

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství *Economia*, 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 *Economia*, Prague

© Federal Ministry of Finance

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Josef BUDÍK: Sekundární trh cenných papírů . . . . . 201

Martin MANDEL: Devalvace devizového kurzu a inflace . . . . . 206

Kateřina ŠANTRŮČKOVÁ: Příjmy, výdaje a úspory obyvatelstva v roce 1991 . . . . . 215

Zdeněk VESELÝ: Specifika tvorby zisku státních podniků v závěru roku 1991 . . . . . 222

František DUCHEČEK: Některé otázky řízení oběžného majetku podniků v tržní ekonomice . . . . . 226

Jozef OLŠOVSKÝ: K problematice stimulování podnikatelských aktivit . . . . . 241

### Finance a úvěr v zahraničí

Jiří BÖHM: Měnová politika Japonské centrální banky . . . . . 245

Anna SZULÉNYIOVÁ: Finanční podpory na prevenci a kontrolu znečišťování životního prostředí v krajinách OECD . . . . . 249

Informace pro čtenáře . . . . . 256

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 21. část) ss. O-637 — S(A → Č)-644

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

Josef BUDÍK: Secondary Security Market . . . . . 201

Martin MANDEL: Exchange Rate Devaluation and Inflation . . . . . 206

Kateřina ŠANTRŮČKOVÁ: Receipts, Outlays and Savings of Households in 1991 . . . . . 215

Zdeněk VESELÝ: Peculiarities of Profit Performance of State Enterprises in Late 1991 . . . . . 222

František DUCHEČEK: Some Questions of Managing Firm's Current Assets in a Market Economy . . . . . 226

Jozef OLŠOVSKÝ: Toward the Issue of Stimulation of Entrepreneurial Activities . . . . . 241

### Finance and Credit Abroad

Jiří BÖHM: Monetary Policy of Bank of Japan . . . . . 245

Anna SZULÉNYIOVÁ: Financial Assistance Systems for Pollution Prevention and Control in OECD Countries . . . . . 249

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XXI) pp. O-637—S(A → Č)-644

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

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

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, CSc., 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 Kulhánek, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Tríska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

informovaným občanům nebo těm, kteří chtějí promyšleně rozložit rizika spojená s investováním, nabídnou specifické služby. Většina fondů však má poměrně malé zkušenosti s praktickým prováděním investiční činnosti. Proto by podpora zahraničních expertů jednotlivým fondům i jejich nově založené asociaci byla účelná již v nejbližší budoucnosti.

Prozatímní sekundární trh cenných papírů, budování burz, záměry vybudovat i další společnosti, které budou podporovat obchody na kapitálovém trhu, to vše musí přispívat k hlavnímu cíli: vybudovat co nejrychleji kapitálový trh, ke kterému budou mít tuzemští i zahraniční investoři důvěru.

## SUMMARY

### Secondary Security Market

This article describes the provisional secondary market in Prague. The final part deals with the stock-exchange arrangement in CSFR and with the perspectives of the capital market development.

DT: 336.748.12: 336.748.22 (100.2)

## Devalvace devizového kursu a inflace

Martin MANDEL\*

Politika devalvace devizového kursu, která je obvykle prováděna za účelem podpory konkurenceschopnosti domácího exportu na světových trzích, vždy měla a bude mít celou řadu svých odpůrců. Obavy jsou zejména z možnosti rozpoutání inflačních procesů uvnitř ekonomiky jako výsledku zdražení importních vstupů v domácí měně. Spolu s tímto problémem vyvstává i celá řada dalších otázek, které si zákonitě klade každý ekonom. Může devalvace způsobit i jiné tlaky na růst cen než přes zdražení importních vstupů? Jak by měla reagovat hospodářská politika na vzniklý růst cen v důsledku devalvace?

Cílem tohoto článku je pokusit se dát alespoň částečnou odpověď na tyto základní otázky. K analýze jednotlivých typů inflačních procesů vyplývajících z devalvace devizového kursu bude využit model agregátní nabídky a agregátní poptávky (model AN-AP). Inflaci v této práci budeme chápat jako růst cen, který může být způsoben změnami na straně agregátní poptávky nebo na straně agregátní nabídky.

