

Vydává ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s.*, Praha

© ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Petr ZAHRADNÍK: Politika devizového kursu — ERM ve světle nastolení fundamentálních otázek i československé transformační zkušenosti 101
Jaroslav JÍLEK: Jakou státní statistiku potřebujeme? 110
Jan KODERA—Jan PELIKÁN: Ekonometrické experimenty s reálně-peněžními modely. 119

Informace

Jiří JONÁŠ: Nobelova cena za ekonomii 1992 — Gary S. Becker 127
Oznámení pro čtenáře 136

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi (7. část):** ss. 197—224

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o **autorských právech** jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

CONTENTS

Petr ZAHRADNÍK: Exchange-Rate Policy — ERM in the Light of Fundamental Questions, and Czechoslovak Transition Experience as well 101
Jaroslav JÍLEK: What Kind of Statistics is Needed? 110
Jan KODERA—Jan PELIKÁN: Econometric Experiments with Real-Monetary Models 119

Information

Jiří Jonáš: The Nobel Price for Economics — Gary S. Becker 127

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice (Part VII):** pp. 197—224

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Keroush, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., prof. Jan Švejnar, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 336.748; 339.738 (4-662)

Politika devizového kursu (ERM ve světle nastolení fundamentálních otázek i československé transformační zkušenosti)

Petr ZAHRADNÍK*

Po období priorit hospodářské politiky, které zjevně či skrytě prosazovaly problémy strukturální, regionální, fiskální či růstové, si sama ekonomická praxe Evropského společenství (ES) vynutila, aby byla pozornost věnována problémům měnovým. Externí měnová politika, zejména politika devizového kursu, se dostala na přední místo v diskusi o teoretických i ryze praktických problémech po zářijovém kolapsu Evropského měnového systému (EMS) a jeho kursového mechanismu (ERM).

Tato událost nejenže obrátila pozornost ekonomů k relativně krátkodobému problému, jak tento chaos bezprostředně co nejméně bolestně překonat, ale současně otevřela — tentokrát „bez servítků“ — diskusi o problémech zcela zásadních, které budou předmětem tohoto příspěvku. Jsou jimi:

1. *opětne posouzení základní otázky: fixní, nebo flexibilní devizový kurs, tentokrát v souvislosti s vytvářením měnové unie,*
2. *budoucnost Evropského společenství a jeho smysl.*

Ve stínu těchto klíčových otázek však zcela nezapadly ani dvě další, rovněž velmi významné, které v rámci tohoto příspěvku nebudou speciálně zdůrazněny. Jedná se o tyto problémy:

3. jaký bude budoucí dopad současné kursové nejistoty na vnitřní měnovou politiku a cenovou hladinu;
4. jaký je vztah kursového chaosu k procesům na finančních trzích.

* Ing. Petr Zahradník, v současnosti na studijním pobytu ve Světové bance ve Washingtonu a člen výzkumného týmu (k problematice ES) na Katolické univerzitě v Lovani

Příspěvek redakce obdržela 30. 11. 1992.

Všechny tyto otázky se niterně dotýkají nejen zemí ES a jejich nejvýznamnějších hospodářských partnerů z řad vyspělých zemí, ale rovněž transformujících se zemí na Východě, které pociťují potřebu zavést odpovídající politiku devizového kursu s perspektivou externí směnitelnosti svých měn. Opět se nabízí návrat k tolikrát vyslovené a tolikrát ne zcela zodpovězené otázce: Ovlivňují myšlenky události, nebo události determinují myšlenky? Mezinárodní ekonomický systém a tok ekonomických myšlenek jsou velmi pádným důvodem pro to, abychom se touto otázkou znovu zabývali.

Myšlenkový posun byl patrně vyvolán praktickým fungováním existujícího systému. Ovšem současně tyto myšlenky představovaly podstatný faktor pro jednání politických činitelů, která mohla dosavadní systém změnit a současně tak motivovat vznik myšlenek nových.

Co však zbývající část myšlenkového potenciálu? Velmi renomované instituce (např. namátkou CEPR a jejich „Annual Reports“ z let 1990 a 1991) ústy fundovaných, světově i v rámci ES respektovaných a politicky vlivných osob varovaly před blížícím se krachem vnitřně nevyrovnaného systému EMS a ERM. Bez úspěchu.

