

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economía, a. s. Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House Economía, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

- Jan VÍT: Cíle a nástroje měnové politiky v roce 1992 53
 Peter PALEČKA: Nový čs. celní sazebník 59
 Zdeněk VESELÝ: Platební neschopnost v roce 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prognóza vývoje kursu čs. koruny na rok 1992 79

Finance a úvěr v zahraničí

Ladislav MACHOŇ: Způsoby řízení koncernů v tržní ekonomice (2. část) 91

Informace

Jiří JONÁŠ: Nobelova cena za ekonomii 1991 — Ronald Coase 103

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 17. část) ss. 529—536

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

CONTENTS

- Jan VÍT: Goals and Instruments of the Monetary Policy for 1992 53
 Peter PALEČKA: The New Czechoslovak Tariff 59
 Zdeněk VESELÝ: Payment Arrears in 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prediction of Czechoslovak Crown Exchange Rate Development in 1992 79

Finance and Credit Abroad

Ladislav MACHOŇ: Ways of Controlling Concerns in Market Economy (2nd Part) 91

Information

Jiří JONÁŠ: Nobel Prize for Economics in 1991 — Ronald Coase 103

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XVII) pp. 529—536

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klapal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulháněk, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Triska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

VRÁTNÝ, R.: Jak na burze neprodělat. Týdeník Hospodářských novin, 1991, č. 33.

ZAHRADNÍK, P.: Indikátory kapitálového trhu se představují. Týdeník Hospodářských novin, 1991 (a), č. 41.

ZAHRADNÍK, P.: K sekundárnímu trhu v Československu. Hospodářské noviny, 1991 (b), č. 34.

ZAHRADNÍK, P.: Přístup na sekundární trh cenných papírů. Týdeník Hospodářských novin, 1991 (c), č. 38.

SUMMARY

Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business

The article deals with functions of a stock exchange in a market economy and issues of legal arrangement of activities of prepared stock exchanges in Prague and Bratislava in connection with preparation of an act on stock exchanges. Further there are analyzed different systems of exchange business, managing authorities of stock exchange (general assembly, exchange chamber, supervisory council, auditors), participants of exchange business, role of official and private brokers, duties of emitents of bonds, distinguishing of official, regulated and free markets with bonds, determination of share prices, state supervision and role of federal minister of finance. There are also mentioned experiences from Hungary, trends to unifying of exchange business in connection with European integration, explanation of different indexes used by world most important stock exchanges.

DT: 336.748(437)

Prognóza vývoje kursu čs. koruny na rok 1992

Martin MANDEL*

Zavedení směnitelnosti čs. koruny v roce 1991 na jedné straně umožnilo podnikové a bankovní sféře navazovat přímé kontakty se svými zahraničními partnery, na druhé straně však nutí naše domácí ekonomické subjekty přijmout rizika pohybu devizového kursu. Odhad budoucího vývoje devizového kursu čs. koruny se tak stává nezbytným předpokladem úspěšné kalkulace efektivnosti zahraničního obchodu a finančních operací se zahraničím. V návaznosti na tuto skutečnost je cílem tohoto článku pokusit se o shrnutí základních faktorů, které ovlivňovaly pohyb kursu československé koruny v I. pololetí roku 1991 a které by mohly působit na vývoj kursu v roce 1992.

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

Příspěvek byl předán redakci 11. 11. 1991.

Čtenáři předkládaný článek má vedle úvodu tři základní části. V první části jsou teoreticky vymezeny základní faktory, které ovlivňují pohyb kursu v krátkém a středním období. Autor se zde zejména snaží o rozbití tradičního klišé vazby devizového kursu na paritu kupní síly (růst domácí cenové hladiny nemusí vždy vést ke znehodnocení kursu domácí měny).

Druhá část je zaměřena na číselnou a kvalitativní analýzu vývoje československé ekonomiky v 1. pololetí roku 1991 z pohledu kursových pohybů koruny.

Závěrečná, třetí část pak shrnuje základní determinanty kursu čs. koruny, které zřejmě budou působit v roce 1992.

* * *

Při prognózování budoucího vývoje devizového kursu je nutné vést v patrnosti, že jeho *jednotlivé determinanty působí v různých sledovaných obdobích s rozdílnou intenzitou*. Nelze ani vyloučit možnost, že stejná změna v ekonomickém prostředí může vyvolávat opačnou reakci kursu v krátkém a dlouhém období. Standardní ekonomická analýza proto důsledně rozlišuje pohyb kursu v dlouhém, středním a krátkém (velmi krátkém) období.

Ve dlouhém období mluvíme o tzv. trendu kursu. Trend kursu lze pozorovat v období 5–10 let a delším. Rozhodující vliv mají dvě objektivní determinanty — vývoj cenové hladiny a kvalitativní aspekty hospodářského růstu. Ostatní determinanty jako pohyb úrokové míry, očekávání, devizové intervence nemají pro trend žádný význam.

Ve středním období se tradičně hovoří o tzv. oscilaci devizového kursu. Oscilační pohyb je charakteristický nepravidelným vlněním kursu kolem dlouhodobého trendu. Z hlediska času se jedná o 1–5leté období. Za tradiční determinantu střednědobého pohybu devizového kursu je považováno saldo platební bilance. Saldo platební bilance je zároveň výrazně ovlivňováno vývojem domácí cenové hladiny (obchodní část platební bilance) a reálné úrokové sazby (kapitálová část platební bilance). Ve středním období je nadále relativně zanedbatelný vliv subjektivních faktorů a devizových intervencí.