---

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

Příspěvek redakce obdržela 9. 3. 1992.

Předkládaný článek má tři základní části. V první části bude vysvětlen již zmíněný model *AN-AP*, který však bude upraven pro analýzu otevřené ekonomiky. Ve druhé části budou analyzovány čtyři základní typy inflačních procesů vyplývající z devalvace devizového kursu — inflace z aktivního salda výkonové bilance, importní nákladová inflace, exportní zisková inflace a inflace ze zhoršení směnných relací. V závěrečné, třetí části budou poznatky o charakteru jednotlivých typů inflace využity k některým doporučením pro hospodářskou, resp. měnovou politiku.

## Model *AN-AP*

Model agregátní nabídky a agregátní poptávky se tradičně využívá pro analýzu vzájemných souvislostí mezi cenovou hladinou a reálným hrubým národním produktem. V praktické aplikaci je možné úroveň cenové hladiny chápat jako různé úrovně domácího cenového indexu  $I_p$ . Reálný hrubý národní produkt budeme nadále značit symbolem *hnp*.

### *Agregátní poptávka v otevřené ekonomice*

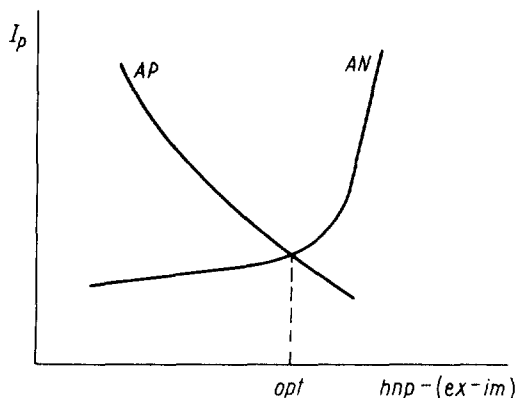
Funkce agregátní poptávky *AP* vyjadřuje závislost poptávaného množství reálného hrubého národního produktu, *hnp*, na výši cenové hladiny,  $I_p$ . Jedná se o poptávku, která vzniká agregací dílčích poptávek všech ekonomických subjektů — domácností, státního rozpočtu, domácích podniků i zahraničních subjektů. V neoklasickém modelu lze odvodit funkci agregátní poptávky z kvantitativní rovnice peněz přizpůsobené pro otevřenou ekonomiku

$$\frac{[M + (NX \cdot m)] \cdot V}{I_p} = hnp = AP$$

kde  $M$  — průměrné množství transakčních peněz v oběhu v předchozím roce,  
 $V$  — průměrná důchodová rychlost peněz pro  $M$ ,  
 $NX$  — běžné saldo výkonové bilance v domácí měně,  
 $m$  — měnový multiplikátor pro  $M$ .

Graficky lze agregátní poptávku vyjádřit *grafem č. 1*.

Graf č. 1



Křivka agregátní poptávky je klesající zleva doprava. S růstem domácí cenové hladiny klesá poptávané množství reálného hrubého národního produktu. Nezávisle proměnnou je zde cenová hladina  $I_p$ , jejíž změna způsobuje pohyb po křivce. Změny v ostatních veličinách ( $M$ ,  $NX$ ,  $m$  a  $V$ ) způsobují naopak posun křivky doprava či doleva. Nás bude zejména zajímat vliv běžného salda výkonové bilance, přičemž ostatní veličiny ( $M$ ,  $m$  a  $V$ ) budeme považovat za neměnné. Běžné saldo výkonové bilance (tzv. běžný čistý export) v domácí měně je dáno rozdílem hodnot exportu a importu zboží a služeb v domácí měně

$$NX = EX - IM$$

### Agregátní nabídka v otevřené ekonomice

Funkce agregátní nabídky  $AN$  v uzavřené ekonomice zachycuje závislost nabízeného množství reálného hrubého národního produktu,  $hnp$ , na výši cenové hladiny,  $I_p$ . V uzavřené ekonomice se tedy jedná o veškerou finální nabídku zboží a služeb, kterou vytvářejí všechny produktivní ekonomické subjekty, které se nacházejí na území daného státu, při různých úrovních cenové hladiny

