

Bakalářská práce

Autor:

Vladimír Čermák

Název práce:

AKTUÁLNÍ PROBLÉMY SMĚNNÉHO KURSU **V ČESKÉ REPUBLICĚ** **A SROVNÁNÍ S POLSKEM**

Konzultant: **Prof. ing. Karel Kouba, DrSc.**

Obor studia: **Ekonomie**

Semestr, ve kterém je práce obhajována: **letní 1997**

*Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně
a použil jsem jen uvedených pramenů a literatury.*

V Liberci 3.května 1997

.....

1. CÍL PRÁCE.....	1-3
2. TEORETICKÝ PŘÍSTUP KE SMĚNNÝM KURSŮM.	2-5
2.1. PLATEBNÍ BILANCE.....	2-5
2.2. PROČ EXISTUJÍ DEVIZOVÉ KURSY?.....	2-5
2.3. SYSTÉMY SMĚNNÝCH KURSŮ.....	2-6
2.4. NEJROZŠÍŘENĚJŠÍ TEORIE SMĚNNÉHO KURSU.	2-8
2.5. SMĚNNÉ KURSY A HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA.	2-15
3. KURSOVÝ REŽIM V ČESKÉ REPUBLICE.....	3-16
3.1. HISTORIE SMĚNNÝCH KURSŮ OD ROKU 1989.....	3-16
3.2. ZVLÁŠTNOSTI KURSU ODVOZENÉHO Z KOŠE MĚN.	3-17
3.3. ROZŠÍŘENÍ FLUKTUAČNÍHO PÁSMO - KROK SPRÁVNÝM SMĚREM.	3-21
3.4. REGRESNÍ MODEL ÚČTŮ PLATEBNÍ BILANCE PRO ČESKOU REPUBLIKU.	3-23
3.5. TESTY SPEKULATIVNÍCH BUBLIN.	3-26
3.6. ČESKÁ KORUNA JAKO AKTIVUM - UŽITÍ MODELU CAPM.....	3-30
3.7. PROBLEMATIKA DEVIZOVÝCH VKLADŮ A ÚVĚRŮ.	3-33
3.8. ŘÍZENÍ MĚNOVÉHO RIZIKA.....	3-36
4. MOŽNOSTI ŘEŠENÍ SOUČASNÉ NEROVNOVÁHY.	4-38
4.1. ZVYŠOVÁNÍ DOMÁCÍ MÍRY ÚSPOR.	4-38
4.2. ADMINISTRATIVNÍ OMEZENÍ IMPORTU.....	4-40
4.3. DEVALVACE.	4-41
4.4. ZAVEDENÍ NOVÉHO KURSOVÉHO REŽIMU.	4-45
4.5. ZÁVĚR.....	4-46
5. SROVNÁNÍ REŽIMU SMĚNNÉHO KURSU V ČESKÉ REPUBLICE A V POLSKU.	5-47
5.1. HISTORIE SMĚNNÝCH KURSŮ V POLSKU.	5-47
5.2. ZÁVĚR.....	5-51
5.3. SROVNÁNÍ S ČESKOU REPUBLIKOU.....	5-52
6. SHRNU TÍ	6-53
7. ZDROJE, ZE KTERÝCH JSEM ČERPAL INFORMACE PRO BAKALÁŘSKOU PRÁCI:.....	7-55

1. Cíl práce.

V současnosti je problematika směnného kursu v České republice velmi rozšířeným tématem diskuse mezi odborníky i laiky. Od konce roku 1990 se dařilo udržovat stabilní směnný kurs, jenž v prvních letech transformace umožnil exportní expanzi. Chronické deficity běžného účtu platební bilance v posledních letech však napovídají, že v české ekonomice není něco v pořádku. Je jasné, že obnova rovnováhy vnějších ekonomických styků musí být založena na růstu produktivity práce a institucionálních změnách. Protože je ale tento aspekt spíše dlouhodobého rázu, zvolil jsem si jako téma své bakalářské práce úkol možná méně ambiciózní, přesto v krátkém období velmi závažný. Má práce nastiňuje aktuální problémy směnného kursu v České republice a v menším rozsahu umožňuje porovnání s polským režimem směnného kursu.

Poměrně značný význam kladu na první část. Ta obšírně rozebírá teoretický přístup ke směnným kursům. Protože směnné kursy jsou velice úzce svázány s platební bilancí, stručně vysvětlují její základní členění dle druhu plateb a subjektu plátce. Následující podkapitola ukazuje jednotlivé kursové režimy obvyklé v minulosti a nyní - charakterizuje zlatý standard, volně plovoucí směnné kursy a řízené plovoucí kursy. Nejrozsáhlejším oddílem teoretické části je popis běžných teorií směnného kursu.

Protože se stále má za to, že obchodní výměna by měla být hlavním determinantem rovnovážného směnného kursu, mimořádný důraz kladu na teorii parity kupní síly. Snažím se přitom dojít do větší hloubky, než je jen běžný zákon jedné ceny. Teorii rozvíjím o neobchodovatelné zboží a vliv růstu produktivity práce v sektoru obchodovatelného zboží na reálný směnný kurs. Parita kupní síly bývá dodržena spíše jen ve výjimečných případech, a proto uvádím překážky, které vyrovnání cen brání. V závěru pojednání definuji Kravisovu reálnou cenovou hladinu a její převrácenou hodnotu - Exchange Rate Deviation Index (ERDI).

V krátkém období není pro určení výše kursu rozhodující obchodní výměna, nýbrž pojetí měny jako aktiva. Proto se při deskripci teorie nelze vyhnout teorii úrokové parity, která předpokládá, že rizikově očištěné výnosy aktiv v jakékoli měně jsou ekvivalentní. Propojením teorií parity kupní síly a úrokové parity vzniká mezinárodní Fisherův efekt. Tato hypotéza usuzuje, že úrokové sazby, cenový vývoj a vývoj směnných kursů jsou úzce propojeny a že reálné úrokové sazby jsou celosvětově totožné. Poslední teorií směnného kursu, kterou obsahuje tato práce, je monetární přístup. Ten vychází z interakcí na peněžních trzích a poptávku po penězích rozšiřuje analogicky o zahraniční subjekty. Doplněním tohoto modelu o kvantitativní rovnici peněz umožňuje zřetelněji sledovat funkční závislosti.

Následující podkapitola poukazuje na výhody a nevýhody kursových režimů a možnosti aplikace v hospodářské politice.

Nejobjemnější komponentou mé bakalářské práce je rozbor vybraných problémů směnného kursu v České republice. Snažím se nabídnout nekonformní přístup, to, co není všeobecně známo. Do každé práce tohoto typu patří popis historické reality a ani já ji nevynechal. Následující části však již minulost neakcentují.

První z nich poukazuje na určité rozpory, které může způsobovat zavěšení koruny na koš měn - například kolísající zastoupení měn v koši či nesymetrické flukтуаční pásmo.

V únoru 1996 bylo rozšíření flukтуаčního pásma koruny zdůvodňováno zejména z hlediska odrazení "horkých" peněz. Ukazují, že pro tuto změnu bylo více důvodů.

Běžné učebnice makroekonomie nahrazují vztahy účtů platební bilance lineárními funkcemi. Rovněž v této práci jsem se pokusil podobný model sestavit - některé výsledky byly poněkud nestandardní.

V úvahách mnoha ekonomů se často objevují názory, že česká koruna si již neudržuje hodnotu na základě fundamentálních dat a je pouhou spekulací bublinou. Proto ji hodnotím pomocí Krugmanova algebraického testu.

Aktiva denominovaná v korunách vykazují ve srovnání s vyspělými zeměmi při stejném riziku emitenta vysoký úrokový diferenciál. Proto riziko držby korun určuji pomocí modelu CAPM, a to tak, že umísťuji aktiva v korunách na přímkou kapitálového trhu amerického investora.

Od roku 1995 se v ČR velmi rozmohly půjčky ze zahraničí. Ukazují, že ačkoli si podniky své krátké pozice obvykle nejistí, úrokový diferenciál převáží možná devizová rizika.

Poslední částí této kapitoly je deskripce metod pro snížení měnového rizika a jak se používají v České republice.

Následující kapitola posuzuje různé možnosti terapie současné nerovnováhy. Ačkoli vládní ekonomové preferují spíše zvýšenou tvorbu úspor, ukazují že toto řešení spíše není optimální, neboť může ekonomiku zavést do recese.

Administrativní opatření pro omezení importu jsou sice možná, avšak vždy vedou k odvetným opatřením, a výsledek obvykle není veselý pro žádnou ze zúčastněných stran.

Jako optimální řešení bych volil spíše znehodnocení koruny. Přestože se obecně tvrdí, že jeho efekt je spíše negativní, myslím, že v krátkém období nemůže nezlepšit vnější nerovnováhu. Pomocí Marshall - Lernerovy podmínky určuji úroveň depreciace, která by teoreticky měla stačit pro vyrovnaný běžný účet, a vzápětí ukazují překážky, které by spíše podporovaly vyšší znehodnocení. Na konci odhaduji inflační následky depreciace.

Některé země se se ztrátou konkurenceschopnosti domácí výroby vypořádaly po svém - zavedly nový kursový režim. Ani v České republice by podobné řešení nemuselo být chybné. Systém více směnných kursů popisují spíše jako kuriozitu a nelze čekat jeho optimální fungování. Nicméně posuvné zavěšení koruny na stávající koš měn by zřejmě mohlo být snesitelnějším řešením než jednorázová výrazná depreciace.

Poslední kapitola této bakalářské práce charakterizuje režim směnných kursů v Polsku. Výrazná část je popisem historie a problémů s udržováním směnitelnosti a kursu. Protože i Polsko považovalo směnný kurs za nominální kotvu, poukazují na úspěchy, za které mohou být různým systémům fixního kursu vděční. Konec této kapitoly a tím i celé práce srovnává realitu v Polsku a v České republice.

2. Teoretický přístup ke směnným kursům.

2.1. Platební bilance.

[K1],[K3],[K5],[K7],[K9]

Směnné kursy jsou velice úzce svázány s platební bilancí. Platební bilance je souhrnem všech plateb mezi domácí ekonomikou a okolní světem. Je vedena v systému podvojného účetnictví. Její levou část tvoří kreditní transakce, které domácí ekonomiku peněžně „obohacují“ a pravou část složenou z debitních transakcí, které jí peníze ubírají. Dělí se dle dvou kritérií :

2.1.1. Druh plateb.

Platební bilance je součtem běžného účtu platební bilance a kapitálového účtu platební bilance.

Běžný účet zahrnuje veškeré reálné transakce se zahraničím a je součtem zbožové (viditelné) bilance a bilance služeb (neviditelné). Zbožová bilance se rovná převisu vývozu zboží nad dovozem. Podobně bilance služeb znamená rozdíl plateb ze zahraničí do tuzemska nad opačnými platbami za služby výrobních faktorů /výnosy/, dopravu, pojištění aj.

Kapitálový účet je přebytkem zahraničních investic v tuzemsku nad tuzemskými v zahraničí. Zde obvykle dochází k nedorozuměním, neboť „export“ kapitálu /naše investice v cizině/ je debitní položkou, neboť peníze se přesunují do zahraničí, a tak de facto představuje import zahraničních cenných papírů jako reálného předmětu. Opačná situace platí pro „import“ kapitálu.

2.1.2. Subjekt plateb - soukromý či veřejný sektor.

Za platby soukromého sektoru se považují veškeré transakce se zbožím, a to i v případě, že by je prováděl nějaký státní orgán. Dále jsou zde zahrnuty ty položky kapitálového účtu platební bilance, které neprovádějí monetární autority.

Část platební bilance, do které nezasahuje centrální banka nebo ministerstvo financí, se nazývá celkovou bilancí, neboť představuje nerovnováhu soukromé části platební bilance. Protože levá a pravá část platební bilance si je již z principu rovna, je úkolem státu, aby ji dorovnal. Uskutečňuje to tak, že reguluje výši devizových rezerv nebo mění dlužnickou či věřitelskou pozici státu vůči zahraničí.

2.2. Proč existují devizové kursy?

[K2],[K7],[K9]

Devizové kursy spojují domácí ekonomiku se zahraničím a tím zprostředkovávají vlivy vnějšího prostředí. V ekonomice, která není izolovaná od ostatních, se změny devizových kursů dotýkají všech: podniků, spotřebitelů i státu.

