

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) 24 250 036 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Vladimír KREIDL: Úzká místa měnové a kurzové politiky ČR . . . . . 313

Jana FÜRSTOVÁ: Regulace a regulátoři . . . . . 323

Květa KUBÁTOVÁ: Teoretické a praktické otázky měření incidence daní ze spotřeby . . . . . 335

### Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 11, 12/96 . . . . . 347

### Informace

Leoš VÍTEK–Barbora SLINTÁKOVÁ: II. ročník konference „Teoretické a praktické aspekty veřejných financí v ČR“ . . . . . 351

### Přehled – Survey

Měnová politika a měnový vývoj v r. 1995 v ČR . . . . . 357

Monetary Policy and Monetary Development in 1995 in the CR . . . . . 367

## CONTENTS

Vladimír KREIDL: Bottlenecks in Monetary and Exchange Rate Policies of the CR in 1995 . . . . . 313

Jana FÜRSTOVÁ: Regulation and Regulators . . . . . 323

Květa KUBÁTOVÁ: Theoretical and Practical Questions to Measuring the Incidence of Consumption Taxes . . . . . 335

### Tax judicial decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 11, 12/96 . . . . . 347

### Information

Leoš VÍTEK–Barbora SLINTÁKOVÁ: The Second Conference on Theoretical and Practical Issues on Public Finance in the Czech Republic . . . . . 351

### Survey

Monetary Policy and Monetary Development in 1995 in the CR

(in Czech) . . . . . 357

(in English) . . . . . 367

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., Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

# Úzká místa měnové a kurzové politiky ČR\*

Vladimír KREIDL\*\*

Měnová politika byla v minulém roce zaměřena na to, aby byly pod kontrolou udrženy inflační tlaky. Byl to obtížný úkol, neboť extrémní tlak přítékajícího zahraničního kapitálu téměř znemožňoval jakoukoli protiinflační politiku, kromě varianty zhodnocení koruny. V situaci, kdy již v protiinflačním boji chyběla podpora ze strany fiskální politiky, mohla měnová politika pouze agresivně sterilizovat příliv zahraničního kapitálu a rozšířit flukuační pásmo. Z krátkodobého pohledu několika měsíců po rozšíření tohoto pásma lze očekávat spíše apreciační tlaky. Determinantou dlouhodobějšího vývoje bude saldo běžného účtu platební bilance. Domníváme se, že 4–5% deficit je akceptovatelný; ekonomika je totiž zatím čistým věřitelem, má vysoký růstový potenciál, deficit byl dosud pokryt přímými zahraničními investicemi a naprostá většina dosavadního přílivu kapitálu skončila v devizových rezervách. Příznivý je také zejména podíl investic do fixního kapitálu na HDP. Naopak úroveň hrubých domácích úspor naznačuje, že pro dlouhodobé financování dynamického růstu bude zapotřebí úspory podstatně zvýšit. Nejlepší cestou k tomu by byla přeměna důchodového systému na fondový.

## Vývoj měnového kurzu v roce 1995

*Česká koruna má od prosince 1990 fixní nominální kurz, v poslední době určený ve vztahu ke koši dolar–marka. 28. února 1996 rozšířila Česká národní banka (ČNB) pásmo pro fluktuační měnového kurzu z  $\pm 0,5\%$  na  $\pm 7,5\%$ . Střed pásma zůstal beze změny.*

*Nový devizový zákon platný od října 1995 učinil korunu konvertibilní měnou v oblasti běžných transakcí podle článku VIII dohod o MMF. Zákon rovněž liberalizoval některé transakce týkající se pohybů kapitálu. Plnou konvertibilitu lze očekávat v nejbližších 2–3 letech. Očekávané vyhlášení konvertibility koruny<sup>1</sup>, vysoká politická stabilita s konzervativní vládou*

\* Článek je upravenou částí výzkumné zprávy společnosti Patria Finance „Česká ekonomika: incestivními taženými oživení“ (Patria Finance, a. s., Praha 1996).

\*\* Vladimír Kreidl, Patria Finance, a. s., Praha.

Autor děkuje za užitečnou pomoc Monice Otrusínové (též Patria Finance).

Redakce příspěvek obdržela 19. 4. 1996; korektura textové části provedena 17. 5. 1996

<sup>1</sup> O ekonomických implikacích rozšíření konvertibility pojednává souhrnně především [Fischer – Reisen 1995].