Zásadní kursový problém a jeho vývoj

Události uplynulých měsíců proto vedou k „oprášení“ myšlenek o výhodách, resp. nevýhodách flexibilního, resp. fixovaného kursového systému, a to s ohledem na budoucí evropské měnové uspořádání v podobě měnové unie. Pohled na optimální podobu kursového systému se v 20. století několikrát zásadně změnil. Než vůbec vznikl spor flexibilní versus fixní kurs, vývoj ekonomického systému i ekonomického myšlení se dosti podstatně posunul, zaznamenal vznik tohoto základního sporu a pokračoval dál.

Stručně lze označit za milníky tohoto vývoje okolnosti související:

a) se snahou (zejména Británie) opětovně zavést systém zlatého standardu, tedy systém přirozeným způsobem stabilní a fixní, ale neudržitelný zejména z důvodu omezené nabídky zlata a rostoucího objemu mezinárodních transakcí; s krizí mezinárodního měnového systému — v podobě soutěživých devalvací, vytváření měnových bloků, obchodních překážek, jež vedly následně ke stagnaci a smrštění objemu a hodnoty mezinárodního obchodu; a konečně s tzv. velkou depresí.

To vše za okolností následujících po první světové válce až do počátku let třicátých. Z jejich charakteristiky vyplynul tehdejší zájem na *obhajobě fixního kursového systému*;

b) se vznikem brettonwoodských institucí po druhé světové válce a s Mezinárodním měnovým fondem v roli instituce monitorující a spolugarantující zdravý vývoj mezinárodních měnových vztahů cestou kursové stability, kdy ke změně mohlo dojít pouze v případě zásadní vnější makroekonomické nerovnováhy. Z toho vyplývá zájem na posílení *fixního*, ale *přízpůsobivého kursového systému*. (Realita s odstupem času ukázala, že míra přízpůsobivosti se postupně ztrácela a v důsledku vzrůstajícího odporu řady zemí devalvovat své měny narůstala rigidita systému.);

c) s nastolením alternativní otázky; vzhledem ke strnulosti kursového systému stále ještě nebyla na pořadu dne otázka „*co determinuje platební bilanci?*“ Teprve s prohlubujícími se deficity platebních bilancí a při neschopnosti fixního kursového systému tyto deficity ekonomicky řešit nastolila ekonomická realita tehdy fungujícího systému otázku, „*jakými výhodami disponuje fixní kursový systém ve srovnání se systémem flexibilním?*“ Nastolením této otázky

byla poprvé dána i odpověď, která však musela být (a pravděpodobně ještě bude muset být) několikrát empiricky dokázána, aby se potvrdila její pravdivost: *flexibilní systém je mnohem dokonalejší než systém fixní*;

- d) s uvolněním kapitálových toků v mezinárodním měřítku. Dosavadní přísná státní regulace kapitálových toků mohla ještě — částečně oprávněně — považovat fixní systém (vzhledem k jeho proklamované stabilitě) za relativně užitečný. S uvolněním kapitálových toků v mezinárodním měřítku však fixní kursový systém (již v průběhu 60. let) měl oprávněně patřit historii. Řešením tohoto stavu se i s odstupem let zdá být buď přechod na flexibilní systém, či postup k dvou-, či vícestranné měnové unii, resp. užší měnové koordinaci (viz dále).

Postupující propojenost a liberalizace světové ekonomiky v podmínkách intenzivní volnosti kapitálových toků zdůrazňuje stále více úlohu úrokových diferenciálů při konstituování přiměřeného kursového systému.

Mezinárodní měnový systém se ve skutečnosti choval tak, jak byl modifikován novými okolnostmi, až na tu „maličkost“, že skutečnému přizpůsobení platebních bilancí bránil neodpovídající kursový systém;

- e) s přirozeným tlakem mezinárodního měnového systému, který (konečně) vedl k nastolení správně položené otázky: „*co určuje chování devizového kursu, jaká je váha těchto determinant a jaká je funkce devizového kursu?*“
- f) se samotným posunem v zaměření makroekonomické teorie;
- f) nejen se změnou institucionální strukturou, ale také se zvýrazněním úlohy očekávání — v oblasti jak analýzy, tak hospodářské politiky.