Za krátké a velmi krátké období je obvykle považováno období do jednoho roku. Významný vliv získávají subjektivní faktory (ekonomická prohlášení významných politiků, subjektivní hodnocení budoucího vývoje účastníky trhu atd.), cíle a nástroje hospodářské politiky (devizové intervence, diskontní politika atd.) a technické faktory.

Za určité specifikum prognózování vývoje devizového kursu je nutné považovat *rovnocenný vliv faktorů z vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí*. Tato skutečnost bezprostředně ovlivňuje i konstrukci základních ukazatelů používaných pro prognózování pohybu devizového kursu, které mají převážně formu poměrných veličin. Jako příklad uveďme tři nejznámější a nejvíce používané ukazatele — reálný a nominální úrokový diferenciál a cenový diferenciál. V souvislosti s touto skutečností je nutné vždy přesně definovat i předmět prognózy: zda se jedná o prognózu kursu domácí měny k vybranému souboru měn (k tzv. měnovému koši), nebo zda se jedná o prognózu některého bilaterálního devizového kursu. V našem případě bude záměrně zvolena první možnost, která vykazuje tyto základní výhody.

1. Změna devizového kursu vůči měnovému koši odráží změnu celkového postavení domácí měny na devizovém trhu. Celková prognóza nemůže být tedy zkreslena ojedinelou apreciací či depreciací (zhodnocením či znehodnocením) domácí měny v jediném bilaterálním kursu. Z hlediska vnějšího ekonomického prostředí proto postačuje sledovat pouze hlavní vývojové trendy ve světovém hospodářství.
2. Nezanedbatelnou výhodou tohoto přístupu je i skutečnost, že ČSFR ve své praktické kursové politice využívá pevnou vazbu Kčs na individuální měnový koš.

Individuální měnový koš pro výpočet kursu Kčs je tvořen souborem pěti měn (DEM, USD, ATS, CHF, GBP), které byly vybrány podle jejich významu v devizovém inkasu ČSFR. Adekvátně tomu byly stanoveny i *váhy* (0,455 2, 0,313 4, 0,123 5, 0,065 5, 0,042 4) jednotlivých měn v měnovém koši. Kurs československé koruny je pak stanoven předpisem

$$0,455\ 2 \frac{18,23}{\text{USD/DEM}} + 0,313\ 4 \frac{28}{\text{USD/USD}} + 0,123\ 5 \frac{2,59}{\text{USD/ATS}} + \\ + 0,065\ 5 \frac{21,34}{\text{USD/CHF}} + 0,042\ 4 \frac{53,50}{\text{USD/GBP}} = x \text{ Kčs/USD}$$

Devizové kursy v čitateli jsou tzv. *východí bázecké kursy*, které tvoří faktickou hodnotovou základnu koše. Jedná se o kursy, jejichž prostřednictvím centrální banka provádí devalvace a revalvace s cílem zrealizovat hodnotu devizového kursu vypočítaného z koše.

Kursy ve jmenovateli jsou *běžné promptní devizové kursy*, které centrální banka přebírá ze světových devizových trhů. Běžné devizové kursy jsou stanoveny ve vztahu k libovolně zvolené vůdčí měně souboru.

Pro výslednou hodnotu devizového kursu vypočítaného košovou metodou platí tyto závěry.

1. výsledná hodnota devizového kursu není ovlivněna volbou vůdčí měny souboru při platnosti křížového pravidla mezi jednotlivými měnami souboru;
2. pohyby běžných devizových kursů ve jmenovateli mění pouze bilaterální kursy domácí měny. Pohyby bilaterálních kursů se však navzájem kompenzují, což má za následek, že celkové postavení domácí měny vůči souboru se nemění;
3. celkové postavení domácí měny vůči souboru se může změnit pouze devalvací nebo revalvací východních bázeckých kursů v čitateli.

Kurs čs. koruny vůči souboru byl k 1. 1. 1991 zvolen na úrovni 28 Kčs za 1 USD. Na této úrovni byly tedy stanoveny východí bázecké kursy v čitateli. Při prognózování devizového bude naše pozornost zaměřena na otázku možnosti budoucí devalvace (revalvace) právě východního bázeckého kursu, který by změnil celkovou hodnotu devizového kursu československé koruny ve vztahu k měnovému koši. Ve středu naší pozornosti na druhé straně nebudou pohyby bilaterálních kursů Kčs, které jsou evidovány v kursovním listku.

Faktory ovlivňující pohyb devizového kursu

Saldo platební bilance a devizový kurs

Při vysvětlování pohybu devizového kursu se tradičně přikládá velký význam vývoji salda platební bilance. Tzv. teorie platební bilance spojuje dynamiku devizového kursu s vývojem salda devizové platební bilance. Vývoj devizových úhrad a devizových inkas za určité časové období je podle této teorie při formování úrovně devizového kursu faktorem rozhodujícím. Aktivní saldo devizové platební bilance, které je dosaženo poklesem devizových úhrad nebo zvýšením devizových inkas oproti minulému rovnovážnému stavu, povede k převisu devizové nabídky nad devizovou poptávkou, což bude mít za následek zhození devizového kursu. Analogicky lze vysvětlit i dopad deficitního salda devizové platební bilance na znehodnocení devizového kursu.

