

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

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, 1.6141

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Jiří POSPÍŠIL: Měnová politika pro rok 1995 109

Jiří JONÁŠ: Měnový kurz a platební bilance (1. část) 118

Jaroslav BRADA: Konstrukce burzovních indexů pomocí modelu oceňování kapitálových aktivit (2. část) 128

Recenze

Václav KLAUS—Dušan TŘÍSKA: Recenzní zamýšlení nad knihou Jánosa Kornai „Socialistický systém: Politická ekonomie komunismu“ 137

Aleš BULÍŘ: Učebnice, která na českém trhu chyběla (R. Dornbusch — S. Fischer) . . 143

Přehled-Survey

Přehled nejdůležitějších opatření hospodářské a finanční politiky v roce 1995 146

Review of the Most Important Economic and Financial Policies in 1994 151

Uprostřed čísla:

Petr ZAHRADNÍK: Investiční možnosti individuálních investorů — 3., poslední část: ss. 29—44

CONTENTS

Jiří POSPÍŠIL: Monetary Policy for 1995 . 109

Jiří JONÁŠ: Foreign Exchange Rate and Balance of Payments (1st Part) 118

Jaroslav BRADA: The Constructions of Stock Market Indices with a Capital Asset Pricing Model (2nd Part) 128

Book-Review

Václav KLAUS—Dušan TŘÍSKA: Review Article of János Kornai's: "The Socialist System: The Political Economy of Communism" . . 137

Aleš BULÍŘ: The textbook which was missing at the Czech market (R. Dornbusch — S. Fischer) 143

Survey

Review of the Most Important Economic and Financial Policies in 1994 (in Czech) . . . 146
(In English) 151

In the middle of this issue:

Petr ZAHRADNÍK: **Investment Opportunities for an Individual Investor** — 3rd., the last part: pp. 29—44

*Opakovaně upozorňuje všechny naše čtenáře na změnu v distribuci našeho časopisu: od 1. 1. 1995 převzala distribuci časopisu a. s. *Economia*. Prosíme Vás proto, abyste se se svými požadavky týkajícími se odběru časopisu obraceli buď na obchodní úsek a. s. *Economia* (tel. 02/282 22 23), nebo úsek předplatného (tel. 02/282 37 54, 282 22 16, 282 23 16; fax pro oba úseky: 02/24 21 49 27). Na Slovensku zajišťuje distribuci a. s. *Ecopress, Pribinova 25, 810 11 Bratislava, tel.: 07/321 688, fax: 07/210 36 08.**

Redakce

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Měnový kurz a platební bilance

JIŘÍ JONÁŠ*

1. část

Měnový kurz koruny je nominálně fixován již čtyři roky. Vzhledem k výrazně vyššímu tempu růstu cenové hladiny v České republice (ČR) ve srovnání s mírou inflace v zemích většiny obchodních partnerů během tohoto období došlo při nominální stabilitě k výraznému zhodnocení měnového kurzu v reálném vyjádření. To mimo jiné znamená, že ve srovnání s rokem 1991 došlo k výraznému zlevnění relativních cen dovozu a k obdobnému výraznému zdražení relativních cen vývozu. Za normálních okolností by takto dramatická změna relativních cen dovozu a vývozu vedla k výrazným posunům v platební bilanci. V roce 1994 skutečně podle předběžných údajů došlo k zpomalení růstu vývozu a ke zrychlení růstu dovozu, ale po odečtení vlivu poklesu vzájemného obchodu se Slovenskem (především poklesu vývozu) není tato změna zdaleka tak rozsáhlá jako změna relativních cen. Na kapitálovém účtu naopak narůstá přebytek.

V prvních letech reformy dominovaly platební bilanci transakce na běžném účtu, v letech 1993 a 1994 začala narůstat váha transakcí na kapitálovém účtu, především v důsledku liberalizace přílivu kapitálu a v důsledku ekonomických faktorů, například vývoje cen korunových úvěrů, které stimulovaly domácí i zahraniční ekonomické subjekty k tomu, aby možnosti poskytnuté liberalizací využívaly. Další liberalizační opatření pro transakce na kapitálovém účtu se připravují a vzhledem k dosavadnímu stavu, kdy je více liberalizován příliv než odliv kapitálu, budou převažovat v budoucnu kroky směřující k liberalizaci odlivu kapitálu.

