tedy i spotřebu v dlouhém období. Tento problém byl v poslední době mezi českými ekonomy poměrně hojně diskutován, a to zejména v souvislosti se zavedením systému cílování inflace. Základní spor je veden v tom směru, zda krátkodobé až střednědobé náklady z dezinflačního procesu budou kompenzovány vyššími dlouhodobými růsty díky nižší (dojde i méně volatilní) inflaci. Je tedy otázkou, zda pro dlouhé období platí vztah:

$$dY = g(\underline{dP})$$

to znamená, že s růstem inflace (dP) klesá tempo růstu reálného důchodu (dY) a naopak, zda nízké tempo inflace zajišťuje dlouhodobě vyšší tempa reálného růstu. Při neplatnosti teorie parity kupní síly by bylo rovněž možné formulovat obdobný vztah pro měnový kurz, jako vyjádření vnější stability měny, a reálný hospodářský růst.

Jedním z důvodů pro realizaci politiky pevného nominálního kurzu, která následovala po sérii razantních devalvací v roce 1990, byly obavy, že měkkí kurzová politika (častější devalvace realizované např. v kurzovém systému crawling peg) bude demotivovat exportní firmy při snižování nákladů, což se výsledně promítne do chronického zhoršování směnných relací. Tento problém je postihnout i v rámci teorie vyrovnávacích procesů platební bilance, kde se pokles směnných relací považuje za náklad devalvačního řešení deficitu běžného účtu (tzv. případ Robinsonové pro malou ekonomiku se specializovaným exportem a diverzifikovaným importem). Vliv monetární (resp. kurzové) politiky na spotřebu můžeme hledat pomocí funkčního vztahu:

$$dT T = f(\underline{dER})$$

kde dTT je změna indexu směnných relací a dER je změna kurzu domácí měny v přímé kotaci. Při „měkké“ kurzové politice by s růstem kurzu (tedy s jeho znehodnocováním) měly směnné relace klesat (tzn. se zhoršovat). Dlouhodobý pokles směnných relací pak za jinak neměnných okolností vede k dlouhodobému poklesu spotřeby. Platí i opak pro „tvrdou“ kurzovou politiku, kdy směnné relace by se měly zlepšovat s dlouhodobým pozitivním dopadem na spotřebu. Je však nutné dodat, že tvrdá kurzová politika má i ně-

kteřá svá rizika, jako je zpomalování tempa růstu exportu a odrazování přílivu exportně orientovaných zahraničních přímých investic (zahraniční investor obvykle sleduje i možnosti a rentabilitu vývozu z hostitelské země). V námi uvažovaných vztazích, by se tato skutečnost pak zřejmě promítla v dlouhodobě nízkém tempu reálného růstu HDP při relativně nízkém inflačním vývoji.

Z monetárního přístupu k platební bilanci můžeme odvodit třetí předpokládaný dlouhodobý vliv monetární politiky na spotřebu. Nízké tempo růstu peněžní zásoby – čili málo peněz v rukou domácích spotřebitelů – nutí společnost opatřovat si peníze vyšším vývozem zboží do zahraničí (resp. snižovat dovoz zboží ze zahraničí). To by se mělo projevit v nízkém zahraničním zadlužování a v budoucnu i v relativně příznivém vývoji bilance výnosů (důchodů). Na základě této hypotézy můžeme formulovat dva funkční vztahy:

$$dND = h (dM)$$

$$BI = k (dM)$$

Se zvyšováním tempa růstu peněžní zásoby (dM) se zvyšuje tempo růstu čistého zahraničního dluhu (dND) a o něco později se začíná zhoršovat saldo bilance výnosů (BI). V dlouhém období pak dochází k poklesu spotřeby, protože větší část důchodu je použita na splácení dluhů do zahraničí. V tomto článku bude zkoumán pouze první vztah, neboť v mezinárodně publikovaných platebních bilancích na silně agregovaném základě nelze odlišit v bilanci důchodů platby primárně spojené se zahraničním zadlužením a platby primárně spojené s přímými investicemi.