	1992	1993	1994	1995	1995 v % HDP	1996 <sup>b</sup>
<b>běžný účet</b>	<b>-305,1</b>	<b>114,6</b>	<b>-49,7</b>	<b>-1 891,5</b>	<b>-4,1 %</b>	<b>-3 200</b>
obchodní bilance	-1 901,6	-311,7	-888,9	-3 935,2	8,6 %	-5 500
bilance služeb	1 485,9	1 010,8	732,9	1 556,7	3,4 %	1 800
<b>kapitálový účet</b>	<b>1,9</b>	<b>3 024,8</b>	<b>3 371,1</b>	<b>8 414,5</b>	<b>18,5 %</b>	<b>5 000</b>
přímé investice	982,9	1 093,6	784,2	2 525,6	5,5 %	
portfoliové investice	-26,0	1 059,1	819,3	1 362,0	3,0 %	
ostatní dlouhodobý kapitál	319,7	816,2	1 108,7	4 526,9	9,9 %	
krátkodobý kapitál	-1 274,7	55,9	658,9	1 214,2	2,7 %	
<b>změna devizových rezerv<sup>c</sup></b>	<b>80,1</b>	<b>-3 029,3</b>	<b>-2 371,6</b>	<b>-7 458,1</b>	<b>-16,4 %</b>	<b>-1 800</b>

poznámky: <sup>a</sup> celková (konvertibilní měny, nekonvertibilní měny, se Slovenskem)

<sup>b</sup> předpověď (Patria Finance, a. s.)

<sup>c</sup> V r. 1993 a 1994 jsou přímé a portfoliové investice ve vztahu k Slovensku započítány v „přímých investicích“.

pramen: ČNB

u moci, rychlý pokrok ekonomických reforem, velmi dobré makroekonomické výsledky a v neposlední řadě očekávání nominálního zhodnocení koruny činily z České republiky oblíbené místo pro zahraniční investory. Česká republika se v prosinci 1995 jako první země z bývalých tzv. socialistických zemí střední a východní Evropy stala členem OECD. S & P na podzim minulého roku zvýšila úvěrový rating ČR na A z předchozího BBB+. Důsledkem všech těchto faktorů byl masivní příliv kapitálu, který v roce 1995 přesáhl neuvěřitelných 18 % HDP (viz tabulka 1).

Přiliv kapitálu byl v minulém roce rekordní na všech podúčtech kapitálového účtu platební bilance. Zejména akcelerace přímých zahraničních investic byla často interpretována jako pozitivní signál. I když významnou část (1,3 mld. USD) tvořila jediná investice (TelSource do SPT Telecom), i zbyváající část byla nejvyšší částkou v historii. Nový jevem bylo to, že významný podíl přímých investic přitekla do země prostřednictvím kapitálového trhu.

V době, kdy sílí tok přímých investic, byla ekonomika zaplavována také krátkodobým zahraničním kapitálem. Ze strany centrální banky nebyl tento vývoj vítán. ČNB proto přijala v průběhu roku 1995 několik opatření k odrazení přílivu krátkodobého kapitálu. Mimo jiné byl zaveden limit na otevřené devizové pozice komerčních bank, začalo se aplikovat rozpětí nákup–prodej a další změny ve fixingu, které v souhrnu znamenaly snížení atraktivnosti tohoto kanálu pro příliv dolarů do ČNB.

Všechna tato opatření byla ovšem úspěšná pouze částečně, a to v tom, že pozměnila časovou strukturu kapitálu. I když studium platební bilance by mohlo odhalit podstatnou změnu, částečně se jedná jen o účetní proměnu, kdy půjčka na jeden rok a jeden den je označována jako „ostatní dlouhodobý kapitál“, i když přesahuje limit jednoho roku pouze o jediný den.

Opatření ovšem zcela evidentně nezastavila příliv zahraničních peněz do ekonomiky. Proto musela ČNB agresivně sterilizovat. Vzhledem k tomu, že fiskální politika přestala být restriktivní (i když rozpočet zůstal vyrovnaný)<sup>2</sup>, musela centrální banka nést náklady velkého přílivu kapitálu sama.

<sup>2</sup> O vlivu fiskální politiky v situaci fixního kurzu pojednávají klasické články Fleminga [1962] a Mundella [1963]. Novějším pojednáním je např. [Argy – Salop 1979] a [Rodríguez 1979].