Devizový kurs je cenou jedné měny vyjádřené v jednotkách jiné měny. Obvykle se rozlišuje přímý kurs, jenž je počtem jednotek domácí měny za jednu jednotku zahraniční, a nepřímý, který znamená počet jednotek zahraniční měny za jednu jednotku domácí měny. Výše směnného kursu je rozhodující makroekonomickou veličinou v ekonomice, neboť determinuje mezinárodní pohyby zboží. Je zřejmé, že pokud by byly všechny ekonomiky identické, nebylo by účelné zavádět více měn a tím i směnné kursy. Protože

však takové nejsou, ceny zboží v různých zemích se liší, a to nejen absolutně, ale i relativně. Je to důsledek různých technologií, dostupnosti výrobních faktorů a spotřebitelských preferencí. Konkurenceschopnost hospodářství země je rozpoznatelná z vývoje běžného účtu platební bilance. Cílem každé země je, aby bilance toků ze zahraničí a naopak byla vyrovnaná. Avšak i dlouhodobě vyrovnaná bilance se v krátkém období vychyluje oběma směry, a tedy směnný kurs nelze v každém okamžiku snadno odvodit.

Pokud se mění devizový kurs, mění se alokace zdrojů jak v tuzemsku, tak i v zemích, které se účastní hospodářských vztahů s domácími ekonomickými subjekty. Pokud se domácí měna znehodnocuje, bude dovážené zboží relativně dražší vůči tuzemským substitutům, a spotřebitelé budou poptávat více tuzemského zboží na úkor zahraničního. V zahraničí bude situace opačná, neboť jejich měna se vůči tuzemské znehodnocuje a tamní zákazníci se přeorientují na dovážené zboží z „naší“ země. Proto tvoří devizový kurs důležitý faktor, který umožňuje určit cenu kteréhokoli zboží na světě v jedné měně, a tak posoudit výhodnost transakcí.

Oproti tomu kapitálový účet platební bilance nezávisí příliš na konkrétní výši směnného kursu, jako na jeho stabilitě. Zahraniční investoři musí zohledňovat nejen kurs v den investice, ale i jeho výši v době, kdy jim má být vyplácen výnos. Samozřejmě jsou tyto výpočty jednodušší, pokud kurs nepodléhá přílišným fluktuacím.

2.3. Systémy směnných kursů.

[K1],[K3],[K9]

Protože je v zájmu většiny účastníků směny, aby interakce se zahraničím probíhaly bez zbytečných ztrát, je směnný kurs veličinou, kterou pečlivě sleduje centrální banka a vláda každého státu. Rozeznáváme tři systémy podle způsobu ukotvení hodnoty: klasický zlatý systém, volně plovoucí a řízené kursy.

2.3.1. Klasický zlatý standard.

Tento systém je typickým zástupcem pevných směnných kursů. Fungoval od druhé poloviny devatenáctého století až do první světové války. Mezinárodní obchod se realizoval mincemi, které měly daný obsah zlata. Kromě mincí existovaly samozřejmě i bankovky, které ale byly bezprostředně směnitelné za zlato. Protože tyto komoditní peníze bylo možno přeměňovat navzájem přetavením a ražbou, kurs byl dán poměrem množství zlata v jednotlivých platidlech - mluvilo se o tzv. paritě zlatých obsahů. Jediné přípustné odchylky kursu byly způsobeny náklady na převoz a přetavení mincí, které vytvářely spread prodeje a nákupní ceny.

Zlatý standard disponoval tzv. automatickým mechanismem přizpůsobování směnného kursu. Pokud určitá země v důsledku dovozů převyšujících vývozy platí partnerům svými zlatými mincemi, její vlastní měnová základna se snižuje, a tudíž dojde k poklesu mezd a cen v poměru stejném, jako pokleslo množství oběživa. Díky domácí deflaci se stane domácí hospodářství konkurenceschopnější a zásoba peněz opět vzroste na určitou úroveň. Dlouhodobě pak má směnný kurs tendenci setrvávat v této dynamické rovnováze. Jako první popsal tento princip britský filosof Hume a vyplývá z něj i kvantitativní rovnice peněz $p.Q = M.v$.

2.3.2. Systém volně plovoucích směnných kursů.

Tento systém spadá do skupiny pružných směnných kursů. Znamená to, že směnný kurs je determinován interakcí poptávky a nabídky, bez netržních zásahů vlády - měna tedy odpovídá prakticky jinému zboží. Protože tento kurs je určován nejen předvídatelnými faktory, kterými jsou poptávka a nabídka deviz potřebných pro obchodní platby korporací, ale i spekulacemi a krátkodobými investicemi, je takto vytvořený kurs mnohem méně vyrovnaný, než kurs řízený. V současnosti je většina měn řízena, a žádná významnější světová měna není zcela volně plovoucí.

2.3.3. Řízené plovoucí směnné kursy.

Tento systém v hlavních rysech odpovídá předešlému, vláda však zaujímá aktivní roli. Snaží se snížit kursově riziko, a má představu o mezích, ve kterých by se měl výsledný kurs nacházet.

Dnes většina zemí má pevné směnné kursy a k intervencím přistupují i země jako USA, Velká Británie či Japonsko. Centrální banky těchto zemí se snaží zmenšit krátkodobé výkyvy kursů, a někdy se též pokusí kurs samy změnit na vhodnější, např. z důvodů platební bilance. Některé země si stanoví přímo cílové zóny, v kterých kursy udržují.

Měny ekonomicky slabších zemí se většinou neobchodují na mezinárodním měnovém trhu, navíc nejsou dostatečně silné, aby si mohly dovolit intervenovat. Proto se zavěšují na některou silnou zahraniční měnu nebo koš takových měn a tento kurs administrativně udržují. K tomu užívají nejčastěji intervence. V případě poklesu kursu měny pod určitou úroveň ji nakupují na světových trzích a touto dodatečnou poptávkou sledují její apreciaci. Při poklesu postupují opačně. Intervence může být sterilizovaná - centrální banka současně nakoupí či prodá státní pokladniční poukázky za účelem zachování konstantní peněžní zásoby - nebo prostá, nesterilizovaná. Za cílovou zónu, ve které by se kurs měl nacházet považují většinou některou z parit národních měn.

1.) Parita kupní síly.

Takto stanovený kurs odpovídá srovnání cenových hladin v obou státech, jichž se kurs týká, popřípadě životních nákladů odvozených ze spotřebních košů. Protože není stanoven tržními silami, bývá obvykle nerovnovážený. Tyto směnné kursy jsou užívány zřídka, zejména pro turistiku.

2.) Parita reprodukčních nákladů.

Tato metoda určení kursu je obdobou předchozího s tím rozdílem, že do zboží braného v úvahu pro stanovení parity je zahrnuto jen to a v takovém množství, jak se obchoduje na zahraničních trzích. Základem směnného kursu mohou být buď marginální hodnoty reprodukčních nákladů cizí měny, nebo hodnoty průměrné. Při užití marginálních hodnot je platební bilance vyrovnaná, neboť takovýto kurs je obdobou tržního.

Kursy ukotvené na paritě reprodukčních průměrných nákladů se vyskytují v centrálně plánovaných ekonomikách, kde lze určit podnikatelským subjektům kam, co a za kolik vyvezou a dovezou. V tržních ekonomikách by vedly k nerovnováze, protože subjekty s vyššími než průměrnými produkčními náklady by k produkci deviz nepřispěly - vedlo by to k nekonečné spirále devalvací.

3.) Parita měnových obsahů.

Koncem první poloviny našeho století se zlato přestalo užívat k přímým platbám, nicméně měny byly stále na zlatě závislé - kursy většiny důležitějších měn byly zavěšeny na americký dolar, a od střední hodnoty se nesměly odchýlovat více než o 1%. Dolar měl stanovený zlatý obsah a byl za zlato směnitelný. Tento systém, nazvaný podle místa dohody jako Bretton - Woodský leží na pomezí mezi pevnými a řízenými směnnými kursy. Užíval se v letech 1944 - 1971.

Další obměnou řízeného kursu je měnový blok. Je jím skupina měn států, které se zavázaly udržovat určité poměry mezi jejich měnami s relativně malými odchylkami, nicméně vůči dalším světovým měnám jsou v předem nedefinovaném poměru. Mezinárodní arbitráž však tyto rozpory záhy odstraní. Příkladem měnového bloku je evropský měnový systém, jenž byl založen 1979. Měny členských států jsou tam udržovány v pevném poměru k ECU $\pm 2.25\%$, kde ECU je měnou vázanou na vážený průměr měn členů.

2.4. Nejrozšířenější teorie směnného kursu.

[K1],[K5]

Je rozdíl v silách, které určují směnné kursy v krátkém a dlouhém období.

Většina obchodů na měnovém trhu není realizována za cílem mezinárodního obchodu, ale spekulace či jiného zhodnocení aktiv. Proto v krátkém období je kurs převážně určen těmito krátkodobými přesuny. Protože ale bývají tyto transakce vratné - tedy po uplynutí doby, na kterou byly peníze investovány, jsou navraceny do země původu - vytvářejí položku s opačným znaménkem v platebních bilancích. Výjimku tvoří pouze přímé zahraniční investice, které bývají dlouhodobé a zpětnou platbou jsou jen výnosy za užívání cizích výrobních faktorů. Dominantní teorií ovlivňující směnné kursy v krátkém období je teorie parity úrokové míry.

Fundamentálními faktory pro platební bilanci v dlouhém období vždy byl a je zahraniční obchod, neboť jen ten je schopen popsat konkurenceschopnost země a udržitelnost jejího financování. Proto trendovou linii, po očistění od spekulativních odchylek, tvoří přibližně poměr cen zboží, které je předmětem mezinárodního obchodu. Stále uznávanou teorií kursu v dlouhém období je teorie parity kupní síly.

2.4.1. Teorie úrokové parity - interest rate parity (IRP).

[K1],[K6]

V krátkém období není směnný kurs ani tak determinován vývojem běžného účtu platební bilance jako kapitálovým účtem. Investoři se snaží najít příležitosti jak co nejlépe zhodnotit své prostředky a v posledních dvaceti letech je jejich důležitým předmětem zájmu mezinárodní investování.

Protože je informační systém dnešních investorů velice dokonalý, ziskové příležitosti bývají okamžitě odhaleny a díky arbitráži se během vteřin vytrácejí. Stejně jako se vyrovnává míra výnosu v uzavřené ekonomice, se tomu tak děje i v mezinárodním měřítku. Protože se při investování objevuje další proměnná, která ovlivňuje očekávané výnosy - směnný kurs -, je třeba hrubý výnos denominovaný v cizí měně konvertovat na tuzemskou. Směnné kursy jsou v současnosti značně fluktuující veličinou, a tak je třeba jeho vývoj zahrnout do výpočtu očekávaného výnosu.

Investor má tedy dvě možnosti: investovat ve své domácí měně a získat bezrizikový výnos $(1+i_d)$, nebo konvertovat své peníze za cizí měnu promptním kursem r_t , investovat do zahraničních aktiv, která vynesou $(1+i_f)$, a opět směnit na domácí měnu kursem r_{t+1} . Protože rovnovážnou podmínkou jsou vyrovnané výnosy z obou způsobů investování, platí:

$$\frac{r_{t+1}}{r_t} = \frac{(1+i_d)}{(1+i_f)}$$

Pokud předpokládáme, že budoucí kurs si zařídíme forward kontraktem a domácí úrokovou míru dobře známe, zůstávají proměnné, které rozhodují o rovnováze, i_f a r_t . Proto můžeme z každé úrokové míry v zahraničí odvodit rovnovážnou podmínku pro promptní směnný kurs. Promptní kurs je nepřímo úměrný úrokové míře v zahraničí - je-li vyšší promptní směnný kurs, vymění zahraniční investor své peníze za více jednotek zahraniční měny a k dosažení stejného výnosu jako doma mu postačí nižší zahraniční úroková sazba. Tedy investorovy izoziskové křivky tvoří síť hyperbol.

2.4.2. Teorie parity kupní síly - Purchasing Power Parity (PPP).

[K1],[K2],[K6],[PE1]

Parita kupní síly měny je zobecněním zákona jedné ceny z domácí cenové hladiny na mezinárodní úroveň. Je logické, že pokud se zvyšuje cenová hladina v různých zemích odlišně, mění se i jejich konkurenceschopnost, kterou by měl zohlednit směnný kurs. Tudíž by mělo stát zboží v různých státech po přepočtení směnným kursem stejnou sumu. Existují dvě verze teorie parity kupní síly: absolutní a relativní.

2.4.2.1. Absolutní teorie parity kupní síly.

Absolutní teorie parity kupní síly tvrdí, že na propojených, dokonale konkurenčních trzích by se měl jeden druh zboží prodávat za stejnou cenu. Tedy abstrahujeme-li od tržních neefektivností, musí platit $p_i = e \cdot p_i^*$, kde p_i, p_i^* jsou ceny daného zboží v tuzemsku, resp. v zahraničí a e je směnný kurs.