Problematickým místem analýzy vzájemné interakce salda devizové platební bilance a devizového kursu je vymezení typu salda, jehož vývoj je pro budoucí pohyb devizového kursu rozhodující. Jako nejvhodnější se jeví saldo upravené základní bilance, které je na straně devizové nabídky tvořeno exportem zboží a služeb a dále importem

transferů, důchodů, přímých a nepřímých investic. Opačně položky pak tvoří devizovou poptávku. Očekávané výsledné saldo naznačuje předpokládaný pohyb devizového kursu (aktivní saldo zhodnocení a pasivní znehodnocení kursu) za podmínky, že devizový kurs nebude intervenován centrální emisní bankou nebo nerovnováha upravené základní bilance nebude vyrovnána soukromými úvěrovými operacemi.

Peněžní zásoba, cenová hladina, domácí spotřeba a devizový kurs

Z pohledu kvantitativní teorie peněz se prognóza devizového kursu může rovněž opřít o předpokládaný vývoj peněžní zásoby, cenové hladiny a domácí spotřeby. Pro naši potřebu nejdříve klasickou verzi rovnice kvantitativní teorie peněz upravíme o vliv vnějších vztahů

$$M_A \cdot V_A = P_A \cdot Q_A - (EX_A^B - IM_A^B) ER^{A/B} \quad (1)$$

$$M_B \cdot V_B = P_B \cdot Q_B - (IM_A^B - EX_A^B) \quad (2)$$

kde $M_{A,B}$ je peněžní zásoba v zemích A a B,
 $V_{A,B}$ důchodová rychlost oběhu peněz v zemích A a B,
 $P_{A,B}$ index cenové hladiny v zemích A a B,
 $Q_{A,B}$ velikost poptávky po reálném hrubém domácím produktu v zemích A a B,
 EX_A^B velikost exportu ze země A do země B v měně a cenách země B,
 IM_A^B velikost importu země A ze země B v měně a cenách země B,
 $ER^{A/B}$ devizový kurs.

Po jednoduchých algebraických úpravách můžeme rovnici 2 substituuovat za $EX_A^B - IM_A^B$ do rovnice 1. Po dalších úpravách pak dostáváme

$$\frac{M_A \cdot V_A - P_A \cdot Q_A}{P_B \cdot Q_B - M_B \cdot V_B} = ER^{A/B} \quad (3)$$

Závislost přírůstku devizového kursu na peněžní zásobě v zemi A získáme pomocí první parciální derivace funkce devizového kursu $ER^{A/B}$ podle proměnné M_A

$$\frac{\partial ER^{A/B}}{\partial M_A} = \frac{V_A}{P_B \cdot Q_B - M_B \cdot V_B} \quad (4)$$

Závislost změny devizového kursu na změnách domácí poptávky po domácím reálném hrubém domácím produktu a změnách domácí cenové hladiny získáme obdobným způsobem:

$$\frac{\partial ER^{A/B}}{\partial Q_A} = - \frac{P_A}{P_B \cdot Q_B - M_B \cdot V_B} \quad (5)$$

$$\frac{\partial ER^{A/B}}{\partial P_A} = - \frac{Q_A}{P_B \cdot Q_B - M_B \cdot V_B} \quad (6)$$

Závislost změny devizového kursu ($\partial ER^{A/B}$) na změnách sledovaných proměnných ($\partial M_A, \partial Q_A, \partial P_A$) pak můžeme vyjádřit pomocí totálního diferenciálu

$$\partial ER^{A/B} = \frac{\partial ER^{A/B}}{\partial M_A} \partial M_A + \frac{\partial ER^{A/B}}{\partial Q_A} \partial Q_A + \frac{\partial ER^{A/B}}{\partial P_A} \partial P_A \quad (7)$$

Přístup z pozice kvantitativní teorie peněz napovídá, že devizový kurs domácí měny se znehodnocuje (roste) s růstem domácí peněžní zásoby. Proti jeho znehodnocení bude naopak působit zvýšení poptávky po domácím reálném hrubém domácím produktu a růst domácí cenové hladiny. Vzhledem k tomu, že poslední závěr se může zdát na

první pohled sporný, podívejme se na problém vztahu kursu a domácí cenové hladiny poněkud podrobněji.

Ceny a devizový kurs

Analýza vzájemných souvislostí cen a devizového kursu se nejčastěji opírá o základní teoretické postuláty tzv. teorie parity kupní síly. Podle komparativní verze této teorie je pro konečný pohyb devizového kursu rozhodující rozdíl ve vývoji cenových hladin příslušných zemí. Označíme-li výchozí devizový kurs mezi zeměmi A a B symbolem $ER^{A/B}$, pak hodnota devizového kursu v čase $t + 1$ je dána součinem výchozího devizového kursu a tzv. cenového diferenciálu

$$ER^{A/B, t+1} = ER^{A/B, t} \cdot \frac{CPI^A}{CPI^B} \quad (8)$$

Z matematického zápisu komparativní verze parity kupní síly jednoznačně vyplývá, že rychlejší růst cen v zemi A než v zemi B vede ke znehodnocení devizového kursu této země. Proč tomu tak je?

