

Vydává **Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze** ve spolupráci s **Českou národní bankou** a **Ministerstvem financí ČR** ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

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

fax: (02) 22 25 04 62

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

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

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Jiří JONÁŠ: Otázky kurzového režimu v průběhu transformace 723

Přehledy

Marek KAPIČKA: Privatizace a neúplné kontrakty (2. část) 742

Semináře ČSE

Martin ČIHÁK: Pasti a výzvy fiskální politiky 756

Informace

Jaroslav KUBSA: ČR se přihlásila ke Standardu MMF pro distribuci speciálních dat . . . 759

František OCHRANA: 54. světový kongres o veřejných financích 770

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 19–21/98 772

Sdělení pro čtenáře 779

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu Finance a úvěr za rok 1998

CONTENTS

Jiří JONÁŠ: The Exchange Rate Regime During the Transition 723

Surveys

Marek KAPIČKA: Privatization and Incomplete Contracts (2nd Part) 742

CES Seminars

Martin ČIHÁK: Traps and Challenges of the Czech Fiscal Policy 756

Information

Jaroslav KUBSA: The IMF "Special Data Dissemination Standard" Accepted by the CR 759

František OCHRANA: 54th World Congress on Public Finance 770

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 19–21/98 772

In the middle of this issue:

Journal Year Index for 1998

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

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Otázky kurzového režimu v průběhu transformace

Jiří JONÁŠ*

Spekulativní útok na korunu v květnu 1997 a následné opuštění režimu omezeného pohybu měnového kurzu koruny v rámci existujícího pásma znamenalo definitivní konec jedné etapy transformace české ekonomiky. Česká republika se tak zařadila mezi stále rostoucí počet zemí, které v poslední době opustily fixní či částečně fixní měnový kurz a nahradily ho kurzem ve větší či menší míře volně plovoucím.

V tomto článku nejprve stručně shrneme důvody toho, proč dochází k postupnému opouštění fixních kurzů a k jejich nahrazování kurzy plovoucími. Dále se stručně zmíníme o faktorech, které ovlivnily volbu kurzového režimu v tranzitivních ekonomikách. Kromě tradičních faktorů souvisejících se strukturálními charakteristikami ekonomiky, jako je její otevřenost, flexibilita mezd a cen, náchylnost vůči šokům atd., budeme diskutovat i způsob, jímž volbu kurzového režimu v tranzitivních ekonomikách ovlivnily úvahy o případném použití fixního měnového kurzu jako nástroje makroekonomické stabilizace.

V další části uvedeme některé empirické výsledky makroekonomické stabilizace v zemích s rozdílným kurzovým režimem. Uvidíme, že země s fixním měnovým kurzem dosáhly snížení míry inflace vesměs rychleji než země s kurzovým režimem volnějším.

Potenciálním problémem režimu fixního nominálního měnového kurzu je určitá setrvačnost míry inflace v tranzitivních ekonomikách na úrovni, která vede k nadměrnému reálnému zhodnocení kurzu. V další části budeme diskutovat důvody setrvačnosti inflace v průběhu transformace. Budeme analyzovat, jak může k této setrvačnosti přispět i fixní měnový kurz, a to za podmínky, kdy dochází k zhodnocování reálného rovnovážného měnového kurzu, a proč k tomuto zhodnocování dochází.

V závěru se budeme věnovat problémům, které toto zhodnocování může vyvolat za určitých podmínek v důsledku porušení podmínky nekryté úrokové parity, především v důsledku vysokého přílivu kapitálu.

Od fixních kurzů k plovoucím

Po druhé světové válce až do roku 1971, kdy došlo k opuštění směnitelnosti amerického dolaru za zlato, převládaly ve světě režimy fixních měnových kurzů. Hodnota amerického dolaru byla pevně stanovena ve zlatě

* Ing. Jiří Jonáš – poradce výkonného ředitele, Mezinárodní měnový fond, Washington, D. C.

Názory v tomto článku jsou autorovy vlastní a nepředstavují oficiální stanovisko MMF. Za cenné připomínky k textu děkuje autor neznámému recenzentovi/ce.

TABULKA 1 Rozvojové země: režimy měnového kurzu (v % z celkového počtu)

| | 1975 | 1976 | 1981 | 1986 | 1991 | 1996 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|
| vázané | 87 | 86 | 75 | 67 | 57 | 45 |
| částečně pružné | 3 | 3 | 10 | 5 | 4 | 3 |
| pružné | 10 | 11 | 15 | 28 | 39 | 52 |

pramen: [IMF 1997]

a americká vláda garantovala volnou směnitelnost amerického dolaru za zlato v tomto stanoveném poměru. Kurzy měn ostatních průmyslových zemí byly naopak vázány na americký dolar, a tudíž nepřímě na zlato. Podobně řada rozvojových zemí vázala hodnotu svých měn na dolar či na jiné měny vyspělých zemí. Po dobu, kdy Spojené státy sledovaly politiku nízké inflace, zajišťoval brettonwoodský systém fixních měnových kurzů cenovou stabilitu v celém mezinárodním měnovém systému.

Koncem 60. let však začaly Spojené státy uskutečňovat expanzivní makroekonomickou politiku, která vedla k vyšší míře inflace, než jakou byly ostatní země – především Německo – ochotny tolerovat, a tato skutečnost brzy znamenala konec uvedeného měnového uspořádání. Zhroucení brettonwoodského systému fixních měnových kurzů na začátku 70. let představovalo počátek nové etapy ve vývoji mezinárodního finančního systému; vyznačovala se postupným opouštěním fixních kurzů a přechodem ke kurzům pružnějším. Rozvojové země se sice po zhroucení brettonwoodského systému v roce 1973 ještě snažily fixní měnové kurzy po určitou dobu zachovat, ale ke konci roku 1979 se začala situace výrazně měnit (viz *tabulka 1*). Zatímco v roce 1976 byly kurzové režimy 86 % z celkového počtu 100 rozvojových zemí klasifikovány jako vázané (buď k jedné měně, nebo ke koši měn) a pouze 11 % těchto zemí mělo kurzy pružné, v roce 1996 mělo vázané kurzy pouze 45 % rozvojových zemí, zatímco 52 % mělo kurzy pružné. V roce 1997 došlo pak v souvislosti s finanční krizí v jihovýchodní Asii k dalšímu zvýšení počtu zemí, které opustily fixní kurzy a zavedly kurzy pružné.

Kromě toho, že rostl počet zemí s režimem pružného měnového kurzu, se v 90. letech objevuje ještě nový fenomén – speciální režim fixního měnového kurzu realizovaný tzv. měnovým výborem (currency board). Měnový výbor emituje peníze pouze v rozsahu daném dostupností devizových rezerv a domácí měna musí být mnohdy stoprocentně kryta devizovými rezervami, aby byla zajištěna směnitelnost při daném měnovém kurzu¹. Zákonem předepsané omezení pro emisi domácí měny má zajistit kredibilitu její směnitelnosti při daném kurzu, a zamezit tudíž spekulativnímu útoku, kterému mohou být méně rigidní režimy fixního kurzu vystaveny. V 90. letech byl měnový výbor ustanoven v Argentině, Estonsku, Lotyšsku, Džibuti, Bulharsku a Bosně a Hercegovině. O jeho zavedení se uvažovalo rovněž v Indonésii.

Jedním z důvodů, proč rozvojové země začaly koncem 70. let a počátkem 80. let přecházet postupně od pevných kurzů k plovoucím, bylo zvýšené kolísání měn vyspělých zemí, především britské libry a amerického dolaru po

¹ Rozsah krytí měnové báze devizovými rezervami se však v jednotlivých zemích liší. Podobně se liší i možnosti použití devizových rezerv převyšujících měnovou bázi, např. při poskytování likvidity bankovnímu sektoru v nouzi.

opuštění brettonwoodského systému pevných kurzů. Prudké zhodnocení dolaru v první polovině 80. let v důsledku antiinflační politiky a vysokých úrokových sazeb ve Spojených státech znamenalo zhodnocování měn, které byly na dolar vázány. Pro řadu rozvojových ekonomik to znamenalo, že se jejich měny stávaly nadhodnocenými, což ohrožovalo vnější rovnováhu, neboť klesala konkurenceschopnost vývozu těchto zemí. Některé země řešily tento problém tím, že vázání na americký dolar nahradily vázáním na koš měn, anebo rovnou přechodem na plovoucí kurz. Vázání na koš měn bylo však obvykle jenom přechodné řešení.