Za předpokladu, že tržní koš obou zemí obsahuje shodný poměr každé komodity, platí, že směnný kurs lze stanovit stejně z poměru individuálních cen zboží jako z poměru cenových hladin daných zemí.

$$e = \frac{P}{P^*} = \frac{\text{cena_standardního_spotřebního_kose_v_tuzemsku}}{\text{cena_standardního_spotřebního_kose_v_zahranici}}$$

Je ověřeno zkušeností, že tento model determinace směnného kursu neplatí. Je tomu tak, neboť existují překážky mezinárodního obchodu. Mezi nejvýznamnější patří dopravní náklady, dále pak bariéry obchodu zavedené státy, jako jsou cla a kvóty a v neposlední řadě i informační a další transakční náklady.

I když zohledníme jakékoli námitky vůči absolutní teorii parity kupní síly, nemůžeme její myšlenku zamítnout - totiž že cenový vývoj má důležitý dopad na kolísání směnného kursu. Proto vznikla slabá nebo též relativní teorie parity kupní síly.

2.4.2.2. Relativní teorie parity kupní síly.

Relativní teorie parity kupní síly se nedomnívá, že kurs nám umožňuje přepočítat ceny v různých zemích tak, že cena jednoho druhu zboží bude stejná. Místo toho přeformulovává paritu nikoli jako absolutní velikost ukazatelů, ale jako jejich změny. Z toho vyplývá, že míra znehodnocení domácí měny odpovídá rozdílu domácí a zahraniční inflace.

$$\frac{\partial e}{\partial t} = \frac{\partial P}{\partial t} - \frac{\partial P^*}{\partial t} = \Pi - \Pi^*$$

Protože můžeme předpokládat, že překážky zahraničního obchodu jsou nezávislé na změnách směnného kursu, považujeme je za konstantní. Potom je tato relativní PPP jen mírnou odchylkou od absolutní, a to v tom, že bere v úvahu faktor zohledňující překážky.

$$e = \theta \cdot \frac{P}{P^*}, \text{ kde } \theta \text{ je konstantní koeficient překážek obchodu.}$$

Protože je zde inflace rozhodující veličinou, nazývá se tato teorie často inflační teorií parity kupní síly. Kvůli rozdílnosti národních ekonomik se báze ukazatelů inflace liší. Nelze tedy použít ke zkoumání žádný z běžně uváděných ukazatelů, což užití komplikuje.

2.4.2.3. Odchylky od teorie parity kupní síly.

Nelze očekávat jak v krátkém, tak ani v dlouhém období, že by podmínka parity kupní síly byla dodržena. Je tomu tak přinejmenším ze tří důvodů:

- 1.) Směnné relace se mění v důsledku různé struktury zahraničního obchodu.
- 2.) Růst domácího a zahraničních hospodářství vede k nestejným výchylkám u cen různých komodit.
- 3.) Protože mzdy a ceny jsou v krátkém období strnulé, jakákoli změna měnových a směnných ukazatelů způsobí změny relativních cen.

Strukturální odchylky.

Strukturální odchylky jsou způsobeny různou strukturou hospodářství obchodujících zemí. Nelze předpokládat, že všechny komodity a služby jsou obchodovány na mezinárodním trhu, kde jsou ceny bližší těm za dokonalé konkurence. Především existuje široká množina služeb, které nemohou být obchodovány z důvodů prohibitivních transakčních nákladů a též poměrně dost zboží, které se neobchoduje.

Pokud předpokládáme, že cena mezinárodně obchodovatelného zboží je celosvětově identická, avšak cena neobchodovatelného zboží se může lišit, má smysl definovat poměr

cenových hladin obou zemí měřených stejnou měnou: $R = \frac{P}{e \cdot P^*}$. Protože cenové hladiny

obou zemí jsou založeny na stejném podílu vah, obsahují obě cenové hladiny stejný podíl zboží obchodovatelného i neobchodovatelného. Vývoj cen obchodovatelného zboží, který je pro spotřebitele obou zemí shodný, se v cenových hladinách projeví stejně, a tak můžeme vliv změny ceny obchodovatelného zboží na relativní cenovou hladinu opominout. Naproti tomu neobchodovatelné zboží, jehož ceny nemají tendenci se vyrovnat, tento poměr mění.

Opačně je tomu u produktivity práce. Neobchodovatelné zboží a služby má velmi malý rozptyl produktivity mezi státy se zcela jinými ekonomickými úrovněmi. Poměr

cenových hladin je rostoucí funkcí poměru produktivity práce doma a v zahraničí vyráběného obchodovatelného zboží.

$$R = R\left(\frac{h}{h^*}\right), \text{ kde } h, h^* \text{ jsou produktivity práce doma, resp. v zahraničí.}$$

Je tomu tak, protože růst produktivity doma vyráběného obchodovatelného zboží umožní zvýšit v tomto odvětví reálné mzdy. Protože v zájmu sociálního smíru není možné ponechat mzdy v sektoru neobchodovatelného zboží nižší, přičemž zde k růstu produktivity běžně nedochází, musí ceny neobchodovatelného zboží vzrůst. Proto roste i cenová hladina P a relativní cenová hladina R rovněž roste. Alternativou růstu mezd je apreciacie měny, která snižuje směnný kurs e a relativní cenová hladina r by opět měla stoupnout.

Protože i zde uvedené předpoklady jsou pro PPP příliš silné, další významné odchylky jsou způsobeny odchýlnými preferencemi spotřebitelů, produkčními funkcemi jakož i odlišnou fiskální politikou.

Přechodné odchylky.

Odchylky od parity jsou obvykle trvalé a značně velké. Je to dáno různou tvorbou cen, mezd a směnných kursů. Ceny a mzdy v ekonomice se přizpůsobují pomalu a zejména v krátkém období jsou dolů nepružné. Oproti tomu směnný kurs se přizpůsobuje velmi rychle a měnový trh se značně přibližuje efektivnímu.

Firmy obvykle stanovují ceny přírážkou k nákladům, z nich nejdůležitější jsou mzdové. Protože mzdy jsou určovány kolektivními smlouvami platnými po delší časové období, je při fixní výši přírážky rovněž cenová hladina krátkodobě fixní, a tak se každá změna nominálního kursu stejně projeví v inflačně očištěném reálném kursu. Proto jsou při větších výchylnkách nominálního kursu testy PPP odsouzeny k nezdaru.

2.4.2.4. Stanovení „parity“ kupní síly.

Často je nutné posoudit relativní ceny v různých zemích a srovnat je s platným kursem, a tak byl vytvořen model cenové parity, který nezahrnoval všechny komodity v zemi dle nějakého běžného cenového indexu. Místo toho se skládal z konečné množiny

komodit a užíval stejné váhy pro domácí i zahraniční ekonomiku:
$$PPP = \sum_{i=1}^n a_i \cdot \left(\frac{P_i}{P_i^*}\right)$$

Jak vidíme, do tohoto indexu je zvoleno pouze n komodit, přičemž váhy a lze užít buď příslušné jedné ze zemí, nebo mezi nimi.

$$\text{Kravisova reálná cenová hladina} \equiv \frac{PPP}{e}$$

Tato reálná cenová hladina je mírou odchylky této množiny komodit od zákona jedné ceny. Její převrácená hodnota se někdy nazývá **Exchange Rate Deviation Index (ERDI)**. Tento index vyjadřuje, kolikrát je domácí cenová hladina nižší než světová.

2.4.3. Mezinárodní Fisherův efekt.

[K2],[K6]

Teorie parity kupní síly je úzce spojena s nominálními úrokovými sazbami. V každé ekonomice platí Fisherovo pravidlo, že nominální úroková míra obsahuje reálnou úrokovou míru a očekávanou inflaci. Dále platí, že investice denominované v různých měnách by měly mít stejný očekávaný výnos. Tedy:

$$\begin{aligned}i &= r + \Pi^E \\i^* &= r^* + \Pi^{*E} \\i &= i^* + \frac{\partial e}{\partial t}\end{aligned}$$

Poslední výraz je podmínkou úrokové parity obou měn. Pokud ale platí PPP, potom musí být změna směnného kursu v čase rovna rozdílům inflace v obou zemích.

$$\begin{aligned}\frac{\partial e}{\partial t} &= \frac{\partial P}{\partial t} - \frac{\partial P^*}{\partial t} = \Pi^E - \Pi^{*E} \\i - \Pi^E &= i^* - \Pi^{*E} \\r &= r^*\end{aligned}$$

Proto kombinace teorie úrokové parity a teorie parity kupní síly tvrdí, že při abstrakci od nejistoty a rizika při zahraničním investování budou reálné úrokové míry stejné v celosvětovém měřítku.

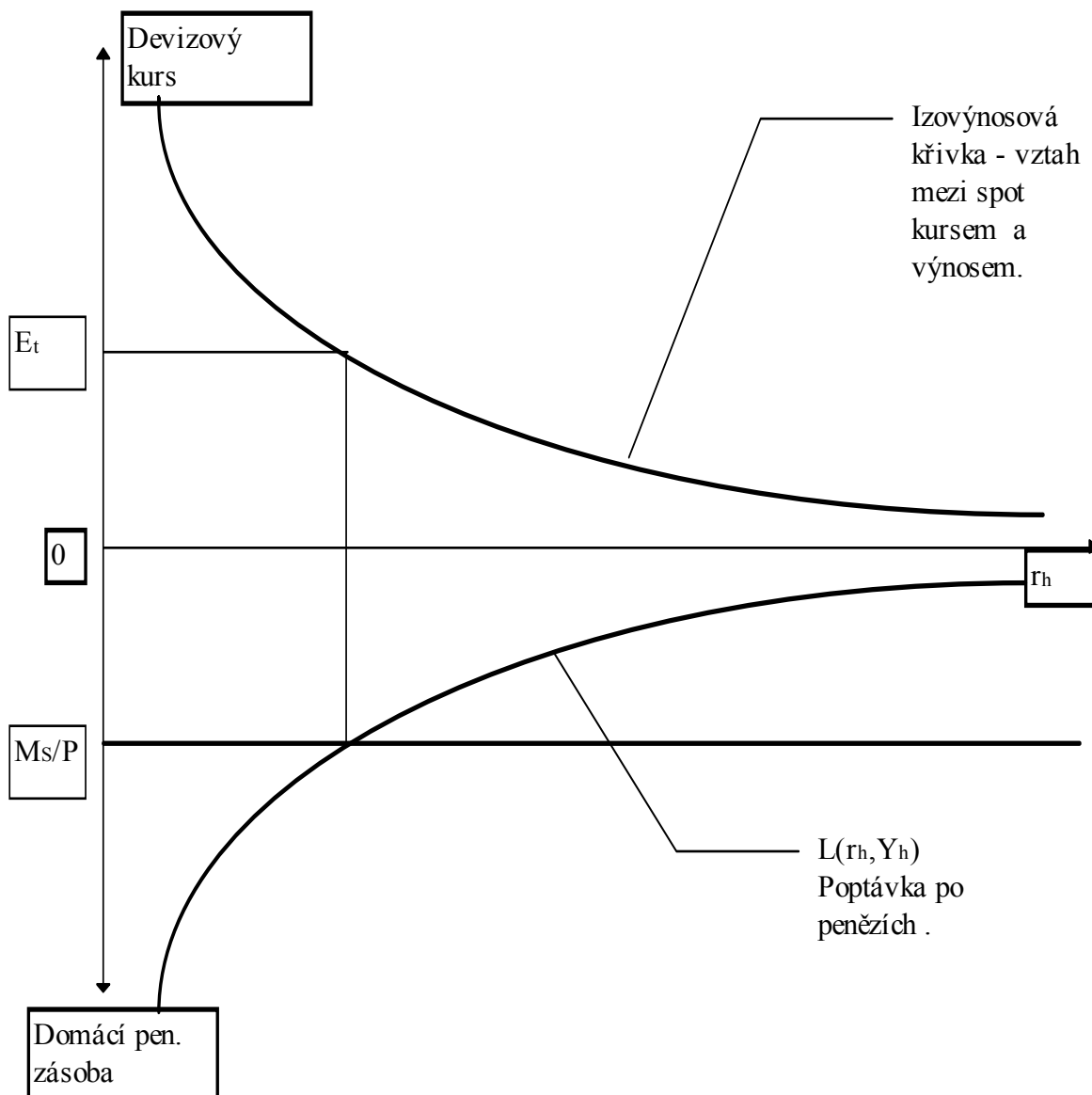
V praxi se tento efekt opět neprojevuje plně. Platí, že roste-li inflace, nominální úroková míra neroste o celý její nárůst. Stejně tak i směnný kurs nezohlední plně nárůst cenové hladiny. Proto lze z tohoto efektu vyvodit jen takový závěr, že má-li nějaká země vyšší úrokové sazby, má obvykle vyšší inflaci a její měna se znehodnotí. Tato depreciace je však většinou nižší, než úrokový diferenciál, a tak se doporučuje investovat do měn s vyšší nominální úrokovou mírou.