Z teorie mezní efektivity investic můžeme odvodit závěrečný dlouhodobý vliv monetární politiky na spotřebu. Ekonomové, kteří volají po restriktivnější měnové politice a vyšších úrokových sazbách, mohou vidět následující pozitivní efekty: zvýšení míry úspor, zvýšení objemu investic a následně v důsledku kapacitního efektu investic i vyšší důchod a spotřebu v budoucnu. Sporným místem této transmise je, proč by s vyšší úrokovou mírou měly růst i investice. Navíc lze vyjádřit obavy, že míra úspor je na úrokovou míru dlouhodobě necitlivá či velice málo citlivá. Vyšší úrokové sazby mohou však mít pozitivní efekt na účinnost investic, pokud připustíme, že úvěrový trh jako hlavní zdroj financování investic je převážně nerovnovážený a úvěry jsou poptávajícím „přidělovány“. V tomto případě vyšší úroková sazba automaticky vyloučí z poptávky investice, které nesplňují pravidlo nové vyšší mezní efektivity. V dalším období se proto na investice rozdělí stejný objem zdrojů, avšak mezi uchazeče s vyšší efektivitou investic. Na stejný objem investic bude pak v budoucnu připadat vyšší tempo růstu důchodu a spotřeby.

Tento případ je tedy nejbližší našim počátečním úvahám o krátkodobém a dlouhodobém vztahu investic a spotřeby (krátkodobě nesnižujeme spotřebu a dlouhodobě ji zvyšujeme). V extrémním případě by mohly úspory při vyšší úrokové míře v souvislosti s důchodovým efektem poklesnout (tedy spotřeba krátkodobě vzrůst), přičemž dlouhodobý růst důchodu a spotřeby by byl zajištěn i s nižšími investicemi díky jejich efektivnějšímu „přidělování“. Jaké je riziko politiky vysokých úrokových sazeb? Jestliže se výše úrokové míry přestřelí, banky najednou zjistí, že nemohou umístit všechny své úvěrové zdroje, objem investic poklesne, což vzhledem k souběhu tzv.

poptávkového a kapacitního efektu investic (Kalous, 1997) zřejmě povede k ještě rychlejšímu poklesu míry růstu důchodu a následně i spotřeby. Při úspěšné politice vysokých úrokových sazeb by tedy měl platit vztah, podle něhož účinnost investic z hlediska tvorby důchodu s růstem úrokové sazby roste:

$$dY/Y / I/Y = l (RIR)$$

kde *RIR* je reálná úroková míra.

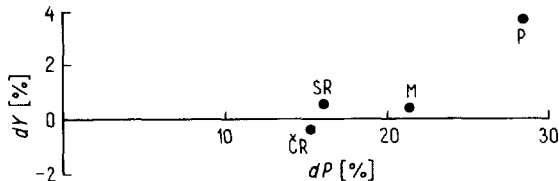
Na základě našich úvah získáváme čtyři, resp. pět funkčních vztahů pro dlouhodobé působení čtyř hlavních monetárních veličin (měnového kurzu, peněžní zásoby, úrokové míry a inflace) na spotřebu. Tyto vztahy do jisté míry odrážejí filozofii zastánců tzv. tvrdé měnové politiky, která by měla zajistit příznivý vývoj směnných relací, nízké zahraniční zadlužení, vysokou účinnost investic a maximálně možný růst důchodu v dlouhém období. Podle autorova názoru je tento přístup zároveň komplexnějším pohledem než prosté zkoumání vlivu monetární politiky na tempo růstu hrubého domácího produktu, které se obvykle staví jako alternativa k hodnocení monetární politiky z pohledu dopadu na inflační proces. Monetární restriktce, která způsobuje nižší tempa růstu reálného HDP, totiž ještě nemusí znamenat nižší dlouhodobou spotřebu společnosti, pokud zároveň dochází k výraznému zlepšování směnných relací a ke zvyšování účinnosti investic.