V řadě zemí, především v Latinské Americe, došlo v 80. letech k podstatnému zrychlení inflace, především v důsledku expanzivní fiskální politiky a následné monetizace (financování peněžní emisí) veřejného dluhu. Pokud je kurz domácí měny vázán na kurz země s nízkou inflací, vyšší domácí inflace má za následek reálné zhodnocování domácí měny a ztrátu konkurenceschopnosti – se stejnými důsledky na vnější rovnováhu, jako kdyby docházelo ke zhodnocování měny, k níž je domácí měna vázána. Negativní vliv na konkurenceschopnost rozvojových zemí a na jejich platební bilanci měly v 80. letech i další nepříznivé šoky. Již zmíněné zvýšení úrokových sazeb ve Spojených státech – a v menší míře i v ostatních vyspělých zemích – způsobilo pokles domácí poptávky v těchto zemích, a tudíž pokles poptávky po dovozech z rozvojových zemí. Řada rozvojových zemí byla navíc rovněž negativně postižena dluhovou krizí 80. let. Ve svém souhrnu tyto šoky znamenaly, že zachování vnější rovnováhy v rozvojových zemích vyžadovalo zvýšenou pružnost kurzových pohybů. Potřebnou pružnost by bylo asi stěží možné dosáhnout prostřednictvím pružného pohybu domácích cen a mezd a přizpůsobení prostřednictvím změn nominálních hodnot měnových kurzů bylo mnohem snazší.

Dalším důležitým důvodem pro zavedení pružných měnových kurzů byl nedostatek devizových rezerv potřebných k tomu, aby mohl být pevný kurz kredibilně udržován. V důsledku zmíněných vnějších šoků a zhoršení platební bilance došlo v řadě rozvojových zemí k poklesu devizových rezerv na velmi nízkou úroveň. Navíc se v tomto období zvyšoval rychlými tempy objem obchodování na mezinárodních devizových trzích a jejich účastníci měli k dispozici značný objem finančních prostředků, jejichž pomocí mohli „testovat“ odhodlání a schopnost jednotlivých zemí dostát závazku udržet danou paritu své měny.

Pro řadu zemí byla 80. a 90. léta obdobím zásadních ekonomických reforem a rozsáhlých strukturálních změn, které podstatným způsobem zvýšily stupeň nejistoty, a tak stížily schopnost tvůrců hospodářské politiky určit s potřebnou mírou přesnosti rovnovážnou úroveň měnového kurzu. Zvýšená nejistota ohledně rovnovážné úrovně kurzu měla za následek zvýšenou pravděpodobnost toho, že v podmínkách režimu pevného kurzu bude jeho úroveň stanovena chybně – s následnými problémy v oblasti platební bilance či zvýšených rizik spekulativního tlaku na domácí měnu. Obavy z těchto důsledků byly tak dalším faktorem, který přispěl ke zvýšené popularitě pružných měnových kurzů.

A konečně, rostoucí počet zemí s pružným měnovým kurzem odráží rovněž rostoucí propojenost světové ekonomiky a mezinárodního finančního systému. Tato propojenost je výsledkem technologických i ekonomických změn, především nižších nákladů komunikace a postupného uvolňování administrativních kontrol a restrikcí pohybu kapitálu, jakož i rozšiřování směnitelnosti jednotlivých měn². Těsnější propojenost světové ekonomiky záro-

veň znamená, že se ekonomické šoky mohou snadněji přenášet z jedné oblasti země do jiné, jak bylo patrné např. v průběhu mexické krize v roce 1995 a krize v jihovýchodní Asii v letech 1997–98. Vysoké objemy značně mobilního kapitálu se mohou snadno přesouvat z jedné oblasti do druhé a tento pohyb může vyvolat v režimech pevných měnových kurzů značné napětí, jak ilustruje mimo jiné zkušenost ČR z roku 1995. Zvýšená pružnost měnových kurzů umožňuje podobné šoky absorbovat snáze, bez výraznějších jednorázových změn úrovně kurzu a následné finanční nestability.

Zavedení pružných měnových kurzů je často součástí programů makroekonomické stabilizace a strukturálních reforem financovaných Mezinárodním měnovým fondem. Zvýšená pružnost měnových kurzů měla spolu s ostatními opatřeními přispět k řešení závažných problémů platební bilance, se kterými se mnohé země potýkaly. Např. v období 1985–1992 byl zaveden pružný měnový kurz ve 22 rozvojových a transformujících se ekonomikách a s výjimkou tří případů byla tato změna kurzového režimu uskutečněna v rámci programu MMF³. Skutečnost, že přechod od fixních měnových kurzů k pružným probíhal často v rámci stabilizačního programu MMF, je však rovněž důsledkem skutečnosti, že mnohé země udržovaly fixní kurz i v podmínkách, kdy celkové zaměření hospodářské politiky nebylo s fixním kurzem slučitelné. Jak ukázaly v poslední době zkušenosti řady zemí v jihovýchodní Asii, snaha udržet fixní kurz déle, než bylo optimální, vedla mnohdy k měnové krizi a spekulativním tlakům na kurz. Jeho následné uvolnění pak probíhalo v neuspořádaných podmínkách a mnohdy vedlo k výraznému počátečnímu znehodnocení.

Volba kurzového režimu v tranzitivních ekonomikách

Volba kurzového režimu představovala v tranzitivních ekonomikách na počátku ekonomické transformace důležité a obtížné rozhodnutí. V zásadě se nabízely dvě alternativy kurzového režimu: za prvé, ponechat určování úrovně měnového kurzu tržním silám (plovoucí či pružný kurz), za druhé, pověřit centrální banku, aby prostřednictvím intervencí na devizovém trhu udržovala kurz na předem zvolené úrovni (fixní kurz) či aby řídila jeho změny podle určitého pravidla (řízený plovoucí kurz)⁴.

O volbě optimálního kurzového režimu existuje rozsáhlá literatura, v níž jsou diskutovány různé faktory, které je nutné vzít v úvahu⁵. Mezi tyto faktory patří strukturální charakteristiky ekonomiky, především míra flexibility cen, mezda a pohybu výrobních faktorů (hlavně mobilita pracovní síly); výchozí makroekonomické podmínky a možnost použití jiné nominální kotvy (např. měnových agregátů) pro účely stabilizace než fixního měnového kurzu; stupeň otevřenosti ekonomiky a stav devizových rezerv; institucio-

² Jedním z ukazatelů směnitelnosti měn je počet zemí, které přijaly závazky článku VIII Stanov MMF, což znamená, že se zavázaly k volné směnitelnosti svých měn pro účely transakcí na běžném účtu platební bilance. Zatímco v roce 1975 přijalo závazky článku VIII 15 % z celkového počtu zemí, v roce 1997 to bylo již téměř 65 %.

³ Viz [Quirk 1994].

⁴ Vedle těchto dvou základních alternativ existovaly ještě další možnosti, které spočívaly v administrativním zásahu do tržní tvorby měnového kurzu, např. v podobě duálního měnového kurzu.

⁵ Viz např. [Frenkel – Goldstein – Masson 1991], [Aghevli – Khan – Montiel 1991], [Barth 1994].

nální faktory, např. účast v regionálních uskupeních zavazujících zemi k určité hospodářské politice a určitému kurzovému režimu. Pro praktické rozhodování o kurzových režimech však neměly tyto tradiční teoretické úvahy o kurzové politice příliš velký praktický význam.

Spíše než tradiční argumenty opírající se o teorii optimálního kurzového režimu ovlivnily volbu kurzových režimů v tranzitivních ekonomikách argumenty teorie makroekonomické stabilizace. V tranzitivních ekonomikách hrozilo vážné nebezpečí, že po uskutečnění cenové liberalizace, která byla obvykle jednou ze základních součástí programů ekonomických reforem, dojde k nekontrolovanému růstu cen. Jedním z hlavních úkolů hospodářské politiky v počáteční fázi reformy bylo tudíž zabránit nastartování inflační spirály. K dosažení tohoto cíle bylo nutné „zakotvit“ některou důležitou nominální veličinu v ekonomice. Jako nominální „kotva“ přicházel v úvahu buď některý z měnových agregátů, nebo měnový kurz – obé doplněné případně o kontrolu růstu mezd –, resp. kombinace více nominálních „kotev“ v rámci tzv. heterogenních stabilizačních programů.