$$AN = hnp(I_p)$$

Na grafu č. 1 lze vidět postkeynesiánskou verzi funkce agregátní nabídky, která v sobě zahrnuje jak keynesiánské pásmo recesní ekonomiky, tak i neoklasické pásmo ekonomiky při optimálním využití výrobních kapacit a přirozené míře nezaměstnanosti. Keynesiánské pásmo recesní ekonomiky představuje více horizontální část křivky  $AN$ , která je charakteristická vysokou cenovou elasticitou. Konkrétně to znamená, že určitý procentní přírůstek cenové hladiny vyvolává vždy větší procentní přírůstek reálného hrubého národního produktu. Neoklasické pásmo naopak představuje vertikální část křivky  $AN$ , která je charakteristická nízkou cenovou elasticitou. Zde tedy na rozdíl od keynesiánského pásma je procentní přírůstek cenové hladiny výrazně větší než procentní přírůstek reálného hrubého národního produktu. Ze statického pohledu budiž za optimální bod na křivce  $AN$  považováno místo s jednotkovou elasticitou, kde procentní přírůstek cenové hladiny se rovná procentnímu přírůstku reálného hrubého národního produktu. Tento bod budeme považovat za optimální kompromis („trade off“) mezi inflací a hospodářským růstem a budeme ho nadále značit symbolem  $opt$ .

V otevřené ekonomice je konečná výše agregátní nabídky ovlivňována i saldem výkonové bilance. Není však ovlivňována běžnou hodnotou tohoto salda, jak je tomu v případě agregátní poptávky, ale pouze reálnou hodnotou tohoto salda (tzv. čistým reálným exportem) v domácí měně  $nx$ . Prakticky to znamená, že v případě agregátní nabídky je nutné běžné hodnoty exportu a importu v cizí měně deflovat indexy růstu zahraničních exportních cen  $I_{EX}^{USD}$  a zahraničních importních cen  $I_{IM}^{USD}$ . Reálné hodnoty exportu a importu zboží a služeb v cizí měně budeme nadále značit symboly  $ex^{USD}$  a  $im^{USD}$ . Devizový kurs, kterým jsou tyto hodnoty přepočítávány na domácí cenovou bázi, budeme značit symbolem  $ER$ .

$$AN = hnp(I_p) - \left( \frac{EX^{USD}}{I_{EX}^{USD}} - \frac{IM^{USD}}{I_{IM}^{USD}} \right) ER$$

$$\begin{aligned} AN &= hnp(I_p) - (ex^{USD} - im^{USD}) ER \\ &= hnp(I_p) - nx^{USD} \cdot ER \end{aligned}$$

Běžné aktivum výkonové bilance v cizí měně ještě automaticky neznamená reálné aktivum tohoto salda v domácí měně. Je-li například aktivní saldo výkonové

vé bilance způsobeno růstem zahraničních exportních cen, bude reálné saldo výkonové bilance nadále beze změny, neboť růst veličiny  $EX^{USD}$  v čitateli bude kompenzován růstem  $I_{EX}^{USD}$  ve jmenovateli.

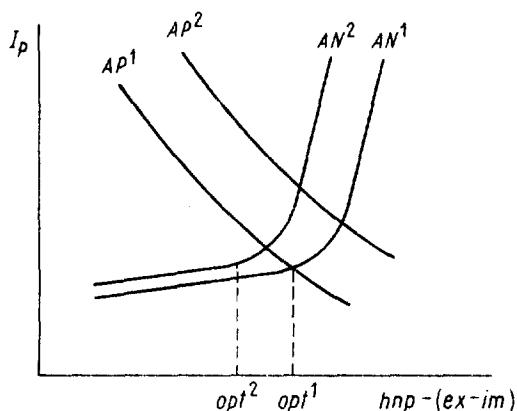
## Čtyři typy inflace z devalvace devizového kursu

Jak již bylo v úvodu řečeno, devalvace devizového kursu může vyvolat čtyři základní typy inflace. Upřesněme nyní, že se jedná v jednom případě o kombinaci poptávkové a nabídkové inflace (inflace z aktivního salda výkonové bilance) a ve třech případech o nabídkovou inflaci (importní nákladová inflace, exportní zisková inflace a inflace ze zhoršení směnných relací).