Empirická část

V *grafech 1 a 2* jsou zachyceny vztahy mezi průměrnou mírou inflace a průměrným tempem růstu reálného HDP ve sledovaných zemích. Graf 1 reprezentuje relativně dlouhé období devíti let (1991–1999) pro čtyři země (ČR, Slovensko, Polsko a Maďarsko), u nichž byla k dispozici příslušná data. Graf 2 postihuje „posttransformační“ období pro širší skupinu zemí (tzn. dále ještě Slovinsko, Estonsko, Litvu a Lotyšsko), kde pozorované hodnoty u každé země začínají rokem, kdy daná země zaznamenala první pozitivní růst reálného HDP (tzn. 1992 – Polsko, 1993 – ČR, Slovensko a Maďarsko, 1994 – Slovensko, Estonsko a Lotyšsko, 1995 – Litva). Oba grafy nevylučují možnost kladné korelace mezi mírou inflace a reálným růstem v uvažovaném intervalu národních inflací. Z grafů je patrné, že v dlouhém i v „posttransformačním“ období mezní hodnoty představují Česká republika (v dlouhém období průměrná roční míra inflace 15,4 % a průměrné roční tempo reálného růstu – 0,4 %, v „posttransformačním“ období 10,1 % a 1,7 %) a Polsko (dlouhé období 28,5 % a 3,6 %, „posttransformační“ období 24,9 % a 5 %). Ve druhém grafu se jako „odlehlé“ pozorování jeví případ Slovenska (průměrná roční míra inflace 8,4 % a průměrné roční tempo reálného růstu 4,9 %). Zde však lze v nejbližších letech očekávat návrat k hypotetické regresní přímce, jako důsledek odstraňování hluboké makroekonomické nerovnováhy, což zřejmě bude spojeno s výrazným zpomalením reálného růstu při současně vyšších mírách inflace.

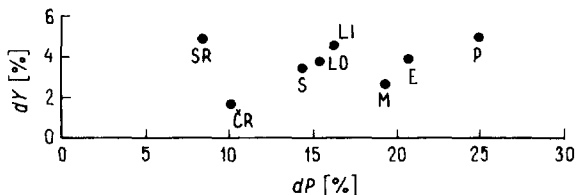
Určitým překvapením může být skutečnost, že nejvyššího průměrného reálného růstu v dlouhém období bylo dosaženo v Polsku, kdy průměrná míra inflace měřená na bázi CPI se blížila 30 %. To je v rozporu dokonce i s převládajícím názorem, že inflace přibližně do výše 10 % je v dlouhém

GRAF 1 Průměrná míra inflace a průměrný reálný růst v dlouhém období (1991–1999^a)



poznámka: ^a rok 1999: odhad

GRAF 2 Průměrná míra inflace a průměrný reálný růst v „posttransformačním“ období



období k růstu neutrální (Sarel, 1996), (Judson – Orphanides, 1996), přičemž vyšší hodnoty inflace by měly mít na reálný růst vliv negativní. Vysvětlení lze zřejmě hledat ve speciální struktuře inflace typické pro transformační ekonomiky, kde velký vliv má počáteční devalvace a v pozdějším období deregulace cen. Růst cen z titulu devalvace při současném odbourávání exportních dotací a importních cel, jakož i deregulace mají za následek nápravu cenových relací s pozitivními realokačními efekty (Machlup, 1969) v dlouhém období. Naopak negativní efekty pomalé deregulace jsou známé i z české praxe. Jednalo se například o chybnou alokaci zdrojů do elektrických spotřebičů (zejména zdrojů tepla) v důsledku chybně nastavených cenových relací na počátku devadesátých let.¹ Kromě tohoto faktoru je objektivní nutnost vyšší inflace ve srovnání s vyspělými ekonomikami spojena i se známými příklady rychlejšího technického vylepšování výrobků a nápravy cenových relací obchodovatelného (tradables) a neobchodovatelného (nontradables) zboží při nepružnosti cen směrem dolů (Mandel – Tomšík, 1997), (Janáčková, 1999). Z těchto důvodů bude zřejmě inflace působit na reálný růst destruktivně až při vyšších hodnotách, než je tomu u vyspělých tržních ekonomik.

