

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

Fax: (02) 21 59 32 03

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

Petr ZAHRADNÍK: Měnový kurz a česká realita 257

Martin SOMMER: Modely oceňování kapitálových aktiv a český akciový trh 272

Petr KIELAR: Dynamický model stavební spořitelny 288

Recenze

Jan FRAIT: Měnové kurzy v teorii a realitě (P. Isard) 295

Přehled – Survey

Měnová politika a měnový vývoj v ČR v r. 1996 300

Monetary Policy and Monetary Development in the CR in 1996 309

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 8/97 318

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 10

CONTENTS

Petr ZAHRADNÍK: Exchange Rate and Czech Reality 257

Martin SOMMER: Capital Assets Pricing Models and the Czech Equity Market 272

Petr KIELAR: Dynamic Model of the Bank in the Bausparkassen System 288

Book-Review

Jan Frait: Exchange Taxes in Theory and Reality (P. Isard) 295

Survey

Monetary Policy and Monetary Development in the CR in 1996

(in Czech) 300

(in English) 309

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 8/97 318

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 10

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

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., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Prof. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Měnový kurz a česká realita

Petr ZAHRADNÍK*

Jakými faktory je měnový kurz v České republice ovlivněn především? Jakou roli v jeho určení a vývoji hrají základní makroekonomické veličiny? Jakou roli hraje úrokový diferencál? Jakou roli hraje stav běžného účtu platební bilance? Jakou roli hraje stav kapitálového účtu platební bilance? Jakou váhu mají ostatní faktory, včetně politických? Jaký je možný předpokládaný vývoj měnového kurzu české koruny v horizontu následujících čtyř, pěti let, včetně možného posílení kurzové součinnosti na úrovni Evropské unie? Je kurz české koruny nadhodnocen, či podhodnocen? Pokusme se na základě jednoduchých empirických úvah zamyslet nad těmito otázkami.

Úvod

Lze předpokládat, že v horizontu prvního pololetí roku 1997 (a je možné poměrně racionálně předpokládat období delší, přesahující konec roku 1997), nedojde k výrazné změně nominální výše kurzu. Přestože lze říci, že vývoj a krátkodobý výhled základních makroekonomických veličin nejsou nejpriznivější, lze konstatovat, že celková česká devizová pozice je stabilní a vývoj kurzu za daných okolností nedozná výrazných změn. To jen ilustruje, že – stejně jako je tomu u měn vyspělých zemí – vývoj kurzu CZK v krátkém období není na vývoji základních makroekonomických veličin příliš důsledně závislý.

Je však současně zřejmé, že není pravděpodobné, aby se negativní vývoj těchto veličin obešel bez adekvátní reakce měnového kurzu. Jinými slovy: propad deficitu běžného účtu, akcelerující inflace, stagnace ekonomického růstu či deficit státního rozpočtu se dříve či později projeví i ve znehodnocení kurzu příslušné národní měny.

Pokud lze hovořit o některém z nedávných makroekonomických opatření jako o opatření se zásadním vlivem na výši kurzu, je to především zpřísnění podmínek měnové politiky centrální bankou z června 1996. Je zřejmé, že očekávaný dopad těchto opatření na základní makroekonomické veličiny potrvá měsíce i léta.

Existuje poměrná shoda v tom, že prvním krátkodobým dopadem zmíněných opatření je prohloubení *úrokového diferenciálu* doprovázené zvýšením

* Ing Petr Zahradník – Patria Finance, a. s., Praha

Článek byl redakci předán začátkem března, autorská korektura provedena 16. 4. 1997.

přílivem zahraničního kapitálu; ten by měl krátkodobě působit ve prospěch vývoje kurzu české koruny (v opakujícím se horizontu přibližně 2 měsíce až půl roku).

Teprve v delším časovém horizontu (několik čtvrtletí až více než jeden rok) se restriktivní měnová opatření pravděpodobně projeví ve snížení celkové poptávky a v jejím rámci i poptávky po importu. Rovněž *snížená poptávka po importech* by měla vést k posílení kurzu české koruny, které by však v následném období mohlo dále zhoršit exportní podmínky. Za určitých okolností lze však efekt posílení kurzu považovat z hlediska exportérů za povzbuzující, neboť představuje přirozené zpřísnění kritéria jejich efektivnosti a v podmínkách udržitelné míry inflace je nutí k výraznému snížení jejich nákladů.

V delším časovém horizontu bude úspěšnost kurzové politiky (několik let) záviset především na úspěšnosti vypořádání se s *inflačním rizikem*. Pokud inflace bude i za několik let dva až třikrát vyšší než v nejvyspělejších západních zemích, motiv úrokového diferenciálu zde bude nadále přítomný a s ním i potřeba zabránit některým průvodním důsledkům. Po tuto dobu je pravděpodobné, že flexibilnější pojetí kurzové politiky bude přetrvávat. Nicméně poté, kdy bude dosaženo nejnižší možné inflační hladiny a kdy bude stabilizována i situace na běžném účtě, lze očekávat (v horizontu 6 a více let) jakýsi *pokus o návrat k fixaci nominální výše kurzu*. Podobný stav bylo a je možné pozorovat i u malých otevřených ekonomik Evropské unie, které vážou vývoj kurzu své měny k německé marce. Zde se, v závislosti na postupu evropské hospodářské a měnové unie, nabízí i možnost napojení na budoucí společnou evropskou měnovou jednotku.

To, že v rámci naší analýzy bereme v úvahu několik faktorů, které mohou nominální výši kurzu ovlivnit, nemusí znamenat zcela jednoznačný názor na to, zda česká koruna je v současné době vůči hlavním světovým měnám nadhodnocená, nebo naopak podhodnocená. Sledujeme-li vliv obchodní bilance a běžného účtu, můžeme hovořit o nadhodnocení současného kurzu koruny; přidáme-li vliv kapitálového účtu, můžeme považovat současný kurz – víceméně – za rovnovážný. To platí i v případě základních makroekonomických veličin. Bereme-li však v úvahu poměr cenových hladin v zahraničí a v domácí ekonomice, který porovnáme s nominální výší kurzu, zjišťujeme, že kurz koruny je dlouhodobě podhodnocený.

Z hlediska paralelního působení všech zmíněných faktorů je tedy nutné sledovat nejen očekávaný vývoj kurzu, ale i jeho nadhodnocení či podhodnocení.

Jak je zřejmé z *tabulky 1*, veličiny ovlivňující vývoj nominální výše měnového kurzu jsou různorodé, mnohdy působí proti sobě a jejich efekt se projevuje v různém časovém horizontu.