### Inflace z aktivního salda výkonové bilance

Devalvace devizového kursu při normálním sklonu křivek devizové poptávky a devizové nabídky vede k růstu exportu zboží a služeb a k poklesu importu zboží a služeb. Při počátečním rovnovážném stavu výkonové bilance je tedy konečným výsledkem devalvace aktivní saldo této bilance. Kladný rozdíl mezi exportem a importem způsobuje zvýšení množství peněz v oběhu a křivka agregátní poptávky se v grafu č. 2 posouvá doprava a nahoru z  $AP^1$  do  $AP^2$ .

Graf č. 2



Jak velký bude tento posun? Posun bude ekvivalentní výši salda výkonové bilance v domácí měně násobeného měnovým multiplifikátorem,  $m$ , a důchodovou rychlostí peněz,  $V$ :

$$\text{velikost posunu} = NX \cdot m \cdot V$$

Proč tomu tak je? Je nutné si uvědomit, že aktivní saldo výkonové bilance představuje dodatečné zvýšení měnové báze  $MB$ , která je tvořena hotovostí v oběhu mimo centrální emisní banku (CEB), přebytečnými (dobrovolnými) a povinnými rezervami obchodních bank u CEB. Zvýšení může proběhnout v zásadě dvěma způsoby. První možností je, že CEB zkoupí na devizovém trhu převis devizové nabídky za nově emitovanou domácí měnu, aby tak zabránila zhodnocení devizového kursu domácí měny a udržela pevný kurs své měny. Druhou možností pak je, že domácí exportéři obdrželi zahraniční inkaso přímo v domácí měně.

Tímto způsobem jsou opět do vnitřního peněžního oběhu emitovány dodatečně peníze, které v určitých poměrech rozšíří jednotlivé složky měnové báze.

Přírůstek transakčních peněz je však větší než přírůstek měnové báze, jelikož dochází k multiplikační tvorbě běžných depozit prostřednictvím úvěrové a depozitní činnosti obchodních bank. Hodnotu multiplikátoru pro transakční peníze lze tautologicky zjistit podílem  $M$  a  $MB$

$$\frac{M}{MB} = m$$

Celkový emisní účinek salda výkonové bilance pak lze vyjádřit součinem

$$NX \cdot m = \Delta M$$

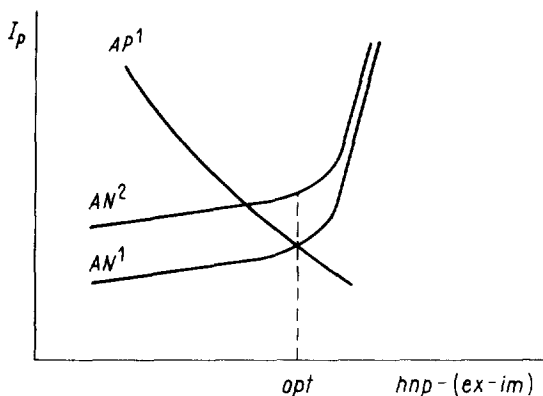
kde  $\Delta M$  je celkový přírůstek transakčních peněz v oběhu. Posun křivky agregátní poptávky z  $AP^1$  do  $AP^2$  není při aktivním saldu výkonové bilance jedinou příčinou růstu cenové hladiny. Celkový růst lze zjistit až po posouzení změn, které nastávají na straně agregátní nabídky. Jestliže aktivního salda výkonové bilance bylo dosaženo zvýšeným reálným exportem zboží a služeb do zahraničí nebo poklesem reálného importu zboží a služeb ze zahraničí, dojde zároveň k posunu křivky agregátní nabídky horizontálně doleva z  $AN^1$  do  $AN^2$ , čímž dojde k dalšímu tlaku na růst cenové hladiny. Konečnou úroveň cenové hladiny po devalvaci devizového kursu tedy udávají rovnovážné průsečíky křivek  $AN^2$  a  $AP^2$  nebo  $AN^1$  a  $AP^2$ , podle toho, zda došlo ke změně čistého reálného salda výkonové bilance v domácí měně, nebo nedošlo.