Všechny tyto skutečnosti se významně podílely na vytvoření přirozeného náhledu na funkční a proveditelný systém devizového kursu v praxi — systém vycházející z myšlenky flexibilního kursového systému.

Základním důvodem toho, proč je žádoucí preferovat myšlenku flexibilního kursového systému a tu zapojit do reality, je, že v podmínkách *fixního systému* vedou změny, jež jsou vyvolány přebývajícím nabídkou nebo poptávkou po devizách, která přesahuje možnosti revalvace, resp. devalvace kursu, ke *kvantitativnímu přizpůsobování rovnováhy vnějších ekonomických vztahů* spojenému s hojnějším výskytem bariér pro volný pohyb transakcí všeho druhu přes hranice států; kdežto v podmínkách *flexibilního systému* je tato rovnováha dosahována především *cenovým přizpůsobením*, bez nutnosti významnější aktivizace bariér.

Podíváme-li se na oba systémy, můžeme identifikovat jejich společné i zcela rozdílné charakteristiky. Vedle té již uvedené, týkající se přizpůsobování dlouhodobé rovnováhy vnějších ekonomických vztahů, se rozdílné charakteristiky týkají determinace kursu a možností jeho pohybu v čase.

Jestliže v případě fixního systému odpovídá hodnota kursu přibližně záměrům dlouhodobé devizové politiky vlády¹ a v této výši je i přístupná všem ekonomickým subjektům zainteresovaným na nákupu či prodeji deviz, potom v případě flexibilního kursového systému je kurs determinován devizovým trhem s — teoreticky — neomezenou možností pohybu a přizpůsobování nabídky a poptávky po devizách rovnovážnému stavu.

Je samozřejmé, že praktická realizace jak fixního, tak flexibilního systému se hojně opírá o intervence centrálních měnových autorit s tím, že povaha, právní

¹ Za tento devizový kurs vlada, resp. centrální měnová autorita kupuje a prodává devizy s cílem zajištění své dlouhodobé rovnovážné devizové politiky. Tato „její“ devizová politika je však v případě využívání fixního systému většinou uskutečňována napojením na kursový vývoj jedné či více klíčových světových měn.

rámec i povinnost uskutečňování těchto intervencí se v obou systémech dosti výrazně liší.

Jestliže fixní kursový systém je kompatibilní s existencí cel a dalších dodatečných nákladů doprovázejících mezinárodní transakce, pak flexibilní systém jejich existenci významným způsobem nepodporuje a nevyžaduje.

Fixní kursový systém nepřispívá sám od sebe k zajištění dlouhodobé rovnovážnosti vnějších ekonomických vztahů — peněžních a kapitálových toků; v případě jeho selhání hrozí vznik ne vždy očekávaných skoků. Naproti tomu flexibilní systém je spojen s tendencí přispívat k dlouhodobé rovnovážnosti vnějších ekonomických vztahů; jeho vývoj je v čase kontinuální, spojitý, bez zásadních výkyvů „ze dne na den“.

Jestliže rovnovážnost v případě fixního systému lze hodnotit spíše jako přechodnou a dočasnou, tak v případě flexibilního systému jako udržitelnou a dlouhodobou.

Pokud dochází k soustavnému porušování rovnovážnosti, má vláda u fixního systému možnost reagovat buď opakujícími se devalvacemi, resp. revalvacemi měny, nebo uvalováním restiktivních nástrojů obchodní politiky (cla, kvóty, exportní subvence a restrikce, dumping, speciální daň pro zahraniční investory atd.) a kapitálových a majetkových restrikcí. U flexibilního kursového systému je porušování rovnovážnosti spíše krátkodobou záležitostí, kterou řeší vláda pomocí vlastní intervenční politiky. Přitom však o to větší důraz musí klást na základní determinanty kursu a jejich proměny v čase.