Podmínkou úspěšné stabilizace opírající se o měnové agregáty je relativní stabilita či predikovatelnost změn poptávky po penězích; s tou však nebylo možné v podmínkách transformace počítat. V situaci, kdy bylo možné očekávat výrazné a obtížné predikovatelné změny poptávky po penězích, hrozilo nebezpečí, že stanovení trajektorie růstu peněžní zásoby povede k nežádoucímu kolísání měnových podmínek a že měnové agregáty nebudou tudíž účinně plnit úlohu nominální kotvy, která stabilizuje inflační očekávání na nízké úrovni. Nestabilita poptávky po penězích představuje mimořádně závažný problém především v situaci vysoké inflace, která existovala – byť většinou přechodně – v řadě tranzitivních ekonomik po zahájení cenové liberalizace. Řada tranzitivních ekonomik se rovněž vyznačovala substitucí domácí měny zahraničními měnami, tzv. dolarizací. V takovémto případě není centrální banka schopna kontrolovat vývoj celkové likvidity v ekonomice a daný objem likvidity v domácí měně může být spojen s různou výší cenové hladiny. A konečně, měnové agregáty v těchto podmínkách nemohou sloužit jako účinný nástroj ovlivňování očekávání ekonomických subjektů, pokud jde o budoucí vývoj cenové hladiny, což může omezit účinnost stabilizační politiky opírající se o měnové agregáty.

Nominální kotva v podobě fixního měnového kurzu má oproti měnovým agregátům mnohé výhody. Především je měnový kurz na rozdíl od měnových agregátů transparentní a viditelný, což přispívá k tomu, že hospodářská politika vlády se stává čitelnější pro veřejnost. Na počátku reformy, kdy se kredibilita hospodářské politiky vlády a centrální banky teprve utvářela, bylo důležité založit stabilizační program na dobře viditelné veličině; a měnový kurz je v tomto směru vhodnější než peněžní zásoba či úvěrové agregáty. Kredibilitu fixní měnový kurz může pozitivně ovlivnit inflační očekávání ekonomických subjektů, zvýšit účinnost, a tudíž snížit náklady snižování inflace. Obzvláště v situaci, kdy jsou mzdy a ostatní ceny určovány nikoli v závislosti na minulém chování cen, ale v závislosti na jejich očekávaném budoucím chování a kdy existuje důvěra, že kurzová nominální kotva povede k cenové stabilizaci, může fixní měnový kurz přispět k rychlému snížení míry inflace bez výraznějších reálných dopadů v podobě ztráty produkce a zvýšení nezaměstnanosti. Kurzová nominální kotva jako nástroj stabilizace cenové hladiny funguje prostřednictvím okamžité stabilizace cen obchodovatelného zboží. To znamená, že čím více je ekonomika otevřená, čím větší je podíl obchodovatelného zboží v celkovém cenovém indexu a čím

větší konkurenci představuje dovážené zboží pro domácí výrobce a čím více omezuje svobodu jejich cenového chování, tím účinnější fixní kurz při stabilizaci celkové cenové hladiny bude.

Režim fixního kurzu však má rovněž své slabiny, které souvisejí s potenciálními negativními reálnými dopady do ekonomiky. V literatuře se nejčastěji objevovaly námitky, že vzhledem k nejistému úspěchu stabilizace ekonomiky po počáteční liberalizaci nemusí být fixní kurz příliš kredibilní⁶. Udržení fixního měnového kurzu může vyžadovat vysoké úrokové míry, které mohou negativně ovlivnit hospodářský růst. Další riziko spočívalo v tom, že pokud by po zakotvení měnového kurzu pokračoval rychlejší růst cenového hladiny, než by byl růst cenové hladiny v zemích, které jsou hlavními obchodními partnery, docházelo by k neudržitelnému zhodnocování kurzu, které by si po určité době vyžádalo jednorázovou devalvaci. Tato devalvace by pak výrazně snížila důvěryhodnost celého programu stabilizace. K tomuto problému se vrátíme níže.

Výsledky stabilizace pomocí fixního kurzu

Na počátku reformy nebyly obvykle v tranzitivních ekonomikách podmínky pro zavedení fixního měnového kurzu ideální: nízké devizové rezervy, nejistý dopad liberalizace zahraničního obchodu na vývoj platební bilance; nejisté vyhlídky posílení devizových rezerv pomocí oficiálního či soukromého přílivu kapitálu i nejistý dopad liberalizace cen na míru inflace, to vše vytvářelo značnou nejistotu ohledně udržitelnosti fixního měnového kurzu. Jelikož nebylo zřejmé, jak vysoká bude inflace po liberalizaci cen, bylo obtížné předpovědět, k jak velkému reálnému zhodnocení kurzu v důsledku počátečního cenového skoku dojde a jak velká bude eroze konkurenceschopnosti. Aby bylo riziko nadhodnocení kurzu omezeno, byla obvykle volena úroveň kurzu, která byla proti paritě kupní síly výrazně podhodnocená, a tudíž zajišťovala konkurenceschopnost vývozců i za předpokladu, že dojde k následnému zhodnocení koruny v důsledku vyšší inflace. Jinými slovy, byl vytvořen určitý počáteční kurzový „polštář“.⁷

Zkušenosti se snižováním inflace v rámci stabilizačních programů shrnuje následující *tabulka 2*, která porovnává, jak rychle se dařilo snižovat míru inflace v zemích, které použily nominální kotvu v podobě fixního měnového kurzu, a v zemích, které tuto nominální kotvu nepoužily. Porovnání výsledků stabilizačních programů v řadě východoevropských zemí a zemí bývalého Sovětského svazu s rozdílnými kurzovými režimy ukazují, že země, které založily svoji strategii stabilizace na fixním či částečně fixním kurzu, dosáhly obecně lepších výsledků, pokud jde o rychlost a rozsah snížení míry inflace, než země, které nechaly svůj kurz volně se pohybovat. Podobné zkušenosti se stabilizací v podmínkách vysoké inflace mají i země v ostatních oblastech.

Tabulka porovnává, jak se vyvíjela v transformujících se ekonomikách čtvrtletní míra inflace v období po zahájení stabilizace – měřeno v relativ-

⁶ Viz [Blachard – Dornbusch – Krugman – Layard – Summers 1991].

⁷ Tento přístup se samozřejmě setkal s kritikou některých ekonomů, především v případě Československa a Polska. Kritici nadměrné devalvace poukazovali např. na její inflační dopad a na laciný „výprodej“ domácí pracovní síly.

TABULKA 2 Tranzitivní ekonomiky: tempo dezinflace^a*Stabilizace pomocí měnového kurzu*

| | Q0 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 |
|----------------|-----|------|------|------|------|------|
| Československo | 100 | 27,0 | 4,9 | 4,4 | 7,5 | 4,9 |
| Polsko | 100 | 46,7 | 21,1 | 31,3 | 53,0 | 23,8 |
| Jugoslávie | 100 | 52,2 | 5,5 | 2,3 | 9,1 | 7,5 |
| Estonsko | 100 | 89,8 | 44,1 | 18,5 | 11,4 | 9,2 |

Stabilizace bez pomoci měnového kurzu

| | | | | | | |
|-----------|-----|-------|------|------|-------|------|
| Albánie | 100 | 64,5 | 24,0 | 3,1 | 19,8 | 11,0 |
| Rumunsko | 100 | 99,2 | 59,6 | 84,5 | 123,9 | 65,8 |
| Slovinsko | 100 | 76,1 | 37,8 | 15,9 | 12,7 | 11,0 |
| Lotyšsko | 100 | 82,6 | 77,4 | 18,6 | 4,9 | 2,4 |
| Litva | 100 | 132,0 | 83,4 | 89,3 | 19,6 | 26,1 |
| Rusko | 100 | 118,0 | 97,3 | 65,7 | 35,8 | 25,4 |

^a Čtvrtletní míry inflace měřeno od čtvrtletí, kdy byl zahájen program stabilizace. Míra inflace v tomto čtvrtletí je rovna 100, hodnoty pro ostatní čtvrtletí jsou v procentech míry inflace v prvním čtvrtletí.

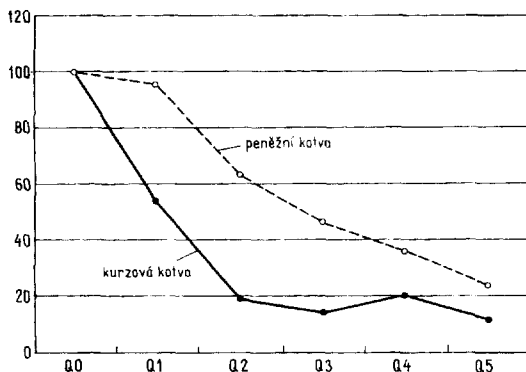
pramen: Vypočteno podle údajů [Citrin 1995, tabulka 1, 7].

ním vyjádření (kolik procent představovala míra inflace v jednotlivých čtvrtletích po zahájení stabilizace v porovnání s výchozí úrovní). Země jsou rozděleny na dvě skupiny: v první skupině jsou země, které použily při stabilizaci jako nominální kotvu měnový kurz, ve druhé skupině jsou země, které stabilizovaly pomocí nominální kotvy v podobě měnových agregátů.