Krátkodobě působí na vývoj kurzu především faktory doprovázející a motivující mezinárodní pohyb kapitálu, tedy především vývoj *úrokového diferenciálu*. V delším časovém období se začínají projevovat veličiny základní, především vývoj *zahraničního obchodu a běžného účtu platební bilance*. V dlouhém období je faktorem určujícím pohyb kurzu vývoj *cenových hladin* v domácí a zahraniční ekonomice. A konečně v nejdélším období je možné jako hlavní faktor uvést *systém*, v němž se měnový kurz vyvíjí, tedy především jeho dlouhodobou fixaci či flexibilitu, případně formu mezinárodních kurzových závazků.

Podívejme se především na jednotlivé faktory s rozdílným časovým dopadem jejich působení.

TABULKA 1 Vývoj měnového kurzu CZK/USD

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
konec období							
I	27,44	28,64	28,56	30,04	27,53	27,29	27,74
II	27,84	28,95	28,89	29,87	26,86	27,01	29,06
III	30,15	29,03	28,83	29,40	25,82	27,35	29,10
IV	30,76	29,10	28,34	29,44	25,74	27,69	
V	30,08	28,90	28,58	29,08	25,96	27,87	
VI	31,03	27,89	29,64	28,27	26,12	27,61	
VII	30,50	27,56	29,88	28,23	25,96	26,58	
VIII	30,42	26,77	29,30	28,35	27,10	26,03	
IX	29,85	27,01	28,68	27,94	26,36	26,97	
X	29,85	28,07	29,42	27,29	26,29	26,90	
XI	29,01	28,75	29,82	28,13	26,59	27,07	
XII	27,84	28,90	29,96	28,05	26,60	27,34	
průměr za období							
I	27,65	28,36	28,93	30,12	27,76	26,97	27,53
II	27,24	28,78	29,03	30,07	27,40	27,07	28,23
III	28,74	29,16	29,04	29,59	26,22	27,26	29,20
IV	29,94	29,06	28,50	29,63	25,85	27,50	
V	30,12	28,84	28,61	29,20	26,26	27,71	
VI	30,89	28,42	29,07	28,89	26,14	27,80	
VII	31,00	27,61	29,83	28,17	26,01	27,06	
VIII	30,53	27,25	29,67	28,12	26,64	26,50	
IX	30,03	27,18	28,84	27,98	26,93	26,58	
X	29,89	27,38	28,91	27,64	26,31	27,10	
XI	29,15	28,54	29,64	27,78	26,32	26,84	
XII	28,55	28,59	29,76	28,22	26,66	27,35	

Krátkodobý výhled a úrokový diferenciál

Je zřejmé, že *nejvýznamnějším faktorem, který ve velmi krátkém období působí na vývoj měnového kurzu české koruny, je úrokový diferenciál*; ten nyní způsobuje *nominální zhodnocování kurzu*. Výše inflace, úsilí o její snížení, měnová restrikce a výše úrokových sazeb však mohou z tohoto faktoru učinit faktor, který je přítomen permanentně a působí opakovaně. Jak jinak si vysvětlit neustále se zhodnocující kurz (začátkem února 1997 více než 5,1 % nad centrální paritou a 11. 2. 1997 byl dosažen absolutní rekord zhodnocení nad centrální paritou 5,51 %) v podmínkách výrazně nepříznivé korekce odhadů řady základních makroekonomických veličin (především inflace a růstu, nově pak nezaměstnanosti, a to za situace, kdy zahraniční obchod a běžný účet vykází v roce 1997 v lepším případě spíše neměnný trend)?

Naopak červnovým opatřením ČNB v roce 1996 došlo k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, čímž české prostředí posílilo svou atraktivnost pro investory, neboť v řadě vyspělých zemí (především v Německu, Británii i USA) dosáhly úrokové sazby úrovně blízké očekávanému minimu – přičemž lze jen obtížně předpokládat jejich další pokles, a naopak v americkém případě lze předpokládat jejich růst.

Výrazný úrokový diferenciál motivuje dvě skupiny finančních investorů: (1) zvyšuje zájem zahraničních investorů o ukládání peněz v české ekonomice; (2) zvyšuje zájem českých subjektů o výpůjčky v zahraničí.

Zvýšený zájem zahraničních věřitelů nebo držitelů tuzemských akcií o zhodnocení jejich peněz v České republice se projevuje již poměrně výrazně. Na druhé straně počet velmi bonitních českých dlužníků, kteří usilují o syndikalizované půjčky v zahraničních měnách, v současné době spíše stagnuje, avšak očekávání pro zbývající část letošního roku hovoří o opětovém vzestupu.

Závěr: Horizont *týdnů a měsíců* může být spojen se stabilním vývojem kurzu české koruny v *apreciačním pásmu*. Tento vývoj se však s opakovanými příznivými podmínkami pro krátkodobé investory může udržet po relativně velmi dlouhou dobu. Současně je důležité si uvědomit, že zhodnocení kurzu, které je založeno pouze na zájmu zahraničních portfoliových investorů a na zahraničních úvěrech přijímaných českými dlužníky, nepředstavuje příliš stabilní kurzovou základnu a současně znamená i další riziko pro budoucí vývoj platební bilance. Tento fenomén je v současnosti podtržen rostoucím počtem emisí eurokorunových nástrojů, především obligací. To nelze považovat za jev negativní; vytváří se tak poměrně elegantní polštář pro překonání obtíží na běžném účtu. Více napoví až období splatnosti těchto nástrojů.

Střednědobý výhled a základ makroekonomické veličiny, zejména platební bilance

V uplynulých několika měsících se množila prohlášení o chmurné budoucnosti české ekonomiky. Je pravda, že nároky na stlačení inflace rostou, je pravda, že deficit běžného účtu platební bilance není jev příznivý. Dokonce i některé seriózní odhady předpokládají jisté zbrzdění ekonomického růstu a v poslední době i eskalaci nezaměstnanosti (potvrzenou dosavadním lednovým vývojem). Česká ekonomika po období velmi příznivého vývoje všech klíčových makroekonomických veličin vstupuje do období, kdy strukturální reformy a silná domácí poptávka některé z těchto veličin vyčlily. To vše je fakt, který by však neměl být interpretován tragicky. Jednou ze současných nepřítelů reálných a nepřítelů adekvátních reakcí na tento stav je hrozba devalvací měnového kurzu české koruny.

V delším, několikaměsíčním vývoji se pravděpodobně projeví očekávání nepříznivého vývoje několika základních makroekonomických veličin, především běžného účtu platební bilance, jehož deficit je důsledkem zejména nepříznivého vývoje zahraničního obchodu.