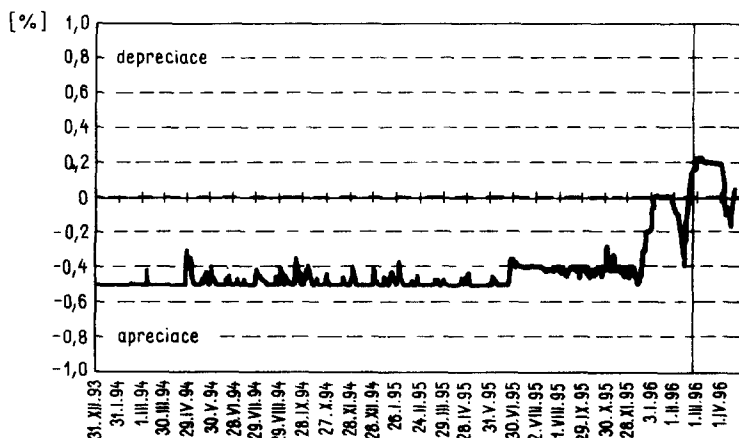
12/92	12/93	12/94	3/95	6/95	9/95	12/95	1/96	2/96	3/9	4/96
0,8	3,8	6,2	8,3	9,2	11,9	13,9	13,6	14,0	13,2	12,6

pramen: ČNB

Přesto, že se tato politika může jevit jako nákladná, je v ekonomické literatuře velmi rozšířený názor, že rozsáhlá sterilizace je součástí optimálního „balíku“ opatření reagujících na přílišný příliv kapitálu<sup>3</sup>.

Po rekordní intervenci ČNB v první polovině prosince 1995 se náhle příliv kapitálu zastavil. Koncem prosince, v lednu ani v únoru centrální banka na devizovém trhu v podstatě neintervenovala. V lednu dokonce došlo k poklesu dolarové hodnoty rezerv, ale většinu tohoto poklesu lze vysvětlit poklesem kurzu marky proti dolaru (více než polovina rezerv je denominována v markách). Hodnota rezerv v korunách zůstala v podstatě stejná (viz *tabulka 2*).

GRAF 1 Odchylka koruny od středu flukтуаčního pásma: fixing ČNB

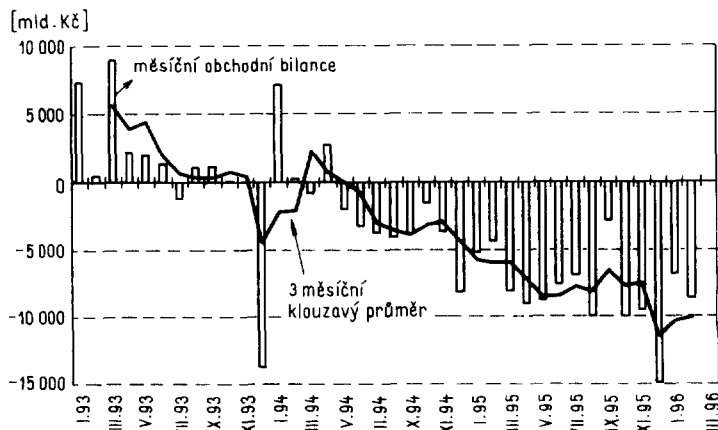


pramen: Patria Finance, a. s.

Národní banka rozšířila flukтуаční pásmo v okamžiku stagnujícího přílivu, když silný tlak na zhodnocení dočasně polevil. Po rozšíření pásma odteklo ze země během několika prvních dnů přibližně 660 mil. dolarů zahraničního kapitálu. Odliv byl bez problémů pokryt z velkých oficiálních rezerv. Již po týdnu nebyla na devizovém trhu vidět žádná neobvyklá aktivita. Pouze v poslední době (březen/duben) se zdálo, že kapitálový příliv se opět oživuje. Na začátku dubna vzrostly devizové rezervy o 120 mil. USD během jediného týdne. Koruna se mírně zhodnotila – o 0,25 % – a zůstává blízko středu pásma (viz *graf 1*).

<sup>3</sup> K tomu viz např. [Calvo–Leiderman–Reinhart 1994], [Calvo–Sahay–Végh 1995], [Frankel 1995], [Griffith–Jones 1995], [Khan–Reinhart 1995], [Reisen 1995], [Schadler–Carcovic–Bennet–Kahn 1993] a [Williamson 1995]. O účinnosti sterilizace pojednává kromě toho také [Obstfeld 1982 a 83].