Rychlejší růst cen v zemi A než v zemi B vede k relativnímu zdražení exportu zboží a služeb ze země A a k relativnímu zlevnění importu zboží a služeb ze země B. Výsledným efektem by mělo být zvýšení importu země A a snížení jejího exportu. Následný převis devizové poptávky nad devizovou nabídkou povede ke znehodnocení devizového kursu až do úrovně, kdy se obnoví rovnováha výkonové bilance.

Celá řada analýz provedených ve snaze prokázat obecnou platnost teorie parity kupní síly obvykle končí konstatováním, že její závěry jsou platné pro dlouhé období, avšak zcela neprokazatelné v případě krátkého období. Příčiny se obvykle přičítají kapitálovým pohybům, pohybům úrokové sazby atd., které mohou v krátkém období „deformovat“ předpokládaný vývoj kursu. Existence kapitálových pohybů však není jedinou příčinou, proč růst domácí cenové hladiny nemusí vždy vést k znehodnocení devizového kursu. Logické vysvětlení nabízí aplikace Hicksovy analýzy substitučního a důchodového efektu na oblast zahraničního obchodu. Vzhledem k tomu, že úplný mikroekonomický výklad substitučního a důchodového efektu je poměrně „prostorově“ náročný, pokusme se celý problém vysvětlit poněkud úsporněji.

Východiskem naší analýzy bude podmínka rovnováhy na devizovém trhu

$$\frac{P^A \cdot Q^{A_{ex}}}{ER^{A/B}} = P^B \cdot Q^{A_{im}} \quad (9)$$

kde $P^{A, B}$ jsou ceny produkce v zemích A a B,

$Q^{A_{ex}}$ fyzické množství produkce exportované z A do B,

$Q^{A_{im}}$ fyzické množství produkce importované zemí A ze země B,

$ER^{A/B}$ devizový kurs.

Dále si vyjádříme devizový kurs samostatně na jednu stranu rovnice

$$\frac{P^A \cdot Q^{A_{ex}}}{P^B \cdot Q^{A_{im}}} = ER^{A/B} \quad (10)$$

Na pohyb cenové hladiny v zemi A reaguje její fyzické množství exportu i importu, čili $Q^{A_{ex}}(P^A)$ a $Q^{A_{im}}(P^A)$. Podle teorie parity kupní síly by při růstu cenové hladiny v zemi A mělo dojít k růstu fyzického množství jejího importu a k poklesu fyzického množství jejího exportu.

K růstu fyzického množství importu při současném růstu domácích cen bude však docházet pouze v případě, kdy křížová cenová elasticita poptávky po importu bude větší než nula. To znamená pouze v případě, kdy import země A bude mít substituční

povahu ke spotřebě domácích výrobků. Klasickým příkladem může být zvýšení dovozu německých margarínů při růstu domácí ceny másla.

Substituční charakter importu nemusí však být obecným případem a import dané země může mít ve vztahu k domácí spotřebě převážně komplementární povahu. V tomto případě bude křížová elasticita importu menší než nula a s růstem domácí cenové hladiny bude fyzické množství importu klesat. Následkem toho pak poklesne i celková devizová poptávka. Klasickým případem může být růst domácích cen základního spotřebního zboží a klesající dovoz luxusního spotřebního zboží.

Pokles fyzického množství exportu země A způsobený růstem exportních cen (resp. růstem domácí cenové hladiny) je naproti tomu možné považovat za obecně platný případ. Otázkou však je, jaký bude poměr mezi procentním poklesem fyzického množství exportu země A a procentním růstem její domácí cenové hladiny (resp. exportních cen).

Pokud procentní růst domácí cenové hladiny (resp. exportních cen) bude větší než procentní pokles fyzického množství exportu, dojde v rozporu s předpoklady teorie parity kupní síly k růstu devizové nabídky. Tento případ přichází v úvahu u zemí, které „trpí“ nepružnou zahraniční poptávkou po jejich exportu. Klasickým příkladem je „velká země“ s nezbytným exportem, která může počítat se slabým substitučním i důchodovým efektem růstu cenové hladiny (resp. exportních cen). Pro nás je však zajímavější spíše případ země exportující podřadné statky (levné potraviny, alkohol, nízkovýhřevné uhlí, zastaralé výrobní zařízení atd.), u kterých důchodový efekt prakticky plně kompenzuje opačný substituční efekt. Zahraniční poptávka po domácím exportu je zde rovněž nepružná.

Verbální analýza reakce devizové poptávky a nabídky na růst domácí cenové hladiny tedy ukázala, že nelze vyloučit ani možnost celkového poklesu devizové poptávky a růstu devizové nabídky. V tomto případě by růst domácí cenové hladiny vedl v rozporu se závěry teorie parity kupní síly ke zhodnocení devizového kursu domácí měny.

Úroková sazba a devizový kurs

Základní hodnotou kategorií, která ovlivňuje pohyb krátkodobého a dlouhodobého kapitálu, je úroková sazba. Jednoduchá úvaha o vazbě devizového kursu na nominální úrokovou sazbu může vést k hypotéze, že růst úrokové sazby v zemi A způsobí zvýšený příliv zahraničního kapitálu, který povede ke vzniku převisu devizové nabídky nad devizovou poptávkou a k následnému zhodnocení devizového kursu. Při této úvaze se však dopouštíme dvou závažných zjednodušení.