Je současně zřejmé, že fixní i flexibilní kursový systém mají společné rysy. Předně jsou oba využívány ekonomikami, které jsou považovány za tržní, s přirozenými mechanismy vývoje, včetně vnějších ekonomických vztahů. K nim zcela jednoznačně patří využívání *externě směnitelné měny* (ať už v jakémkoliv z možných podob) a *právo jednotlivců — ekonomických subjektů svobodně naplnit svoji vůli nakoupit nebo prodat devizu či zprostředkovat devizovou transakci. Za jakou cenu? To je již předmětem rozdílnosti obou systémů.*

V jaké míře tak mohou učinit? Právě to závisí na některých v praxi uplatňovaných *podobách externí směnitelnosti měny.*

Lze říci, že existují dva krajní póly:

1. vláda vymezí okruh transakcí, které je možné provádět zcela volně; ostatní buď zakáže, nebo podmíní zvláštním povolením. Pokud je toto doprovázeno flexibilním kursovým systémem, který má vláda možnost intervencemi usměrňovat na rovnovážné úrovni, jež odpovídá národní intenzitě vnějších ekonomických vztahů, pak hovoříme o *národně determinované externí směnitelnosti měny*;
2. vláda zcela uvolní všechny transakce, čímž vytvoří možnost pro získání zásadního kapitálového, rozhodovacího i majetkového vlivu pro zahraniční investory. Toto opatření spojí s fixním kursovým systémem. Je obvyklé, že tento systém je většinou využíván v ekonomikách menší či střední velikosti; fixace kursu tudíž bude provedena na jednu nebo více vůdčích světových měn. Tím bude takto fixovaný kurs opisovat v čase křivku vývoje těchto měn, což je do značné míry považováno za jistou ztrátu domácí měnové suverenity. V tomto případě pak hovoříme o *externí směnitelnosti měny v podmínkách dílčí ztráty měnové suverenity.*

V praxi jsou však obvyklé zejména tyto situace:

- a) relativně volná směnitelnost pro transakce na běžném účtě platební bilance, restrikce na kapitálovém účtě, a to v podmínkách fixního kursového systému (např. stále ještě Portugalsko, Norsko, donedávna Švédsko);
- b) nejsou uplatněny restrikce pro transakce na běžném ani kapitálovém účtě platební bilance, ale

- v podmínkách fixního kursu existuje možnost měnit jej v závislosti na tlacích při dosahování dlouhodobé rovnovážnosti vnějších ekonomických vztahů (většina zemí ES);
- v podmínkách flexibilního kursu se obvykle provádějí účinné intervence, a tedy faktická modifikace floatingu na řízený floating (Švýcarsko, USA, Kanada, snad Japonsko).

Je možné zmínit ještě zbývající — nyní spíše teoretickou — možnost: uvolnění veškerých transakcí v podmínkách zcela flexibilního kursu bez intervencí.

Všeobecně platným, přirozeným závěrem pro kursové systémy a podoby externí směnitelnosti měny je:

1. *pozitivní záměr* mezinárodních platebních a kapitálových dohod a devizové legislativy, jež determinují kursovou praxi, spočívá v tom, že transakce spojené s pohybem zboží, služeb, osob a aktiv fungují co možná *nejhladčeji, nejprirozeněji*;
2. *normativním záměrem* je, aby tyto dohody a legislativa byly v zájmu jedné dvojice či skupiny zemí, které tuto úpravu deklarují.

Smyslem zkoumání je pak zjistit, jak tyto pozitivní a normativní záměry mohou dopadat, resp. dopadají na makroekonomický systém všeobecně, zejména však na mezinárodní ekonomiku. V této souvislosti je vhodné připomenout, že na světě je ještě velmi početná skupina zemí (více než 70 %), která dosud nesplnila či nepřekonala ani jednu z nastíněných podob směnitelnosti, a tudíž uplatnění či volba kursového systému je pro ni — z hlediska faktického ovlivnění mezinárodních transakcí a účasti v mezinárodní dělbě práce — v zásadě indiferentní.

O to důležitější je však pro úspěšnost vlastní vnitřní ekonomické transformace uplatnění některé z nižších forem měnové směnitelnosti (interní měnová směnitelnost) a koordinace kroků směřujících nejen k externí měnové směnitelnosti, ale mezi všeobecně rozvinuté ekonomiky.