Liberalizace kapitálového účtu má značné dopady jak na možnosti samostatné hospodářské politiky, tak na rovnovážnou úroveň měnového kurzu (definovanou jako úroveň, při které je celková platební bilance v dlouhodobě udržitelné pozici). Cílem tohoto článku není rozebírat otázky dopadu liberalizace kapitálového účtu na hospodářskou politiku. Pozornost je soustředěna na problematiku měnového kurzu. V části „Vývoj měnového kurzu a platební bilance“ diskutujeme základní fakta týkající se vývoje reálného měnového kurzu, konkurenceschopnosti a platební bilance. V části „Měnový kurz a platební bilance“ předložíme stručný koncepční rámec pro diskuzi vlivu vývoje na běžném a kapitálovém účtu platební bilance na měnový kurz a budeme diskutovat faktory, které přispívají ke zhodnocení či znehodnocení měnového kurzu. V části „Přízpůsobení ceny koruny prostřednictvím reálného zhodnocení“ budeme analyzovat variantu, kdy bude nadále uskutečňována politika fixního měnového kurzu při nezměněné úrovni, na které je fixován. V části „Rozšíření flukтуаčního pásma či nominální revalvace koruny“ analyzujeme případ nominální revalvace měnového kurzu koruny při

* Ing. Jiří Jonáš, zástupce ČR u MMF

Redakce příspěvek obdržela 14. 12. 1994.

TABULKA č. 1 Platební bilance ČR v konvertibilních měnách, 1990—1994

	1990	1991	1992	1993	1994 ^a
vývoz	4 668	5 816	7 850	10 008	11 500
dovoz	4 920	5 476	9 223	10 759	12 400
obchodní bilance	-252	340	-1 373	-751	-900
vývoz služeb a transferů	1 645	2 292	3 507	4 625	5 150
dovoz služeb a transferů	1 731	1 489	2 082	3 596	4 050
bilance služeb	-86	803	1 425	1 029	1 100
běžný účet	-338	1 143	53	279	200
přímé zahraniční investice netto	120	511	983	517	525
portfoliové investice netto	0	0	-36	1 062	1 025
středně- a dlouhodobé úvěry netto	506	1 166	321	460	1 511
krátkodobý kapitál netto	-479	-2 177	-1 274	457	200
kapitálový účet	-147	-500	-6	2 496	3 261
změna oficiálních devizových rezerv	-889	599	-80	3 029	2 255

^a prognóza

pramen: IMF, Institute of International Finance

zachování režimu fixního měnového kurzu a rovněž zkoumáme dopad rozšíření flukтуаčního pásma měnového kurzu. V „Závěru“ jsou shrnuty výsledky analýzy. Hlavním závěrem článku je, že pokud nedojde ke zhodnocení reálného kurzu koruny úpravou nominálního kurzu, dojde k jeho reálnému zhodnocení prostřednictvím relativně rychlejšího růstu cenové hladiny v ČR.

Vývoj měnového kurzu a platební bilance v l. 1991—94

Základní fakta o vývoji platební bilance jsou uvedena v *tabulce č. 1*, která zachycuje vývoj obchodní bilance, bilance služeb a kapitálové bilance v konvertibilních měnách od roku 1990 do roku 1994.

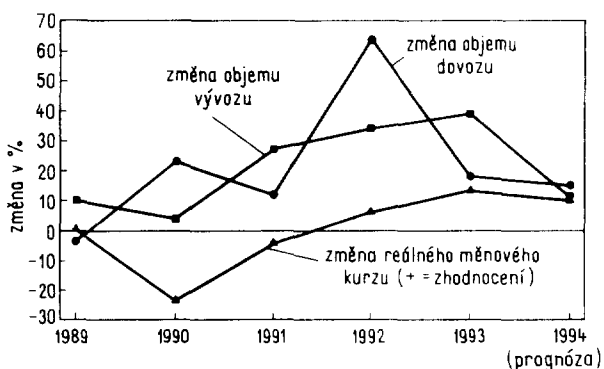
Za povšimnutí stojí především nárůst objemu dovozu a vývozu, jejichž podíl na celkovém hrubém domácím produktu prudce vzrostl, a dále v podstatě beztrendový vývoj obchodní bilance a běžného účtu platební bilance. Především v letech 1993 a 1994 je očividný prudký nárůst objemu transakcí na kapitálovém účtu. To lze posoudit i z údajů o netto hodnotách, které jsou uvedeny v *tabulce*, neboť především u přímých zahraničních a portfoliových investic a u středně- a dlouhodobých úvěrů převládal výrazně příliv kapitálu nad odlivem a netto hodnoty ho vzhledem k relativně nízkému odlivu kapitálu relativně přesně aproximují.