Devalvace představuje oficiálně deklarované jednorázové snížení hodnoty domácí měny vůči měnám zahraničním, tedy takové opatření, kdy centrální banka posune dosavadní centrální paritu na novou, nominálně vyšší úroveň. Znehodnocení kurzu představuje snížení hodnoty domácí měny vůči zahraničním měnám na základě změny nabídky a poptávky po devizách na určité období. Vzhledem k tomu, že měnový kurz je dynamická veličina, ovlivňovaná řadou významných faktorů, podléhá denním, týdenním, měsíčním, ročním atd. změnám. Jedním z důvodů rozšíření prostoru pro tento dynamický pohyb, který umožnila Česká národní banka v únoru 1996, bylo právě umožnění předvídaní budoucího vývoje domácí ekonomiky a jejích vnějších vztahů, tak aby nemuselo docházet k oficiálním změnám centrální kurzové parity, tedy devalvací či revalvací.

Je nutné rovněž připomenout, že *širší pásma – sahající 7,5 % oběma směry*

od centrální parity – je ve střednědobém výhledu (respektujícím vývoj základních veličin) natolik dostatečná, že devalvační (či revalvační) opatření lze pro následující měsíce stěží očekávat. Na straně druhé však rozhodně nelze vyloučit výraznější pohyb uvnitř tohoto pásma, tedy průběžné zhodnocování, resp. znehodnocování kurzu koruny.

Čím je tento pohyb uvnitř pásma ovlivněn a v jakém časovém horizontu lze působení jednotlivých faktorů očekávat? Především je nutné uvědomit si, že kurz české koruny je definován košovou metodou, a tudíž jeho nominální výše ve velké míře závisí na vývoji měn v koši obsažených – americkém dolaru a německé marce. Již dosavadní vývoj v rámci rozšířeného pásma naznačil, že kurzová fluktuace je ovlivněna dvěma skupinami protichůdně působících faktorů. Směrem ke znehodnocení kurzu bezesporu působí neutěšený vývoj obchodní bilance, následovaný nyní i situací na běžném účtu platební bilance. Rovněž obtížné vypořádání se s redukcí inflace nepovzbuzuje příznivý vývoj kurzu koruny směrem k jejímu zhodnocení. Na straně druhé úrokový diferenciál – lákající zahraniční investory k úlozkám v tuzemsku, stejně jako české dlužníky k výpůjčkám v zahraničí – představuje významný důvod pro stále přebytkový kapitálový účet platební bilance. Tento faktor přispívá ke zhodnocení kurzu koruny. A konečně zde existuje mnohými podceňovaný rozdíl mezi poměrem kupních sil dvou národních měn a měnovým kurzem těchto měn. Vycházíme-li z tohoto rozdílu, můžeme rovněž hovořit o možném zhodnocení kurzu koruny. A navíc kromě ryze ekonomických faktorů je vývoj kurzu samozřejmě citlivý i na politickou stabilitu.

Problémem je, že každý z těchto faktorů se projevuje různě intenzivně a s různým časovým zpožděním. Tím lze vysvětlit i zdánlivě paradoxní reakci, kdy následně po zveřejnění rekordního měsíčního schodku obchodní bilance, avšak téměř současně s oznámením o ustavení nové vlády v polovině roku 1996 kurz koruny výrazně posílil.

Prímý a nepřímý dopad základních makroekonomických veličin

Je zřejmé, že ze všech makroekonomických veličin má bezprostřední dopad na vývoj kurzu stav platební bilance, zejména pak obchodní bilance a běžného účtu. Tento ukazatel je rovněž nejostřeji sledován zahraničními investory a tzv. „*opinion-makers*“, vytvářejícími v zahraničí povědomí o české ekonomice. Vliv ostatních vnitřních veličin je pak spíše zprostředkovaný.

Zahraničněobchodní vztahy prodělaly po roce 1990 výraznou změnu; ta ovlivnila i jejich dopad na reálnou ekonomiku a základní makroekonomické veličiny. Zpočátku představovala exportní expanze v podstatě jedinou lokomotivu ekonomického růstu a záchranu produkční schopnosti české ekonomiky. Exportní expanze největší měrou tlumila celkový pokles výkonnosti naší ekonomiky v prvních třech letech transformace.

Během této expanze však struktura českého exportu současně zaznamenala výraznou změnu. Zpočátku geografickou, když vyspělé země dosáhly postupně více než 65% podílu na českém exportu, později i věcnou. Právě ve změně věcné struktury českého exportu může být spatřována naděje, že v období následujících dvou tří let se zlepší vývoj obchodní bilance a vývoj kurzu české koruny bude nedevalvační. Vývoj dynamiky českého exportu je sice nepříznivý, avšak zjevným se postupně stává zvyšující se podíl komodit s vyšší přidanou hodnotou – což je slibné.

Změna teritoriální a věcné struktury českého zahraničního obchodu však byla provázena i postupnou změnou poměru mezi vývozem a dovozem; ta začala být zjevným a hojně diskutovaným problémem již v prvním čtvrtletí roku 1995. V roce 1995 se v porovnání s rokem předchozím výrazně zrychlilo tempo růstu českého dovozu – dosáhlo dynamiky téměř třikrát vyšší než dynamika vývozu. Výsledkem takto náhle rozevřených nůzek pak bylo hluboce pasivní saldo obchodní bilance ve výši téměř 100 mld. Kč. Pasivní saldo obchodní bilance se v roce 1996 zvýšilo o dalších více než 60 mld. Kč, přičemž vrcholu by mělo dosáhnout v roce 1997 (170–200 mld. Kč?) s nadějí na postupné snižování. Naděje je spatřována především ve zlepšení struktury dovozů a v orientaci přímých zahraničních investorů: dovozy i investice vstupují ve značné míře do exportně orientovaných odvětví a doba jejich efektivního zapojení do výroby je odhadována na 2–3 roky – s očekávaným pozitivním dopadem na vývoj vývozu.

Výhled na nejbližší léta lze charakterizovat několika variantními scénáři; z nich ten realistický může být založen na následujících předpokladech:

- v letech 1997–1999 dojde k postupnému snižování dynamiky dovozu, přičemž v letošním roce můžeme předpokládat přibližně 16–20% nárůst, v letech následujících pak 14%, resp. 12% přírůstek;
- dynamika vývozu bude přímo záviset na průběhu restrukturalizace mikrosféry a na schopnosti aplikovat investiční dovozy a využívat efekty přímých zahraničních investic rovněž na exportní aktivity. Proto lze předpokládat přibližně 13–15% přírůstek vývozu v roce letošním, 14–16% v roce 1998 a dynamiku na úrovni 20 % v roce 1999 – ta bude výrazně záviset na postupu konjunktury u hlavních českých obchodních partnerů v zahraničí.