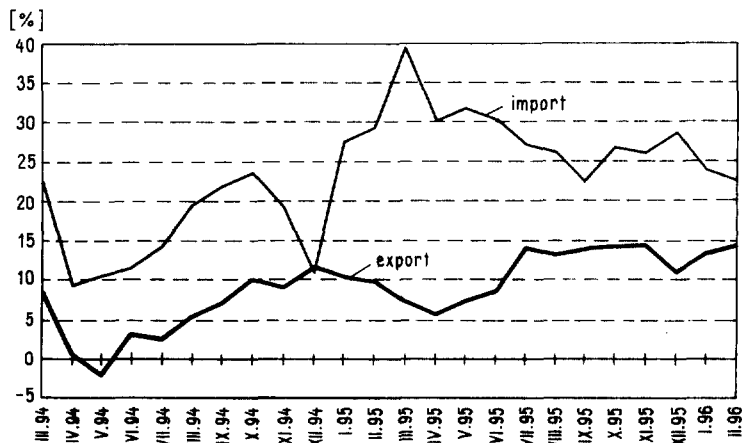
GRAF 2 Obchodní bilance



pramen: Český statistický úřad

V době, kdy rozsah přílivu zahraničního kapitálu a jeho potenciálně inflační dopad zneklidňovaly centrální banku, objevila se jejich částečná automatická protiváha v prohlubujícím se deficitu obchodní bilance (viz graf 2). Zatímco obchodní deficit nebyl sám o sobě ničím novým, jeho výše a rychlost vývoje překvapily. V důsledku tohoto vývoje sklouzl celý běžný účet do schodku, protože přebytek služeb pokryl jen polovinu obchodního deficitu.

GRAF 3 Růst exportu a importu (meziroční, 3měsíční klouzavý průměr)



prameny: Patria Finance, a. s.  
Český statistický úřad

Schodek běžného účtu byl předmětem vášnivých debat. Podle jedněch názorů je deficit důkazem zaostávající restrukturalizace. V důsledku toho by byla nezbytná devalvace. Jiní se domnívají, že deficit je přirozeným prů-

vodcem rychlého růstu uzavírajícího mezeru mezi ekonomickou úrovní české ekonomiky a úrovní vyspělých zemí v Evropě a v Severní Americe. Takovýto růst pak nelze financovat výhradně z domácích zdrojů. Kloníme se spíše k druhému názoru. *Domníváme se, že deficit běžného účtu kolem 4 % HDP je přiměřený a financovatelný ve střednědobém období. Obáváme se ovšem dynamiky deficitu.* Pokud brzy nedojde k výrazné akceleraci exportu a pokud se tempo růstu dovozu nezpomalí, může být nevyhnutelná nominální depreciace koruny později v letošním roce nebo spíše až v roce příštím. Existují signály, že se mezera mezi tempem růstu exportů a importů uzavírá; jsou však dosud nepřesvědčivé (viz graf 3).

*Očekáváme, že export v letošním roce poroste o 13–15 % a import o 19–24 %.* Rozhodujícím faktorem brzdícím rychlejší exportní expanzi prozatím zřejmě není reálně se zhodnocující měnový kurz, ale rychle rostoucí domácí poptávka. Ta drží výrobců na domácím trhu a omezuje jejich export. I když průmyslová produkce v posledních měsících roste o 6 % vyjádřeno v přidané hodnotě, není schopna udržet dosavadní tempo domácí agregátní poptávky 13 % reálně. Domácí oživení je také nejdůležitější příčinou prudce se vyvíjejícího dovozu. Proto nelze očekávat podstatný obrat v prohlubování obchodního deficitu, pokud domácí restrukturalizované firmy nepřevzmu domácí a zahraniční trhy pomocí razantního zvýšení produktivity.

## **Implikace pro hospodářskou politiku**

*Prostředí s širším fluktuacním pásmem bude pro fiskální i měnovou politiku zcela určitě náročnější. V oblasti měnové politiky došlo ke ztrátě nominální kotvy. Podle našeho názoru by měla ČNB „cílovat“ přímo inflaci. Závazný střednědobý inflační cíl by se v podstatě mohl stát novou střednědobou kotvou ekonomiky (viz kapitola o monetární politice). Bylo by optimální, kdyby i fiskální politika byla větší oporou, zejména bude-li trvat silný příliv zahraničního kapitálu i v letošním roce.*