Nepřítomnost výrazného trendu na běžném účtu platební bilance, která zůstává v mírném přebytku díky kladné bilanci služeb, a dramatický nárůst přebytku na kapitálovém účtu přispěly k prudkému zvýšení oficiálních devizových rezerv a ke vzniku problému s nadměrným růstem likvidity.

Zatímco u běžného účtu platební bilance žádný očividný trend nepozorujeme, totéž nelze říci o ukazatelích konkurenceschopnosti českého vývozu, jak je vidět z údajů v *tabulce č. 2*

Z *grafu č. 1* je patrné, že změna objemu vývozu v konvertibilních měnách nebyla v minulosti změnami reálného měnového kurzu příliš ovlivněna. Lze dokon-

GRAF č. 1 Dovoz, vývoz a reálný měnový kurz, 1989—1994



ce pozorovat opačnou závislost: vyšší míra zhodnocení reálného efektivního měnového kurzu byla v minulých letech spojena s vyšším tempem růstu fyzického objemu vývozu. Vzhledem k velmi nízkým nákladům (které i při dané relativně nižší kvalitě a produktivitě zajišťovaly vysokou konkurenceschopnost) bylo možné dosahovat vyšších temp vývozu navzdory postupnému reálnému zhodnocování měnového kurzu koruny. Růst vývozu ve směnitelných měnách však odráží především v počátečních letech sledovaného období změnu teritoriální struktury vývozu a reklasifikaci dovozu v nesměnitelných měnách na dovoz ve směnitelných měnách.

Měnový kurz a platební bilance

Podobně jako každá jiná cena i měnový kurz koruny je určen poptávkou a nabídkou. Často se uvádí, že výše reálného měnového kurzu závisí na reálné výkonnosti české ekonomiky¹. Reálná výkonnost je sice důležitým, ale — jak uvidíme — nikoli jediným či jednoznačně působícím faktorem ovlivňujícím měnový kurz.²

TABULKA č. 2 ČR: ukazatele konkurenceschopnosti, 1990—1994

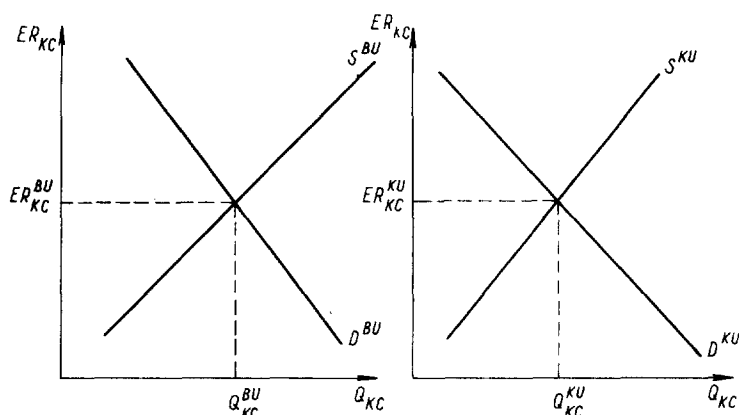
	1990	1991	1992	1993	1994
reálný efektivní kurz (ICS) ^a	100,0	95,7	101,5	114,6	124,4
změna v %	-23,5	-4,3	5,8	13,1	9,8
reálný efektivní kurz (JPN) ^a	100,0	75,5	92,0	113,6	x
změna v %	x	-24,5	16,5	21,6	x
směnné relace, změna v %	0,1	-1,5	-1,8	3,5	3,0

^a měřeno ke konci období, pro rok 1994 ke konci září
 pramen: IMF, Institute of International Finance

¹ Jeden opoziční politik dokonce prohlásil, že na reálné výkonnosti závisí samotná směnitelnost koruny, a jelikož tato výkonnost během posledních let poklesla, možnosti zavedení plně směnitelnosti jsou dnes nižší než v roce 1989! Jindy se zase dočítáme, že směnitelnosti měny musí předcházet nejprve směnitelnost zboží, jako by existovala nějaká absolutní směnitelnost bez ohledu na cenu směňovaného zboží.

² Obvykle se předpokládá, že vyšší výkonnost znamená vyšší (více zhodnocený kurz) měny; pokud však vyšší výkonnost znamená vyšší příjmy domácností a pokud mají domácnosti vysoký mezní sklon ke spotřebě dováženého zboží, nemusí tato závislost jednoznačně platit.

GRAF č. 2 Nabídka a poptávka po korunách na běžném a kapitálovém účtu



Měnový kurz je na rozdíl od ostatních cen mnohem důležitější, neboť ovlivňuje přímo či nepřímo podstatnou část ostatních cen v ekonomice a má vliv na výrobní, spotřební a investiční rozhodnutí ekonomických subjektů. Proto je také ve středu zájmu hospodářské politiky.