Na tomto místě se nabízí zmínit obecně úlohu, postavení a sílu některých zájmových exportních skupin při prosazování devalvace měny a při odporu proti její revaluaci. Jak pasáž o cenové konvergenci napoví, je možné současný polštář mezi nominálním kurzem a cenovou paritou vyrovnávat několika způsoby. Je samozřejmé, že v podmínkách pasiva obchodní bilance je proces a průběh tohoto vyplňování výrazně ovlivněn devalvačními tlaky. Nicméně určité zkušenosti ukazují, že ne vždy může mít zhodnocení nebo revaluace měny na exportéry jen negativní vliv. Naopak je vhodné podobný vývoj či podobné opatření hodnotit jako tvrdou a závažnou podmínku či nástroj k podpoře a podnícení produktivity a efektivnosti exportérů a produktivity a efektivnosti primárních výrobců.

Kurzový vývoj je kromě vlivu obchodní bilance ještě mnohem komplexněji ovlivněn běžným účtem platební bilance – srov. *tabulka 2*. Udržení deficitu běžného účtu na horní hranici intervalu akceptovatelnosti 5–7 % HDP do konce století si vyžádá nejen udržení exportní expanze na úrovni minimálně 15–18 % ročně, ale rovněž brzkou absorpci investičních dovozů a usměrnění domácí poptávky prioritně na domácí, již konsolidovaný a konkurenceschopný trh. Současně je nutné vycházet z předpokladu konstantního nebo mírně rostoucího přebytku bilance služeb a pečlivě hlídat vývoj zahraniční zadluženosti – zde úrokové plnění závazků z ní plynoucí by mohlo neočekávaně ohrozit vývoj běžného účtu ještě před rokem 2000.

Pasivní saldo obchodní bilance bude pravděpodobně částečně kompenzováno příznivým vývojem bilance služeb v následujících letech, takže pro letošní rok lze potvrdit již uvedený odhad 7,9% deficitu běžného účtu na HDP; ten by měl být v letech následujících udržen a následně snížen na úroveň 5,5 %, resp. 5,3 %.

TABULKA 2 Platební bilance v České republice

	1992	1993	1994	1995	1996 ^a	1997 ^b
běžný účet / HDP [%]	-1,1	0,4	0,1	-4,1	-8,6 ^c	-7,9
obchodní bilance [mil. USD]	-1 901,6	-311,7	-888,9	-3 935,2	-5 906,4 ^d	-6 900,0
bilance služeb [mil. USD]	1 485,9	1 010,8	732,9	1 556,7	1 800,0	2 000,0
kapitálový účet / HDP [%]	-	9,7	9,4	18,5	7,6 ^c	5,4
přímé investice [mil. USD]	982,9	1 093,6	784,2	2 525,6	1 000,0	1 500,0
portfoliové investice [mil. USD]	-26,0	1 059,1	819,3	1 362,0	1 000,0	1 000,0
zahraniční úvěry [mil. USD]	319,7	816,2	1 108,7	4 526,9	2 500,0	1 700,0
krátkodobý kapitál [mil. USD]	-1 274,7	55,9	658,9	1 214,2	600,0	500,0

a odhad

b předpověď

c skutečnost

d skutečnost (měřeno průměrným kurzem CZK/USD roku 1996)

Avšak malá a střední ekonomika českého typu není – při nejlepší vůli – při své exportní expanzi závislá pouze na vlastních konkurenčních schopnostech a zahraničněobchodní finanční infrastruktuře či vývoji měnového kurzu nebo úrokových sazeb, ale je výrazně závislá i na konjunkturním vývoji v zemích, kam směřuje většina jejího exportu. Ekonomický růst v řadě zemí je poměrně viditelně ohrožen, což – za jinak stejných podmínek – může dále podlomit exportní aktivitu i vývoj běžného účtu s *depreciačním dopadem na měnový kurz*.

Na druhé straně však úrokové sazby ve většině vyspělých zemí zůstávají rekordně nízké, české úrokové sazby naopak vysoké. Výsledný inflační, a zejména úrokový diferencál tak za určitých okolností *může stabilizovat vývoj kurzu v apreciačním pásmu* – s vědomím všech rizik uvedených při krátkodobé predikci kurzového vývoje. Tento faktor může být zvýrazněn zvláště tím, že zvýšení zahraničních sazeb není dosud příliš pravděpodobné (inlace je rekordně nízká a potřeba akcelerace ekonomické aktivity výrazná).

Současné lze předpokládat, že si Česká republika i nadále udrží pozici země, která je pro zahraniční investory atraktivní. Je pravděpodobné, že dojde k jistým změnám ve struktuře *přílivu zahraničního kapitálu*, přičemž ve svém souhrnu by měl být přebytek kapitálového účtu udržen na úrovni 7–9 % HDP.

Závěr: Celá tato zásadní proměna zahraničněobchodních vztahů, uskutecněná v podmínkách velmi stabilního měnového kurzu, byla provedena při přebytkovém, resp. zcela adekvátním vývoji běžného účtu platební bilance. Zdá se však, že pro následující období bude stabilizace vývoje běžného účtu v podmínkách neměnného kurzu velmi obtížná. Naopak je pravděpodobné, že v dlouhodobějším horizontu bude nutná jistá korekce kurzu v rámci současného pásma, aby bylo dosaženo pozitivního přizpůsobení běžného účtu. Jinými slovy: *pasivum obchodní bilance a pasivum běžného účtu představují největší rizika depreciační či (v krajním případě) devalvační korekce kurzu koruny*, přičemž je potvrzen dlouhodoběji udržitelný podíl deficitu běžného účtu na HDP na úrovni 5–6 %.

Dlouhodobý výhled a konvergence cenových hladin

Úvahy o budoucím vývoji měnového kurzu české koruny se většinou oprávněně koncentrují na stav a budoucí vývoj běžného účtu platební bilance, neoprávněně však podceňují vývoj kupní síly české měny v porovnání s měnami vyspělých zemí – jež jsou současně našimi nejvýznamnějšími ekonomickými partnery.

Přibližování cenových hladin a jejich příbuzný vývoj s měnovým kurzem v dlouhém období představují faktor, na jehož základě lze předvídat dlouhodobé zhodnocování vývoje měnového kurzu české koruny.

Je samozřejmé, že přístup založený na porovnání kupních sil jednotlivých národních měn má své limity a nelze jej v žádném případě při koncipování kurzového výhledu absolutizovat. Na straně druhé však i vyspělé ekonomiky světa, které jsou velikostně i strukturálně srovnatelné s českou ekonomikou, empiricky dokazují, že odchylka měnového kurzu od parity kupních sil příslušných národních měn se obvykle pohybuje v intervalu 1,3–1,5.