Do této skupiny zemí — v různém pořadí a na různém stupni rozvoje — patří rovněž postkomunistické země, jež dosud ve větší či menší míře uplatňují zbývající širokou skupinu *kursových systémů*, které se opírají o různé druhy devizových kontrol a restriktí.

S ohledem na velkou roli očekávání nejen v teoretických analýzách, ale i v reálných hospodářských a politických situacích je nutné oblast kursové teorie i politiky a mezinárodní ekonomie vůbec považovat jednoznačně za součást aplikované ekonomie.

I praxe devizových kursů je rozhodujícím způsobem závislá na podobě mezinárodních platebních a kapitálových dohod, devizové legislativy ap. A právě odtud se odvozuje prostor pro skutečné využívání *kriteriální funkce devizového kursu*.

Doposud jsme se ani slovem nezmiňovali o jakémkoliv politickém stanovisku. Současná situace však opět vyzvedla do popředí posuzování variantních kursových systémů právě v souvislosti s postupem k měnové unii ES. A to je záležitost nanejvýš politická.

Ryze ekonomický pohled na volbu systému devizového kursu vhodného pro pozitivní posun směrem k měnové unii — v souvislosti s výše uvedeným srovnáním fixního a flexibilního systému — jednoznačně odmítá systém fixní; a to jako neodpovídající současné situaci svou neschopností okamžitě posoudit realitu a přizpůsobit se jí. Jako jediný možný systém se pak preferuje flexibilní kurs — jeho dlouhodobý stabilní vývoj s možností uzavírání dvou-, či vícestranných dohod o užší měnové koordinaci, a to podle kritéria příbuznosti, podobnosti, konvergence.

Kursový kolaps ES: příčiny a východiska pro řešení

Kursový chaos (spolu s nejasnostmi kolem schválení Maastrichtské dohody) dává dostatečný podnět k zesílení diskuse o budoucnosti ES. Domnívám se, že je zcela oprávněně zintenzívnit podporu variantním postupům evropské integrace a unifikace vůči postupu oficiálnímu. A někdy se i pozastavit nad smyslem a účinky institucionálního napomáhání evropskému sjednocování. Tento hlas je třeba spojit s vyjádřením názoru, proč k chaosu došlo, tento názor zdůvodnit a pokusit se najít řešení pro budoucnost.

První velmi důležitou příčinou této situace je vlastní kursový systém. V předchozí pasáži jsme zdůvodnili, proč fixovaný systém kursu nynějšími podmínkami neodpovídá.

Druhou příčinou je reálný vývoj EMS po roce 1987, resp. 1990 — po zrušení množství kapitálových kontrol a po vstupu britské libry do systému, který byl spojen s přehodnocením parit devizových kursů.

Třetí příčina souvisí s podceněním důsledků sjednocení Německa, kdy se po velmi krátkodobém nominálním znehodnocení kursu DEM reálně očekávalo dlouhodobé nominální zhodnocení kursu německé měny. Jiná situace však nastala u reálného kursu DEM (po započítání německého cenového indexu a cenového indexu v zahraničí s promítnutím do budoucna). Jak z důvodu zajištění striktní protinflační politiky, tak z důvodu mobilizace domácích i zahraničních kapitálových zdrojů bylo a je nezbytné zajistit vysokou nominální úroveň úrokové sazby v Německu. Vzhledem k uvolněným kapitálovým tokům a k nepružnému kursovému mechanismu tak Německo svou politikou vysoké nominální úrokové sazby vlastně donutilo ostatní země ES přistoupit na stejnou politiku — samozřejmě tehdy, nechtějí-li pocítit zásadní úbytek střednědobého, dlouhodobého i spekulativního kapitálu a nežádoucí pohyb v platební bilanci, chtějí-li se udržet v pro ně prestižním EMS či nechtějí-li přistoupit na situaci „nepřízřusobitelnosti“ platební bilance devizovým kursem (což vede ke zkrácení efektivnosti či k omezení míry otevřenosti vnějších ekonomických vztahů).