V zemích využívajících jako nominální kotvu měnový kurz klesla míra inflace výrazně rychleji než v zemích používajících jako nominální kotvu měnové či úvěrové agregáty. V zemích z této druhé skupiny dokonce míra inflace v některých případech po zahájení stabilizace vzrostla. Průběh dezinflace v agregované podobě u obou skupin zemí je shrnut v *grafu 1*. Křivka zachycující průměrnou míru inflace (v relativním vyjádření ve srovnání s výchozí úrovní) pro skupinu zemí s kurzovou nominální kotvou klesá mnohem rychleji než obdobná křivka pro země bez kurzové nominální kotvy. Tento rozdíl je nejvyšší v prvních dvou čtvrtletích po zahájení stabilizace, poté se začíná snižovat. Rok a půl po zahájení stabilizace dosahovala průměrná míra inflace v zemích s kurzovou nominální kotvou přibližně 11,3 % úrovně míry inflace ve čtvrtletí zahájení stabilizace, zatímco u skupiny zemí bez kurzové nominální kotvy to bylo 23,6 %.

Tyto výsledky je však nutné interpretovat opatrně. Kurzový režim je totiž pouze jedním z faktorů, které ovlivňují vývoj inflace. Samotné rozhodnutí o tom, zda zavést fixní měnový kurz, je závislé na řadě okolností, které mají přímý či nepřímý dopad na výši inflace a na tempo dezinflace. Země, které zavedly jako součást stabilizace fixní měnový kurz, si obvykle vytyčily náročnější cíle, pokud jde o tempo dezinflace, a rovněž se jim podařilo v řadě případů inflaci skutečně výrazně snížit, protože uskutečňovaly poměrně restriktivní hospodářskou politiku zaměřenou na zamezení nadměrných schodků veřejných rozpočtů, nadměrně rychlé peněžní emise a mzdového růstu. Naopak v zemích, kde byly stabilizační programy uskutečňovány v podmínkách volnějšího režimu měnového kurzu, mnohdy tato disciplína

GRAF 1 Transzitivní ekonomiky: průběh dezinflace



při uskutečňování makroekonomické politiky chyběla a v prvním roce stabilizace došlo dokonce v některých případech ke zvýšení míry inflace.

Skutečnost, že fixní měnové kurzy umožnily dosáhnout rychlejší stabilizaci, však ještě nezbytně neznamená, že je tato strategie stabilizace optimální. Otázkou je, zda nebylo rychlejší dezinflace při použití kurzové nominální kotvy dosaženo s příliš vysokými náklady v podobě poklesu produkce a růstu nezaměstnanosti. Závěry o relativních nákladech rozdílných stabilizačních programů nejsou zcela jednoznačné.

Porovnání makroekonomických ukazatelů v tranzitivních ekonomikách s různě koncipovanými stabilizačními programy naznačuje, že rychlejší dezinflace při stabilizaci založené na kurzové nominální kotvě není doprovázena rozsáhlejším poklesem produkce v porovnání se zeměmi, kde dezinflace pokračovala pomaleji. Např. porovnání zkušeností se stabilizací ve dvou relativně podobných ekonomikách, v Estonsku (fixní kurz) a Lotyšsku (plovoucí kurz a stabilizace opírající se o nominální kotvu v podobě měnových agregátů), ukazuje, že fixní kurz obnovil rychleji důvěru v estonsku měnu, což umožnilo snížit rychleji úrokové míry, a pokles produkce v Estonsku nebyl tak výrazný.⁸

Na druhé straně, analýza zkušeností se stabilizačními programy na širším vzorku zemí mimo tranzitivní ekonomiky střední a východní Evropy a bývalého SSSR naznačuje, že rychlejší dezinflace v zemích s kurzovou nominální kotvou byla doprovázena v krátkém období nižší úrovní produkce.⁹ Výraznější zpomalení růstu je v těchto případech vysvětlováno reálným zhodnocením měnového kurzu po zahájení stabilizace a ztrátou konkurenceschopnosti, jakož i negativními krátkodobými dopady, které má na růst restriktivní makroekonomická politika prováděná za účelem udržení kredibility fixního kurzu. Stojí za povšimnutí, že tyto praktické zkušenosti se stabilizačními programy využívajícími kurzovou nominální kotvu se odlišují od zkušeností s heterogenními stabilizačními programy (programy využívajícími jak kurzové nominální kotvy, tak kotvy v podobě restrikce růs-

⁸ Viz [Citrin – Lahiri 1995]. Autoři však upozorňují, že navzdory podobnostem obou ekonomik je vývoj produkce ovlivňován i jinými faktory než kurzovým režimem a že vliv těchto faktorů na produkci bude patrně výraznější.

⁹ Viz [Schladler 1995].

tu měnových agregátů) v 70. a 80. letech v Latinské Americe a Izraeli. V těchto případech docházelo naopak v prvním období stabilizace po zavedení kurzové nominální kotvy k zrychlenému hospodářskému růstu, především v důsledku růstu reálných mezd. Růst reálných mezd byl způsoben poklesem inflace a indexací nominálních mezd minulou inflací. Zrychlení růstu však bylo obvykle dočasné, neboť docházelo k reálnému zhodnocování kurzu, ztrátě konkurenceschopnosti a poklesu vývozu.

Empirické zkušenosti početné skupiny zemí rovněž ukazují, že země s fixním kurzem vykazují v 80. až 90. letech nižší míru inflace.¹⁰ Analýza zkušenosti 136 zemí v tomto období potvrzuje, že země, které udržovaly v určité podobě fixní měnový kurz, vykazovaly v tomto období jednak nižší a jednak méně proměnlivou inflaci než země s plovoucím měnovým kurzem. Studie však rovněž potvrzuje, že samotné zavedení fixního kurzu není pro udržení nízké inflace postačující, a pokud nebyla odpovídajícím způsobem uskutečňována měnová a fiskální politika, fixní kurz musel být opuštěn či devalvován. Závislost mezi mírou inflace a kurzovým režimem může být navíc i v opačném směru: je pravděpodobnější, že fixní kurz budou mít především země s hospodářskou politikou podporující cenovou stabilitu.

Rychlá počáteční dezinflace – a co dál?

Skutečnost, že existence fixního měnového kurzu sama o sobě pro úspěšné snížení míry inflace nepostačuje, byla potvrzena i v řadě zemí střední a východní Evropy a bývalého SSSR. Úspěšná antiinflační strategie vyžaduje především restriktivní fiskální a měnovou politiku, která zabrání nadměrnému růstu peněžní zásoby, a rovněž přiměřený růst mezd, který výrazně a systematicky nepřekračuje růst produktivity práce. Pouze takto koncipovaná hospodářská politika a její schopnost pozitivně ovlivnit inflační očekávání mohou vést postupem času k cenové stabilitě.

V Československu zůstala po počáteční stabilizaci v prvních měsících roku 1991 míra inflace následně o 6–8 procentních bodů vyšší než míra inflace ve vyspělých tržních ekonomikách. Výsledkem bylo, že během stability nominálního měnového kurzu v letech 1991–1997 došlo k jeho výraznému reálnému zhodnocení. Podobný trend bylo možné sledovat i v ostatních tranzitních ekonomikách. V Polsku a Maďarsku dochází sice k pravidelné nominální devalvaci kurzu, ale rozdíl mezi domácí mírou inflace a inflací ve vyspělých ekonomikách přesahuje rozsah této devalvace, a tak dochází k reálnému zhodnocování kurzu těchto zemí¹¹ – viz *graf 2*.

Existuje několik důvodů, proč fixní měnový kurz sám o sobě k rychlému snížení míry inflace nestačil a proč zůstává v tranzitivních ekonomikách inflace na relativně vysoké úrovni i několik let po zahájení stabilizace.

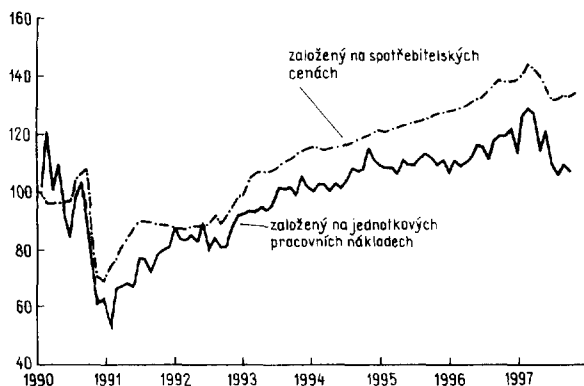
Za prvé, fixní kurz nemůže přímo ovlivnit vývoj cen domácího zboží. Pokud jde o obchodovatelné zboží, fixní kurz začíná působit proti růstu jeho

¹⁰ Viz [IMF World... 1996].