## **Očekávaný vývoj: krátké období**

*Podle našeho názoru bude koruna na jaře a v létě opět pod apreciačním tlakem. Tento tlak bude zřejmě mnohem slabší než v minulém roce. Příliv kapitálu se v letošním roce zpomalí. Očekáváme příliv 5 mld. USD, po loňských 8,4 mld. USD. Struktura kapitálu se ovšem zřejmě změní ve prospěch kapitálu s delším časovým horizontem. Předpokládáme pokračování silného přílivu zahraničních úvěrů, přímých investic a portfoliových investic, které ovšem budou směřovat spíše do akcií a využívat ziskové příležitosti v ekonomice s rostoucím kapitálovým trhem. Zisky z trhu jsou vyšší než měnové riziko. Rostoucí úvěrový rating od mezinárodních agentur podporuje náš názor, že Česká republika v letošním roce zůstane oblíbeným místem pro zahraniční investory.*

## **Očekávaný vývoj: dlouhé období**

Základním determinujícím faktorem dlouhodobého vývoje bude deficit běžného účtu. Podle našeho názoru je deficit v rozsahu 4–5 % HDP pro čes-

TABULKA 3 Vnější financování příjemců kapitálu ( $DBÚ + AR = DFI + ČOF$ )

v % HDP

	deficit běžného účtu ( $DBÚ$ )	+	akumulace rezerv ( $AR$ )	=	přímé zahraniční investice ( $DFI$ )	+	čisté ostatní financování ( $ČOF$ )
ASIAN 7 (1989–1994)	2,3		2,0		2,1		2,2
LATAM 6 (1989–1994)	1,4		1,5		1,3		1,6
Česká republika (92–95)	1,5		9,1		3,8		6,8

prameny: Patria Finance, a. s.; [Reisen 1995]

vysvětlivky: ASIAN 7 a LATAM 6 – viz poznámky ke grafům 4 a 5

kou ekonomiku v současné fázi vývoje akceptovatelný. Proto se domníváme, že měnový kurz se nachází blízko své rovnovážné úrovně. Pokud zůstane deficit ve výše zmíněném intervalu, měl by být udržitelný i v delším období. Podobný deficit je přirozený, když ekonomika rychle uzavírá své ekonomické zaostání rekonstrukcí své kapitálové zásoby. Protiváhou deficitu pak bude pokračující příliv zahraničních zdrojů.<sup>4</sup>

Dlouhé období deficitů běžného účtu implikuje rostoucí zahraniční zadlužení. Mírný nárůst zadlužení ovšem nemůže způsobit žádné podstatné problémy, protože česká ekonomika je v současnosti čistým zahraničním věřitelem a protože v nejbližších letech lze očekávat období velmi rychlého ekonomického růstu.

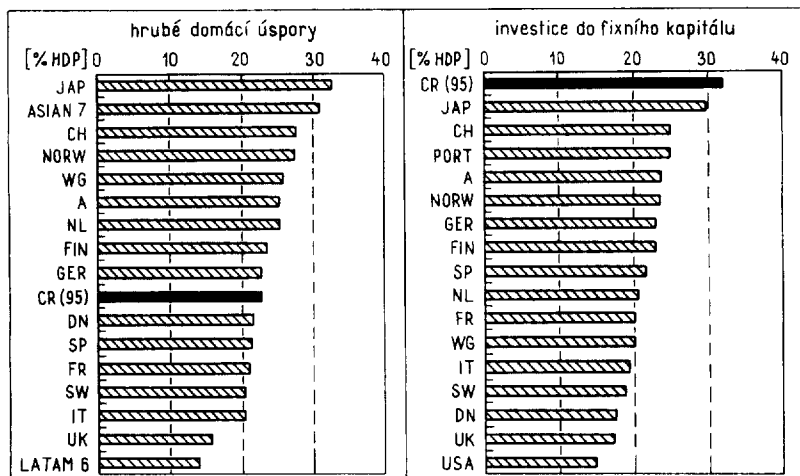
*Kromě toho byl zatím deficit bez problémů pokryt přímými zahraničními investicemi, které nezvyšují zadlužení.* Veškerý vysoce mobilní kapitál, který by mohl být zdrojem náhlé krize, byl až dosud akumulován v oficiálních rezervách. Celkem 86 % kapitálového přílivu z období 1992–95 skončilo v devizových rezervách. Ekonomika proto není v případě, že by došlo k odlivu kapitálu ze země, náchylná k žádné náhlé a neočekávané krizi (viz tabulka 3).