Je velmi pravděpodobné, že všechny tyto faktory se promítly do očekávání budoucího vývoje EMS a ERM. Je současně pravděpodobné, že víra v jejich pozitivní budoucnost se opírala o pokrok směrem k EMU (hospodářské a měnové unii zemí ES). Když však hrozilo protahování konečného podpisu Maastrichtské dohody, nebezpečí dlouhého transformačního období a odklad přizpůsobení EMS realitě nefunkčního kursového mechanismu, začaly působit svým přirozeným pohybem nejprve krátkodobé kapitálové toky. (Vždyť se odhaduje, že denní objem transakcí jen na londýnském finančním trhu činí asi 1 000 mld. USD, pouhých 5–7 % přitom však souvisí s transakcemi provázejícími pohyb zboží, materiálních služeb a osob.) Poté se přidaly dlouhodobé kapitálové toky (což svědčí o déletrvající podstatné změně ve struktuře aktiv, a nikoliv o krátkodobém šoku typu New York, podzim 1987).

Jaké jsou tedy vyhlídky do budoucnosti? Rozhodně by bylo užitečné korigovat názory, jež souvisejí s dlouhodobou redukcí nejistoty v souvislosti s uplatněním nynějšího měnového mechanismu. Současný kursový systém je nefunkční, rozptýl mezi úrokovými sazbami a měrami inflace v různých zemích a regionech ES je značný. Uvolněné kapitálové pohyby a rozvoj soukromých ECU bez centrální autority rozsah nejistoty jenom podporují.

Za těchto okolností by se zdálo, že soustředit se v této fázi na konstrukci společné evropské centrální banky by nebylo rozumné. Řada velmi renomovaných předpovědí totiž naznačuje, že činnost této instituce by — v podmínkách současných problémů — způsobila ještě větší škodu, zejména zvýšením inflačních tlaků.

Co teď a jak dál? Rozhodně nepokračovat v dosavadní cestě měnové unifikace současným systémem EMS (nerealistické devizové kursy) a ERM (nemožnost přizpůsobit kursy realitě). Přitom na druhé straně nezapomínat na myšlenku přirozeného vývoje k *měnové unii*. Koncept měnové unie je třeba považovat za ústřední nit, svodidlo, k němuž úsilí evropského sjednocovacího procesu vede. V tomto konceptu však bude pravděpodobně velmi těžké obejít se bez zásadní změny dosavadního stavu. Právě s ohledem na uvolnění pohybu zboží, služeb, osob a *zejména kapitálu vede cesta k měnové unii* přes flexibilní kursový systém.

Je nesporným faktem, že výkonnosti se země ES rozdělily minimálně na dvě skupiny. Proč bránit institucionálními a politickými pakty myšlenka „dvojrychlostní Evropy“ (two-speed Europe)? Vždyť země, které tvoří tzv. zdravé jádro, se lépe vzájemně přizpůsobí a udrží vysokou náročnost své měnové politiky; země pohybující se „druhou“ rychlostí mají možnost vytvořit jim odpovídající adaptační klima pro budoucí přizpůsobení se „první“ rychlosti a současně nezatěžovat a nezměkčovat prostředí špičky. Navíc je velmi pravděpodobně, že by se ke „zdravému jádru“ přidaly další země vznikajícího Evropského hospodářského prostoru (EEA) (pomiňme politické překážky), jejichž dlouhodobý měnový vývoj je podobně příznivý (Rakousko, Švédsko, Norsko, Švýcarsko).

Schumanovy a Monnetovy myšlenky je nutné brát jako nosné konstrukce typu absolutní ideje. Těmto myšlenkám by se však realita měla toliko dlouhodobě přibližovat (respektujíc pragmatismus praxe). Realizace těchto myšlenek nesmí být dogmatem; musí být „pouze“ soustavně brána v úvahu, být v podvědomí při provádění pragmaticky orientované praxe.

Proč by mělo tedy být vytvoření tzv. Severoevropského měnového klubu překážkou evropskému sjednocování? Bylo by pouze posunutím „zdravého jádra“ k těsnější součinnosti a k vytvoření možnosti pro budoucí vstup „vyléčených“ zemí „druhé rychlosti“. Současně by bylo v zájmu „létících se“ zemí i zemí, které nepřijmou pozvání do tohoto měnového klubu, monitorovat jej a osvojit si stejný či velmi příbuzný typ kursového systému.