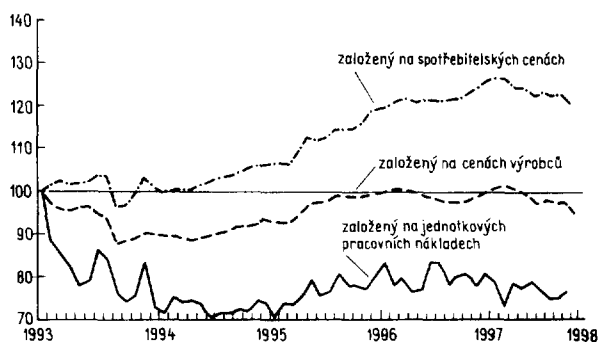
¹¹ Tendence k zhodnocování reálného kurzu je patrná především při jeho měření pomocí agregátních cenových hladin. Měříme-li reálný kurz pomocí jednotkových pracovních nákladů, je především v Maďarsku a Polsku patrné mnohem menší zhodnocení. Zatímco reálný kurz měřený pomocí jednotkových pracovních nákladů je důležitější z hlediska konkurenceschopnosti a vývoje běžného účtu, reálný kurz měřený pomocí celkových cenových hladin je relevantní z hlediska pohybu na kapitálovém účtu.

GRAF 2 Transzitivní ekonomiky: vývoj reálného efektivního měnového kurzu

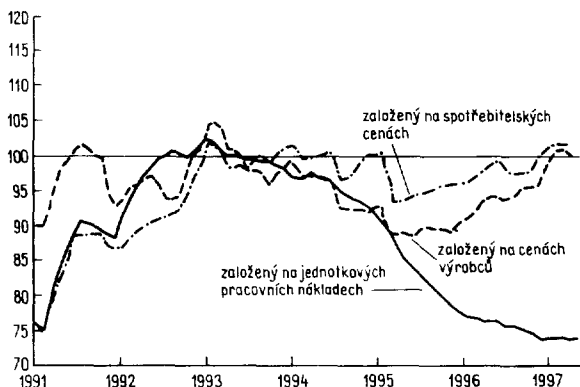
ČR = (leden – září 1990 = 100)



Polsko (1993 = 100)



Maďarsko (1993 = 100)



cen až v okamžiku, kdy se pro danou úroveň kurzu a po zohlednění dopravních nákladů, tarifů a cel přiblíží domácí a zahraniční cenové hladiny. U neobchodovatelného zboží (služby) je vliv fixního kurzu na růst cen ještě

menší, neboť neovlivňuje intenzitu působení zahraniční konkurence. Růst cen této skupiny zboží je tudíž ovlivněn domácími podmínkami.

Za druhé, nominální stabilita měnového kurzu napomohla vysokému přílivu kapitálu; ten přispěl k rychlejšímu růstu peněžní zásoby, a tudíž k vyšší domácí poptávce a zvýšeným inflačním tlakům.

Za třetí, fixní kurz sice znemožňuje, aby docházelo ke zvýšení dovozních cen v důsledku poklesu kurzu domácí měny, avšak nemůže zabránit jejich růstu v důsledku růstu zahraničních cen. Importovaná inflace však nehrála dosud v průběhu transformace roli a – s výjimkou počátečního šoku v důsledku přechodu na platby za dovoz některých surovin za světové ceny – se směnné relace vyvíjely spíše ve prospěch tranzitivních ekonomik.

Za čtvrté, v literatuře, jež se zabývá příčinami setrvačnosti inflace v tranzitivních ekonomikách, začala být v poslední době věnována pozornost rovněž vlivu, který má na míru inflace větší četnost změn relativních cen.¹² V tranzitivních ekonomikách dochází vzhledem k dlouhodobé absenci působení tržního mechanismu k většímu počtu přizpůsobení relativních cen, než je obvyklé ve stabilizovaných tržních ekonomikách. Pokud neexistuje dostatečná pružnost absolutních cen některých komodit směrem dolů, potom může docházet k potřebnému přizpůsobení relativních cen pouze prostřednictvím rozdílného tempa růstu jednotlivých cen. Komodity, jejichž relativní ceny mají poklesnout, vykazují prostě pomalejší růst cen než komodity, jejichž relativní ceny mají vzrůst. Výsledkem je rychlejší míra inflace, než kdyby k přizpůsobení relativních cen docházelo pomocí poklesu některých absolutních cen.

Inflační dopad početnějších změn relativních cen je umocněn i další skutečností. Tranzitivní ekonomiky se vyznačovaly v porovnání s vyspělými tržními ekonomikami nejen vyšší variabilitou změn relativních cen, ale i vychýleným statistickým rozdělením výše míry inflace u jednotlivých komodit či výdajových kategorií. Empirické poznatky naznačují, že v některých tranzitivních ekonomikách je u velkého počtu položek tempo růstu cen menší než průměrná hodnota míry inflace v ekonomice, a naopak, u malého počtu položek je toto tempo růstu vyšší než průměrná hodnota. Toto vychýlené rozdělení hodnot míry inflace potvrzuje, že v tranzitivních ekonomikách existuje strnulost cen směrem dolů. Zatímco na malé změny cen směrem dolů (či směrem nahoru v menším rozsahu, než je průměrná hodnota inflace) firmy nereagují, protože potenciální tzv. náklady menu jsou vyšší než užitek z cenových úprav, na velké změny směrem nahoru reagují, protože náklady menu jsou nižší než užitek z cenové úpravy.¹³

Fixní kurz a inflace

Z hlediska hledání odpovědi na otázku, nakolik může být fixní měnový kurz v tranzitivních ekonomikách účinným nástrojem při snižování inflace, je nutné vzít rovněž v úvahu, jak se v průběhu transformace vyvíjí rovnovážný reálný efektivní kurz. S určitým zjednodušením lze říci, že skutečně pozorovaný měnový kurz je nerovnovážený tehdy, pokud by vedl k dlouhodobě neudržitelnému vývoji platební bilance, a že lze tudíž s velkou prav-

¹² Viz [Coorey – Mecagni – Offerdal 1996].

¹³ Viz [Ball – Mankiw 1994].

děpodobností předpokládat, že budoucí rovnovážný reálný kurz bude odlišný od dnešního skutečného reálného kurzu.¹⁴

Zajímá nás možnost, zda za určitých okolností nemůže fixní nominální měnový kurz přispět k setrvačnosti míry inflace v tranzitivních ekonomikách. Tato situace může nastat tehdy, když dochází k zhodnocování rovnovážného reálného měnového kurzu a když je nominální kurz buďto fixován, anebo může probíhat jeho nominální zhodnocování v menším rozsahu, než je tempo zhodnocování rovnovážného reálného kurzu.

V literatuře je identifikováno několik důvodů, proč může v průběhu transformace docházet ke zhodnocování rovnovážného reálného měnového kurzu.¹⁵

Za prvé, vzhledem k existující mezeře mezi úrovní produktivity lze předpokládat, že růst produktivity v tranzitivních ekonomikách bude předstihovat růst produktivity ve většině vyspělých ekonomik. Toto dohánění úrovně produktivity se týká především sektoru obchodovatelného zboží. Důsledkem rychlejšího růstu produktivity v sektoru obchodovatelného zboží je zhodnocování rovnovážného reálného měnového kurzu v důsledku tzv. Balassova-Samuelsonova efektu.¹⁶

Dalším důvodem pro zhodnocování rovnovážného reálného kurzu je potřeba zvyšovat rychleji ceny neobchodovatelného zboží, jako je např. nájemné či poplatky za různé služby. Ceny těchto služeb nebyly obvykle zvýšeny v počáteční fázi liberalizace, kdy rostly rychleji liberalizované ceny obchodovatelného zboží, a teprve později začaly být postupně zvyšovány a dočasně mohly růst rychleji než liberalizované ceny obchodovatelného zboží.

Třetím důvodem pro zhodnocování rovnovážného reálného kurzu je zlepšování směnných relací tranzitivních ekonomik v souvislosti s tím, jak se zlepšuje kvalita a zvyšuje cena výrobků, které vyvážejí, a jak vývozci z tranzitivních ekonomik získávají lepší renomé na zahraničních trzích a schopnost účtovat vyšší ceny.