Vzhledem k významu měnového kurzu jako jedné z nejdůležitějších cen v ekonomice je však obtížné určit přesně faktory, které ho ovlivňují, a způsob, jak přesně je rovnovážný měnový kurz utvářen. Měnový kurz je totiž ovlivňován veškerými faktory, které ovlivňují poptávku a nabídku po dané měně, a tudíž všemi faktory, které určují intenzitu toků zboží, služeb, investic a ostatních transakcí na běžném a kapitálovém účtu platební bilance — viz graf č. 2.

Vzhledem k tomu, že v ČR byly nejprve liberalizovány transakce na běžném účtu a teprve později a postupněji začaly být uvolňovány transakce na kapitálovém účtu, je při analýze vývoje měnového kurzu vhodné uvažovat tyto dvě části platební bilance odděleně. Abychom mohli odděleně analyzovat vliv vývoje běžného a kapitálového účtu na celkový stav platební bilance a na měnový kurz, rozdělíme poptávku a nabídku korun na poptávku a nabídku spojenou s transakcemi na běžném a kapitálovém účtu.

Na grafu č. 2 označuje S^{BU} nabídku korun v důsledku transakcí na běžném účtu platební bilance a D^{BU} označuje poptávku po korunách na běžném účtu. Podobně S^{KU} a D^{KU} označují nabídku a poptávku po korunách spojenou s transakcemi na kapitálovém účtu platební bilance. Na běžném účtu bude zobchodováno množství korun O_{KC}^{BU} a na kapitálovém účtu O_{KC}^{KU} . Rovnovážný kurz, při kterém se rovná nabídka korun poptávce, je na běžném účtu roven ER_{KC}^{BU} a na kapitálovém účtu ER_{KC}^{KU} . Na grafu č. 2 jsou oba zakresleny jako stejné, ale obecně platí, že kurz, který vyrovnává nabídku a poptávku po měně na běžném účtu, nemusí vyrovnávat nabídku a poptávku na kapitálovém účtu. Důležitá je rovnost celkové nabídky a poptávky po korunách.

Hlavními faktory ovlivňujícími nabídku a poptávku po korunách jsou:

1. Nabídka korun na běžném účtu, S^{BU} , za účelem získání deviz na dovoz zboží a služeb je závislá především na ekonomické aktivitě, na příjmech domácností a na relativní preferenci zahraničního zboží vůči tuzemskému zboží.

2. Poptávka po korunách na běžném účtu, D^{BU} , za účelem získání korun pro zakoupení českého obchodovatelného zboží a služeb — vývoz zboží a služeb (zahraniční turistika) — závisí především na reálných faktorech, hlavně na konkurenceschopnosti domácích výrobců, dále na úrovni ekonomické aktivity a na elasticitě vývozu, na zahraniční poptávce a důchodech (vývoj ekonomické aktivity v zahraničí).
3. Poptávka na kapitálovém účtu, D^{KU} , příliv kapitálu, poptávání korun za účelem nabývání aktiv (hmotných či nehmotných) v české ekonomice. Příliv kapitálu je ovlivněn hlavně investičními příležitostmi v ekonomice. Ty jsou naopak určené domácí poptávkou, současnou a očekávanou ekonomickou aktivitou, očekávanou budoucí ziskovostí investic, daňovým systémem, vybaveností a cenou výrobních faktorů, především mezd a úrokových sazeb.
4. Nabídka na kapitálovém účtu, D^{KU} , odliv kapitálu, nabízení korun za účelem získání zahraničních aktiv. Závisí na stejných faktorech jako příliv kapitálu, avšak s opačným znaménkem. Pokud působí některý faktor pozitivně na příliv kapitálu, působí negativně na jeho odliv. Jako motiv odlivu kapitálu může působit i snaha domácích investorů diverzifikovat své portfolio do různých měn.