### *Importní nákladová inflace*

Importní nákladová inflace spočívá ve zdražení importních vstupů v domácí měně v důsledku devalvace devizového kursu. O výši inflace v tomto případě rozhoduje zejména stupeň otevřenosti národní ekonomiky, charakter importu a podíl importu dané země na celkovém světovém zahraničním obchodě. V zásadě platí, že čím větší bude otevřenost dané ekonomiky, čím větší podíl v importu budou tvořit základní výrobní vstupy a čím menší bude podíl dané země na světovém zahraničním obchodě, tím větší budou inflační tlaky uvnitř ekonomiky po devalvaci devizového kursu. Z opačné strany platí, že ekonomiky relativně uzavřené, které importují převážně spotřební předměty a současně mají velký podíl na světovém zahraničním obchodě, vůči importní nákladové inflaci tak výrazně citlivé nebudou.

V nevýhodném postavení jsou tedy zejména malé ekonomiky československého typu, které jsou devalvaci zasazeny jak díky velikému podílu importu na tvorbě  $hnp$ , tak i díky výraznému podílu importu základních výrobních vstupů, kde zvýšení cen se v důsledku devalvace promítá do všech navazujících výrobních stupňů. Nevýhodou je rovněž skutečnost, že ČSFR je v pozici „price taker“ (přebírače cen) to znamená, že plně přebírá zahraniční cenu importu bez možnosti jejího zpětného ovlivnění. Velká země není v tomto směru čistým „přebíračem cen“, neboť na devalvaci navazující pokles importu může vyvolat i určitý pokles zahraničních cen. V ideální situaci může nastat i varianta, že devalvace je plně kompenzována poklesem zahraničních cen, čímž k růstu domácích cen vůbec nedojde. Nezbytným předpokladem je však dostatečně velký podíl importu dané země na světovém trhu.

Jak již bylo v úvodu řečeno, importní nákladová inflace je typem nabídkové inflace. Devalvace devizového kursu způsobuje v tomto případě čistý vertikální posun křivky agregátní nabídky (viz graf č. 3). V modelu  $AN-AP$  se tedy všechny body na křivce  $AN$  posouvají o stejnou délku směrem nahoru do polohy křivky



$AN^2$ . Fakticky tedy země postihnutá čistou importní nákladovou inflací může produkovat stejná množství reálného hrubého národního produktu, avšak při vyšších úrovních cenové hladiny. Účinek devalvace je tedy pouze cenový, nikoliv reálný. Optimální tvorba hrubého národního produktu se nemění, je jí však možné dosáhnout při vyšší úrovni cenové hladiny.

### Exportní zisková inflace

Exportní zisková inflace se týká opět zejména zemí, které vystupují jako „price taker“. Domácí ceny výrobků, které jsou zároveň exportovány na zahraniční trhy, se v tomto případě opět odvozují od zahraničních cen exportu po přepočtu devizovým kursem. Devalvace devizového kursu automaticky zvyšuje ceny exportu v domácí měně, na což domácí exportéři obvykle reagují zvýšením cen těchto výrobků určených pro vnitřní trh. Je to tím, že domácí exportéři požadují přibližně stejnou rentabilitu v domácí měně jak u exportu, tak i u prodeje svého zboží na vnitřním trhu. Jsou zde však dva nutné předpoklady: Za prvé, že exportér je schopen vyvézt celou svou produkci nebo alespoň její větší část na zahraniční trh. Za druhé, že zvýšení exportu nepovede k poklesu zahraničních cen, tedy že devalvace nebude kompenzována z větší či menší části poklesem zahraničních exportních cen v důsledku vyšší nabídky na zahraničním trhu. Jedná se tedy opět o problém, který se v několika případech projevil i v naší ekonomice, a to zejména u exportně atraktivních výrobků, jako je sklo, pivo, dřevo, některé hutní materiály atd., kde po devalvaci došlo ke zvýšení cen na domácím trhu.

Exportní zisková inflace je opět typem nákladové inflace s čistým vertikálním posunem křivky  $AN$ , kdy se nemění úroveň optimálního reálného produktu. Jeho dosažení je však opět možné pouze při vyšší úrovni domácí cenové hladiny. Jedná se tedy o obdobnou situaci jako v případě importní nákladové inflace, která byla zachycena na grafu č. 3.