Shrneme-li naše úvahy, můžeme říci, že nízký reálný růst doprovázející nízkou inflaci v dlouhém období může být v námi sledovaných ekonomikách způsoben dvěma skutečnostmi (bez ohledu na pořadí):

- pomalou deregulací cen, dlouhodobě špatným nastavením cenových relací a z toho vyplývajícími chybami v alokačním procesu,
- přílišnou monetární restrikcí, která nerespektuje řízený nebo volný proces nápravy cenových relací směrem nahoru a případně nezohledňuje cenový růst v důsledku technického vylepšování výrobků.

¹ Z hlediska ekonomické teorie (jiný je zřejmě pohled statistiky) je vůbec otázkou, zda se při deregulacích jedná o inflaci v pravém slova smyslu, neboť ve skutečnosti ekonomická cena deregulovaného výrobku zůstává stejná a mění se pouze plátce části této ceny (stát přestává platit dotaci do ceny a spotřebitel platí plnou cenu).

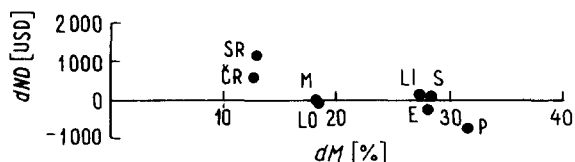


Samostatným problémem je vliv často avizované nízké kvality řízení (resp. hospodaření) našich podniků na inflaci a reálný růst. Při chronicky nízké efektivnosti výroby budou mít firmy (zejména v monopolním a oligopolním postavení) tendenci důsledky svých nedostatků v hospodaření prozrazovat do vyšších cen. Tento faktor tedy sám o sobě souběh nízké inflace a nízkého růstu vysvětlit nemůže.

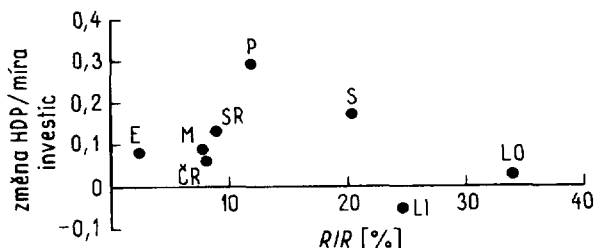
Pomocí grafu 3 můžeme sledovat vztah mezi průměrnou roční procentní změnou nominálního kurzu národní měny k SDR a průměrnou roční změnou směnných relací za období 1993–1998. Z naší skupiny sledovaných zemí publikují údaje o směnných relacích pouze čtyři země (ČR, Polsko, Maďarsko a Slovinsko). Při hodnocení kurzové politiky těchto zemí lze konstatovat, že zatímco Česká republika se v uplynulém období (bez ohledu na konkrétní kurzový systém) snažila o realizaci pevného nominálního kurzu, Polsko a Maďarsko inklinovaly k systému pevného reálného kurzu. Slovinsko v letech 1993–1996 spíše stabilizovalo nominální kurz, dále pak pomocí větších deprecací spíše reálný kurz. Zdá se, že v grafu zachycené pozorované hodnoty nevylučují původní hypotézu, že větší deprecie nominálního měnového kurzu jsou spojeny s relativně horším vývojem směnných relací. Celkový efekt změny směnných relací na spotřebu je přímo úměrný otevřenosti národní ekonomiky. Proto zejména v případě Slovinska a ČR se může jednat o relativně významný faktor, který může částečně kompenzovat relativní ztráty z pomalého růstu reálného HDP. Orientační přípočty v případě ČR například ukazují, že průměrné roční zlepšení směnných relací o 2,45 % (při průměrné otevřenosti ekonomiky 60 % a podílu soukromé spotřeby na domácí absorpci 70 %) kompenzovalo z pohledu soukromé spotřeby přibližně 1% roční pokles HDP