2.4.4. Monetaristický model determinace směnného kursu.

[K1],[K5],[FUI]

Protože kurs je v krátkém období spíše určen změnami v peněžním sektoru než v sektoru reálném, je rozhodující veličinou určující jeho změny vládní monetární politika. Předpokládáme, že peníze mají dvě základní funkce, a to transakční a hodnotu uchovávající. Transakční poptávka je přímo úměrná velikosti nominálního GDP, neboť s jeho růstem se zvyšuje i množství transakcí v zemi. Funkce uchovávání hodnoty, je navíc závislá na úrokové sazbě. Pokud roste úroková míra, rostou náklady příležitosti držby peněz, které nejsou úročeny, a poptávka po nich klesá.

Protože propojené mezinárodní finanční trhy budou považovat depozita v jakékoli měně za své dokonalé substituty, očekávaná míra výnosu depozit denominovaných v různých měnách se bude vzájemně přibližovat. Zatím předpokládáme, že nabídku peněz má plně pod kontrolou centrální banka, tudíž jde o exogenní veličinu, která determinuje přes poptávku po penězích úrokovou míru. Propojením této úrokové míry s teorií úrokové parity získáme determinaci směnného kursu trhem aktiv.



2.4.4.1. Faktory na straně poptávky po penězích.

1. Vzroste-li GDP, vzroste i transakční poptávka po penězích. Nezareaguje-li na to centrální banka adekvátním zvýšením měnové zásoby, vzroste úroková míra. Protože je nutné dodržet pravidlo úrokové parity, musí se promptní kurs zhodnotit, případně budoucí kurs znehodnotit. Implikuje to, že při vyšším domácím produktu se měna bude postupně znehodnocovat.

Vyplývá to rovněž z faktu, že roste-li produkt, zvyšují se reálné příjmy obyvatelstva. Pokud je poptávka po exportu daná preferencemi zahraničních spotřebitelů, nemůže se zvýšit s růstem GDP. Avšak protože je mezní sklon k importu kladný, zvýší se zcela jistě dovoz zboží, a tak bude mít měna tendenci ke znehodnocení i podle běžného účtu.

2. Autonomní růst exportu zvyšuje transakční poptávku po penězích, proto naroste i úroková míra a promptní kurs se zvýší stejně jako v předchozím případě. Protože se však

v tomto případě dlouhodobělepší běžný účet platební bilance, nemusí se budoucí kurs znehodnotit o tolik, jako v předchozím případě.

3. Preferují-li domácí spotřebitelé dovážené zboží, domácí produkce je vytlačena a GDP klesá. Stejným směrem se bude pohybovat i transakční poptávka po penězích. Následný pokles úrokových měr způsobí okamžité znehodnocení měny.

2.4.4.2. Změněná nabídka peněz.

Pokud se centrální banka rozhodne zvýšit nabídku peněz, úroková sazba obvykle v důsledku efektu likvidity klesá. Proto musí klesnout i promptní směnný kurs. Budoucí kurs se však již nezhodnotí na stejnou úroveň, jako před monetární expanzí. Je tomu tak, neboť zvýšení měnové zásoby neodpovídající růstu reálného GDP a z toho vyplývající vzestup cen snižuje konkurenceschopnost země, jež následnou apreciaci již neumožní. Analogicky měnová restrikce bude mít opačné následky.

2.4.4.3. Doplnění kvantitativní rovnice peněz do monetaristického modelu.

Určitým rozšířením monetaristického modelu je začlenění kvantitativní rovnice peněz. Kvantitativní rovnice peněz nám udává souvztažnost cen, měnové zásoby, reálného GDP a rychlosti oběhu peněz - tedy kolikrát je každá měnová jednotka užitá k nákupu finálních statků a služeb.

$$P \cdot Q = M \cdot v \wedge k = \frac{1}{v} \Rightarrow P = \frac{M}{k \cdot Q}$$

$$P^* \cdot Q^* = M^* \cdot v^* \wedge k^* = \frac{1}{v^*} \Rightarrow P^* = \frac{M^*}{k^* \cdot Q^*}$$

$$z_{-PPP}: r = \frac{P}{P^*} = \frac{M}{M^*} \cdot \frac{k^*}{k} \cdot \frac{Q^*}{Q} / \ln, \frac{d}{d}$$

$$\frac{\Delta r}{r} = \frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta P^*}{P^*} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta M^*}{M^*} + \frac{\Delta k^*}{k^*} - \frac{\Delta k}{k} + \frac{\Delta Q^*}{Q^*} - \frac{\Delta Q}{Q}$$

Ačkoli tyto rovnice anticipují nepříliš implicitní předpoklad jednotkových elasticit směnného kursu na vývoji všech proměnných, směr závislosti zůstává zachován. Proto:

1. Roste-li domácí **peněžní zásoba** rychlejším tempem než v zahraničí, měna má tendenci se znehodnocovat.
2. Roste-li domácí **produkt** rychleji než v zahraničí, měna se zřejmě zhodnotí.
3. Zvýší-li se **rychlost oběhu** peněz doma více než v cizině, pravděpodobně vzroste domácí cenová hladina více než zahraniční a domácí měna se znehodnotí.

Kdyby platil předpoklad monetaristů, že rychlost oběhu je stálá a **nezávisí** na úrokové míře, postrádala by přítomnost tohoto členu smysl. Leč není tomu tak, rychlost konstantní není a je silně pozitivně korelována s úrokovou mírou.

Proto musíme zahrnout i do tohoto zkoumání vliv úrokových měr. Stoupá-li domácí úroková míra, rychlost oběhu ji následuje, koeficient k klesá a promptní kurs domácí měny se znehodnocuje.

Monetární přístup je nesporně elegantní, bohužel nebere dostatečně v úvahu reakce domácí ekonomiky. Jeho proměnné je obtížné statisticky testovat, neboť jsou funkčně závislé.

2.5. Směnné kursy a hospodářská politika.

[K4],[K11]

2.5.1. Pevné směnné kursy

Je-li kurs jedné národní měny vázán na měnu jinou, je očividné, že tyto země nemohou při tvorbě své hospodářské politiky nepřihlížet k politice partnerů.

Pevný směnný kurs má mnoho výhod pro aktéry tržní ekonomiky. Nejdůležitější z nich je eliminace kursových rizik. To znamená, že pokud obchodují země s pevně daným kursem, žádný z partnerů nemusí přemýšlet o budoucím vývoji kursu, proto může bez větších rizik poskytovat například dodavatelské úvěry za podmínek podobných tuzemským.

Mezi nevýhody patří nezbytnost nepopulárních administrativních opatření v případě odlišného vývoje zavěšených ekonomik. Pokud v jednom státě vzroste inflace nad úroveň běžnou ve druhých státech, je zboží z dovozu relativně levnější, a naopak vývoz přestane být za dané ceny rentabilní. Prvním nepříjemným důsledkem je zhoršení obchodní bilance státu zažívajícího inflaci. Dalším je možnost rozšíření inflace - za předpokladu netečnosti centrální banky začne zvýšená poptávka spotřebitelů státu s inflační měnou zvyšovat cenovou hladinu i v ostatních státech svázaných s ním měnou. Proto bude zřejmě nezbytné, aby centrální banka přistoupila k devalvaci inflační měny o diferenciál inflace svázaných států. Je samozřejmě možná i situace, kdy vyšší inflace v hospodářsky slabším partnerovi je utlumena spojením se stabilní měnou partnera, to se však neobejde bez poklesu produktu a zaměstnanosti.

Při pevném směnném kursu je účinnější fiskální politika, neboť díky mezinárodním tokům kapitálu je míra vytlačování soukromých investic menší. Oproti tomu monetární politika často selhává, poněvadž kapitálové přesuny motivované neexistencí kursového rizika převyšují možnosti kterékoli centrální banky.

2.5.2. Pružné směnné kursy.

Volně plovoucí i řízené plovoucí kursy poskytují tvůrcům hospodářské politiky značnou svobodu. Nicméně ani zde jim nemůže být směnný kurs lhostejný - nelze kvůli tokům kapitálu zničit průmysl.

Výhodou pružných kursů je volné přelévání kapitálu, navíc země jsou navzájem izolovány od inflačních vlivů, pokud obchodované komodity mají domácí substituty. Nevýhodou je existence kursových rizik - korporace se musí jistit před ztrátami. Toto jištění není laciné a snižuje exportní potenci země. Lze říci že zatímco v systému pevných kursů nesl rizika stát, u pružných jsou to jednotlivé tržní subjekty.

Při pružných směnných kursech lze výhodněji užívat měnové politiky, neboť monetární autority již neupřednostňují cíl vyrovnané platební bilance. Protože již neintervenují na devizovém trhu, mohou udržovat měnovou zásobu autonomně.

3. Kursový režim v České republice.

3.1. Historie směnných kursů od roku 1989.

[K8],[K12],[O2],[O3],[O4],[O5]

V roce 1954 byla Československá republika vyloučena z Mezinárodního měnového fondu, a tak nebyla nucena udržovat žádný běžný model směnného kursu. Protože devizy nebyly alokovány trhem, ale státem, rovněž směnný kurs byl determinován rozhodnutím Státní banky Československé. Saldo platební bilance nebylo v žádném vztahu s kursem, neboť stát byl sto regulovat kreditní i debitní stranu platební bilance.

Směnný kurs byl udržován na úrovni odpovídající průměrným nákladům na získání deviz. Tím, že mezi exportéry byly podniky, jejichž náklady byly vyšší, než výnosy z konverze deviz, nezbylo státu nic jiného, než je dotovat. Stát se částečně choval jako diskriminující monopson, neboť dotace byla nepřímou úměrnou efektivitě podniku, a žádný vývozce nemohl využít své nákladové výhody. Všechny podniky tedy získávaly příjmy z exportu stejné, jako jejich individuální průměrné náklady plus přiměřený zisk.

Zahraněční turisté byli podrobena povinnosti minimální směny valut a stát tak získával zahraniční měnu i od nich za netržní cenu.

Avšak ani debitní stránka platební bilance neměla jednotný kurs. Dovozy pro podnikovou sféru byly striktně určovány státem a jejich směnný kurs byl mnohem nižší než turistický. Ten byl doplněn o celou paletu příplatků a koeficientů.

Zvláštní druh zúčtování se používal mezi členskými zeměmi RVHP, které k mezinárodnímu obchodu používaly konvenční měnu - převoditelný rubl. Jeho výše umožňovala například dovoz surovin ze SSSR za bezkonkurenčně nízké ceny.

Přestavba hospodářského mechanismu byla v Československu oddalována a značně omezována, a tak rozklad hospodářství typický pro SSSR se neuskutečnil v plné síle. Nicméně v letech 1988-9 byly zavedeny některé změny, z nichž některé nebyly úplně zavrženíhodné. Příkladem může být uzákonění práva obyvatel na zakládání devizových účtů nebo odstranění systému koeficientů ke směnnému kursu.

Opačnou stranou mince se ukázal být kvazitržní přístup k podnikům činným v mezinárodním obchodě. Těm bylo rovněž povoleno zakládat devizové účty a nabídková povinnost omezena. Ty, v očekávání trvalého převisu poptávky po devizách, si devizy nechávaly pro své použití, a totální nedostatek cizí měny se záhy projevil. Státní moc doplnila toto opatření devizovými aukcemi - obdoba burzovního trhu aktiv. Tam se měla soustřeďovat nabídka a poptávka po devizách, leč dostavila se spíše poptávka... Kursy dosáhly takových absurdních hodnot, jako 105Kčs/USD. Tento kříženec trhu a plánu dožil v roce 1990.

Rok 1990 byl obdobím, kdy se projevil ohromný hlad po devizách a devizové rezervy pomalu braly za své. Devalvace se ukázala být jediným možným řešením. Nebylo však jasné, jak velká by měla být. Doporučení různých států a organizací vykazovala značný rozptyl. Nejvyšší doporučení patřilo Mezinárodnímu měnovému fondu - 33-35 Kčs za USD. Je to zcela pochopitelné, neboť ten, jakožto největší věřitel ČSSR, potřeboval dlužníka schopného splácet. Naopak nejnižší cenu dolaru navrhovala japonská Eximbank, a to 20 korun za dolar. To je však možno přičíst japonské praxi proexportní a protiimportní politiky, která je schopna udržovat i nadhodnocené kursy.

Představa vlády o rovnovážném kursu se pohybovala okolo 24Kčs/USD, avšak ani tím si nebyla jista. Proto se značně rozmohly diskuse o optimu na stránkách odborných i

laických časopisů, které opět vedly k další eskalaci dovozů a zadržování inkasa za vyvážené produkty. Proto konečné rozhodnutí vlády znělo 28Kčs za 1USD, zavedení dovozní příirážky a značně limitované možnosti nákupu valut obyvatelstvem.