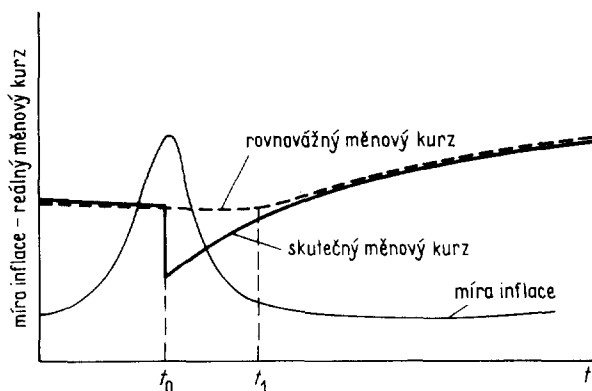
Konečně může být rovnovážný reálný kurz ovlivňován i přílivem kapitálu. V té míře, v jaké dodatečný zahraniční kapitál zvyšuje relativně poptávku po domácím neobchodovatelném zboží, bude zvyšovat jeho relativní cenu, a tudíž zhodnocovat rovnovážný reálný měnový kurz. Odliv kapitálu pak může působit opačným směrem. Ke znehodnocování rovnovážného reálného kurzu mohou přispět i negativní reálné šoky.

Typický vývoj reálného rovnovážného a reálného skutečného měnového kurzu v průběhu transformace a působení diferencí mezi oběma kurzy na vývoj inflace jsou zjednodušeně znázorněny v *grafu 3*; zachycuje vývoj míry inflace a reálného skutečného a rovnovážného měnového kurzu v průběhu času. Předpokládáme, že nominální kurz je fixován a že ke změnám skutečného reálného kurzu dochází v důsledku rozdílu v pohybech cenových hladin v tuzemsku a zahraničí.

¹⁴ Diskuzi pojmu rovnovážný reálný měnový kurz viz např. [Krugman 1990], praktické pokusy o výpočet odchylky skutečného kurzu od rovnovážného viz [Isard – Faruqee 1998].

¹⁵ Viz [Halpern – Wyplosz 1997], [Clemens – Wyplosz 1997].

¹⁶ Růst produktivity práce v sektoru vyrábějícím obchodovatelné statky vede k růstu reálných mezd, který se však přenáší ve větší či menší míře i do sektoru neobchodovatelných statků (především služby), které jsou pracovní náročnější a v nichž prostor pro růst produktivity práce v důsledku lepšího vybavení kapitálem není tak velký. Růst reálných mezd v tomto sektoru tudíž není podložen stejně rychlým růstem produktivity, což vede k rychlejšímu růstu cen neobchodovatelného zboží a k zhodnocování reálného kurzu.



V období před t_0 pro názornost předpokládáme, že se rovnovážný a skutečný reálný kurz vyvíjejí shodně a že se nemění. Míra inflace začíná v tomto období postupně růst, např. z toho důvodu, že dochází k částečnému uvolňování tvorby cen či k administrativním nápravám cen spojeným např. s omezováním rozpočtových cenových dotací. V čase t_0 dojde k rozsáhlejší cenové liberalizaci a zároveň k nominální devalvaci reálného skutečného kurzu, který se dostane pod úroveň reálného rovnovážného kurzu. Dočasně vysoká míra inflace vede k následnému zhodnocování reálného skutečného kurzu, který se začíná postupně přibližovat k reálnému rovnovážnému kurzu. V určitém okamžiku po zahájení transformace, který označíme jako t_1 , začíná docházet z výše diskutovaných důvodů ke zhodnocování rovnovážného reálného kurzu. Předpokládejme, že v tomto období se začíná úroveň reálného skutečného kurzu blížit rovnovážné úrovni. Pakliže působí reálný rovnovážný kurz jako určitý gravitační bod pro kurz reálný skutečný, bude docházet rovněž ke zhodnocování reálného skutečného kurzu.

Pokud jde o vývoj inflace, v období bezprostředně po t_0 přispěla kurzová nominální kotva k jejímu poklesu. V okamžiku t_1 , kdy začíná docházet ke zhodnocování rovnovážného reálného měnového kurzu, se však pokles míry inflace postupně zastavuje. V okamžiku, kdy se skutečný reálný kurz přiblížil ke kurzu rovnovážnému, tempo zhodnocování rovnovážného a skutečného reálného kurzu upravené o míru inflace v zahraničí představuje dolní limit pro pokles domácí inflace. V tomto okamžiku začíná fixní nominální kurz působit proti dalšímu snižování míry inflace.¹⁷

Zhodnocování kurzu jako zdroj nestability

Trajektorie zhodnocování rovnovážného reálného měnového kurzu v průběhu transformace má potenciálně nežádoucí důsledky, neboť může za určitých podmínek generovat destabilizující finanční toky a negativně ovlivnit vývoj reálné ekonomiky.

¹⁷ Reálný měnový kurz lze definovat i pomocí jiných deflátorů než cenových hladin, např. pomocí mzdových nákladů. Konkrétní definice reálného měnového kurzu však není pro diskutovaný problém rozhodující.

Tranzitivní ekonomiky se vyznačují v porovnání s vyspělými ekonomikami relativně nižší zásobou lidského a fyzického kapitálu uplatnitelného v tržních podmínkách. Tato relativně nižší zásoba lidského a fyzického kapitálu vytváří prostor pro relativně rychlejší růst produktivity práce a kapitálu v tranzitivních ekonomikách, a tudíž pro sblížení ekonomické úrovně. Nás zajímá v souvislosti s diskuzí měnového kurzu především vývoj produktivity kapitálu. Existující nízká zásoba kapitálu a existující investiční příležitosti s vyšší výnosností než ve vyspělých ekonomikách znamenají, že mezní produktivita kapitálu v tranzitivních ekonomikách bude vyšší než ve vyspělých ekonomikách, kde již investiční příležitosti s potenciálně vysokým zhodnocením kapitálu v takovém počtu neexistují.

Vyšší mezní produkt kapitálu v tranzitivních ekonomikách má za následek, že budou vyšší i rovnovážné reálné úrokové míry, vyrovnávající nabídku a poptávku po půjčkách a investicích, což může mít závažné důsledky pro finanční toky na kapitálovém účtu.

Příliv či odliv kapitálu v podmínkách liberalizovaného kapitálového účtu a za podmínky, že aktiva predominovaná v domácí a zahraniční měně jsou perfektní substituty, závisí na splnění podmínky nekryté úrokové parity:

$$i_t - i_t^* = \Delta ER_{t+n}^e \quad (1)$$

Rozdíl mezi domácí úrokovou mírou i_t a zahraniční úrokovou mírou i_t^* se podle této podmínky musí rovnat očekávanému znehodnocení domácí měny ΔER_{t+n}^e . Pokud by domácí úroková míra převyšovala zahraniční úrokovou míru o více, než je očekávané znehodnocení domácí měny, pro investory by bylo výhodnější investovat do domácích aktiv a výsledkem by byl příliv kapitálu.

Vztah mezi mezní produktivitou kapitálu MPK a úrokovou mírou ovlivňuje investiční proces v jednotlivých firmách. Investiční rozhodování firmy se řídí následující podmínkou:

$$MPK \geq C \Rightarrow \quad \Delta I > 0 \quad C = t' + d + t \quad (2)$$

kde ΔI jsou investice a C jsou celkové náklady užívání kapitálu, zahrnující reálnou úrokovou míru t' , odpisy d a vliv daňové politiky t . Podmínka (2) říká, že firma bude pokračovat v investování do té doby, dokud bude mezní produktivita kapitálu přesahovat celkové náklady užívání kapitálu. Zásoba v tržních podmínkách použitelného kapitálu je v tranzitivních ekonomikách relativně nízká, existují zde investiční příležitosti s potenciálně vysokou návratností a mezní produktivita kapitálu bude v těchto ekonomikách proto vyšší než mezní produktivita kapitálu v tržních ekonomikách, MPK^* :

$$MPK > MPK^* \quad (3)$$

Budeme-li pro zjednodušení předpokládat, že odpisová a daňová politika jsou stejné v domácí i zahraniční ekonomice ($d = d^*$, $t = t^*$), potom ze skutečnosti $MPK > MPK^*$ vyplývá, že investiční aktivita v tranzitivních ekonomikách bude pokračovat i při reálných úrokových mírách, při kterých nebudou ve vyspělých ekonomikách existovat vhodné investiční příležitosti.