Graf 4 prezentuje vztah mezi průměrným ročním tempem růstu širšího měnového agregátu (položky „Money“ plus „Quasi-money“ z International Financial Statistics) a celkovou změnou čistého zahraničního dluhu země (aproximovanou rozdílem zahraničních závazků a devizových rezerv země) na jednoho obyvatele, a to za období 1994–98. Zdá se, že pozorované hodnoty nepotvrzují naše původní předpoklady o vztahu restriktivní (expanzivní) měnové politiky a vývoji čistého zahraničního dluhu. Země s nejnižšími ročními průměrnými tempy růstu peněžní zásoby – ČR (12,6 %) a Slovensko (12,9 %) – zaznamenávají největší nárůst čistého zahraničního dluhu na jednoho obyvatele (ČR o 583 USD a Slovensko dokonce o 1111 USD). Naproti tomu Polsko s nejvyšším průměrným ročním růstem peněžní zásoby o 31,7 % dosahuje razantního poklesu čistého zahraničního dluhu na jednoho obyvatele, a to o 734 USD. Zdá se, že toto pozorování je v přímém rozporu s modelovými i empirickými závěry monetárního přístupu k platební bilanci (Frait, 1996), (Tomšík, 1998), kde nižší tempa růstu peněžní zásoby by měla být spojena s lepšími výsledky platební bilance (běžného účtu).

GRAF 4 Průměrné roční tempo růstu peněžní zásoby a změna čistého zahraničního dluhu (v USD) na hlavu za období 1994–1998



GRAF 5 Průměrná reálná zápůjční úroková sazba a účinnost investic (1993–1998)



Zde je však nutné poukázat na základní problém námi prováděné analýzy – v našem grafu (resp. přístupu) nelze dost dobře rozlišit, co je příčina a co je následek. Vysvětlení uvedené „anomalie“ může být proto následující. Relativně vysoké dovozy zboží ze zahraničí realizované v ČR a na Slovensku, které byly kryty obchodními nebo zahraničními finančními úvěry, vedly ve svém důsledku k relativně nízké poptávce po penězích, resp. k nízkému tempu růstu peněžní zásoby. Z tohoto důvodu nelze učinit jednoduchý závěr, že za jinak nezměněných okolností by zvýšení tempa růstu peněžní zásoby (např. na úroveň Polska) vedlo automaticky k nižšímu čistému zahraničnímu zadlužení České republiky.

V grafu 5 je zachycen vztah mezi průměrnou roční reálnou zápůjční úrokovou sazbou (průměrná nominální sazba v běžném roce minus změna cen průmyslových výrobců v roce následujícím) a účinností investic (podíl průměrného tempa růstu reálného HDP a průměrné míry investic) za období 1993–1998. V souladu s naším původním předpokladem graf naznačuje možnost, že účinnost investic roste s reálnou úrokovou mírou až do určité kritické hodnoty (v našem případě se jedná o Polsko s průměrnou zápůjční reálnou úrokovou sazbou 11,9 %). Při dalším růstu reálné úrokové sazby za tuto kritickou hodnotu národohospodářská účinnost investic klesá (viz Slovensko, Litva a Lotyšsko).

Závěr

Cílem tohoto článku bylo formulování alternativního způsobu hodnocení měnové politiky (resp. měnového vývoje), který by umožňoval širší pohled na tuto problematiku, než je dnes zřejmě převládající hodnocení založené na úspěšnosti dezinflačního procesu. Zvolený přístup je zároveň i širší, než

je pouhé sledování dopadů měnové politiky na reálný hospodářský růst, neboť měnová politika ovlivňuje i další veličiny působící na soukromou spotřebou v dlouhém období. Zejména se jedná o makroekonomickou účinnost investic v návaznosti na úrokovou politiku, směnné relace ve vazbě na kurzovou politiku a vývoj čistého zahraničního zadlužení země ve spojení s tempem růstu měnových agregátů (viz monetární přístup k platební bilanci). Je nutné přiznat, že tento „širší“ přístup je spojen minimálně se dvěma skupinami problémů. Především je složité využívat většího počtu kritérií při ex ante formulování zásad měnové politiky v rámci sestavování měnového programu. Z pohledu hodnocení ex post je naopak problémem skutečnost, že sledovaná kritéria jsou ovlivňována i dalšími vlivy ležícími mimo oblast měnové politiky. Minimálně se jedná o fiskální politiku a chování mikrosféry (např. účinnost investic může být ovlivněna rozsahem některých „neproduktivních“ státních investic, vývoj směnných relací zase rychlostí inovačního procesu v mikrosféře atd.).