1. V případě analýzy pohybu devizového kursu je nutné vždy uvažovat i změny ve vnějším ekonomickém prostředí (vývoj zahraničních úrokových sazeb).
2. Zahraničního investora nezajímá pouze vývoj samotné nominální úrokové sazby, ale rovněž očekávaný vývoj vnější kupní síly měny (devizového kursu), ve které hodlá vytvořit svá aktiva.

Shrneme-li naše úvahy, dostáváme se k pojmu reálného úrokového diferenciálu, který můžeme napsat ve tvaru

$$ER^{A/B}_{t+1} = \frac{(1 + IR^B)}{(1 + IR^A)} ER^{A/B}_t \quad (11)$$

kde $IR^{A,B}$ — úroková sazba v zemích A a B,
 $ER^{A/B}_t$ — očekávaná hodnota devizového kursu,
 $ER^{A/B}_{t+1}$ — skutečná hodnota kursu v budoucím období.

Jeho logika vyplývá z alternativního rozhodování zahraničního investora, který se rozhoduje mezi uložením svých aktiv v zemích A, či B. Zároveň sleduje vývoj úrokových sazeb v obou zemích a očekávaný vývoj devizového kursu mezi oběma zeměmi.

Z rovnice 11 je patrné, že růst úrokové sazby v zemi A vede ke zhodnocení jejího devizového kursu (kvantitativní pokles hodnoty $ER^{A/B, +1}$) pouze v případě, pokud tržní subjekty neočekávají znehodnocení devizového kursu (kvantitativní růst $ER^{A/B, e}$) nad určitou mez. Mezi nejčastější příčiny očekávání znehodnocení devizového kursu obvykle patří:

1. má-li země deficitní běžnou nebo základní platební bilanci a příliv zahraničního kapitálu by měl posloužit k profinancování tohoto deficitu,
2. je-li devizový kurs domácí měny silně nebo po dlouhou dobu jednostranně intervenován centrální emisní bankou proti znehodnocení,
3. má-li dojít v následujícím období k výraznému zvýšení dluhové služby země,
4. očekává-li se zvýšená peněžní expanze centrální banky v dalším období.

Hodnocení vývoje kursu Kčs v období od 1. 1. 1990 do 1. 6. 1991

Podmínky na startu

Startovací podmínky reformního procesu ČSFR se z pohledu devizového kursu vyznačovaly *rozdílným stupněm vnitřní nerovnováhy v sektorech spotřeby a výroby*. I když obecně bylo možné nerovnováhu v obou sektorech považovat ze deficitní, výraznější převis agregátní poptávky nad agregátní nabídkou byl ve spotřebitelském sektoru. Tato skutečnost byla logickým důsledkem centrálního direktivního plánování, které prostřednictvím odvodových nástrojů státního rozpočtu mohlo relativně dobře kontrolovat kumulativní nárůst inflační mezery pouze v podnikovém sektoru. V sektoru obyvatelstva tento přístup možný nebyl a tradiční nástroje mzdové regulace se ukázaly jako neúčinné (mimo jiné i proto, že kontrolovaly růst mezd v návaznosti na vyrobenou produkci, a nikoliv na realizovanou produkci). Výsledkem kumulativního nárůstu deficitní nerovnováhy ve spotřebitelském sektoru byl pak velký depreciační odklon černého (turistického) devizového kursu od parity kupní síly Kčs. Odhady parity kupní síly v roce 1989 se pohybovaly mezi 10 až 11 Kčs za 1 USD, zatímco černý kurs se ve stejném období pohyboval mezi 40 až 45 Kčs za 1 USD.

Dalším charakteristickým znakem výchozí situace reformního procesu na devizovém trhu byla *značná nepružnost funkce devizové nabídky v oblasti zahraničního obchodu* od určité úrovně devizového kursu. V tabulce č. 1 jsou ve druhém sloupci zachyceny hodnoty devizového kursu Kčs/USD odvozené od individuálních reprodukčních nákladů na jednotku deviz (IRND), které v roce 1990 „kryly“ 30, 40, 50, 60, 70, 80 a 90 % našeho exportu ve volně směnitelných měnách. Ve třetím sloupci jsou zachyceny změny devizového kursu v procentním vyjádření. A konečně ve čtvrtém sloupci jsou výsledné průměrné kursové elasticity pro daný interval devizové nabídky.

Tabulka č. 1

procento z celkového objemu exportu	devizový kurs Kčs/USD	procentní změna devizového kursu	průměrná intervalová kursová elasticita
30	14	—	—
40	15	7,1	1,44
50	16,9	12,6	0,79
60	17,5	3,6	2,77
70	19	8,5	1,17
80	28	47,4	0,21
90	32,5	16,0	0,63

Z tabulky je patrné, že československá křivka devizové nabídky měla relativně dobrou elasticitu (tzn. větší než 1) pouze v intervalu od 30 do 70 % exportu, kde prostřednictvím devalvace z 14 na 19 Kčs za 1 USD bylo možné zvýšit export o plných 40 %. Další devalvace na úroveň kursu 28 Kčs za 1 USD, která z pohledu zavedení směnitelnosti byla nutná, měla už na růst exportu účinek velice malý. Při elasticitě 0,21 vzrostl export o 10 % za cenu devalvace o 47,4 %.