Jako kursový režim byl implementován systém měnového koše - znamená to, že koruna má hodnotu váženého průměru měn, které se nejvíce užívají v mezinárodním obchodě ČSSR. V roce 1990 tento koš obsahoval pět měn - německou marku (45,52%), americký dolar (31,34%), rakouský šilink (12,35%), švýcarský frank (6,55%) a britská libra (4,24%). Tedy i když byl kurs koruny definován jako pevný, znamenalo to, že je fixní jen vůči váženému průměru měn. Pokud by byl totiž fixní ke každé jednotlivé měně obsažené v koši, pak by se při změně kursu některé z "košových" měn vůči jiné na světovém trhu a při stálém kursu vůči koruně vyplácela arbitráž. Ale tehdy byl kapitálový účet chráněn proti odlivu kapitálu, a tudíž toto opatření nebylo nezbytné.

S devalvací úzce souviselo zavedení takzvané vnitřní směnitelnosti. Znamená to, že podnikatelé získali právo nakupovat zahraniční zboží a hradit jej ze svého korunového účtu. Pro zamezení spekulacím se povolovaly jen bezhotovostní platby.

Následky devalvace nejsou zcela zřejmé. Začátkem roku 1991 totiž došlo současně k liberalizaci cen, a tak inflační následky je těžké od sebe abstrahovat. Pozitivem takto tvrdého znehodnocení byl nárůst exportu a zejména omezení importu. Dovoz klesl ze dvou důvodů: nejen proběhla substituce směrem k domácímu zboží, ale rovněž významně kleslo reálné bohatství, a tak se jej lidé snažili doplnit ze snížených reálných mezd. Tudíž důchodový efekt mohl mít vliv na pokles dovozu ještě vyšší.

Počátkem ledna 1992 byl revidován obsah měnového koše dle výsledků mezinárodního obchodu a zvýšilo se zastoupení dolaru na úkor evropských měn, s výjimkou marky. Aby bylo usnadněno docilování rovnováhy na mezibankovním devizovém trhu, bylo v září 1992 umožněno koruně oscilovat okolo paritní hodnoty o +/- 0,5%.

Poněvadž podstatná většina obchodních transakcí byla denominována v markách a dolarech, rozhodla se centrální banka zmenšit počet měn v koši na tyto dvě. Protože měla v úmyslu ponechat kurs vůči koši nezměněn, stanovila dne 3.5. 1993 hodnotu koruny jako

$$1\text{Kč} = 0,012305.\text{USD} + 0,036121.\text{DEM}$$

Protože křížový kurs mezi těmito měnami je dán obchody na mezinárodních finančních trzích, lze po dosazení tohoto kursu za jednu měnu spočítat kurs vůči koruně. Toto pravidlo značně omezilo pravomoci centrální banky a její monetární politika se mohla soustředit výhradně na domácí ukazatele.

Krátkodobý kapitál znesnadňoval provádění monetární politiky, a tak se centrální banka rozhodla zavést implicitní kursovou nejistotu, dostatečně velkou pro odrazení zahraničního kapitálu, a ne zas tak velikou, která by ohrožovala zahraniční obchod. Její snaha vyústila v zavedení flukтуаčního pásma koruny +/- 7,5% od centrální parity, která je stále udržována nezměněným způsobem.

3.2. Zvláštnosti kursu odvozeného z koše měn.

3.2.1. Zastoupení měn v koši.

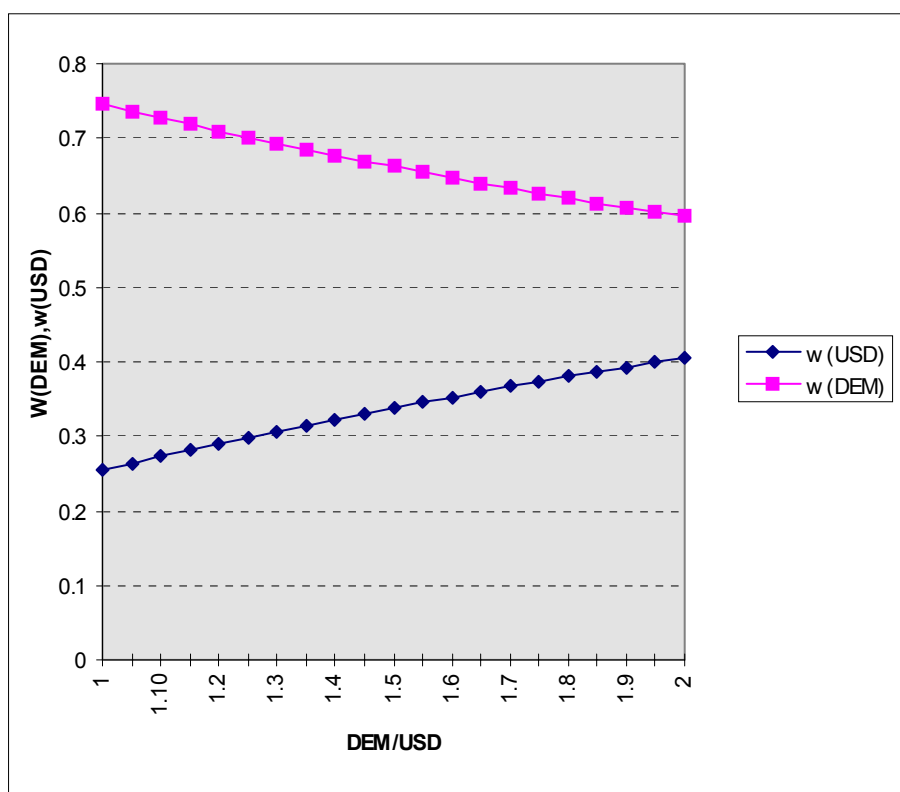
[E1],[E2],[O2]

Protože je obsah marky a dolaru v koruně nesymetrický, není kurs koruny lineární vůči světovým měnám, které mají jiný vztah k našemu koši. V praxi to znamená, že

protože je dolar zastoupen menším podílem, kurs marky a koruny je stabilnější, a tudíž více v závěsu.

Vede to k tomu, že subjekty účastníci se ekonomických vztahů s neevropskými teritorii, jsou mnohem více ohroženi kursovým rizikem, než pokud by obchodovali s evropskými zeměmi, jejichž měny jsou silně korelovány s markou.

Materiály České národní banky běžně uvádějí, že marka je zastoupena v koruně 65% a dolar 35%. Vzorec, kterým se určují kursy koruny vůči světovým měnám, však udržování stabilního podílu neumožňuje a v realitě tvoří křivka jejich podílu hyperbolu. Protože se poměr DEM/USD obvykle pohybuje v rozmezí 1,4 - 1,8 marek za dolar, váha marky v koši kolísá od 61,99 % do 67,71 % a váha dolaru od 32,29 % do 38,01 %. S narůstajícím podílem měny v koši se její procentní změna při dalším vývoji DEM/USD stejným směrem zmenšuje. Z grafu je patrné, že křivka zastoupení marky je s rostoucím křížovým kursem klesající a konkávní (klesá stále pomaleji), kdežto křivka zastoupení dolaru je rostoucí a konkávní (roste stále pomaleji). I přes toto kolísání lze pochválit ČNB za správné určení podílu měn, když v současnosti je takřka 70 % českého zahraničního obchodu denominováno v DEM a přes 30 % v USD.



$$w(DEM) = \frac{0,036121}{0,012305 \cdot e(DEM / 1USD) + 0,036121}$$

$$w(USD) = \frac{0,012305 \cdot e(DEM / 1USD)}{0,012305 \cdot e(DEM / 1USD) + 0,036121}$$

3.2.2. Centrální parita a s ní spojené nejasnosti.

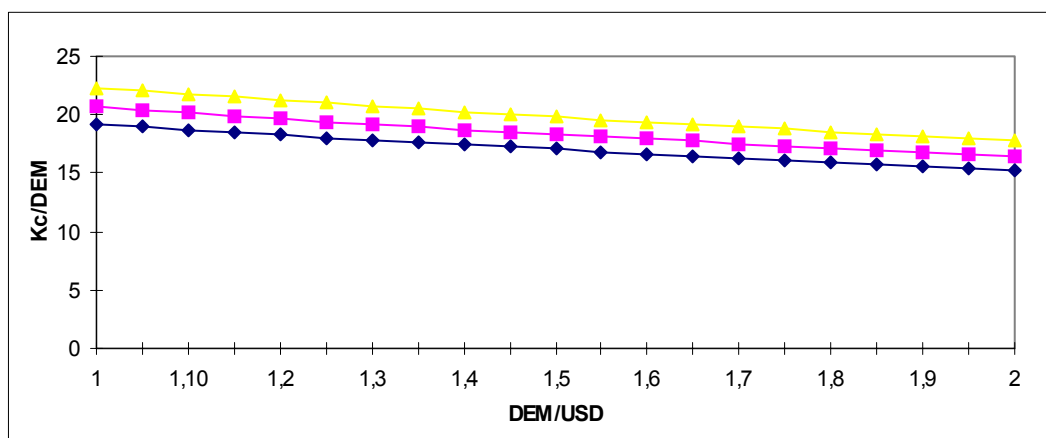
[E1]

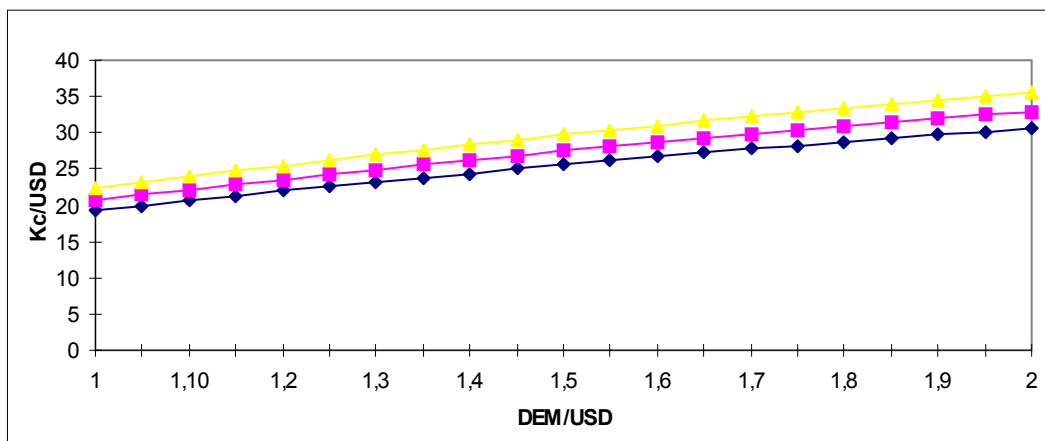
Běžně se má za to, že flukтуаční pásmo se přímo dotýká směnného kursu koruny, tak jak je uváděn v kursovém lístku. Leč tato představa není správná. Ve skutečnosti maximální odchylka +/- 7,5% od centrální parity znamená, že **hodnota jedné koruny** denominovaná v oněch dvou měnách smí v tomto intervalu fluktuovat. Protože z rovnice parity lze stanovit devizový kurs v nepřímém podobě, je nutno přepočítat odchylku jako převrácenou hodnotu:

$$\frac{1}{(1+0,075) \cdot x} = 0,9302, \text{ potom } 1 - 0,9302 = 0,0698$$

$$\frac{1}{(1-0,075) \cdot x} = 1,081, \text{ potom } 1,081 - 1 = 0,081$$

Tyto rovnice implikují skutečnost, že maximální pokles centrální parity znamená růst přímého kursu deviz vůči koruně o 8,1 %, což odpovídá **znehodnocení** koruny, kdežto nejvyšší možný nárůst centrální parity vede ke **zhodnocení** koruny a poklesu kursu košových měn o 6,98 %. Protože aritmetický průměr těchto odchylek je +0,56 %, znamená to, že střední hodnota přímého kursu je o více než půl procento znehodnocena vůči převrácené hodnotě centrální parity. Tato matematická nekonzistence však zřejmě nebyla cílem centrální banky.