### Inflace ze zhoršení směnných relací

V úvodu této části si nejdříve definujeme tzv. směnné relace,  $SR$ , jako podíl indexu exportních a importních zahraničních cen

$$SR = \frac{I_{EX}^{USD}}{I_{IM}^{USD}}$$

Ke zhoršení směnných relací dochází, pokud celková hodnota tohoto ukazatele klesá. To znamená, pokud například v důsledku devalvace devizového kursu dojde k poklesu indexu zahraničních exportních cen.

Dále předpokládejme, že jak před devalvací, tak i po devalvací je výkonová bilance v devizovém vyjádření v rovnováze:

$$EX^{USD} = IM^{USD}$$

Tento předpoklad, i když není zjevně realistický, je nutným zjednodušením našeho modelu.

Devizovou nabídku z exportu zboží a služeb a devizovou poptávku z importu zboží a služeb si dále vyjádříme jako součiny indexu zahraničních exportních cen a reálného množství exportu, resp. indexu zahraničních importních cen a reálného množství importu

$$EX^{USD} = I_{EX}^{USD} \cdot ex^{USD}$$

$$IM^{USD} = I_{IM}^{USD} \cdot im^{USD}$$

Agregátní nabídku budeme nadále definovat předpisem

$$AN = hnp(I_p) - (ex^{USD} - im^{USD}) ER$$

Předpokládejme, že v počátečním období před devalvací je čistý reálný export roven nule

$$ex^{USD} - im^{USD} = 0$$

To znamená, že v podílovém vyjádření je roven 1

$$\frac{ex^{USD}}{im^{USD}} = 1$$

Položme si nyní otázku, kdy devalvace devizového kursu za výše definovaných podmínek nepovede k inflačnímu ani deflačnímu posunu křivky AN. Je zřejmé, že to bude pouze v případě, kdy reálný čistý export v podílovém vyjádření zůstane i po devalvací roven 1. Z podmínky rovnováhy výkonové bilance není těžké dokázat, že tato situace nastává pouze v případě, kdy devalvace nevede ke změně směnných relací.

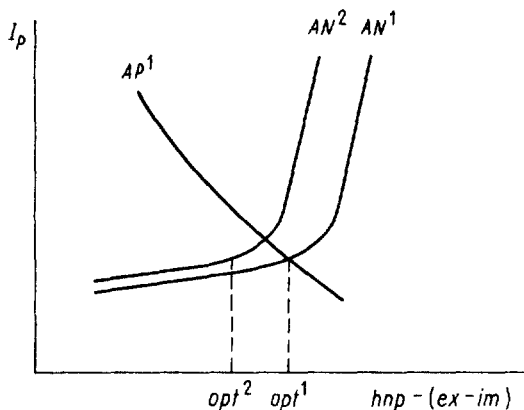
$$EX^{USD} = IM^{USD}$$

$$I_{EX}^{USD} \cdot ex^{USD} = I_{IM}^{USD} \cdot im^{USD}$$

$$\frac{ex^{USD}}{im^{USD}} \cdot \frac{I_{EX}^{USD}}{I_{IM}^{USD}} = 1 \wedge \frac{ex^{USD}}{im^{USD}} = 1 \Rightarrow \frac{I_{EX}^{USD}}{I_{IM}^{USD}} = 1$$

Zároveň platí, že zlepšení směnných relací za podmínky rovnováhy běžného salda výkonové bilance v zahraniční měně vede ke snížení čistého reálného exportu, čímž se domácí agregátní nabídka zvyšuje, resp. křivka AN se posouvá horizontálně doprava z AN<sup>1</sup> do AN<sup>2</sup> (viz graf č. 4). Naopak zhoršení směnných relací za stejných podmínek povede ke zvýšení čistého reálného exportu, čímž se domácí agregátní nabídka snižuje, resp. křivka AN se posouvá horizontálně doleva z AN<sup>1</sup> do AN<sup>3</sup>. Konečným výsledkem je tedy nová rovnovážná úroveň cenové hladiny tvořená průsečíkem křivek AN<sup>3</sup> a AP<sup>1</sup>, která je však ve srovnání s původní rovnovážnou cenovou hladinou, tvořenou průsečíkem křivek AN<sup>1</sup> a AP<sup>1</sup>, vyšší.