Podívejme se nyní, jak se budou pravděpodobně vyvíjet faktory ovlivňující nabídku a poptávku po korunách v příštích letech, abychom mohli vyvodit, v jakém směru bude vznikat tlak na pohyb měnového kurzu:

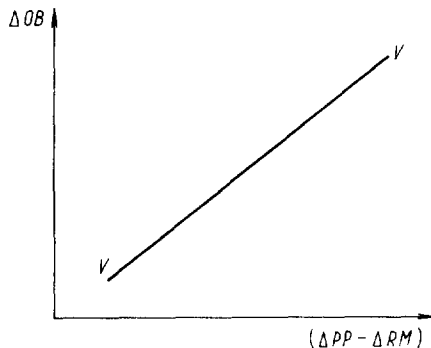
(a) *Relativní konkurenceschopnost.* Jak ukazují údaje v tabulce č. 2, po prudkém zvýšení konkurenceschopnosti v důsledku devalvace koruny v roce 1991 se začala s růstem cenové hladiny a jednotkových pracovních nákladů konkurenceschopnost opět snižovat. Neprojevalo se to však zatím nikterak dramaticky na růstu vývozu za směnitelné měny, protože relativní jednotkové pracovní náklady jsou v ČR stále mnohem nižší, než kolik představuje rozdíl v produktivitě práce.³ Pokud by však růst jednotkových pracovních nákladů v ČR převyšoval růst jednotkových pracovních nákladů v zemích obchodních partnerů, snižoval by se okruh komodit, které bychom mohli efektivně vyvážet. To by za jinak stejných okolností vedlo k poklesu tempa růstu vývozu. Vzhledem k relativně nízké úrovni produktivity v ČR ve srovnání s vyspělými zeměmi však bude znamenat proces vyrovnávání ekonomické úrovně zároveň relativně rychlejší růst produktivity práce, a pokud nebude růst reálných mezd předstihovat tempo růstu produktivity, naše relativní konkurenceschopnost by měla zůstat zhruba zachována na nynější úrovni.⁴ To znamená, že relativní konkurenceschopnost by neměla být faktorem způsobujícím posun křivek nabídky a poptávky na grafu č. 2 (především na běžném účtu).

(b) *Relativní tempo hospodářského růstu.* Podobně jako v případě produktivity i v případě úrovně ekonomické aktivity lze očekávat „dohánění“ vyspělých průmyslových zemí.⁵ Pokud budeme předpokládat stejný mezní sklon k dovozu

³ To platí tím spíše, vezmeme-li v úvahu, že zvýšení tempa růstu vývozu za směnitelné měny bylo zpočátku dáno jednorázovou teritoriální reorientací a reklasifikací vývozu v nesměnitelných měnách.

⁴ Máme na mysli relativní konkurenceschopnost danou technologickou efektivností. Vývoz se může samozřejmě zvyšovat i při neměnné technologické efektivnosti a relativních mzdách s tím, jak se mění v důsledku vyrovnávání ekonomické úrovně struktura výroby ve prospěch těch komodit, které jsou více vývozní schopné. Vzhledem k vysoké konkurenci na trzích technologicky náročnějších výrobků však nelze očekávat, že by případná změna struktury výroby tímto směrem ovlivnila výrazněji náš vývoz.

⁵ Předpoklad „dohánění“ je v našich úvahách zaváděn bez podrobného vysvětlení, pro které není v článku dostatečný prostor. Uvedme však, že proces sbližování ekonomické úrovně méně a více vyspělých zemí je často empiricky dokumentován. Jedním z tradičních důvodů „dohánění“ je převod technologií z více do méně vyspělých zemí.



u jednotky dodatečného národního důchodu v ČR i v ostatních zemích, potom povede za jinak stejných okolností vyšší hospodářský růst v ČR než u hlavních obchodních partnerů k většímu růstu našeho dovozu ve srovnání s vývozem, a tudíž k většímu zvýšení nabídky korun ve srovnání s poptávkou po nich. Na grafu č. 2 dojde k posunu křivky nabídky i poptávky doprava, ovšem křivka nabídky se posune více než křivka poptávky, což povede ke snižování rovnovážného měnového kurzu na běžném účtu. Jak ukazuje *tabulka č. 3*, rozdíly prognózovaných temp růstu mezi ČR a vyspělými tržními ekonomikami jsou poměrně značné.

Ke stejnému závěru lze dospět i pomocí užšího agregátu osobní spotřeby. Pokud budeme předpokládat v ČR i v průmyslových zemích shodně růst reálných mezd (a tudíž spotřeby) odpovídající růstu produktivity práce — což alespoň v dlouhém období platí —, potom je zřejmé, že proces vyrovnávání ekonomické úrovně znamená zároveň rychlejší růst reálných mezd v ČR než v ostatních zemích a při stejném mezním sklonu ke spotřebě předstih růstu dovozu do ČR před vývozem. Pokud však poroste produktivita práce u nás rychleji než reálné mzdy, může docházet naopak ke zvyšování tempa růstu vývozu a poklesu tempa růstu dovozu. Závislost mezi změnou produktivity práce, reálných mezd a obchodní bilance ukazuje *graf č. 3*.