Tabulka korunových kursů DEM a USD, jejich vah a citlivosti v závislosti na křížovém kursu DEM/USD:

M/\$	Nepřímý DEM/Kč		Přímý kurs Kč/DEM			Nepřímý USD/Kč		Přímý kurs Kč/USD			-e(Kč,M)	e(Kč,\$)
	-7,50%	7,50%	Low	Mid	High	-7,50%	7,50%	Low	Mid	High	w(\$)	w(DEM)
1	0,0448	0,0521	19,21	20,65	22,32	0,0448	0,0521	19,21	20,65	22,32	0,2541	0,7459
1,05	0,0454	0,0527	18,97	20,39	22,04	0,0432	0,0502	19,92	21,41	23,15	0,2635	0,7365
1,10	0,0459	0,0534	18,73	20,14	21,77	0,0418	0,0485	20,61	22,15	23,95	0,2726	0,7274
1,15	0,0465	0,054	18,5	19,89	21,5	0,0404	0,047	21,28	22,88	24,73	0,2815	0,7185
1,2	0,0471	0,0547	18,28	19,65	21,24	0,0392	0,0456	21,94	23,58	25,49	0,2902	0,7098
1,25	0,0476	0,0554	18,06	19,42	20,99	0,0381	0,0443	22,58	24,27	26,24	0,2987	0,7013
1,3	0,0482	0,056	17,85	19,19	20,74	0,0371	0,0431	23,2	24,94	26,97	0,3069	0,6931
1,35	0,0488	0,0567	17,64	18,96	20,5	0,0361	0,042	23,81	25,6	27,68	0,315	0,685
1,4	0,0493	0,0573	17,44	18,74	20,26	0,0352	0,041	24,41	26,24	28,37	0,3229	0,6771
1,45	0,0499	0,058	17,24	18,53	20,03	0,0344	0,04	25	26,87	29,05	0,3306	0,6694
1,5	0,0505	0,0587	17,04	18,32	19,81	0,0337	0,0391	25,57	27,48	29,71	0,3382	0,6618
1,55	0,0511	0,0593	16,85	18,12	19,59	0,0329	0,0383	26,12	28,08	30,36	0,3456	0,6544
1,6	0,0516	0,06	16,67	17,92	19,37	0,0323	0,0375	26,67	28,67	30,99	0,3528	0,6472
1,65	0,0522	0,0607	16,49	17,72	19,16	0,0316	0,0368	27,2	29,24	31,61	0,3598	0,6402
1,7	0,0528	0,0613	16,31	17,53	18,95	0,031	0,0361	27,72	29,8	32,22	0,3667	0,6333
1,75	0,0533	0,062	16,13	17,34	18,75	0,0305	0,0354	28,24	30,35	32,81	0,3735	0,6265
1,8	0,0539	0,0626	15,96	17,16	18,55	0,0299	0,0348	28,74	30,89	33,4	0,3801	0,6199
1,85	0,0545	0,0633	15,8	16,98	18,36	0,0294	0,0342	29,23	31,42	33,96	0,3866	0,6134
1,9	0,055	0,064	15,63	16,81	18,17	0,029	0,0337	29,7	31,93	34,52	0,3929	0,6071
1,95	0,0556	0,0646	15,47	16,63	17,98	0,0285	0,0331	30,17	32,44	35,07	0,3991	0,6009
2	0,0562	0,0653	15,32	16,47	17,8	0,0281	0,0326	30,63	32,93	35,6	0,4052	0,5948

Protože elasticita (citlivost) závislé proměnné na nezávislé proměnné je definována jako její změna při jednoprocenní změně nezávislé proměnné, elasticitu Kč/DEM na křížovém kursu DEM/USD můžeme spočítat takto :

$$f(x) = \frac{1}{0,012305 \cdot x + 0,036121}$$

$$e_{MK} = \frac{\frac{f(x + \Delta x) - f(x)}{f(x)}}{\frac{\Delta x}{x}} = \frac{f'_x(x) \cdot x}{f(x)} = -\frac{0,012305 \cdot x}{0,012305 \cdot x + 0,036121}$$

$$h(x) = \frac{x}{0,012305 \cdot x + 0,036121}$$

$$e_{DK} = \frac{\frac{h(x + \Delta x) - h(x)}{h(x)}}{\frac{\Delta x}{x}} = \frac{h'_x(x) \cdot x}{h(x)} = \frac{0,036121}{0,012305 \cdot x + 0,036121} = 1 + e_{MK}$$

kde x je křížový směnný kurs DEM/USD, funkce $f(x)$ je počet korun k získání jedné marky a $h(x)$ je počet korun za jeden dolar.

Z předcházejících rovnic je zřejmé, že citlivost kursu dolaru je totožná s „váhou“ marky v koši a citlivost kursu marky odpovídá záporné váze dolaru v koši. Z toho vyplývá, že s rostoucím směnným kursem DEM/USD roste zastoupení dolaru v koši a podíl marky klesá. Proto se uvolňuje zavěšení koruny na marce, a naopak se těsněji přimyká k dolaru. Potom se s dalším růstem DEM/USD již vliv na korunové kursy rozprostírá rovnoměrněji mezi marku a dolar, a citlivost korunové ceny dolaru klesá. Stejně citlivosti dosahují obě měny na nyní nerealistickém kursu 2,935DEM/USD.

3.3. Rozšíření flukтуаčního pásma - krok správným směrem.

[E20]

Jako hlavní důvod opuštění pevného směnného kursu koruny se obvykle uvádí odrazení krátkodobého spekulativního kapitálu. Důvody jsou ale i na straně běžného účtu platební bilance. Jedna z uznávaných teorií možnosti existence pevného kursu je teorie optimálních měnových oblastí. Byla vyvinuta v šedesátých letech našeho století. Zabývá se optimální velikostí území s jednotnou měnou, popřípadě více měnami svázanými fixním směnným kursem. Výsledkem byla definice tří postulátů:

1.) Země s pevným směnným kursem jsou vystaveny stejným ekonomickým šokům.

Tato podmínka má zajistit, že reakce všech měnou spojených států na určitý ekonomický šok budou působit stejným směrem. Je to proto, že v případě pevného kursu nemohou země uskutečňovat svou měnovou politiku nezávisle na ostatních. Výstrahou pro země udržující pevný směnný kurs může být případ sjednoceného Německa, kde po rozsáhlých výdajích na obnovu nových spolkových zemí prudce vzrostla inflace a Bundesbanka přistoupila k růstu diskontní sazby. Protože ostatní evropské státy se s podobným břemenem nesetkaly, neměly žádný důvod měnit svou měnovou politiku. Protože však v rámci Evropského měnového systému byly nuceny udržet směnné kursy stabilní, zpřísnily monetární politiku. Důsledkem jejich počínání bylo prodloužení období recese, přičemž rostoucí nezaměstnanost vyžadovala monetární expanzi.

nebo

2.) Země s pevným směnným kursem volně směňují transferabilní výrobní faktory, tzn. pracovní síly a kapitál.

Pokud jedna země tlumí inflaci restriktivní měnovou politikou, počet nezaměstnaných za nezměněných okolností roste. Pokud však tyto nezaměstnaní mají možnost se přemístit do země s nižší nezaměstnaností, míra nezaměstnanosti se v obou zemích vyrovná. Tato podmínka je prakticky nesplnitelná, protože i v natolik propojených státech, jaké tvoří Evropskou unii, a administrativní bariéry tedy prakticky neexistují, hrají jazykové, ekonomické a sociální příčiny rozhodující roli, zejména u kvalifikovaných pracovníků.

Transfery kapitálu jsou zde významnějším faktorem. Při restriktivní měnové politice se sníží možnosti bank poskytovat úvěry. Je - li možné financování zahraničním kapitálem, jehož se opatření centrální banky dotknou méně, dostupnost peněz zůstane dostatečná a tím i produkt a zaměstnanost.

nebo

3.) V zemích s pevným směnným kursem jsou reálné mzdy dostatečně pružné.

Pokud vnější šok způsobí pokles poptávky, vzrostou prudce fixní náklady firem, a proto se budou snažit snížit variabilní náklady, tedy zejména mzdy. V praxi je sice snížení reálných mezd u velké části obyvatel nereálné, nicméně teoreticky je takto možné předejít vzrůstu nezaměstnanosti.

Jak je zřejmé z těchto podmínek, v praxi lze aplikovat jen některé. První z nich, stejné šoky, bude moci být splněna jen v případě vysoké integrace, nejlépe v federativním státě, kde ovšem nemá smysl emitovat více měn. U druhé podmínky je zcela možný tok kapitálu, pracovní síly jen omezeně. Nicméně třetí podmínka je čistá teorie - všeobecný pokles reálných mezd vyloučil již J. M. Keynes ve své Obecné teorii zaměstnanosti, úroku a peněz. Tedy připravovaná jednotná měna v Evropské unii nebude dříve možná, dokud nedojde alespoň k částečnému sjednocení ekonomické úrovně členských států. Jinak by totiž ekonomické šoky měly pro každý stát zcela jiné důsledky. Možná i proto nelze počítat s brzkou integrací ČR do EMU.

Tato teorie se však neukázala jako vševysvětlující. Za příklad lze uvést příklad spojení rakouského šilinku a německé marky pevným kursem 7:1. Proto byla teorie doplněna o další možnost zavedení pevného kursu. Poté, co byl zaveden pevný kurs šilinku a marky se mezinárodní obchod obou států značně rozvinul. Díky neexistenci kursových rizik zaznamenal největší nárůst obchod s meziprodukty uvnitř jednotlivých

odvětví. Protože však šoky postihující odvětví poznamenávají všechny zúčastněné zpracovatele podobně, mění se pouze absolutní ceny, zatímco relace směny se zachovávají. Proto i opatření hospodářské politiky mohou být podobná.

Vidíme, že z těchto podmínek je v České republice splněna částečně druhá, neboť toky kapitálu jsou již liberalizované, a částečně čtvrtá, neboť objem obchodní výměny se SRN je značný. Je to však velice málo pro udržení pevného kursu, poněvadž i mnohem integrovanější země, jakými jsou členové EU, mívají problémy s jeho stabilitou. Příkladem může být Itálie či Velká Británie.

Rozšíření flukтуаčního pásma tedy bylo jednoznačně pozitivem v kursově politice a v budoucnu snad umožní skutečné přizpůsobování kursu dle fundamentálních veličin.

3.4. Regresní model účtů platební bilance pro Českou republiku.

[K3],[O5]

Jak již bylo řečeno na počátku, platební bilance se skládá z běžného a kapitálového účtu. Běžně v učebnicích se modelují tyto funkce jako lineární a v realitě se skutečně od lineárních nadrovin příliš neodchylují.

3.4.1. Běžný účet platební bilance

Běžný účet zahrnuje všechny platby, které následují dodání zboží nebo využití služby. Skládá se z obchodní bilance (visible balance), která sleduje obchod materiálními produkty a z bilance služeb (invisible balance) zahrnující nemateriální plnění. Poněkud odlišnou kategorií představuje složka agregátní poptávky čistý export, který je částí běžného účtu sníženého o platby výrobním faktorům (což odpovídá rozdílu GDP a GNP).

3.4.1.1. Obchodní bilance

V tisku se často zaměňuje s širším pojetím - běžným účtem. Nicméně je jen jeho podmnožinou. Je rozdílem toků peněz zaplacených za naše exporty a našich plateb za importy.

3.4.1.2. Export

Exportní funkce popisuje chování vývozu v závislosti na fundamentálních ukazatelích. Prvním faktorem, který determinuje vývoz, je reálný směnný kurs udávající, jak je cena zboží v zahraničí vnímána a tedy jak je schopné substituovat tamní produkci. Druhým je pak zahraniční GDP, který zohledňuje vývoj zahraniční agregátní poptávky a tím i poptávky po našem vývozu (vztah zůstává při změnách důchodu lineární tehdy, je-li mezní sklon k dovozu konstantní).

Je bezesporu užitečné změny zahraniční agregátní poptávky zkoumat. Pokud se tomu vyhneme, může to poněkud vychýlit odhady regresních parametrů. Zpomalení zahraničního růstu se však současně projevilo výrazným poklesem tamní inflace, pročež se reálný kurs koruny dále zhodnotil a konkurenceschopnost české výroby poklesla. Část opominutého parametru se tak jistě dostala do proměnné reálný směnný kurs. V České republice se překvapivě ukázala být signifikantní proměnnou i hrubý domácí produkt ČR, který lze snad vysvětlit rychleji rostoucí agregátní nabídkou než domácí poptávkou.

$$X_t = -6265,5 + 227,291 \cdot E_r + 38,0511 \cdot GDP_{nom}$$

$$R^2 = 0.797$$

Vidíme tedy, že export je pozitivně ovlivněn jak reálným směnným kursem, tak i nominálním GDP. Koeficient determinace je téměř 0,8, a jde tedy o silnou závislost.

3.4.1.3. Import

Importní funkce vyvozuje z fundamentálních hodnot výši dovozu. Jejimi dvěma základními faktory jsou reálný směnný kurs a GDP doma. Tedy podobně jako u exportu určuje kurs konkurenceschopnost naší produkce v cizině, pro import je zásadní prodejnost cizího zboží doma. Obdobou zahraničního důchodu v exportní funkci je zde domácí důchod.

Protože oba tyto parametry jsou snadno dostupné, ve své analýze jsem je oba použil. Co je však skutečně nepochopitelné, reálný devizový kurs se neukázal být na hladině významnosti 0,05 vhodnou vysvětlující proměnnou pro import. Vysoce signifikantní byl jen český nominální GDP, který sám docílil pro model s jednou vysvětlující proměnnou účtyhodného koeficientu determinace 0,89.