Posledně jmenovaný případ lze považovat za nejběžnější. Devalvace devizového kursu například v našem případě vedla k výraznému snížení dolarových cen československého zboží a služeb nakupovaných zahraničními turisty. Ke změně směnných relací nedochází pouze v případě, že daná země je čistý „price taker“ jak na straně exportu, tak i na straně importu. V tomto případě na devalvaci nereagují ani zahraniční importní ceny, ani zahraniční exportní ceny. Dá se očekávat, že Československa se tato varianta bude týkat v oblasti zahraničního obchodu, kde vzhledem k našemu zanedbatelnému podílu na světovém zahraničním obchodě nejsme významnými účastníky tvorby světových cen.

### Doporučení hospodářské politiky

Inflace z devalvace devizového kursu je klasickou ukázkou toho, že CEB nemůže automaticky aplikovat na každý růst cen restriktivní měnovou politiku. Pod růstem cen se totiž mohou skrývat různé typy inflací s různými kombinacemi posunů křivek  $AN$  a  $AP$ . Rozhodující pro posouzení volby příslušného typu měnové politiky (restriktivní, neutrální a expanzivní) je poloha nového rovnovážného průsečíku ve vztahu k optimu. Pokud je nový rovnovážný průsečík pod optimem v keynesiánském pásmu, měla by CEB v zásadě volit expanzivní měnovou politiku. Pokud je naopak nad optimem v neoklasickém pásmu, měla by volit restriktivní měnovou politiku.

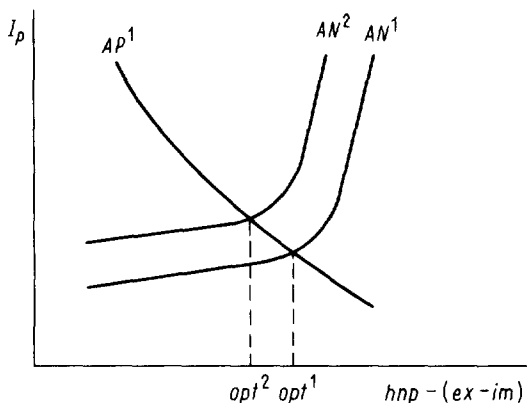
Klasickou restriktivní politiku lze v zásadě aplikovat v prvním případě inflace z aktivního salda výkonové bilance, kdy nový rovnovážný průsečík  $AN^2$  a  $AP^2$  se u grafu č. 2 nachází nad optimem v neoklasickém pásmu. Celou situaci je však nutné hodnotit v souvislosti se systémem devizového kursu a vyrovnávacím procesem platební bilance. Inflace z aktivního salda výkonové bilance může nastat pouze tehdy, pokud CEB aplikuje systém pevného devizového kursu. Pouze v tomto případě CEB ve snaze udržet fixovanou hodnotu kursu zkupuje převis devizové nabídky na devizovém trhu a provádí tak dodatečnou emisi domácí měny do vnitřního peněžního oběhu. Následný růst cen se však může chápat jako nutná součást cenového vyrovnávacího procesu výkonové bilance. Zvýšení cen totiž způsobuje restrikcí domácího exportu a podporuje zvýšení domácího importu: v důsledku toho se výkonová bilance po čase vyrovná. Pokud by CEB provedla sterilizaci svých devizových intervencí prostřednictvím prodeje státních cenných

papírů, zabránila by na jedné straně růstu domácí cenové hladiny, na druhé straně by však vytvořila nové podmínky pro opakování aktivního salda výkonové bilance v dalším období. Tato politika může být sice v určitém období záměrná, dlouhodobě však obvykle není chronické aktivní saldo výkonové bilance žádoucí, neboť snižuje domácí spotřebu.

Restriktivní politika je rovněž plně aplikovatelná, pokud devalvace vede ke zhoršení směnných relací. Zhoršení směnných relací, jak již bylo řečeno, vede k posunu křivky  $AN$  horizontálně doleva, čímž nový rovnovážný průsečík křivek  $AN^3$  a  $AP^1$  v grafu č. 4 se nachází nad optimem v neoklasickém pásmu.