Přímka *VV* zachycuje závislost mezi změnou obchodní bilance (změnou předstihu vývozu před dovozem) a mezi rozdílem přírůstků produktivity práce a přírůstků reálné mzdy. Předstihuje-li růst produktivity práce reálných mezd, zvyšuje se přebytek (snižuje schodek) obchodní bilance. Pozitivní sklon přímky *VV* je dán dvěma faktory. Za prvé, s růstem rozdílu ($\Delta PP - \Delta RM$) klesá předstih růstu osobních příjmů (ponecháme-li ostatní zdroje příjmů nezměněny) v ČR před růstem příjmů v zahraničí, přičemž tento rozdíl — jak jsme uvedli výše — stimuluje relativně dovoz. Za druhé, růst ($\Delta PP - \Delta RM$) zvyšuje konkurenceschopnost, a tu-

TABULKA č. 3 Míra minulého a prognózovaného růstu reálného HDP

	1992	1993	1994	1995	1996—8
ČR	-6,6	-0,3	1,5	3,0	5,0
průmyslové země	1,5	1,3	2,7	2,7	3,0

pramen: IMF World Economic Outlook, October 1994

díž působí pozitivně na růst vývozu. Vyšší hodnota rozdílu ($\Delta PP - \Delta RM$) tudíž znamená rychlejší relativní růst vývozu a nabídky korun.

(c) *Relativní preference dováženého a tuzemského zboží.* V prvním období po liberalizaci zahraničního obchodu došlo v důsledku dlouhodobého administrativního omezování k určitému posunu poptávky po zboží z dovozu, ale v poslední době došlo podle průzkumu preferencí domácností alespoň u některých základních komodit k posunu zpět ve prospěch zboží tuzemského. Je samozřejmě nemožné predikovat, jakým způsobem se budou konkrétně relativní preference tuzemského a dováženého zboží měnit. Záleží například na stupni vybavenosti domácnosti zbožím dlouhodobé spotřeby, kde je sklon ke spotřebě dováženého zboží relativně vyšší, a na míře, v jaké se bude s růstem průměrného důchodu měnit váha těchto položek ve spotřebním koši domácností. Rovněž tak záleží na změně vah podílu spotřeby domácností, podniků (investiční spotřeba) a vládní spotřeby na celkové spotřebě, protože každá z těchto složek spotřeby se vyznačuje jiným sklonem ke spotřebě dováženého zboží. V té míře, v jaké lze očekávat s růstem příjmů nárůst nákupů zboží dlouhodobé spotřeby, a tudíž nárůst poptávky po dovozu, a v té míře, v jaké bude vytlačována vládní spotřeba (relativně méně náročná na dovoz) investiční spotřebou (relativně více náročnou na dovoz), lze očekávat pozitivní dopad změny preferencí na relativní růst dovozu ve srovnání s vývozem. Vyjádřeno pomocí grafu č. 2, křivka nabídky korun se bude pravděpodobně v důsledku tohoto faktoru posouvat doprava a vytvářet tlak na pokles kurzu koruny.

(d) *Relativní přitažlivost české ekonomiky z hlediska investičních příležitostí v porovnání s investičními příležitostmi v zahraničí.* Investiční příležitosti úzce souvisejí s očekávaným budoucím růstovým potenciálem české ekonomiky, který je — jak jsme diskutovali výše — v budoucím období v porovnání s vyspělými průmyslovými zeměmi relativně vyšší. Vyšší potenciální růst znamená vyšší potenciální zisky, a tudíž za jinak stejných okolností (stejně zdanění zisku atd.) relativně vyšší přitažlivost pro investice. Samotný fakt nižší ekonomické úrovně — který na jedné straně působí jako potenciální zdroj budoucího vyššího růstu a zisků — však také na druhé straně znamená například nižší úroveň infrastruktury, což působí negativně na produktivitu investic. Do hry však vstupují i strategické úvahy, které se neřídí ziskem a produktivitou investic v krátkém a středním období, ale dlouhodobými úvahami týkajícími se získání podílů na potenciálně dynamických trzích. Tyto faktory spolu s předpokládaným vyšším relativním tempem hospodářského růstu v ČR povedou k relativně vyššímu přílivu kapitálu ve srovnání s odlivem, což bude tlačit na zvyšování hodnoty (zhodnocení) reálného měnového kurzu koruny na kapitálovém účtu. Na grafu č. 2 to znamená, že na kapitálovém účtu se bude křivka poptávky po korunách posouvat více doprava než křivka nabídky korun.