Předchozí analýza naznačuje, že z pohledu domácího spotřebitele dosahovalo nejlepších národohospodářských výsledků v uplynulém období Polsko, které je v některých sledovaných případech určitým protipólem ČR. Překvapením pro monetární ekonomy může být skutečnost, že nejvyššího průměrného reálného růstu v Polsku ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi bylo dosaženo v podmínkách, kdy průměrná roční míra inflace měřená na bázi spotřebitelských cen byla výrazně nad 20 %, což je v rozporu dokonce i s převládajícím názorem, že inflace přibližně do výše 10 % je v dlouhém období k růstu neutrální, přičemž vyšší hodnoty inflace by měly mít na reálný růst vliv negativní. Dalším překvapením (zároveň i určitou nelogičností z pohledu klasických schémat poptávky po penězích a nabídky peněz) může být skutečnost, že v Polsku bylo dosaženo vysokého průměrného ročního tempa růstu peněžní zásoby (Polsko 31,7 %, zatímco ČR 12,6 %) při relativně vysoké průměrné reálné záůjční úrokové sazbě počítané na bázi PPI (Polsko 11,9 %, ČR 7,9 %). Tento monetární vývoj v Polsku byl zároveň spojen s dosažením nejlepších výsledků v oblasti vývoje čistého zahraničního zadlužení a národohospodářské účinnosti investic, což vytváří dobré předpoklady pro dlouhodobý vývoj spotřeby obyvatelstva.

Radu „nelogičností“ v monetárním vývoji Polska (ve srovnání s ČR) lze zřejmě vysvětlit počátečním vysokým zadlužením Polska a pověstí mezinárodního neplatiče z 80. let. I když je za těchto podmínek ekonomika formálně otevřená pro další půjčování v zahraničí (rozuměj z pohledu devizového zákona), domácí subjekty nemají příliš velkou faktickou možnost si na zahraničních trzích půjčky obstarat a jsou tedy nuceny si peníze opatřovat téměř výhradně na domácím úvěrovém nebo kapitálovém trhu. To má pak v mezinárodním srovnání za následek relativně vyšší domácí poptávku po penězích a vyšší reálné úrokové sazby. Zřejmě „odpuzejícím“ způsobem na zahraniční půjčky působila i odlišná kurzová politika, která byla spojena s větším podílem rizika i vyšší depreciačí polského zlotého než u české koruny. Další jev – vyšší tempo růstu nominální peněžní zásoby – je logicky vysvětlitelný nejenom vyšší domácí inflací, ale částečně i nutností splácet zahraniční dluhy, což je spojeno s vyšší domácí poptávkou po penězích.

Relativně dobrých výsledků dosáhla Česká republika ve vývoji směnných relací; ty se v období 1993–1998 průměrně ročně zlepšovaly o 2,45 %. Provedená analýza zároveň nevyloučila možnost, že relativně horší vývoj směnných relací v Polsku (roční zlepšení o 1,97 %) a Maďarsku (roční zlepšení o 1,1 %) je spojen s měkčí kurzovou politikou.