Koeficient porovnávací cenové hladiny s nominální výší kurzu má své přirozené limity. Jsou dány tím, že technická a technologická mezera obvykle způsobuje „rozevírání nůžek“ mezi měnovým kurzem a paritou v neprospěch méně vyspělé země. Je obvyklé, že ceny technicky progresivních výrobků, jejichž koncentrace je ve vyspělých zemích výrazně větší než v zemích rozvojových, mají velký předstih před cenovým vývojem výrobků standardních a substandardních. Při prodeji takových výrobků se platí „daň z ostalosti“. Druhým limitujícím omezením je, že jen část výrobků a služeb, které jsou v tuzemsku vyrobeny a poskytnuty, vstupuje do mezinárodních transakcí. A konečně, tento ukazatel je schopen obtížně zachytit kvalitativní změny, vývoj a očekávání.

Dlouhodobou tendencí, která bude provázet přizpůsobování české ekonomiky standardům vyspělých zemí a využití podmínek plné směnitelnosti na běžném účtě, bude postupné sblížení měnového kurzu koruny s paritou její kupní síly v porovnání s měnami ostatních vyspělých zemí. Je otázkou, jak bude k tomuto přizpůsobování docházet: buď postupným snižováním míry inflace na úroveň obvyklou ve vyspělých zemích, a tudíž pravděpodobně doprovázenou tlakem na nominální zhodnocení kurzu, anebo stabilizací míry inflace na současné úrovni, jež postupně vstřebává rozdíl mezi paritou kupní síly a kurzem bez potřeby kurz nominálně přizpůsobovat.

Je samozřejmé, že tento závěr – učiněný právě pouze na základě principu *ceteris paribus* – může být snadno napadnutelný argumentem existence faktorů působících protichůdně. Nicméně i přesto, že úsilí snižovat inflaci v České republice je spojeno s jistými problémy, nelze se domnívat, že inflační diferenciál bude mezeru vzniklou mezi měnovým kurzem a paritou vyplňovat v horizontu 7 a více let. Toto „vyplňování“ je možné ve střednědobém výhledu do konce tisíciletí, nicméně *není žádoucí v delším výhledu*.

Koeficient ERDI

Koeficient ERDI (Exchange Rate Deviation Index) je ukazatel vyjadřující odchylku mezi vnitřní kupní silou dvou měn odvozenou od poměru cenových hladin v příslušných zemích a měnovým kurzem těchto odpovídajících měn. V některých případech je koeficient ERDI interpretován jako míra nadhodnocení, resp. podhodnocení kurzu domácí měny vůči porovnávané

měně zahraniční, přičemž na omezení takovéto interpretace upozorňujeme v předchozí kapitole. Interpretovat proto koeficient ERDI jako výlučný kurzotvorný faktor, zejména v krátkém období, je hrubou chybou. Stejně tak však není korektní úplné ignorování tohoto koeficientu, zejména v dlouhodobých očekáváním.

Nejčastěji je koeficient ERDI kvantifikován jako:

$$ERDI = ER / PPP$$

kde *ER* představuje nominální měnový kurz a *PPP* poměr vnitřních kupních sil příslušných měn.

Optimální dlouhodobě udržitelná hodnota koeficientu je samozřejmě 1. Po-
hybuje-li se výše tohoto ukazatele v malé otevřené ekonomice na úrovni 1,3–1,5, nejedná se ještě o vývoj nijak mimořádný. Přesahuje-li tuto hodnotu, signalizoval by již vývoj výrazně odchylný od standardních hodnot, nicméně je třeba vzít v úvahu výhrady k limitovanosti použití tohoto ukazatele zmíněné v předchozím textu.

Je možné říci, že využíváme-li zmíněný ukazatel pro jednotlivé výdajové složky HDP, dostáváme – jak v rámci srovnání ekonomiky vyspělé a transformující se, tak i v případě porovnání několika transformujících se ekonomik – poměrně odlišné výsledky. Sektorem, kde odchylka mezi kupní silou měn je relativně nejmenší, jsou investice (tvorba hrubého fixního kapitálu). Naopak výdajové položky spojené s konečnou spotřebou obyvatelstva, především ceny bydlení, ale i ceny základních položek souvisejících s živobytím, jsou dosud od situace ve vyspělých ekonomikách výrazně odlišné.

Z toho v souhrnu vyplývá velká odlišnost mezi skupinou obchodovatelných položek (kde jsou cenové hladiny již téměř totožné a v některých případech dokonce vyšší v transformujících se zemích) a neobchodovatelných položek (kde cenová hladina představuje v některých případech přibližně jen 10–15 % cenové hladiny vyspělých zemí).

Další postup může být ovlivněn postupující deregulací a usměrňováním cen v těchto odvětvích.

Česká republika patří k zemím, jejichž nesoulad mezi měnovým kurzem a paritou kupní síly měn patří mezi transformujícími se ekonomikami střední a východní Evropy k největším. Při současném složení měnového koše (podle průměrného měnového kurzu za rok 1995 vůči USD a DEM) vyjadřuje vnitřní kupní síla hodnoty do té míry odlišné, že koeficient ERDI činí v případě DEM asi 2,8 a v případě USD asi 2,4.

Vyděme-li z jednotlivých výdajových položek HDP, můžeme říci, že Česká republika má u všech z nich v porovnání s vůdčími transformujícími se zeměmi cenovou úroveň nejnižší. Agregujeme-li tyto výdajové položky do několika základních skupin, zjistíme, že vůči německé marce a měnám, které jsou na tuto měnu napojené, nabývá koeficient ERDI (tedy stupeň podhodnocení domácí měny vůči zahraničí na základě porovnání kurzu s cenovými hladinami) v případě soukromé spotřeby obyvatelstva přibližně hodnoty 4 (přičemž v případě nájemného dosahuje hodnota koeficientu maxima na úrovni 10,1), v případě veřejné spotřeby (včetně vládních zakázek a vládní spotřeby) hodnoty 3,1, v případě tvorby fixního kapitálu hodnoty asi 2,5 (přičemž ceny stavebních investic jsou v České republice „podhodnoceny“ 4,3krát, avšak investice do strojů a zařízení jen 1,2krát). V případě dopravních prostředků a elektrotechniky, které jsou typickým představitelem obchodovatelných položek a u nichž podíl importu dosahuje výrazné části, je cenový poměr s kurzovým již téměř vyrovnán. Naopak již existují položky

TABULKA 3

USD/DEM	1996	1997	1998	1999	2000
(a)	2,2/2,4	2,0/2,2	1,8/2,0	1,6/1,8	1,5/1,7
(b)	2,2/2,4	2,1/2,3	2,0/2,2	2,0/2,2	1,9/2,1

(vyskytující se však spíše ojediněle nebo přechodně), u nichž jsou ceny v České republice po přepočtu kurzem vyšší než ve vyspělých zemích. To se však týká v převážné míře nejrůznějších luxusních statků.