Jelikož byl nominální kurs stanoven fixní, jediným faktorem reálného směnného kursu byla domácí inflace. Protože nominální GDP však kopíroval inflaci, byly nominální GDP a reálný směnný kurs duální proměnné. Podobně těsné závislosti by bylo dosaženo i proměnnou 1/reálný kurs - koeficient determinace je pak 0,88.

$$M_t = -1431,81 + 31,5454 \cdot GDP_{nom}$$

$$R^2 = 0,893$$

Obchodní bilance je rozdílem exportu a importu - což znamená následující rovnici:

$$BOT = 787,81 - 12,27 \cdot GDP_{nom} + 10,294 \cdot E_r$$

$$R^2 = 0,783$$

3.4.1.4. Bilance služeb

Bilance služeb sestává z toků plateb za „neviditelné produkty“. Jejimi hlavními součástmi jsou turistika, mezinárodní přeprava a platby za užití výrobních faktorů. Protože je turistika nejvýznamnější složkou a navíc je nezávislá na fundamentálních veličinách, které ovlivňují ostatní složky platební bilance, nelze bilanci služeb zapsat jako jednoduchý regresní model. Protože však turistický ruch získává ČR stále více peněz, je možné zapsat bilanci služeb jako jednoduchou časovou řadu. Její vypovídací schopnost je však značně nízká.

$$BOS = 22,8536 + 2,33258 \cdot t$$

$$R^2 = 0,183$$

kde t představuje pořadí měsíce od počátku roku 1993.

Funkce běžného účtu platební bilance je následující:

$$CA = 942,817 - 11,1579 \cdot GDP_{nom}$$

$$R^2 = 0,683$$

3.4.2. Kapitálový účet platební bilance:

Kapitálový účet nepředstavuje toky plateb za zboží, služby či služby výrobních faktorů. Jde o přesuny držby aktiv mezi zeměmi. Jak již jsem uvedl na počátku, jeho výše nezávisí ani tak na konkrétní hodnotě směnného kursu, ale na jeho relativních změnách. Dalšími fundamentálními faktory je rizikově vážená výnosnost aktiv či politika měnových autorit v dané zemi. Dále rozhoduje rovněž hospodářský růst, neboť ten je motorem poptávky po úvěrech včetně zahraničních a ty jsou současně jeho podmínkou.

Proto jsem do modelu zařadil dvě vysvětlující proměnné - nominální GDP a 3 měsíční mezibankovní úrokovou sazbu PRIBOR. Přesto model měl špatné vlastnosti a chybně vysvětloval zejména období od února 1996. Je tomu tak díky rozšíření flukтуаčního pásma koruny, které zvýšilo měnové riziko a téměř odradilo zahraniční krátkodobý kapitál. Model tedy musel být doplněn o umělou binární proměnnou (dummy), která nabývala jedničky v obdobích rozšířeného floatingu a nuly kdykoli předtím. Pak již byl model kvalitní a dosáhl koeficientu determinace 0,781.

$$KA = -2459,22 + 16,4804.GDP_{nom} + 135,1028.PRIBOR_{3mes} - 887,697.FLOATDUMMY$$

$$R^2 = 0,781$$

FLOATDUMMY=0 pro období leden 1993 až leden 1996

FLOATDUMMY=1 pro období únor 1996 do současnosti

3.4.3. Celkový model platební bilance České republiky.

Platební bilanci se obvykle nazývá součet běžného a kapitálového účtu soukromých subjektů a nezapočítávají se toky rezervní. Proto ani já nebudu brát v úvahu tvorbu devizových rezerv a za rovnovážný stav budu brát situaci, kdy tento součet je nulový.

$$BOP = -620,155 + 1,90545.GDP_{nom} + 80,9678.PRIBOR_{3mes} - 709,619.FLOATDUMMY$$

$$R^2 = 0,63$$

Jak je možné udržovat takto modelovanou platební bilanci vyrovnanou? Vláda má dva stupně volnosti. Pokud jde o pouhé zastavení úbytku devizových rezerv tržní cestou, je možné v krátkém období dosáhnout zvýšení úrokových sazeb. Ještě mocnějším nástrojem je kursový režim - proměnná FLOATDUMMY byla nejsignifikantnější. Tato regresní rovnice sice okamžitou výši reálného směnného kursu nepovažuje za důležitou, ale v realitě je jeho vliv zřejmě významný. Proto alternativou ke zvýšení úrokových měr je ve středně dlouhém období depreciace. Vliv na strukturu platební bilance je však odlišný - růst úrokových sazeb zlepší kapitálový účet a nezmění běžný, kdežto depreciace má pozitivní vliv na běžný účet ale spíše zhorší kapitálový.

3.5. Testy spekulativních bublin.

[K4],[E6],[O5]

Měnové trhy často stanovují kursy daleko od hodnot, které by byly v souladu s fundamentálními veličinami. Proto je vcelku marná snaha snažit se stanovit skutečně rovnovážnou úroveň kursu. Nicméně může být užitečné se pokusit alespoň stanovit meze, po jejichž překročení může dojít k prudkým zvratům. Záměr investorů uložit své peníze v kterékoli zemi při existujícím úrokovém diferenciálu musí zohlednit budoucí vývoj směnného kursu. Tedy pokud cizinci nakupují české pokladniční poukázky a dosahují úrokového diferenciálu šest procent, musí věřit, že kurs do doby zralosti poukázky neoslabí více než o tento rozdíl. Samozřejmě že analytici těchto investorů nemohou nepřihlédnout k vývoji fundamentálních veličin - například deficit běžného účtu a s ním spojená akumulace zahraničního zadlužení je může od investice odradit.

Pokud shrneme vliv těchto faktorů na vnější rovnováhu, můžeme určit narůstání zahraničního zadlužení země, jež vyplývá přes běžný účet platební bilance z reálného směnného kursu. Kompenzovat by jej měl kapitálový účet, který závisí na úrokovém diferenciálu. Můžeme si položit otázku, zdali je to dlouhodobě možné - zdali narůstající splátky úroků ze zahraničního dluhu budou vůbec kryty zlepšením obchodní bilance při znehodnocení měny. Znamená to, jestli dluh bude konvergovat k nějaké hodnotě, kde se zastaví, nebo zdali bude divergovat do nekonečna.

Spolu s námi se takto jistě ptají i zahraniční spekulanti - a až jich většina začne věřit, že situace země je beznadějná, bezesporu se okamžitě stáhnou a směnný kurs se skokově změní. Měna se přitom znehodnotí více než očekávali - tedy o více než byl úrokový diferenciál - a docílují kapitálových ztrát.

Je poměrně jednoduché odhalit, kdy se trh kolektivně mýlí - a přesto, že to mohou jednotliví investoři vědět, nemusí nutně uzavřít zdejší pozice.

3.5.1. Krugmanův algebraický model - výpočet implicitní předpovědi trhu

Předpokládejme otevřenou ekonomiku s plovoucím kursem. Zadlužení této země se může zvyšovat dvěma kanály. Je to jednak deficit běžného účtu platební bilance vyplývající z mezinárodní výměny zboží a služeb a jednak deficit bilance služeb výrobních faktorů, ve kterém se promítají platby úroků a dividend.

$$D_t = B_t + (1 + i) \cdot D_{t-1}$$

kde $D(t)$ je stav zadlužení v běžném období

$D(t-1)$ je stav zadlužení v minulém období

$B(t)$ je deficit běžného účtu platební bilance

i je nominální úroková míra ze zahraničního zadlužení

Poznámka: pro jednoduchost budu nazývat běžným účtem jen souhrn obchodu a službami a splátky úroků z něj vyjmu.

Protože splátky dluhu jsou pocítovány ekonomikou ne podle jejich absolutní velikosti, ale dle vztahu k celkovému potenciálu ekonomiky, je racionálnější zde používat poměrové ukazatele dluhu či deficitu běžného účtu ke hrubému domácímu produktu. Navíc jistina dluhu je snižována inflací, a je tedy adekvátnější užívat reálné míry.

$$d_t = \frac{D_t}{GDP_t}, d_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{GDP_{t+1}}, b_t = \frac{B_t}{GDP_t}$$

$$d_t = b_t + (1 + r - g) \cdot d_{t-1}$$

$$d_t - d_{t-1} = b_t + (r - g) \cdot d_{t-1}$$

Poslední rovnice znamená, že pokud $r > g$ a pokud byla země v období $t-1$ zadlužena, pak deficit běžného účtu vede k tomu, že podíl dluhu na GDP se nejen zvyšuje, ale tento růst akceleruje. Pokud nemá být nekonečný, musí nutně poklesnout deficit běžného účtu, nebo lépe stát se přebytkovým. Alternativou je prudký nárůst GDP.

Ačkoli běžně neplatí podmínka nekryté úrokové parity a zahraniční investování se často vysoce vyplácí, přesto pro investory platí hraniční podmínka a po poklesu úrokového diferenciálu pod míru znehodnocování zřejmě investice cizinců ustanou.

$$E_{t+1} - E_t = r^* - r,$$

kde $E(t)$ je logaritmus promptního směnného kursu

$E(t+1)$ je logaritmus odhadovaného nejméně příznivého směnného kursu

r^* je zahraniční reálná úroková sazba

r je domácí reálná úroková sazba

Je důležité si uvědomit, že takto predikovaný budoucí kurs není podpořen žádnými fundamentálními veličinami a prakticky vyplývá jen z očekávání trhu jako celku.

Určující proměnnou běžného účtu platební bilance je reálný směnný kurs. Krugman zde používá nepřímý směnný kurs - tedy převrácenou hodnotu kursu používaného v Čechách. Pokud se znehodnocuje koruna (tedy nepřímý kurs klesá), deficit klesá a naopak. Závislost je tedy ve středně dlouhém období pozitivní a pro jednoduchost předpokládejme, že je lineární na rozdíl logaritmu.

$$b_t = a \cdot (E_t - \bar{E})$$

$$a > 0$$

\bar{E} je logaritmus rovnovážné úrovně reálného kursu, kdy běžný účet BOP je vyrovnán (=0).

Proměnná a je potom elasticitou podílu deficitu běžného účtu na odchylce logaritmu aktuálního reálného kursu od logaritmu rovnovážného reálného kursu. Udává, o kolik procentních bodů poklesne deficit běžného účtu při depreciaci o jedno procento.

Takto jsme získali všechny součásti modelu, které jsme potřebovali k určení udržitelnosti směnného kursu dle tržních očekávání. Proto můžeme rovnice spojit do jedné, která popisuje model.

$$d_t - d_{t-1} = a \cdot (E_t - \bar{E}) + (r - g) \cdot d_{t-1}$$

Pokud místo těchto ukazatelů vezmeme první diference, získáme:

$$(d_{t+1} - d_t) - (d_t - d_{t-1}) = a.(E_{t+1} - E_t) + (r - g).(d_t - d_{t-1})$$

Pokud doplníme rovnici o podmínku nekryté úrokové parity, konečným výsledkem bude:

$$(d_{t+1} - d_t) - (d_t - d_{t-1}) = a.(r^* - r) + (r - g).(d_t - d_{t-1})$$

Tento výraz popisuje vztah trhu a jeho předpověď pro akumulaci zadlužení.

3.5.2. Praktické použití.

Základním předpokladem udržitelnosti tržních předpovědí je to, že nevedou k prudkému nárůstu zahraničního zadlužení. Protože rozdíl zadlužení $d(t+1)-d(t)$ je deficit běžného účtu očištěný o inflaci, musí v dlouhém období konvergovat k nule. Je to splněno jen tehdy, pokud pravá strana předchozí rovnice je záporná, jinak zadlužení roste. Proto nutnou a postačující podmínkou udržitelnosti zadlužení je podmínka negativní pravé strany rovnice. To platí, pokud je splněna tato nerovnost:

$$\frac{r - r^*}{r - g} > \frac{d_t - d_{t-1}}{a}$$

Co to znamená? Levá strana je diferenciál reálných úrokových sazeb vydělený rozdílem domácí reálné úrokové sazby a růstu hospodářství. Pravá strana nám říká, jak významná deprecie by byla nezbytná k tomu, aby běžný účet (zde rozšířen o splátky úroků ze zahraničního zadlužení) byl vyrovnáný. To implikuje, že pokud je směnný kurs nadhodnocen nad svou dlouhodobě rovnovážnou úroveň, pak je nutné investory kompenzovat za riziko znehodnocení měny úrokovým diferencíálem. Deprecie by v tomto případě totiž byla rychlejší, než očekávali, a kapitálové ztráty by byly nevyhnutelné.