A pokud někdo označuje nedávný kursový kolaps za útok ohrožující existenci ES, domnívám se, že pravý opak je pravdou. Tento kolaps totiž odhalil negativní břemena, která by postupující ES musela vleci s sebou, a vytvořil podmínky pro zbavení se tohoto břemena. Vyčistil vzduch (budiž nám dovoleno pokračovat obrazně) a nalil všem účastníkům čisté víno; a pokud i poté někteří nosí na očích růžové brýle, podřezávají si pod sebou větve.

Kdyby ES tato břemena vleklo i nadále, je pravděpodobné, že některé možné kandidáty vstupu by „zahalený vývoj ES“ přesvědčil o stabilitě systému. Jiné — prozíravější — by naopak odradil od nadměrného entusiasmů. Takto je pro všechny vnímavé pozorovatele — včetně kandidátů členství v ES — prezentován jednotný a skutečný obraz jeho současného stavu.

Česká republika: vnímavý pozorovatel, či jistá inspirace?

Česká republika by s ohledem na svou budoucnost měla být pozorovatelem velmi vnímavým. Řešení státoprávní otázky však způsobilo, že z poměrně vážného kandidáta členství se nyní naše země ocitla mezi čekateli na chvostu. To však nic nemění na potřebě důkladného monitorování jak skutečných, tak možných cest evropské unifikace. A nejen to. Jsou oblasti, v nichž bychom mohli posloužit i jako jistý — pozitivní — zdroj inspirace. Například v oblasti kursové politiky.

Je nesporné, že právě politika devizového kursu a vnější měnová politika, počínaje zejména lednem 1991, patří mezi nejuspěšnější segmenty — není-li vůbec seg-

mentem nejúspěšnějším — ekonomické transformace u nás. Vývoj platební a obchodní bilance, velmi stabilní vývoj devizového kursu po celé toto transformační období, doprovázené minimálně dvěma významnými — jednorázovými — cenovými skoky, i výše devizových rezerv mohou naplňovat optimismem. Důsledkem pak může být i pozitivní posun v názorech renomovaných světových ekonomických institucí na úspěšnost devizové politiky u nás. Úspěšnost je o to významnější, že podobný výsledek nebyl zaznamenán v žádné z dalších postkomunistických zemí.

Československo bylo jedinou zemí v regionu, která byla schopna zvládnout poměrně široké potenciální rozpětí pohybu kursu a zajistila reálné devalvace na požadované základně bez dalších negativních dopadů, například v podobě spuštění řetězce nominálních devalvací či účinků na vnitřní měnovou politiku. Navíc toto opatření viditelně podnítilo exportní chování domácích ekonomických subjektů. Současně bylo v souladu s vnitřní cenovou stabilitou — jako výsledkem ostatních provázaných transformačních opatření — díky schopnosti eliminovat vnitřní peněžní nerovnováhu.

Proto je možné tento úspěch považovat za jistý inspirační (spíše myšlenkový) zdroj i pro ekonomiky, které transformační změnu od podmínek centrálně plánovaných k tržním uskutečňovat nepotřebují. To se týká zejména nutnosti najít současnosti odpovídající a integraci napomáhající kursový systém ES.

Není samozřejmě možné přehlížet kvalitativní rozdíly mezi ekonomikami ES a ekonomikou českou, z nichž plynou dosti podstatná omezení pro využití naší zkušenosti jako inspiračního zdroje. Týkají se zejména rozdílů v rozvinutosti trhu — zejména všech podob finančního trhu — a institucí, které fungování trhu doprovázejí. S tím souvisí i otázka nestejněho stupně měnové směnitelnosti, která je při porovnávání obou kursových systémů a zaměřenosti devizových politik nejzjevnější.

Přesto však: Když československá vláda, zejména ve druhé polovině roku 1990, připravovala svoji ekonomickou transformační strategii, byla v souvislosti s kursovou problematikou postavena před složitou a klíčovou úlohu: založení vhodného a odpovídajícího kursového systému a vymezení pokud možno optimální kvantifikace hodnoty kursu. Jak názory na systém, tak na stanovení výchozí hodnoty se dosti podstatně lišily, přičemž nechyběly ani hlasy pro „opsání“ zkušeností jiných transformujících se zemí. Výsledek za dva roky však zcela zjevně napovídá, že volba byla provedena výborně.