Odtud plyne, že za jinak stejných podmínek zde prostor pro postupné apreciační kurzové přizpůsobení může existovat. Nabízí se však otázka, jak bude tento prostor vyplněn. Může jej během času pohltit inflační diferencíál, což je možné označit jako pesimistickou variantu. Je však možné, že při aktivaci proexportních nástrojů dojde k adaptaci exportérů na „tvrdší“ kurzové podmínky a reálné zhodnocení kurzu bude totožné se zhodnocením nominálním bez výrazného tlaku na cenovou hladinu. Druhou z variant můžeme označit jako optimistickou a doporučeníhodnou, současně však náročnou. Příkladem této varianty může být poválečný vývoj v Německu, kdy přizpůsobení kurzu paritě bylo dosaženo na základě reálného kurzového zhodnocení, které bylo totožné s nominálním zhodnocením – provázeným soustavným snižováním inflace a po značnou dobu i přebytkovou obchodní bilancí. V tabulce 3 je znázorněn předpokládaný vývoj koeficientu ERDI:

(a) za podmínky konstantního vývoje vnějších kurzotvorných faktorů,
 (b) při předpokládaném vývoji běžného a kapitálového účtu české platební bilance.

Závěr: Lze předpokládat, že další postup deregulace a usměrňování cen se bude týkat sektorů, ve kterých je koeficient ERDI nejvyšší. Současně bude ke snížení koeficientu ERDI výrazným způsobem přispívat dosud nepřilíh předvídatelný vývoj cen potravin, který pravděpodobně rovněž zaznamená pohyb směrem vzhůru. Vycházíme-li z těchto faktů, můžeme říci, že v případě tvorby hrubého fixního kapitálu a částečně v případě vládní spotřeby dosáhla míra přizpůsobení koeficientu ERDI poměrně stabilizované hodnoty. Naopak výrazný pokles koeficientu lze předvídat v položkách soukromé spotřeby obyvatelstva.

Velmi dlouhodobý výhled a možnost fixace nominálního kurzu

Horizont, k němuž směřuje předkládaná analýza, se časově kryje s možným přijetím České republiky za plnoprávného člena Evropské unie (EU). Při této příležitosti je vhodné zmínit několik faktů, se kterými může být v delším časovém horizontu česká kurzová politika konfrontována. Úvodem je především nutné zdůraznit, že přestože EU má již řadu let principy své kurzové politiky definovány, současná situace nikterak nenaznačuje, že počátek plnoprávného členství bude spojen s jejich nutným dodržováním. Dosavadní průběh asociovaného členství i výhled k členství plnoprávnému (upraveném například Bílou knihou z roku 1995) dosud nehovoří o tom, že by členství v Exchange Rate Mechanism (ERM) jako základním nástroji kurzové politiky EU bylo nezbytnou podmínkou případného přijetí České republiky za plnoprávného člena EU.

Kdybychom nicméně vycházeli z předpokladu, že naší ambicí je rovněž připojení k možné budoucí jednotné evropské měně, pak by členství v ERM bylo nevyhnutelné – a stejně tak i plnění závazků z něho vyplývajících. Jednou z podmínek pro vstup do třetí fáze hospodářské a měnové unie (EMU), která má započít 1. ledna 1999, je i to, že členská země dva roky před svým vstupem nepřekročí depreciační limit původního ERM (podle pravidel platných do července 1993) od definované centrální parity. Ta představuje institucionálně danou podmínku, pravděpodobně v budoucnosti korigovanou, která by však pro českou kurzovou politiku neměla být výraznou překážkou.

Přestože ERM během své existence jistě sehrál pozitivní stabilizační i konvergenční úlohu, nevyhnul se v první polovině 90. let významným krizím, které by měly být i poučením pro budoucí českou kurzovou politiku. Základní poučení je dvojí:

- (1) mezinárodní závazky kurzové politiky mohou být v přímém protikladu se zájmem národní makroekonomické politiky;
- (2) měnový kurz klíčových měn systému se neodvíjel v závislosti na vývoji základních (fundamentálních) veličin.

Zejména první dvě krize ERM napověděly, že v případě vazby na silnou měnu, jejíž měnový kurz je vůči *základním veličinám nadhodnocený*, mohou tyto krize způsobit kolaps celé společné kurzové politiky. Výše kurzu německé marky byla v té době pravděpodobně nadhodnocená, úrokové sazby v Německu – tedy v zemi představující kotvu celého systému – dosahovaly vysokých nominálních hodnot a kurzy měn napojených na německou marku se nacházely na hraně depreciačního limitu ERM. Z toho vyplynulo, že úrokové sazby těchto měn nemohly klesnout pod úroveň německých; to však bylo v přímém rozporu s potřebou výrazného snížení sazeb, jež mělo napomoci překonat tehdejší poměrně hlubokou hospodářskou recesi. Tato krize tedy nabídla případ možné *schizofrenie hospodářské politiky, kdy preference obnovení růstu narážela na potřebu udržení závazků kurzové disciplíny – a naopak*.

Jako krizový lze označit i případ vytlačení měn ze systému ERM, který se dotkl britské libry a italské liry. Přitom zpočátku okolnosti zdaleka nenavštěvovaly tomu, že velmi opatrný a nejednoznačný vstup GBP do ERM by mohl vést k vážnějším problémům. Příznivý cenový vývoj během roku 1991 a první poloviny roku 1992 umožnil snižovat úrokové sazby velmi průkazně (základní sazba se snížila z 15 % v říjnu 1990 na 10,5 % v září 1991 a na 10 % v květnu 1992), míra inflace byla velmi pozitivním jevem britské ekonomiky tohoto období.

Problémem však bylo, že pozitivní vývoj inflace neodrážel skutečný vývoj hospodářství. Od poloviny roku 1992 se stává zjevným konflikt mezi měnovou politikou vyžadovanou členstvím v ERM a měnovou politikou, která byla v tu dobu potřebná pro domácí ekonomiku.