LITERATURA

- FRAIT, J. (1996): Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992–1995). *Finance a úvěr*, 1996, č. 5.
- FRAIT, J. (1998): *Nová teorie a empirie růstu*. (Habilitační práce.) Ostrava, VŠB-TU, 1998.
- HRNČÍŘ, M. – ŠMÍDKOVÁ, K. (1998a): Inflační cílení v zahraničí – zdroj informací a inspirace pro českou měnovou politiku. *Bankovníctví*, 1998, č. 7.
- HRNČÍŘ, M. – ŠMÍDKOVÁ, K. (1998b): Přechod na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4.
- JANÁČKOVÁ, S.: Příprava české ekonomiky na vstup do Evropské unie a cenová konvergence. *Politická ekonomie*, 1999, č. 4.
- JUDSON, R. – ORPHANIDES, A. (1996): Inflation, Volatility, and Growth. Washington, Board of Governors of the Federal Reserve Bank, *Finance and Economics Discussion Series*, no. 19, May 1996.
- KALOUS, M. (1997): *Vliv investic na vývoj produktu*. Praha, ČNB, výzkumná práce poř. č. 6, březen 1997.
- KODERA, J. – MANDEL, M. (1994): Dynamický přístup k monetárnímu vyrovnávacímu procesu obchodní bilance. *Finance a úvěr*, 1994, č. 11.
- MACHLUP, F. (1969): *International Monetary Economics*. Allen and Unwin Ltd, London, 1969.
- MANDEL, M. (1997): Analýza měnové politiky a měnového vývoje v České republice v letech 1989–1995. *Bankovníctví*, 1997, č. 5 (příloha).
- MANDEL, M. (1998a): Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4.
- MANDEL, M. (1998b): Měnová restrikce, její příčiny a efekty. *Bankovníctví*, 1998, č. 24.
- MANDEL, M. – TOMŠÍK, V. (1997): Vývoj platební bilance ČR pohledem modelu IS-LM-BP. *Politická ekonomie*, 1997, č. 4.
- MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S. (1998): Cílování inflace: zkušenosti čtyř zemí. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, ss. 252–294. (převzato z: *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York*, 1997, no. 3.)
- POSPÍŠIL, J. (1993): Východiska české měnové politiky v roce 1993. *Finance a úvěr*, 43, 1993, č. 5.
- POSPÍŠIL, J. (1994): Měnová politika ČNB v roce 1994. *Finance a úvěr*, 44, 1994, č. 4.
- POSPÍŠIL, J. (1995): Měnová politika pro rok 1995. *Finance a úvěr*, 45, 1995, č. 3.
- POSPÍŠIL, J. (1998): Pět let samostatné měnové politiky ČNB. *Bankovníctví*, 1998, č. 5.
- SAREL, M. (1996): Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*, 1996.
- ŠMÍDKOVÁ, K. (1999): *Srovnání alternativních měnových pravidel v modelu české ekonomiky*. (Disertační práce.) Praha, UK-FSV, 1999.
- ŠMÍDKOVÁ, K. a kol. (1998): Měnové turbulence koruny v květnu 1997. *Bankovníctví*, 1998, č. 5 (příloha).
- TOMŠÍK, V. (1998): Výzkum kompenzačního koeficientu v podmínkách ČR v l. 1993–1996. *Finance a úvěr*, 1998, č. 6.
- TOMŠÍK, V. (1999): Proces ekonomické transformace v zemích střední a východní Evropy. VŠE-FNH, *Studie z hospodářských dějin*, 1999, č. 8 a 9.
- WILLIAMSON, J. (ed.) (1981): *Exchange Rules: The Crawling Peg in Historical Perspective*. Mac Millan Press, 1981.

ZDROJE DAT:

- CESTAT: *Statistical Bulletin*, 1999, no. 1.
- Economic Survey of Europe*. UN, Geneva (různé ročníky)
- International Financial Statistics*, 1998. Yearbook. IMF, Washington, 1999.
- OECD Economic Outlook*. (různé ročníky)
- Statistical Yearbook on CECs*. 1998.

SUMMARY

JEL Classification: E5, P2

Keywords: monetary policy - real growth - private consumption

Post-1990 Monetary Policy and Private Consumption

Martin MANDEL – Prague School of Economics, Department of Monetary Theory and Policy

The author explores possible ways of evaluating the effects of Czech monetary policy in 1991-1999, and compares the economy of the Czech Republic with those of other Central and Eastern European countries (Hungary, Poland, Slovakia, Slovenia, Latvia, Lithuania and Estonia). In recent years the Czech economy achieved some success in curbing inflation. However, Mandel investigates the wider effects of monetary policy on private consumption. He opens by setting forth his methodological starting points: macroeconomic identity for private consumption and the relationships between: inflation and the growth of real GDP; exchange-rate stability and the trade-balance development; growth of money supply and foreign debt; and real interest rate and the efficiency of private investments. He concludes that the lowest rate of inflation in the Czech Republic was closely related to the slowest real economic growth between the tested countries. On the contrary, the policy of nominal exchange-rate stability has been connected with significant improvement (2.45% yearly) in terms of trade. This implies positive effects on private consumption corresponding with a 1% y-on-y growth of real GDP.