Ekonomika potřebuje rychle rekonstruovat a modernizovat svou kapitálovou zásobu. Deficit běžného účtu je *ex definitione*, rozdílem domácích úspor a investic. Graf 5 ukazuje, že Česká republika má jeden z největších podílů investic na HDP (nejen v Evropě). To je dobrým signálem do budoucna, neboť lze doufat, že export by mohl v budoucnu růst rychleji a přispět tak ke zmenšení obchodního deficitu.

Z grafu 4 ovšem plyne, že domácí úspory (22,8 % HDP) jsou v mezinárodním srovnání pouze průměrné. Prozatím byla mezera mezi úsporami a investicemi kryta ze zahraničních zdrojů. V budoucnu ovšem bude nutné spolehat se mnohem více na domácí zdroje. Radikálnější změna penzijního systému směrem k systému fondovému by byla nejlepší cestou, jak toho docílit.

Jakkoli udržitelný může současný deficit být, nezdá se pravděpodobné, že by ekonomika mohla unést každoroční reálné (tj. o inflaci upravené) zhodnocování rychlejší než o 1–3 %. Jelikož nelze, dokonce ani ve střednědobém výhledu, očekávat žádný podstatný průlom v protiinflační politice, jeví se určitá nominální depreciace (2–4 % ročně) pravděpodobná v období až do r. 2000. Pouze důkladný střednědobý protiinflační program by mohl nutnosti budoucí nominální depreciace zabránit.

<sup>4</sup> O konceptu rovnovážných měnových kurzů a odhadu jejich úrovně viz např. [Williamson 1994] nebo pro rozvojové země [Edwards 1989].



prameny: Patria Finance, OECD, LATAM 6 a ASIAN 7 z [Reisen 1995]

poznámky: ASIAN 7 – zahrnuje: Čínu, Indii, Indonésii, Koreu, Malaisii, Filipíny, Thajsko

CH = Švýcarsko

WG = Západní Německo

A = Rakousko

NL = Nizozemí

GER = sjednocené Německo (1991–93)

CR (95) = Česká republika v r. 1995

SW = Švédsko

LATAM 6 – zahrnuje: Argentinu, Brazílii, Čile, Kolumbii, Mexiko, Peru

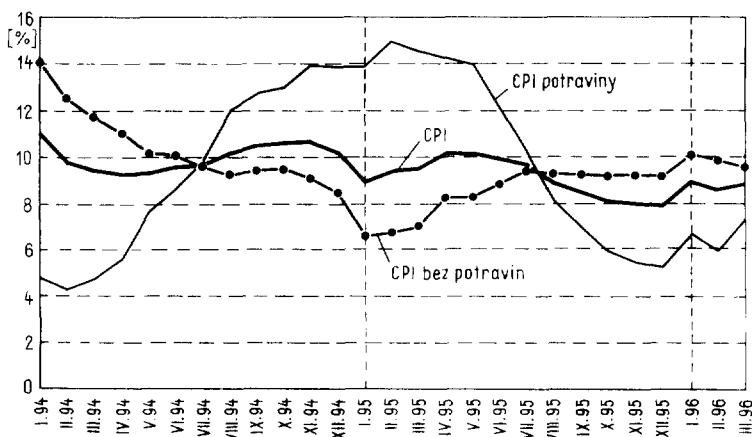
## Monetární politika

Základním cílem měnové politiky v roce 1995 bylo udržet pod kontrolou inflační tlaky a případně i dosáhnout snížení inflace. Byl to obtížný úkol, neboť extrémní tlak přitékajícího zahraničního kapitálu téměř znemožňoval jakoukoli protiinflační politiku, kromě zhodnocení koruny. Tato možnost již ovšem v roce 1995 nepřipadala v úvahu, neboť se deficit běžného účtu začal tak rychle zhoršovat, že tvůrci hospodářské politiky – zcela pochopitelně – nebyli ochotni o revaluaci uvažovat<sup>5</sup>. Navíc v protiinflačním boji chyběla podpora ze strany fiskální politiky.

V červnu 1995 ČNB zvýšila svou diskontní a lombardní sazbu o 1 % na 9,5, resp. 12,5 %. Tento krok byl vyprovokován rostoucí inflací, akcelerujícím růstem reálných mezd, očekávaným zrychlením růstu peněžní zásoby a především dodatečnými rozpočtovými výdaji schválenými Parlamentem krátce předtím.

<sup>5</sup> Tvůrci hospodářské politiky měli zřejmě pravdu, když se stavěli proti revaluaci, protože poslední vhodná příležitost pro takový krok zůstala nevyužita koncem roku 1994 nebo počátkem roku 1995, kdy neexistovaly problémy s obchodním deficitem a kdy mohla revaluace přispět k permanentnímu poklesu inflace. Takový trvalý pokles by zřejmě po určité době částečně vykompenzoval ztrátu konkurenceschopnosti pramenící z nominální revaluace.