Naproti tomu jednoznačně nevhodná je restriktivní měnová politika v podmínkách čisté importní nákladové inflace a čisté exportní ziskové inflace, kdy dochází k vertikálnímu posunu křivky  $AN$ . Z grafu č. 3 je zřejmé, že nový rovnovážný průsečík křivek  $AN^2$  a  $AP^1$  se nachází v recesním keynesiánském pásmu. Při aplikaci restriktivní měnové politiky v tomto případě dojde k zanedbatelnému poklesu cenové hladiny při výrazném poklesu produktu a růstu nezaměstnanosti.

Graf č. 5



Dosavadní analýza byla založena na odděleném zkoumání jednotlivých inflačních procesů způsobených devalvací devizového kursu. Ve skutečnosti však tyto procesy probíhají současně. Jejich analýza je dále ztížena tím, že se jedná o velice těžko kvantifikovatelné procesy z pohledu ex ante. Spekulativně lze však dospět asi k těmto závěrům: CEB provádí devalvací devizového kursu zejména z toho důvodu, aby odstranila předchozí deficit výkonové bilance. Pokud tomu tak bude, budou zastaveny devizové intervence na podporu kursu domácí měny a křivka agregátní poptávky se stabilizuje (nedojde k pohybu oproti předchozímu období). Agregátní nabídka se však nejspíše posune horizontálně doleva, protože dojde ke zvýšení reálného transferu zboží a služeb do zahraničí. Tento transfer je nutný k odstranění předchozího deficitu výkonové bilance a bude navíc větší o případné zhoršení směnných relací. Devalvace zároveň povede k tlakům na růst domácí cenové hladiny z titulu importní nákladové a exportní ziskové inflace. Křivka  $AN$  se tedy posune i čistým vertikálním směrem. Výsledný pohyb křivky  $AN$  je možné pozorovat na závěrečném grafu č. 5. Souběžný vertikální a horizontální pohyb křivky  $AN$  způsobil, že nový rovnovážný průsečík křivek  $AN$  a  $AP$  se nachází opět v bodě optima nebo v jeho blízkém okolí. Bod optima je však nutně při vyšší úrovni cenové hladiny než před devalvací. CEB za této situace by měla volit jednoznačně neutrální politiku, kdy neprovádí ani restriktivní, ani expanzivní opatření ve vztahu k agregátní poptávce.

## Exchange Rate Devaluation and Inflation

The purpose of this paper is to answer, at least partly, basic questions concerning the policy for exchange rate devaluation as well as inflationary processes within economy. The article has three basic parts.

First, the model of aggregate supply and demand is discussed, as adjusted for an open economy analysis.

In the second part, four essential types of inflationary processes are analysed, resulting from exchange rate devaluation: inflation generated by current account surplus, import cost-push inflation, export profit inflation and inflation from terms of trade deterioration.

The third part, in conclusion, employs results from theoretical analysis of individual types of inflation in developing some recommendations for economic policy, particularly monetary policy.

DT: 330.564.2; 330.567.2 (437)

## Příjmy, výdaje a úspory obyvatelstva v roce 1991

Kateřina ŠANTRŮČKOVÁ\*

Koncepce souboru reformních opatření uplatněných počátkem roku 1991 počítala s restriktivní měnovou, fiskální a důchodovou politikou jako základním krátkodobým nástrojem makroekonomické stabilizace. V jeho rámci měla sehrát významnou úlohu regulace příjmů obyvatelstva a jejich přechodné udržení pod mírou inflačního růstu spotřebitelských cen. Tento příspěvek se zaměřuje na analýzu příjmů, výdajů a úspor obyvatelstva v roce 1991 a na porovnání dosažených výsledků s uvažovaným zaměřením stabilizační politiky na tomto úseku.

Peněžní příjmy a výdaje obyvatelstva v roce 1991 byly pod vlivem nových podmínek plynoucích z transformace naší ekonomiky. Za nejvýznamnější lze považovat:

- liberalizaci cen,
- zvýšení výdajů na bydlení (nájemné a komunální služby),
- stabilitu kursu čs. koruny,
- pokles zaměstnanosti, resp. růst nezaměstnanosti,
- vznik nových ekonomických aktivit v souvislosti s rozvojem soukromého podnikání a procesem privatizace,

---

\* Ing. Kateřina Šantrůčková, pracovnice FMF Praha

Příspěvek redakce obdržela 24. 3. 1992.