Jak jsme uvedli výše, v tranzitivních ekonomikách existuje několik důvodů, proč by mělo docházet v průběhu transformace ke zhodnocování rovnováž-

ného reálného měnového kurzu. Lze tudíž předpokládat, že očekávané znehodnocení domácí měny je negativní, čili že dochází k jejímu zhodnocování.¹⁸

$$\Delta ER^e < 0 \quad (3)$$

Abyste za této situace platila podmínka nekryté úrokové parity (1), domácí úroková míra i by musela být nižší než zahraniční úroková míra i^* . Vyšší domácí mezní produktivita kapitálu však znamená, že domácí úrokové sazby budou pravděpodobně vyšší než sazby zahraniční. Mezi podmínkou (1) a podmínkou (3) tudíž existuje rozpor.

$$MPK > MPK^e \Rightarrow i^r > i^{r*}$$

$\Delta ER^e < 0 \Rightarrow i < i^*$; za předpokladu platnosti parity kupní síly $i^r < i^{r*}$.¹⁹

Pokud jsou domácí aktiva perfektními substituty aktiv zahraničních, pokud jsou preference investorů co do držení domácích a zahraničních aktiv stejné a pokud neexistují transakční náklady či jiné překážky pro volný pohyb kapitálu mezi domácí ekonomikou a ekonomikami zahraničními, nemohou tudíž platit obě rovnovážné podmínky (1) a (2). Úrokové míry mohou být dostatečně nízké, aby při zohlednění očekávaného zhodnocování reálného rovnovážného kurzu nevyvolaly příliv zahraničního kapitálu v důsledku neplatnosti nekryté úrokové parity, avšak výsledkem bude vysoká investiční poptávka, pro kterou nemusejí postačovat domácí úspory a existující výrobní kapacity. To může vést k přehřátí domácí ekonomiky a/nebo k rychlému růstu dovozu a růstu schodku na běžném účtu platební bilance. Naopak, dostatečně vysoké úrokové míry odpovídající vyšší mezní produktivitě kapitálu mohou vyvolat značný příliv zahraničního kapitálu, který přináší své vlastní a v mnoha směrech obdobné problémy.

Faktory brzdící příliv kapitálu

Neplatnost podmínky (1) (či její reálné varianty) či platnost nerovnosti $MPK > i^{r20}$ vyvolá určitou reakci: porušení podmínky (1) pohyb kapitálu na kapitálovém účtu (příliv zahraničního kapitálu), porušení uvedené nerovnosti další investice do fyzického kapitálu.²¹ Z důvodu neustálených vlastnických vztahů a sledování jiné účelové funkce než maximalizace zisku, jakož i z řady dalších důvodů, včetně vyšší mobility finančního kapitálu, se lze domnívat, že reakce na porušení podmínky (1) v podobě pohybů finančního kapitálu probíhá rychleji a intenzivněji než reakce na porušení uvedené nerovnosti v podobě nových investic do fyzického kapitálu.

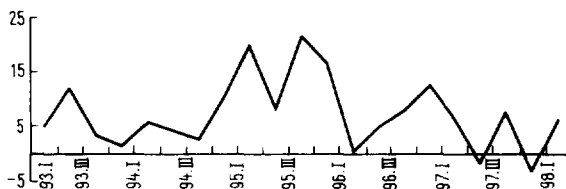
¹⁸ Měnový kurz je měřen v počtu jednotek domácí měny za jednotku cizí měny a vyšší hodnota indexu reálného kurzu znamená tudíž znehodnocování domácí měny a naopak.

¹⁹ Pokud platí podmínka parity kupní síly, kdy očekávané znehodnocení kurzu je rovno očekávanému rozdílu mezi růstem domácí a cenové zahraniční hladiny ($\Delta ER_{t+n}^e = \Delta P_{t+n}^e - \Delta P_{t+n}^{e*}$), a pokud platí Fisherovy podmínky reálné úrokové sazby ($i_t^r = i_t - \Delta P_{t+n}^e$), potom lze z platnosti nekryté úrokové parity odvodit platnost nekryté reálné úrokové parity: $i_t^r = i_t^{r*}$.

²⁰ Lze samozřejmě uvažovat i o opačné nerovnosti.

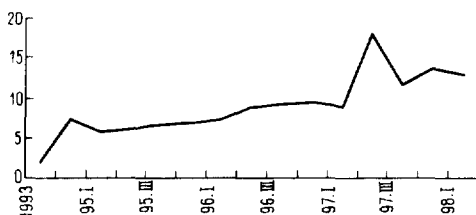
²¹ Samozřejmě za předpokladu, že firma se rozhoduje o investicích na základě splnění či nesplnění podmínky (2). Pokud sleduje firma jinou účelovou funkci než maximalizaci zisku, podmínka $MPK > C$ k novým investicím vést nemusí.

GRAF 4 Kapitálový účet (v % HDP)



pramen: ČNB

GRAF 5 Úrokový diferenciál (v procentních bodech)



pramen: ČNB

Zkušenosti z tranzitivních ekonomik tuto hypotézu do určité míry potvrzují. V průběhu transformace docházelo v ekonomikách s fixním nominálním měnovým kurzem v určitých obdobích k mnohdy vysokému přílivu zahraničního kapitálu. Např. v ČR dosáhl v roce 1995 příliv zahraničního kapitálu rekordních 18 % HDP (viz graf 4). Kombinace očekávaného zhodnocování kurzu a přetrvávajících vysokých úrokových sazeb však nevyvolala trvalý příliv zahraničního kapitálu, jak by bylo možné z teoretického modelu očekávat. Příliv zahraničního kapitálu vykazoval naopak poměrně značné výkyvy.

Jak ukazuje zřejmé porovnání vývoje salda na kapitálovém účtu platební bilance s úrokovým diferenciálem (měřeným krátkodobými korunovými a markovými úrokovými sazbami) – viz graf 5 –, příliv kapitálu vývojem takto měřeného úrokového diferenciálu vždy jednoznačně ovlivňován není.

Ačkoli se úrokový diferenciál prakticky od počátku roku 1995 neustále zvyšoval až do počátku roku 1998, příliv kapitálu vyvrcholil v roce 1995 a prvním čtvrtletí 1996. Poté vykazoval v průměru podstatně nižší úroveň. Vysvětlení, proč porušení podmínky nekryté úrokové parity nevyvolalo trvalejší a výraznější příliv kapitálu, lze nabídnout několik.

Za prvé, samotný příliv kapitálu, který je reakcí na kombinaci pozitivního úrokového diferenciálu a případného očekávání zhodnocování reálného měnového kurzu, vede k tomu, že k očekávanému zhodnocování skutečně dochází v důsledku rostoucí poptávky po domácí měně. Zhodnocování reálného skutečného kurzu může po určitou dobu probíhat rychleji než sekulární zhodnocení reálného rovnovážného kurzu v důsledku reálných faktorů. Pokud dojde k tomuto zrychlenému zhodnocování skutečného reálného kurzu v situaci, kdy se před započítáním tohoto procesu neodchyloval příliš od kurzu reálného rovnovážného, může vést příliv kapitálu k nadměrnému zhodnocení skutečného reálného kurzu v porovnání s rovnovážným. To může změnit očekávání investorů o budoucím vývoji skutečného reálného kurzu

v tom smyslu, že se zvýší očekávání jeho pohybu opačným směrem. Očekávané znehodnocení naopak ovlivní příliv kapitálu negativně; dojde k jeho poklesu, což se projeví zpětně na měnovém kurzu. Tím se de facto naplní očekávání znehodnocení.

Za druhé, z grafu 4 je zřejmé, že vývoj kapitálového účtu platební bilance je citlivý na nejistotu kurzového vývoje vyplývající z jeho krátkodobého kolísání. Rozšíření flukтуаčního pásma koruny v prvním čtvrtletí 1996 vedlo k dramatickému poklesu přílivu kapitálu a zvýšená nejistota po opuštění fixního kurzu v rámci tohoto flukтуаčního pásma vyvolala dokonce čistý odliv zahraničního kapitálu ve druhém čtvrtletí 1997. Zvýšená nejistota v podobě vyššího krátkodobého (denního, týdenního) kolísání měnového kurzu je nepřijemná především pro investory s krátkodobým investičním horizontem. Čím kratší je investiční horizont, tím vyšší je riziko, že zisk z pozitivního úrokového diferenciálu bude snížen či zcela vymazán kurzovými ztrátami. Čím kratší období, tím méně je měnový kurz ovlivňován sekulárním trendem zhodnocování a tím více je ovlivňován krátkodobými faktory, které ho mohou ovlivňovat obtížně predikovatelným směrem.