Vývoj po startu

Rozhodujícími faktory pro vývoj devizového kursu v období 1990 — 1. pol. 1991 byly

1. korekční devalvace,
2. restriktivní měnová politika v kombinaci s nákladovou inflací,
3. administrativní kontrola devizové poptávky a devizové nabídky,
4. kapitálové pohyby a saldo bilance služeb (důchodů).

Korekční devalvace devizového kursu proběhly ve třech vlnách v průběhu roku 1990, resp. k 1. 1. 1991. Jejich cílem bylo nalezení rovnovážného devizového kursu, který by odboural nutnost exportních dotací a zároveň by umožnil zavedení vnitřní směnitelnosti Kčs pro obchodní platby. Jednalo se víceméně o systémově vynucenou devalvaci devizového kursu, neboť vyšší nadhodnocení devizového kursu by si vynucovalo zachování centrálního devizového alokačního mechanismu, který při rozpadu vertikální výrobní kooperace byl nadále neudržitelný. Centrální direktivní alokaci devizových zdrojů na desetitisíce podniků si lze jen těžko představit.

Restriktivní měnová politika v kombinaci s nabídkovou inflací se stala význačným rysem naší hospodářské politiky zejména ve 2. pololetí roku 1990 a v 1. čtvrtletí roku 1991. Ve 2. čtvrtletí 1991 došlo jak k určitému zmírnění restrikce, tak i k relativnímu zastavení růstu cenové hladiny. Tuto skutečnost dokumentuje i *tabulka č. 2*, která zachycuje vývoj peněžní zásoby ($M1$), reálné peněžní zásoby ($M1/CPI$) a černého devizového kursu Kčs/USD (ER_B).¹

Tabulka č. 2

	1989	1990			
	31. 12.	31. 3.	30. 6.	30. 9.	31. 12.
$M1$	311	287,7	303,3	292,9	290,9
$M1/CPI$	311	273,5	286,1	251,2	239,2
ER_B	40,39	40,88	35,87	33,42	42,30
1991					
	31. 1.	28. 2.	31. 3.	30. 4.	31. 5.
	285,7	278,3	277,1	287,7	290,2
	185,1	168,5	160,2	163,1	161,4
	36,34	32,02	33,88	31,43	31,19
					30,89

¹ Veškerá data jsou čerpána ze „Zprávy SBČS za leden—červen 1991“.

Restriktivní měnová politika se projevila zejména v dlouhodobém sestupném trendu reálné peněžní zásoby, který byl zastaven až ve 2. čtvrtletí roku 1991. Tento vývoj měl příznivý apreciační dopad na vývoj černého devizového kursu, neboť pokles reálné peněžní zásoby téměř o 50 % vedl zároveň k výraznému poklesu devizové poptávky. Konečně sblížení černého devizového kursu s kursem oficiálním signalizuje, že došlo k odbourání převisu poptávky na spotřebitelském trhu. Podobný vývoj zřejmě probíhal i v sektoru podnikovém.

Pro budoucí vývoj devizového kursu je však důležité celkové hodnocení současné restriktivní měnové politiky a posouzení její udržitelnosti v delším období. Dosavadní restriktivní politika, kterou z pohledu devizového kursu hodnotím jako příznivou, se mi ze širšího makroekonomického pohledu jeví jako těžko kontrolovatelná a nepřiměřeně tvrdá.

Proč je naše restriktivní politika těžko kontrolovatelná? Nekontrolovatelnost stupně restriktce je dána zejména instrumentariem SBČS, která postrádá hlavní nástroj emise peněz používaný ve vyspělých tržních ekonomikách — operace na volném trhu. *Diskontní politika (refinanční úvěry, diskontní sazba) se ukázala jako nevhodný nástroj emise peněz* za současné situace, kdy obchodní banky nejsou ochotny poskytovat doporučené množství úvěrů do ekonomiky, která trpí primární a sekundární platební neschopností velké části podniků. Restriktce se tak stala podstatně tvrdší, než byl původní záměr, a ve značné míře sama vyvolává platební neschopnost podniků. Tuto skutečnost ukazuje i *tabulka č. 3*, ze které je patrné, že obchodní banky doporučené limity pro poskytování obchodních úvěrů zdaleka nečerpají. Dodejme, že tyto limity byly stanoveny za předpokladu 30procentního tempa roční inflace, které však bylo výrazně překročeno již v prvním pololetí tohoto roku.

Tabulka č. 3

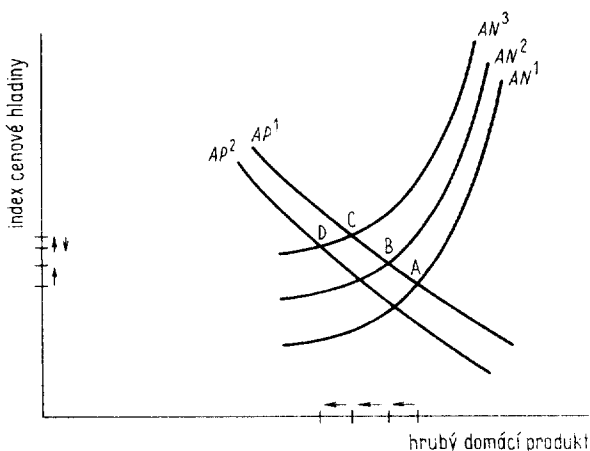
stav k	31. 12. 1991	31. 3.	30. 6.	30. 9.	31. 12.
		1991			
plán		592	620	630	640
skutečnost	559	564,2	599,4	—	—