Shrneme-li, lze za faktory, jež způsobily ochromení GBP (či teoreticky kterékoliv měny ve stejné situaci) v systému ERM, považovat:

- (a) slabý vývoj britské ekonomiky,
- (b) výši úrokových sazeb, které odrážely sazby německé Bundesbank – jako centrální autority klíčové měny – reagující na inflační následky německého sjednocení,
- (c) nepřilíš zřetelné oživení americké ekonomiky.

Faktory (b) a (c) přispěly k ochromení GBP zřejmě právě proto, že se projevily současně, přičemž za klíčový je nutné považovat faktor (a).

A v této situaci si Británie dovolila držet kurz blízký 2 USD/GBP a vůči DEM téměř na úrovni apreciačního limitu v ERM. Tato situace byla doprovázena mimořádně vysokými krátkodobými *reálnými* úrokovými sazbami, jež si vynutila situace domácí i světové ekonomiky. V dané chvíli představovaly faktor napětí. Faktorem napětí však současně byly i deficity: jak vnitřní veřejný (asi 6 % HDP), tak i běžného účtu platební bilance (asi 2 % HDP). Všechny tyto okolnosti vedly k tomu, že britská měna systém ERM opustila.

Aktuální otázkou nejen v souvislosti s touto krizí, ale otázkou obecně platnou zůstává: Existují (existovaly) nějaké alternativy tohoto opuštění ERM? Uvedme některé:

1. včasnější oživení a zvýšení absorpční schopnosti americké ekonomiky,
2. důslednější a disciplinovanější německá fiskální politika, snad včasnější snížení německých úrokových sazeb,
3. kolektivní znovuospořádání ERM, s klíčovou ekonomickou úlohou DEM a klíčovou politickou pozicí FRF (resp. Francie) – jakési vzájemné započítání aktuálního ekonomického vývoje, a to častěji než v pětiletých periodách,
4. série bilaterálních měnových ujednání Británie a ostatních členů systému ERM.

Do doby, kdy GBP opustila systém, nedošlo ani k jediné krizi. Ani za cenu výrazného znehodnocení GBP v rámci systému (pro českého čtenáře: čti oscilační pásmo pro pohyb kurzu koruny) v něm britská měna nevydržela ani dva roky. K jejímu částečnému zhodnocení – s odstupem – pak přeci jen došlo – *mimo systém*.

Poučení pro provádění kurzové politiky v rámci fixovaného mechanismu a multilaterální kurzové součinnosti:

1. Vláda musí disponovat dlouhodobou strategií i krátkodobými obrannými prostředky, jež umožňují jak pozitivně rozvíjet kurzovou spolupráci, tak reagovat na negativní ekonomické i politické vlivy, které měnový kurz odráží.
2. Neúspěch v bilaterálním kurzovém vyjednávání s ostatními členy ERM lze považovat za taktickou chybu.
3. Je nutné zvládnout úlohu monitorování a předvídaní budoucích ekonomických událostí a vývoje. Průvodní jevy opomenutí: zklamání z ohodnocení postavení britské měny, minimálně od poloviny 80. let, z časového souladu počátku recese a vstupu GBP do ERM a (nejvážnější chyba) *podcenění silného nadhodnocení reálného měnového kurzu* – což se minimálně projevovalo v negativním vývoji britské obchodní bilance, přičemž podceněny zůstaly i účinky německého sjednocení.

Je zřejmé, že česká koruna nemá kam být v současné době vytlačena. Avšak vývoj základních veličin může naznačit, že chování některých z nich není nepodobné vývoji britskému před čtyřmi a více lety.

Závěr: Ve velmi dlouhém období bude muset česká kurzová politika zvážit, zda je pro ni výhodné či zda jí nevyplývá povinnost přejít zpět k fixované úpravě systému měnového kurzu. Předpokládáme, že v té době budou jak základní makroekonomické veličiny, tak celkové ekonomické prostředí plně srovnatelné s vyspělými zeměmi a že členství v měnové unii se stane aktuálním. Zkušenost srovnatelných malých a středních otevřených ekonomik pak dá za pravdu názoru, že opětovné vhodné ukotvení kurzu představuje výhodný krok.

Celkový závěr

V úvahách týkajících se budoucího vývoje kurzu se v současné době obvykle argumentuje silně nepříznivým vývojem obchodní bilance a běžného účtu. Ne vždy se však doceňuje časový rozměr působení tohoto vlivu a současně mnohdy protichůdné působení vlivů ostatních, obvykle rovněž s odlišným časovým horizontem. Je jisté, že dlouhodobě je deficit obchodní bilance a běžného účtu při neměnné nominální výši kurzu obtížně udržitelný. Současně není následován hodný tzv. latinskoamerický varovný příklad, kdy je hrozivý a dlouhotrvající deficit doprovázen vysokými úrokovými sazbami, jež lákají především krátkodobé investory a vytvářejí tak velmi křehkou a riskantní situaci ve vývoji platební bilance. To však dosud rozhodně není případ České republiky, pro niž lze v horizontu alespoň pololetí tohoto roku očekávat poměrně stabilní kurzový vývoj v rámci pásma, pro příští rok možné depreciační tlaky opět v rámci pásma, přičemž vyloučen není ani pohyb při samé hranici depreciačního limitu. Zcela vyloučit rovněž nelze náhlý střemhlavý výkyv. A teprve v krajním případě – v podmínkách přetrvávajících problémů na běžném účtě a při neúspěchu ve stlačení inflace na úroveň standardu vyspělých zemí – je možné hovořit o devalvaci měny. Ta však v současné době není opatřením, které by bylo vhodné doporučit.

PŘÍLOHA 1

K možným praktickým podobám devalvace – varianty kurzového uspořádání

Vývoj českého zahraničního obchodu a jeho možné důsledky na makroekonomickou stabilitu naší ekonomiky se již stal jedním z nejdůležitějších témat ekonomických komentářů v loňském i letošním roce. Názory na dopad obchodního deficitu do kurzové oblasti kolísají od uklidňujících předpovědí pokračující stability až po vize dvoumístné devalvace s destruktivním dopadem na inflaci a důvěru v domácí měnu. Málokterá z diskuzí však nabízí ucelený přehled možných systémů kurzového uspořádání.

Je zřejmé, že v krátkodobém horizontu (ohrazeném koncem roku 1997) by nejlepším z možných uspořádání měnového kurzu české koruny bylo uspořádání současné. Je však podmíněno velmi optimistickým náhledem na vývoj českého zahraničního obchodu, jenž předpokládá alespoň udržení současné výše deficitního salda s vyhlídkou zlomu v závěru příštího roku. Současně předpokládá i pozitivní vývoj ostatních položek, jež tvoří běžný účet platební bilance, a tak kompenzují nutný importní boom současného proinvestičního období. V případě, že tato příznivá očekávání budou v realitě naplněna, lze doufat, že nynější širší pásma bude dostatečná a nynější přízpusobivé uspořádání kurzu české koruny nedozná změn.