Pokud jde o portfoliové investice, další klíčovou rozhodovací proměnnou je relativní výše úrokových sazeb u aktiv denominovaných v korunách v porovnání s aktivy denominovanými v jiných měnách. Pro ilustraci existujících rozdílů uvádíme v *tabulce č. 4* dlouhodobé nominální depozitní sazby u vkladů denominovaných v korunách, markách a dolarech.

Pro zahraničního investora, který bude realizovat své korunové zisky z investice v ČR ve své zemi nákupem zboží, služeb či aktiv ve své domácí jednotce, je důležitá nominální úroková sazba v korunách (nominální výnos) z jeho investice v ČR. V dlouhém období a při výchozí rovnovážné úrovni měnového kurzu samozřejmě platí, že vyšší nominální úroková sazba, která odráží vedle reálné úroko-

TABULKA č. 4 Úrokové míry z dlouhodobých vkladů

	1990	1991	1992	1993	1994 ^a
ČR		13,0	14,2	13,75	12,7
USA	8,6	7,9	7,0	5,9	7,2
Německo	8,7	8,5	7,9	6,5	7,1

^a srpen 1994

pramen: IMF World Economic Outlook, October 1994, a ČNB, Selected Indicators of Monetary Development of the Czech Republic, August 1994.

vé složky i očekávanou inflaci, bude zároveň spojena s rizikem kurzové ztráty v důsledku znehodnocení měny, ve které je investice denominována (v naší úvaze Kč). Pakliže však je výchozí kurz koruny podhodnocen, resp. dochází-li v průběhu času k růstu rovnovážného reálného kurzu, potom je možné udržovat relativně vyšší míru inflace ve srovnání s mírou inflace v průmyslových zemích bez nutnosti měnit nominální měnový kurz.

Označme reálný výnos německého investora investujícího v Německu i_N^R ; reálný výnos německého investora investujícího v ČR a realizujícího tento výnos v Německu $i_{N/K}^R$; a reálný výnos českého investora i_K^R . Nechť je i_N nominální úroková sazba z vkladů v markách v Německu; nechť i_K je nominální úroková sazba z vkladů v korunách a nechť jsou míry inflace v Německu a ČR π_N a π_K . Předpokládejme pro ilustraci, že míra inflace v ČR je pro dané období 10 %, v Německu 2 % a že nominální dlouhodobé úrokové sazby v ČR jsou 14 % a v Německu 7 %. Potom dostaneme následující reálné výnosové míry:

$$\begin{aligned} i_N^R &= i_N / \pi_N = 1,07 / 1,02 = 4,9 \% \\ i_{N/K}^R &= i_K / \pi_N = 1,14 / 1,02 = 11,7 \% \\ i_K^R &= i_K / \pi_K = 1,14 / 1,10 = 3,6 \% \end{aligned}$$

Pokud by čeští investoři mohli investovat v zahraničí a pokud by výnosy z těchto investic realizovali nákupem zboží, služeb či aktiv za koruny, potom by byl při platnosti výše uvedených parametrů jejich výnos $i_{K/N}^R$ dán:

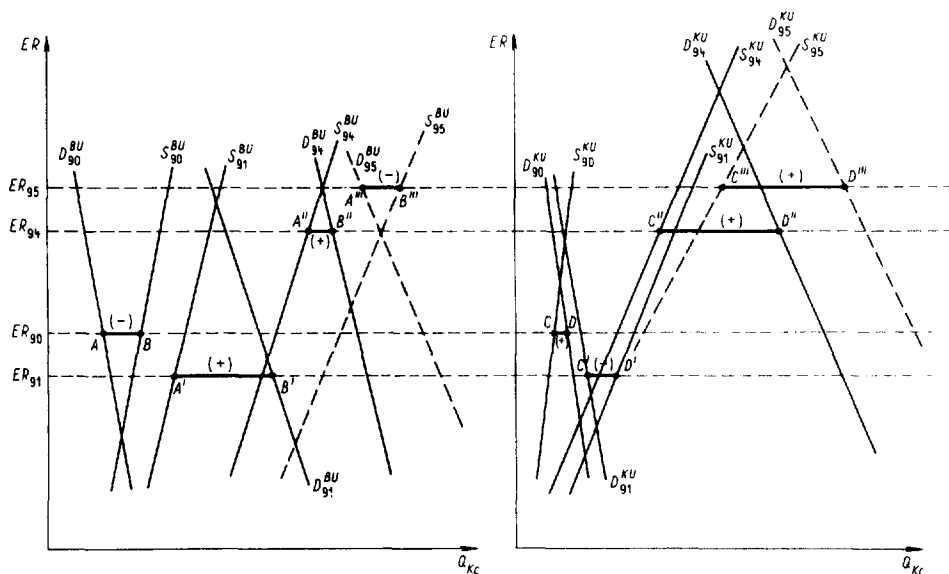
$$i_{K/N}^R = i_N / \pi_K = 1,07 / 1,10 \doteq -2,7 \%$$