Nekontrolovatelnost restriktivní politiky pramení dále z neschopnosti SBČS oddělit dopad vlastních devizových intervencí na peněžní zásobu. Prakticky to znamená, že SBČS není schopna pružně prostřednictvím operací na volném trhu kompenzovat nákupy Kčs, které sama provádí při intervenčních prodejkách USD na podporu kursu Kčs. V celkovém objemu se za 1. pololetí 1991 jedná o nákup přibližně 22 mld. Kčs. Neoddělení protidepreciačních devizových intervencí spolu s pevným devizovým kursem znamená, že výkonová bilance se může vyrovnat pouze za cenu poklesu důchodu.

Proč je naše restriktivní měnová politika nepřiměřeně tvrdá? Restriktivní měnová politika byla během roku 1990 a 1. čtvrtletí 1991 prováděna při současné existenci nabídkové inflace. Jaký byl dopad restriktivní měnové politiky při současném odbourávání nevýrobních a spotřebitelských dotací, provádění devalvací devizového kursu a uvolňování cen v monopolizované ekonomice na hospodářský růst a cenovou hladinu, ukazuje *graf č. 1*.

Československá ekonomika se počátkem roku 1990 nacházela v situaci s téměř nulovou inflací, nulovou nezaměstnaností, avšak při současném převisu agregátní poptávky nad agregátní nabídkou. Postupné zrealnění cen po jejich uvolnění vedlo nejdříve k nalezení rovnovážného bodu A, který je průsečíkem výchozích křivek agregátní po-

Graf č. 1 Model agregátní poptávky a agregátní nabídky



ptávky a agregátní nabídky (AP^1 , AN^1). Další vývoj zejména ve 2. pololetí 1990 a v 1. čtvrtletí 1991 se již vyznačuje nabídkovými inflačními posuny agregátní nabídky (z AN^1 do AN^2 a výsledně do AN^3). Nabídková inflace se projevuje souběžným poklesem hrubého domácího produktu a růstem cen. (Srovnej rovnovážné body A, B a C). Zároveň se ekonomika při nezměněné poloze agregátní poptávky dostává do keynesiánského pásma recese, ve kterém je cenová elasticita agregátní nabídky relativně vysoká a nezaměstnanost je vyšší než přirozená míra nezaměstnanosti (zhruba 3%ní míra nezaměstnanosti). I když pro chování hospodářské politiky v recesním pásmu není mezi teoretiky jednotný názor na to, zda v tomto případě provádět neutrální, nebo mírně expanzivní politiku, existuje všeobecný souhlas v tom, že nelze provádět restriktivní politiku, která by posunula křivku agregátní poptávky doleva a dolů z AP^1 do AP^2 . Výsledkem by byl další výrazný pokles hrubého domácího produktu při nepatrném poklesu domácí cenové hladiny. (Srovnej rovnovážné body C a B). Absolutní pokles peněžní zásoby $M1$ (viz tabulka č. 2), který probíhal po celý rok 1990 a 1. čtvrtletí 1991, dokazuje, že právě tuto cestu zvolila naše hospodářská politika. Zvýšení peněžní zásoby ve 2. čtvrtletí 1991 je ve vztahu ke stavu 1. 1. 1990 nadále absolutním poklesem. Výsledným efektem je nárůst nezaměstnanosti a pokles hrubého domácího produktu.

Jak ukazuje *tabulka č. 4*, pokles peněžní zásoby $M1$ v 1. čtvrtletí 1991 doprovázený růstem cen měl požadovaný dopad na devizovou poptávku, která zaznamenala pokles. Relativní měnová expanze ve 2. čtvrtletí, která zároveň nebyla doprovázena výraznějším růstem cen nebo domácí spotřeby, již vedla k opětovnému zvýšení devizové poptávky.

Administrativní kontrola devizové poptávky a devizové nabídky je dalším faktorem, který ovlivňoval a stále ovlivňuje současnou úroveň devizového kursu. Zejména původní 20procentní a pozdější 15procentní přírážka na vybraný import může odhadem zabezpečovat asi 10%ní nadhodnocení devizového kursu oproti jeho skutečné rovnovážné úrovni. Devizová nabídková povinnost zase předchází možnosti „úniku“ devizové nabídky do devizových aktiv. I za předpokladu, že bude existovat relativní důvěra v Kčs, dá se předpokládat, že zrušení tohoto administrativního omezení povede k určitému přechodnému poklesu devizové nabídky — v důsledku přirozené snahy subjektů diverzifikovat svá portfolia. Pokud jde o limit nákupu devizových prostředků fyzickými osobami, je dosavadní vývoj relativně příznivý (k 1. 6. bylo čerpáno 7,9 mld. Kčs). Důvodem je jednoznačně silný pokles reálné kupní síly obyvatelstva. Obyvatelstvo tyto

1991	změna cenového indexu CPI [%]	přírůstek peněžní zásoby	změna devizových úhrad (zboží, služby)
31. 1.	125,8	— 5,2	— 15 950,3
28. 2.	107,0	— 7,4	— 6 184,8
31. 3.	104,7	— 1,2	+ 54,6
30. 4.	102,0	+ 10,1	+ 8 349,4
31. 5.	101,9	+ 12,5	+ 151,4
30. 6.	101,8	+ 4,8	+ 2 497,0

prostředky využívá spíše k diverzifikaci svých portfolií, což dokumentuje přírůstek devizových depozit obyvatelstva (4,3 mld. Kčs).