GRAF 6 Dopad cen potravin na index spotřebitelských cen (CPI)



pramen: Český statistický úřad

*Inflace v druhé polovině roku poklesla. Pravděpodobně to ovšem bylo primárně výsledkem příznivého vývoje cen potravin, a nikoli primárně výsledkem restriktivní protiinflační politiky. Inflace nepotravinářského zboží zůstala přibližně na stejné úrovni (viz graf 6). Pokles z ledna 1995, způsobený snížením sazby DPH na nepotravinářské zboží (o 1 % na 22 %), později vyvážily akcelerující průmyslové a importní ceny, které se s určitým zpožděním projeví i ve spotřebních cenách. Srovnání března 1996 a dubna 1994 napovídá, že od jara 1994 nebylo ve skutečnosti ve snižování inflace nepotravinářských položek dosaženo žádného výrazného pokroku.*

Pokles inflace by při nezměněné fiskální politice vyžadoval mnohem restriktivnější monetární postoj, nižší růst peněžní zásoby a vyšší úrokové sazby. Tomu v průběhu celého minulého roku bránil silný příliv zahraničního kapitálu. Autonomie měnové politiky v oblasti nastavování úrokových sazeb byla silně omezena poměrně citlivými kapitálovými toky. V únoru 1996 se centrální banka konečně odhodlala k rozšíření fluktuálního pásma. Tento krok by mohl zvýšením nejistoty odradit část krátkodobého kapitálu přitékajícího do země. Zpomalení přílivu by pak mělo umožnit další zvýšení úrokových sazeb. Nedávná zvýšení repo sazby ČNB lze v podstatě interpretovat jako signál, že ke zpomalení skutečně došlo. Proto nelze vyloučit, že další zvýšení budou následovat; vše však závisí na očekávání zahraničních investorů. ČNB nedávno vyjádřila silné obavy z pravděpodobného vývoje inflace v nejbližší budoucnosti, což by mohlo implikovat další brzké změny úrokových sazeb. Jakékoli pohyby úrokových sazeb jsou ovšem limitovány úrovní zahraničních úrokových sazeb. Úrokový diferenciál je již nyní nejvyšší za poslední 3 roky (viz tabulka 4). Další snížení markových sazeb při nezměněných dolarových úrocích by zesílilo tlak proti růstu českých sazeb.

*V důsledku extrémně složité situace popsané výše zůstáváme skeptičti ohledně jakéhokoli výrazného pokroku ve snižování inflace. Pro rok 1996 prognózuje průměrnou inflaci 8,5 %. Předpověď úrokových sazeb je velmi obtížná, neboť jejich vývoj bude záviset na vlivu širšího fluktuálního pásma. Zatím ovšem nevidíme prostor pro nižší úrokové sazby.*

TABULKA 4 Úrokovy diferenciál (3měsíční sazby)

měsíc	3/95	6/95	9/95	12/95	1/96	2/96	3/96	4/96
diferenciál[%]	4,9	5,8	6,3	6,4	6,4	6,8	7,0	7,4

poznámka: Vypočítáno jako rozdíl 3měsíčních sazeb PRIBOR a váženého průměru 3měsíčních dolarových a marokových sazeb LIBOR.

## Návrh na nové uspořádání měnové politiky

Rozšíření fluktuálního pásma znamená, že byla opuštěna základní „nominální kotva“ pro provádění monetární politiky. Domníváme se, že ekonomice a stabilitě měnového kurzu by prospělo, kdyby se monetární autority zavázaly k dosažení explicitního veřejně deklarovaného střednědobého inflačního cíle<sup>6</sup>. Pouze důvěryhodný závazek může přesvědčit trh, že je možné docílit alespoň nějakého poklesu inflace a že takový pokles je v následujících letech pravděpodobný. Jinak se míra inflace pro následující desetiletí stabilizuje na úrovni kolem 9 % bez jakéhokoli sestupného trendu.

V Inflační zprávě (publikované jednou či dvakrát do roka) by mělo být uvedeno, jakou inflaci pro právě probíhající či pro budoucí roky banka očekává, jaké má inflační cíle pro dané období a jak jich chce dosáhnout. Současná praxe, kdy veřejná vyjádření týkající se očekávání a záměrů centrální banky jsou činěna jen mlhavě a kdy neexistují žádné explicitní veřejné závazky, je suboptimální.