Za jinak stejných okolností existuje tudíž silný zájem německých investorů investovat do korunových aktiv a naopak, čeští investoři nemají zájem z korunových investic odcházet k investicím v zahraniční měně. Důvodem tohoto asymetrického rozložení investičních příležitostí je reálné zhodnocování měnového kurzu při nominální stabilitě v důsledku vyšší korunové inflace a přizpůsobování korunových úrokových sazeb o inflační prémii.

Z analýzy pravděpodobného vývoje faktorů ovlivňujících nabídku a poptávku po korunách můžeme na grafu č. 4 ukázat, jakým směrem a v jakém relativním rozsahu se budou křivky poptávky a nabídky v budoucím období posunovat a jakým směrem bude tlačen rovnovážný reálný měnový kurz.

Pro rok 1990 je označena nabídka a poptávka po korunách na běžném účtu platební bilance křivkami S_{90}^{BU} a D_{90}^{BU} a nabídka a poptávka na kapitálovém účtu S_{90}^{KU} a D_{90}^{KU} . Na běžném účtu převyšovala v roce 1990 nabídka korun poptávku (viz zna-

GRAF č. 4 Posun křivek nabídky a poptávky po korunách



ménko [-] v rozsahu AB, neboť dovoz zboží a služeb převyšoval vývoz. Naopak, v případě kapitálového účtu převyšovala poptávka po korunách nabídku korun (viz znaménko [+]) v rozsahu CD, neboť příliv kapitálu převyšoval odliv. S postupem času nabýval rozsah transakcí na běžném i kapitálovém účtu na objemu, což se projevuje na grafu č. 4 posunem křivek nabídky i poptávky po korunách na běžném i kapitálovém účtu doprava. Zároveň se stává sklon křivek poptávky i nabídky méně strmým, což znamená, že se relativně snižuje váha jiných faktorů ovlivňujících trh korun a zvyšuje se citlivost poptávky a nabídky na cenu koruny, na měnový kurz. Důvodem je snižující se význam strategických, politických a jednorázových strukturálních vlivů ovlivňujících toky zboží, služeb a investic.

V roce 1994 došlo v porovnání s výchozím rokem 1990 k výraznému posunu křivky poptávky po korunách, hlavně pak na kapitálovém účtu. Výsledkem je výrazné zvýšení převisu poptávky po korunách na kapitálovém účtu na C''D'' a vznik mírného převisu poptávky po korunách na běžném účtu A''B'', a to i při vyšším (zhodnoceném) reálném efektivním měnovém kurzu ER₉₄. Z důvodů, které jsme diskutovali výše, se předpokládá, že v roce 1995 dojde na běžném účtu k většímu posunu nabídky korun ve srovnání s poptávkou po korunách, což spolu s dalším reálným zhodnocením měnového kurzu přispěje k obnově převahy nabídky korun nad poptávkou na běžném účtu platební bilance (obnovení schodku běžného účtu platební bilance ve výši A''B''). Reálné zhodnocení měnového kurzu ani vyšší kurzová elasticita poptávky a nabídky po korunách však nezabrání dalšímu rozšíření převisu poptávky po korunách nad nabídkou na kapitálovém účtu platební bilance (zvýšení čistého přílivu kapitálu). Převis poptávky po korunách nad nabídkou na kapitálovém účtu bude mnohem vyšší než převis nabídky nad poptávkou na běžném účtu, což podobně jako v minulých dvou letech povede k akumulaci oficiálních rezerv a k tlaku na (reálné či nominální) zhodnocení mě-

nového kurzu koruny. Lze samozřejmě diskutovat o rozsahu posunu křivek poptávky a nabídky korun na obou účtech, ale z výše uvedené diskuze faktorů jejich pohybu je patrné, že o relativní velikosti jejich posunů a o následném tlaku na cenu koruny (měnový kurz) lze mít jen málo pochyb.

Na každém volně fungujícím trhu vyvolá převis poptávky či nabídky přizpůsobení příslušných proměnných. Nejinak je tomu i na trhu koruny. Podívejme se nyní na dva scénáře tohoto přizpůsobení.

*(2., poslední část příspěvku bude otištěna
v č. 4/95 FaÚ)*