Hlavním smyslem této volby v Československu bylo *přiblížit kursový mechanismus realitě*. A právě stejnému problému čelí ES nyní. Je přitom zřejmé, že filozofie postupu nového kursového mechanismu v Československu je v ES absorbována již řadu dlouhých let. Ovšem smysl pro to, že devizový kurs je veličinou dynamickou, pro jejíž pohyb je nutné vytvořit potenciaální prostor — zejména v konfrontaci se zkušeností —, byla patrně důsledněji pochopena v Československu než v ES.

V závěru je třeba podtrhnout tři momenty:

1. Cenová stabilita v celém regionu ES je hlavním předpokladem pro další proces integrace a sjednocení. Nejvhodnější cestou k dlouhodobému, cenově stabilnímu vývoji je účinně monitorovaný a intervenovaný flexibilní kursový systém jako prostředek dosažení měnové unie.
2. Československá zkušenost s proexportně orientovaným stabilním kursovým systémem (s potenciálně možným prostorem pro kursový pohyb) je velmi užitečná zejména pro menší či středně velké země s otevřenými a integrujícími se ekonomikami.

3. Nalezení optimálního kursového systému se jeví jako klíčová otázka pro další postup měnové, a tím i ekonomické a politické součinnosti nejen nynějších dvanácti zemí ES, ale zcela převažující většiny evropských zemí, jež usilují o to, aby se mohly podílet na vytváření podoby budoucí Evropy.

LITERATURA

- BLEJER, M. I.—GELD, A.: Persistent Economic Decline in Central and Eastern Europe: What are the Lessons. (Transition.) The World Bank, Vol. 3, č. 7, July — August 1992.
- CEPR Report: Monitoring European Integration 1: The Impact of Eastern Europe. London 1990.
- CEPR Report: Monitoring European Integration 2: The Making of Monetary Union. London 1991.
- DORNBUSCH, R.: Exchange Rates and Inflation. Cambridge, The MIT Press 1988.
- Europe — A Fresh Start, The Schuman Declaration and 1950—90. Luxembourg, European Documentation 1990.
- KRUEGER, A. O.: Exchange-Rate Determination. New York, Cambridge University Press 1983.
- OECD Economic Surveys 1991 — Czech and Slovak Federal Republik. Paris 1991.
- PORTES, R.: EMS and EMU after the Fall. CEPR and ECARE, Brussels, October 1992.
- WILLIAMSON, J.: The Economic Opening of Eastern Europe. Washington, Institute for International Economics, May 1991.
- ZAHRADNÍK, P.: The Current State and Main Development of the Banking System in Czechoslovakia. Budapest, Hungarian Academy of Science — Institute for World Economics 1992.
- ZAHRADNÍK, P.: K současnému vývoji ECU: klima stability? Finance a úvěr, 1992, č. 8 — čtvrtletní příloha č. 3.

SUMMARY

Exchange-Rate Policy

(ERM in the light of fundamental questions, and Czechoslovak transition experience as well)

The article is focused on the topical question about the future of exchange-rate policy, in the E. C. and Europe-as-a-whole territory especially.

It follows that main problem of the E. C. is not a short-term effect after an important day — January 1, 1993 but long-term viewpoint on the principal milestones of a natural unification process.

Accordingly there are: monetary policy including the exchange-rate management in the economic area and connected political competences: national versus multinational. When the Czechoslovak government prepared its economic transformation strategy, January 1991 program, and the proposal for the I. M. F., it was faced with the difficult choice of setting an appropriate exchange-rate system and quantity. The main sense of this exchange-rate measure in Czechoslovakia at that time was: to adapt the exchange-rate mechanism to reality. The same problem have to solve the European Communities now.

The internal price stability in the whole region of the European Communities is the main task for further process of integration and unification. The most suitable way or the long-term balancing of prices in the E. C. is a managed flexible exchange rate.

The Czechoslovak experience with a for-export-orientated-exchange rate system is very useful especially for small and medium size countries in the world.