Kapitálové pohyby a saldo bilance služeb (důchodů) významně dotvářejí konečné saldo bilance oficiálních převodů. 1. pololetí 1991 naznačilo některé trendy a jevy, se kterými kursová politika musí počítat. Za prvé, je to spekulativní chování ČSOB, které se projevilo v urychleném splácení krátkodobých devizových závazků. Z hlediska racionality reálného úrokového diferenciálu to znamená, že ČSOB očekává přibližně větší znehodnocení kursu Kčs než 10 %. Zejména z tohoto důvodu bilance krátkodobého kapitálu skončila deficitem — 620,9 mil. USD (1. pololetí). Za druhé, je to zatížení platební bilance záporným saldem bilance důchodů, které vyplývá z čistého zahraničního zadlužení země ve volně směnitelných měnách (— 129,6 mil. USD). Za třetí, je to kladné saldo bilance služeb (+270,0 mil. USD) a kladné saldo přímých investic (+394,9 mil. USD).

Prognóza vývoje kursu koruny za rok 1992

Faktory hovořící pro udržení současné hodnoty devizového kursu případně pro jeho zhodnocení

A. Základní ukazatele platební bilance za 2. čtvrtletí 1991 prokazují jednoznačný převis devizové nabídky nad devizovou poptávkou:

obchodní bilance	+ 993,3 mil. Kčs
výkonová bilance	+ 5 846,8 mil. Kčs
běžná bilance	+ 3 092,2 mil. Kčs
základní bilance	+ 13 166,2 mil. Kčs

Vzhledem k začátku velké privatizace lze v roce 1992 dále počítat se zvýšením přílivu přímých a nepřímých zahraničních investic. Odhady se pohybují mezi 1,5—4,5 mld. USD.

B. Oficiální subjekty jsou a budou nakloněni udržení, resp. revalvování kursu československé koruny vůči koši měn. Této skutečnosti ve značné míře nahrává i nižší než plánované čerpání úvěrů od MMF a dalších mezinárodních institucí a dále blížící se volby v roce 1992.

C. Další inflační posuny agregátní nabídky vyvolané růstem nájemného a cen elektřiny ve 2. pololetí roku 1991 a začátkem roku 1992 budou mít za následek apreciační tlaky na devizový kurs. Tuto hypotézu připouští námi provedená teoretická analýza v části druhé a zároveň ji potvrzují i konkrétní údaje o vztahu reálné peněžní zásoby a černého devizového kursu sledované v části třetí (tabulka č. 2).

A. Restriktivní měnová politika ztrácí své opodstatnění za situace, kdy ekonomika trpí chronickými problémy s poklesem hospodářského růstu, nezaměstnaností a platební neschopností podniků. Je nutné však počítat s tím, že jakékoliv zvýšení nominální peněžní zásoby na oživení domácí poptávky, které není kompenzováno růstem cen nebo růstem domácí spotřeby, povede zároveň k oživení devizové poptávky a k deprecačním tlakům na devizový kurs. To nám naznačuje tabulka č. 4.

B. Revalvací devizového kursu vůči koši měn bude zřejmě předcházet postupné odbourávání administrativních nástrojů pro kontrolu devizové poptávky a devizové nabídky. Z tohoto důvodu by se objektivní tržní zhodnocení kursu oproti současné hodnotě 28 Kčs za 1 USD muselo pohybovat minimálně mezi 20–30 %, aby mohlo dojít k faktickému promítnutí do oficiální revalvace Kčs vůči koši měn.

I když úvahy o možnosti vývoje devizového kursu jsou vždy nutně spekulativní, všechny dostupné informace naznačují, že v roce 1992 lze očekávat udržení současně intervenované hodnoty kursu čs. koruny vůči koši měn (28 Kčs za 1 USD), případně jeho mírné zhodnocení. Budoucí vývoj by výrazně neměly ovlivnit ani změny ve vnějším ekonomickém prostředí. Vzhledem k tomu, že objektivní faktory pro zhodnocení a znehodnocení devizového kursu jsou relativně v rovnováze, bude rozhodující subjektivní rozhodnutí centra, které se zdá spíše nakloněno revalvací a je v tomto směru i pod silným tlakem veřejnosti a politické opozice.

SUMMARY

Prediction of Czechoslovak Crown Exchange Rate Development in 1992

This article aims to review basic factors influencing move of the Czechoslovak crown exchange rate during the first half of 1991 which are considered to affect exchange rate development in 1992.

The author theoretically defines the main elements influencing exchange rate developments in the short run as well as in the medium run. There is an attempt to break the traditional connection between exchange rate and purchasing power parity.

The second part of this issue concerns on the quantity and quality analyses of the Czechoslovak economic development in the first half of 1991 from the point of view of the exchange rate move of crown. The final part then summarizes the basic determinants of the Czechoslovak crown exchange rate which are likely to function in 1992.