<sup>6</sup> O pravidlech a zásadách viz [Kydland–Prescott 1977]. Této problematice vztažené na otevřenou ekonomiku se věnuje např. [Dornbusch 1990], [Fischer 1990] a [Frankel 1995].

## LITERATURA

- ARGY, V. – SALOP, J.: *Price and Output Effects of Monetary and Fiscal Policy Under Flexible Exchange Rates*. IMF Staff Papers 26, červen 1979.
- CALVO, G. – LEIDERMAN, L. – REINHART, C. M.: *Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*. Contemporary Economic Policy, Vol. 12, červenec 1994.
- CALVO, G. A. – SAHAY, R. – VÉGH, C. A.: *Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options*. IMF Working Paper 1995.
- DORNBUSCH, R.: *Monetary Policy in the Open Economy*. In: Friedman, B. M. – Hahn, F. H. (eds.): *Handbook of Monetary Economics*. North-Holland 1990.
- EDWARDS, S. (ed.): *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*. MIT 1989.
- FISCHER, S.: *Rules versus Discretion in Monetary Policy*. In: Friedman, B. M. – Hahn, F. H. (eds.): *Handbook of Monetary Economics*. North-Holland 1990.
- FISCHER, S. – REISEN, H.: *Towards Capital Account Convertibility*. OECD 1995.
- FLEMING, J. M.: *Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates*. IMF Staff Papers, Vol. 9, č. 3, 1962.
- FRANKEL, J.: *Monetary Regime Choices for a Semi-Open Country*. Vyjde v: Edwards, S. (ed.): *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge University Press 1995.
- FRANKEL, J. A.: *Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?*. IMF Working Paper, č. 159, 1994.

GRIFFITH-JONES, S.: *Capital Flows to Latin America and Asia: Lessons for Central and Eastern Europe*. (Materiál pro seminář „Managing Capital Flows in Central and Eastern Europe“, Praha 15.–16. června 1995.)

KHAN, M. S.–REINHART, C. M. (eds.): *Capital Flows in the APEC Region*. IMF Occasional Paper, č. 122, březen 1995.

KYDLAND, F. E.–PRESCOTT, E. C.: *Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans*. *Journal of Political Economy*, 85, 1977.

MUNDELL, R. A.: *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, XXIX (4), listopad 1963.

OBSTFELD, M.: *Can We Sterilize? Theory and Evidence*. *American Economic Review Papers and Proceedings*, květen 1982.

OBSTFELD, M.: *Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem, Germany, 1975–1981*. *European Economic Review*, 21, 1983.

REISEN, H.: *Managing Temporary Capital Inflows: Lessons from Asia and Latin America*. Pakistan Institute of Development Economics, Islamabad 1995.

RODRIGUEZ, C. A.: *Short- and Long-Run Effects of Monetary and Fiscal Policies under Flexible Exchange rates and Perfect Capital Mobility*. *American Economic Review*, Vol. 69, č. 1, 1979.

SCHADLER, S.–CARCOVIC, M.–BENNET, A.–KAHN, R.: *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*. IMF Occasional Paper, č. 108, 1993.

WILLIAMSON, J.: *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Institute for International Economics, Washington, D. C., 1994.

WILLIAMSON, J.: *The Management of Capital Inflows*. Institute for International Economics, Washington, D. C. (mimeo).

## SUMMARY

# Bottlenecks in Monetary and Exchange Rate Policies of the CR in 1995

Vladimír KREIDL, Patria Finance, a. s., Prague

The primary goal of monetary policy last year was to keep inflation under control. It was a difficult task since extreme pressure from foreign capital inflow made adhering to any antiinflationary policy nearly impossible, except for allowing the koruna to appreciate. Without much-needed fiscal policy support, the only possibility was to sterilize aggressively and to widen the exchange rate fluctuation band. In the few months following the widening, appreciation pressures are likely to prevail. The current account deficit will be the determinant of longer-term development. We think that a 4–5 % deficit is acceptable since the economy is a net creditor, since it has a high growth potential, since the deficit has been covered by direct foreign investments and since the vast majority of past inflow has been accumulated in official foreign reserves. A very high share of fixed investment in GDP is also favorable. A look at gross domestic savings, on the other hand, indicates that savings will have to substantially rise in order to be able to finance dynamic economic growth over the longer term. The best way to accomplish this would be to change the pension system to a fully funded one.