Za třetí, podmínka nekryté úrokové parity může být porušena v důsledku skutečnosti, že domácí a zahraniční aktiva nejsou dokonalými substituty. Pokud budou zahraniční investoři považovat korunová aktiva za rizikovější než aktiva zahraniční, porušení nekryté úrokové parity pohyb kapitálu nutně vyvolat nemusí. Aby byli ochotni držet domácí aktiva, požadují zahraniční investoři prémii za riziko. Vedle již zmíněné kurzové nejistoty kompenzuje tato premie i jiné formy rizika, včetně rizika, že dlužník (emitent cenných papírů) nesplatí své závazky, rizika politického apod.

Závěr

Fixní měnové kurzy sehrály v řadě zemí důležitou úlohu nominální kotvy a umožnily poměrně rychle snížit inflaci a zajistit do určité míry cenovou stabilitu; zkušenosti řady tranzitivních ekonomik však ukazují, že samotný fixní kurz není pro snížení inflace na úroveň vyspělých zemí postačující. Setrvačnost mírné míry inflace několik let po zahájení transformace je do určité míry dána specifickými podmínkami transformace. Udržování fixního nominálního měnového kurzu s sebou tudíž nese riziko, že dojde k nadměrnému zhodnocení reálného kurzu, ke ztrátě konkurenceschopnosti a v konečném důsledku ke spekulativnímu útoku na nadhodnocenou měnu.

Po určité době, v pokročilejším stadiu transformace, se však začíná vztah mezi inflací a kurzem měnit. Vzhledem k tomu, že z řady důvodů lze v průběhu transformace očekávat zhodnocování rovnovážného reálného kurzu, existence fixního nominálního kurzu bude působit proti dalšímu snižování inflace, protože ke zhodnocování skutečného reálného kurzu bude muset docházet prostřednictvím relativně vyšší domácí inflace.

Bez ohledu na to, jaký kurzový režim si tranzitivní ekonomiky zvolí, rozdíly mezi úrokovými mírami rovnovážnými z hlediska pohybů kapitálu a rovnovážnými z hlediska poptávky po investicích mohou v podmínkách postupné integrace tranzitivních ekonomik do mezinárodního finančního systému a za podmínky volného pohybu kapitálu, který činí z domácích a zahraničních aktiv blízké substituty, vyvolat komplikace pro hospodářskou politiku.

Příliv kapitálu stimulovaný porušením podmínky nekryté úrokové parity může postupem času vyvolat zhodnocení skutečného reálného kurzu v míře přesahující zhodnocení reálného rovnovážného kurzu a takto zhodnocený skutečný kurz nebude odpovídat dlouhodobě udržitelné trajektorii platební bilance. Dlouhodobě neudržitelný příliv kapitálu a následně zhoršení běžného účtu platební bilance mohou vyvolat změnu očekávání budoucího vývoje kurzu. Zhoršení běžného účtu platební bilance a zvýšená potřeba zahraničního financování tak mohou být doprovázeny sníženou nabídkou zahraničního financování v důsledku očekávání znehodnocení kurzu, což může vést k výraznému – byť dočasnému – poklesu hodnoty kurzu. Transitivní ekonomiky se tak mohou ocitnout v opakujícím se cyklu období makroekonomické stability a vysokého hospodářského růstu doprovázeného zhodnocováním reálného rovnovážného kurzu a intenzivním přílivem kapitálu a následujícího období makroekonomické nestability a nižšího růstu v důsledku odlivu zahraničního kapitálu a přechodně vyšší inflace.

Tyto komplikace jsou sice v zásadě nezávislé na konkrétním kurzovém režimu, protože jsou výsledkem reálných faktorů, avšak intenzita, s jakou budou působit, může být poněkud zmírněna režimem pružného kurzu v důsledku kurzové nejistoty a vyššího krátkodobého kolísání kurzu okolo dlouhodobé trajektorie rovnovážného reálného kurzu. Nicméně ani režim pružného měnového kurzu nemůže toto dilema zcela odstranit. Podobně snaha o snížení míry inflace – jakkoli žádoucí a prospěšná z hlediska dlouhodobé efektivity alokace zdrojů – toto dilema zcela ze světa nesprovedí, protože jeho zdrojem jsou rozdíly v reálných úrokových mírách, nikoli nominálních mírách odrážejících rozdílnou inflaci.

Bohužel, ani zachování určitých překážek pro substituci domácích a zahraničních aktiv není zcela optimální řešení. Čím silnější je trend zhodnocování reálného rovnovážného měnového kurzu a čím vyšší jsou rozdíly mezi reálnými úrokovými sazbami odpovídajícími mezní produktivitě kapitálu, tím silnější budou podněty pro obcházení podobných překážek. Překážky volnému pohybu kapitálu by musely být o to větší, což s sebou nese i odpovídajícím způsobem vyšší náklady v podobě snížené efektivity alokace zdrojů a omezení legitimních investičních aktivit.

LITERATURA

AGHEVLI, B.B. – KHAN, M.S. – MONTIEL, P.J.: Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. IMF Occasional Paper, 78, Washington, D.C., březen 1991.

BALL, L. – MANKIW, N.K.: Assymetric Price Adjustment and Economic Fluctuation. Economic Journal, 104, březen 1994.

BARTH, R.C. – WONG, CH. (ed.): Approaches to Exchange Rate Policy. Washington, D.C., IMF Institute 1994.

BLANCHARD, O. – DORNBUSCH, R. – KRUGMAN, P. – LAYARD, R. – SUMMERS, L.: Reform in Eastern Europe. The MIT Press 1991.

CITRIN, D.A. – LAHIRI, A.K. (ed.): Policy Experience and Issues in Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union. IMF Occasional Paper, 133, Washington, D.C., prosinec 1995.

CLEMENS, G. – WYPLOSZ, CH.: The Real Exchange Rate in Transition Economies. CEPR Discussion Paper Series, č. 1773, prosinec 1997.

COOREY, S. – MECAGNI, M. – OFFERDAL, E.: Disinflation in Transition Economies: The Role of Relative Price Adjustment. IMF Working Paper 96/138, prosinec 1996.

FRENKEL, J.A. – GOLDSTEIN, M. – MASSON, P.R.: Characteristics of a Successful Exchange Rate System. IMF Occasional Paper, 82, Washington, D.C., červenec 1991.

HALPERN, L. – WYPLOSZ, CH.: Equilibrium Exchange Rate in Transition Economies. IMF Staff Papers, 44, č. 4, prosinec 1997.

IMF World Economic Outlook, Washington, D.C., říjen 1996.

IMF World Economic Outlook, Washington, D.C., říjen 1997.

ISARD, P. – FARUQEE, H. (ed.): Exchange Rate Assessment: Extension of the Macroeconomic Balance Approach. IMF Occasional Paper, 167, Washington, D.C., 1998.

KRUGMAN, P.: Equilibrium Exchange Rate. In: W.H. Branson – J.A. Frenkel – M. Goldstein (ed.): International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations. National Bureau of Economic Research 1990.

QUIRK, P.J.: Recent Experience with Floating Exchange Rates in Developing Countries. In: Approaches to Exchange Rate Policy. Washington, D.C., IMF Institute 1994.

SCHADLER, S. (ed.): IMF Conditionality; Experience Under Stand-By and Extended Arrangements. Part II. Background Papers. IMF Occasional Papers, 129, Washington, D.C., 1995.

SUMMARY

The Exchange Rate Regime During the Transition

Jiří JONÁŠ – Adviser to the Managing Director of the IMF

The market pressure seen in the first months of 1997 and the subsequent introduction of a floating exchange rate regime of the koruna in May 1997 marked the end of one stage of the Czech economy's transformation. The author begins by discussing the reasons behind the general, worldwide shift from a fixed to a more flexible exchange rate regimes. He then examines factors that have played a role in transition economies' selection of the exchange rate regime, including openness, price and wage flexibility, and other structural characteristics. The use of exchange rate as nominal anchor in stabilization programs is also explored. The author concludes with a discussion of the results of stabilization programs in transition countries under different exchange rate regimes.

While fixed exchange rates produced a rapid disinflation from the relatively high initial level of inflation, it turned out to be much more difficult to continue reducing inflation once it had reached the more moderate level of around 10-20 percent. The article discusses some reasons for inflation inertia in transition countries, and the specific role played by a fixed exchange rate in perpetuating this inertia. This would happen in situations where the equilibrium real exchange rate appreciates. The author explains why there is reason to expect such appreciation to occur in transition countries. In the final section, he discusses possible problems created for policy management by this real appreciation and by the violation of the uncovered interest rate parity, particularly as a result of a high inflow of foreign capital.