V opačném případě, kdy se vývoj vnější bilance české ekonomiky nepodaří udržet v souladu s limity nynějšího kurzového systému, lze uvažovat o třech základních formách přízpusobení. Uvedme je v pořadí (podle autorova subjektivního názoru) od nejméně příznivého k udržitelnému a akceptovatelnému.

Domnívám se, že nejhorším možným řešením je devalvace, tedy oficiálně deklarovaná změna ústředního kurzu měny. Toto řešení (tedy kupříkladu nominální změna kurzu z 28 CZK/USD na 31 CZK/USD) by bylo aktuální v případě, že by na pořadu dne nebyl

žádný brzký a viditelný obrat ve vývoji zahraničního obchodu a že by navíc důvěra zahraničních investorů v domácí ekonomiku výrazně klesala.

Druhá možnost spočívá v zavedení systému „*crawling-peg*“, tedy takového uspořádání, kdy centrální banka provádí poměrně časté, avšak drobné flexibilní úpravy ústředního kurzu. V podstatě se jedná o permanentní malé devalvace, avšak v rozsahu, který vzhledem ke své povaze není v praxi za devalvací považován. Tento systém může být realizován jak v podmínkách stanovených limitů, tak bez jakéhokoliv omezení. Jeho praktické uplatnění nabízí i další variantní možnosti. Systém může být založen na pravidelném přizpůsobování kurzu (řekněme o 0,8 % měsíčně nebo šestkrát do roka) nebo na nepravidelném, nahodilém a neohlášeném přizpůsobení v neomezeném rozsahu. Je samozřejmé, že první (pravidelný a ohlášený) případ je díky své transparentnosti serióznější a oblíbenější. Pravidelnost udržovaná po delší období však naráží na problém. Tím je limit, kterého kurz může dosáhnout. Proto je vhodné uvážit, po jakou dobu zamýšlí centrální banka v rámci tohoto systému kurz přizpůsobovat. Pro relativně krátkodobé přizpůsobovací období je tento systém v podmínkách definovaných stabilizačních limitů nástrojem poměrně vhodným. Pro případ dlouhodobého uplatnění je vhodné limity pro pohyb kurzu zrušit anebo předtím výrazně devalvovat.

Třetí možnost (podle mého názoru nejméně bolestná) je doporučitelná pro země, které čelí přechodným problémům, jež mohou vychýlit kurz, přičemž perspektiva jejich překonání v relativně krátkém čase se opírá o skutečně racionální zdůvodnění. Tato možnost spočívá v rozšíření současného pásma umožňujícího pohyb měnového kurzu. V tomto případě změna kurzového systému není ani devalvací, ani pravidelným přizpůsobením ústředního kurzu, přičemž po určitý čas je schopna plnit očekávané efekty obou předchozích možností. Toto řešení zvolily i země EU v době, kdy jejich kurzový mechanismus čelil ostrým krizím a kdy se obávaly provedení devalvace. Je však nutné rozšíření pásma pečlivě zvážit a předpovědět možný obrat vývoje kurzu. Jedná se sice o opatření nejelegantnější ze všech zmíněných, současně však i o opatření nejriskantnější. Opakované rozšiřování pásma by bylo právem považováno za hrubou chybu hospodářské politiky, která by se jistě projevila i ve ztrátě reputace domácí centrální banky v očích zainteresovaných zahraničních subjektů.

PŘÍLOHA 2

Schematické srovnání Česká republika – Mexiko

	Mexiko 1994	Česká republika 1996
růst HDP	příznivý – rostoucí – 3,1 %	příznivý – klesající – 4,4 %
inflace	příznivá – klesající – 6,9 %	stabilizovaná – 8,8 %
obchodní deficit	velmi nepříznivý – 10,5 %	velmi nepříznivý – 11,3 %
běžný účet	nepříznivý – 7 %	velmi nepříznivý – 8,6 %
FDI kumulativně	velmi vysoké – 67 mld. USD	přiměřené – 6,8 mld. USD
kapitálový účet	výrazně přebytkový	přebytkový – 5,4 %
devizové rezervy	nikterak vysoké	nadprůměrně vysoké
rozpočtový deficit	snižující se přebytek	snižující se přebytek až mírný dluh
státní dluh	relativně vysoký	zanedbatelný, avšak akcelerující
politická situace	zostřená	relativně stabilizovaná

- Mexická krize (1994) výrazně ovlivnila důvěru nejen v ostatní latinskoamerické ekonomiky, ale rovněž ve všechny „emerging economies“.
- Devalvace mexického pesa (20. 12. 1994) a z toho vyplývající odliv kapitálu v celé Latinské Americe dále prohloubily krizi likvidity v této zemi i v ostatních zemích oblasti.
- Rekordní (v celé jeho historii) půjčka (1995) od MMF – 17,8 mld. USD (= 12,3 mld. SDR) ukázala, že v globálně finančně propojeném světě je velmi důležitá úloha globálního strážce finanční a měnové disciplíny, v tomto případě MMF. Těžko si lze představit jinou instituci (privátní), která by za obdobných podmínek byla schopna mobilizovat podobný objem fondů. Tato půjčka byla podmíněna přijetím uceleného ekonomického programu zaměřeného na oblasti potenciálně zasažitelné krizí likvidity (stabilizace ekonomiky, obnovení důvěry ve finanční trh, prohloubení hlavních strukturálních reforem, udržení inflace, redukce deficitu na běžném účtě o 4 % tak, aby byl dlouhodobě financovatelný, posílení veřejných financí, mzdová a měnová restrikce).

Mexická krize v konečném důsledku působila očistně. Mexiko bylo poměrně snadno schopné splácet závazky vyplývající ze stabilizačního programu a jeho makroekonomické veličiny se nezhoršily.

SUMMARY

Exchange Rate and Czech Reality

Petr ZAHRADNÍK – Patria Finance, a. s., Prague

The article is focused on the main problems currently facing the Czech macroeconomic performance, namely those connected with the exchange rate and its implications in other spheres of the Czech economy. In the first part, the author describes several levels of factors influencing the exchange rate and applies them to the Czech reality.

In the other parts, he discusses the short-term, medium-term, and long-term prospects of exchange rate of the Czech koruna as well as some experience with the exchange rate management from the countries of the European Union. In supplementary boxes are mentioned some possible forms of exchange rate management in the conditions of deep current account deficit, and a comparison of selected indicators describing the situation in Mexico in 1994 and the current Czech situation.