3.5.3. Příklad České republiky.

Krugmanův model byl aplikován pro Spojené státy v roce 1985 a odhalil neudržitelnost daného kursu dolaru. Je otázkou, zdali je použitelný i pro nás. Spojené státy mají oproti České republice výhodu v tom, že jejich měna je rezervní, a ostatní země ji mají zájem držet ve svých devizových rezervách bez ohledu na to, jestli ji někdy použijí k transakčním účelům. Proto z tohoto hlediska si mohou USA dovolit vyšší úroveň zadlužení než ČR. Druhým důležitým faktorem je důvěryhodnost. USA vždy uspokojily své zahraniční věřitele a mají nejsilnější světovou ekonomiku. Staly se proto „bezpečným přístavem“ (safe haven) pro úspory z jiných zemí. Třetím důvodem ve prospěch USA je to, že v důsledku deficitů federálního rozpočtu je velká část zahraničních pohledávek vůči veřejnému sektoru USA a tedy bez default rizika.

Proti úvěrování USA existuje jeden poněkud zvláštní argument. Pokud je poskytnut úvěr zemi méně hospodářsky významné (Latinská Amerika, ČR), mohou ostatní země v případě neplnění jejich závazků přistoupit k obchodním sankcím či dokonce blokadě, a daná země svůj postoj zřejmě koriguje. To však vůči USA nepřipadá v úvahu, neboť je vojensky nejsilnější a poměrně nezávislá na mezinárodním obchodě.

Přes tyto rozdíly se pokusím aplikovat model na ČR. Za zkoumané období jsem si vybral třetí čtvrtletí 1995 až třetí čtvrtletí 1996. Jako první proměnnou jsem spočítal závislost deficitu běžného účtu platební bilance na logaritmu reálného kursu. Deficit

běžného účtu jsem konvertoval do USD dle kursu platného po měsících. Jako reálný kurs jsem vzal reciprokou hodnotu váženého košového nominálního kursu očištěného o rozdíl české inflace a váženého průměru inflace USD a DEM. Protože se užívá v rovnicích jeho logaritmus, a tudíž záleží jen na poměrech, použil jsem kurs ve tvaru bazického indexu (1.1.1993 ~1.00). Závislost, již Krugman považuje za lineární, nelze sice vyvrátit, ale není ideální, neboť koeficient determinace dosáhl jen 0,61.

$$b_t = -0,55091 + 0,503542 \cdot E_t$$

Tento tvar rovnice není totožný s modelovým. Z něj nejprve spočítáme hodnotu reálného kursu, kdy bude běžný účet platební bilance roven nule.

$$\begin{aligned} b_t = 0 &\Leftrightarrow \exp(\bar{E}) = \frac{0,55091}{0,503542} = 1,09407 \\ \Rightarrow b_t &= 0,580521 \cdot (E_t - 0,0899) \\ \Rightarrow a &= 0,580521 \end{aligned}$$

Další nezbytné proměnné byly úrokové sazby. Pro Českou republiku jsem vzal tříměsíční PRIBOR z února 1997 očištěný o meziroční inflaci. Pro ostatní země světa jsem počítal s tříměsíčním DEM LIBORem.

$$\varnothing r = 5,02\%$$

$$\varnothing r^* = 1,45\%$$

Jako ukazatel čisté zadluženosti vůči zahraničí jsem počítal rozdíl hrubého zahraničního zadlužení a devizových rezerv ČR, neboť ty by byly první rozpouštěny při útoku na naši měnu. Ačkoli Krugman používá ve svém modelu poměr vůči GNP, zde používaný GDP nám poslouží stejně dobře. Jeho růst činil meziročně III/1995-III/1996 4%.

$$\begin{aligned} d_t &= \frac{D_t}{GDP_t} = \frac{1,9 \text{ mld. USD}}{56,41 \text{ mld. USD}} = 0,03368 \\ d_{t-1} &= \frac{D_{t-1}}{GDP_{t-1}} = \frac{-0,7 \text{ mld. USD}}{44,32 \text{ mld. USD}} = -0,01579 \\ g(GDP) &= 4\% = 0,04 \end{aligned}$$

Nyní již můžeme otestovat podmínku udržitelnosti:

$$\begin{aligned} L &= \frac{r - r^*}{r - g} = \frac{0,0502 - 0,0145}{0,0502 - 0,04} = 3,5 \\ P &= \frac{d_t - d_{t-1}}{a} = \frac{0,03368 + 0,01579}{0,580521} = 0,0852 \\ \Rightarrow L &> P \end{aligned}$$

Podmínka udržitelnosti je tedy splněna, neboť $3,5 > 0,0852$. Rozdíl je poměrně značný a proto zatím nehrozí, aby absolutní nárůst zadlužení vedl k relativnímu. Nejdůležitějším faktorem, který současný stav udržuje, je velký diferenciál reálných úrokových sazeb. Pokud ovšem ekonomika zrychlí růst nad 5,02%, výsledek bude bez odpovídajícího zvýšení domácí úrokové sazby obrácený. Dále nám pomáhá značná citlivost běžného účtu platební bilance na kursovou změnu, což by případné znehodnocení udrželo v rozumných mezích.

3.6. Česká koruna jako aktivum - užití modelu CAPM.

[K10],[O5]

Mezinárodní platby za zboží a služby jsou mnohonásobně menší než kapitálové toky. Proto je v krátkém období rozhodující pojetí měny nikoli jako nároku na část národního produktu dané země, ale jako finančního aktiva. Investor do obligací či akcií bere v úvahu očekávaný výnos a riziko. Pokud má racionální očekávání, tyto dva parametry již zahrnují očekávaný (a tedy i skutečný budoucí) vývoj fundamentálních parametrů. Tedy veškeré informace ohledně oboru podnikání, kvality managementu či budoucí záměry již nemusí zvažovat, neboť jsou již reflektovány v oněch dvou parametrech. Podobně by tomu mělo být u měn.

Výnosy z držby cizí měny odpovídají jejímu zhodnocení během tohoto období. Protože investor obvykle nemá v úmyslu držet cizí měnu v hotovosti, předpokládáme, že uskuteční bezrizikovou investici - například nakoupí vládní pokladniční poukázky. Proto druhým výnosem ze zahraniční investice je úrokový diferenciál. Jde o rozdíl v úročení jednoho typu aktiv se stejnou mírou rizika emitenta v různých zemích.

Klasická teorie úrokové parity postuluje, že investor docílí stejných výnosů ze stejných druhů aktiv bez ohledu na to, v které zemi a měně investuje. Tedy pokud nakoupí aktivum denominované v cizí měně a je lépe úročené, pak se měna znehodnotí právě o úrokový diferenciál. Tato teorie je bezesporu elegantní, avšak i za předpokladu existence efektivních trhů aktiv a měn ji lze vytknout to, že nezohledňuje riziko.

Riziko spojené s aktivem denominovaným v cizí měně je dvojího druhu. Jednak jde o riziko emitenta (default risk) a jednak devizové riziko vyplývající z možné změny kursu. Od rizika emitenta můžeme snadno abstrahovat tím, že budeme srovnávat aktiva stejného druhu a tedy se stejnou očekávanou mírou rizika. Například vybereme - li pokladniční poukázky USA a ČR, mělo by být jejich riziko stejné, a to přestože má ČR výrazně nižší rating.

Tedy dominantním a hůře vysvětlitelným je devizové riziko. Pokud je země investice a investora svázána pevným směnným kursem, mělo by odpadnout a stejné instrumenty by měly v bodě rovnováhy finančních trhů nést stejný úrok. Předpokladem je samozřejmě očekávání investorů, že monetární autority jsou schopny tento kurs trvale hájit. Podíváme - li se však na příklad České republiky, vidíme stav v rozporu s úrokovou paritou. Až do konce roku 1994 nemohli mít zahraniční investoři sebemenší depreciační očekávání, a přesto úrokový diferenciál převyšoval šest procent. Tedy v tomto období mohly dvě investice se stejnou mírou rizika vynést diametrálně odlišný výnos. Očividnou příčinou byla snaha České národní banky, která v protinflačním úsilí za ohromných nákladů sterilizovala přítok kapitálu. V realitě tyto náklady směřovaly právě na financování onoho diferenciálu. Možná by bylo moudřejší nechat stlačit domácí úrokové míry...

Dnes, kdy kurs již není administrativně udržován v úzkém pásmu, přesto nevidíme depreciační pohyb, který by úrokový diferenciál mazal. Realitou jsou rovněž pochybnosti o udržitelnosti směnného kursu díky propadu běžného účtu. Proto devizové riziko nepochybně stouplo. Sterilizační opatření národní banky již rovněž nejsou nutná. Co to znamená? Pravděpodobně je naše existující úroková sazba rovnovážná nejen pro domácí obyvatelstvo, ale i pro zahraniční investory. Přesto neplatí úroková parita. Znamená to, že česká úroková sazba musí obsahovat prémii za riziko, a jediné, které jsme z naší úvahy nevyloučili, je měnové riziko.

Tudíž úrokový diferenciál po odečtení transakčních nákladů přesně odpovídá prémii za devizové riziko spojené s držbou české koruny. Je poměrně nejasné, zdali lze toto očekávané riziko zjistit. Za poměrně schůdnou možnost považují úvahy z pohledu zahraničního investora. Ten má možnost investovat buď do domácích aktiv, která nejsou ohrožena změnou kursu, nebo do zahraničních aktiv, pro která je tato možnost pravděpodobná.

Jako vcelku použitelný model jsem si vybral CAPM - capital assets pricing model - model oceňování kapitálových aktiv. Ten předpokládá lineární závislost výnosu na riziku. Existuje přitom bezriziková výnosová míra, která je obvykle spojena s vládními pokladničními poukázkami. Nadměrný výnos ostatních aktiv nad tuto bezrizikovou sazbu je pak přímo úměrný podstoupenému riziku. V grafu, na jehož jedné ose je výnos a na druhé směrodatná odchylka, jakožto reprezentant rizika, pak leží všechna aktiva na přímce. Pokud je zahraniční investice správně oceněna, musí samozřejmě na ní rovněž ležet. Vcelku těžko splnitelným předpokladem zůstává bohužel podmínka efektivních trhů.

Pro svůj model jsem si vybral kapitálový trh USA. Je totiž nejbližší efektivnímu trhu a jen pro něj jsou dobře dostupná data o průměrných výnosech a rizicích.

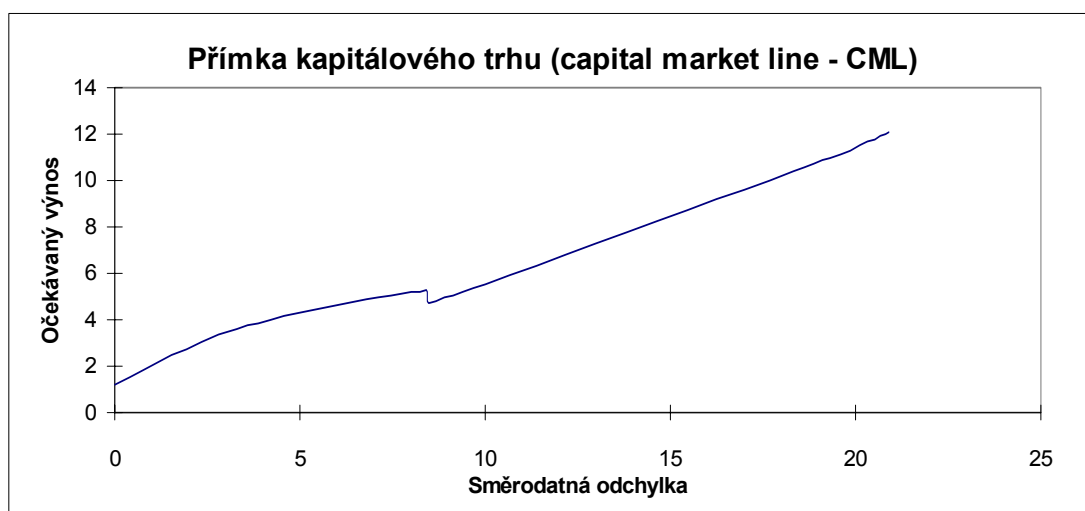
Výnosy z hlediska amerického investora:

	Směrodatná odchylka	Výnos
Risk free	0	1.22
T-bills	3.3	3.6
Soukromé obligace	8.4	5.3
Vládní obligace	8.5	4.7
T-bill v Kč	19.31	11
Obyčejné akcie	20.9	12.1

$$\frac{E[r_i] - r_f}{\delta_i} = \frac{E[r_j] - r_f}{\delta_j}$$

Regresní odhad prémie za nadměrné riziko**0.5063538****Výnos české koruny:**

Očekávaná kursová změna		0%
Nominální výnos Kč	PRIBOR 3M	12.30%
Transakční náklady	konverze	0.50%
	poplatek	0.50%
	ostatní TC	0.30%
	čistý výnos	11.0%



V realitě je CML odchýlena od přímky a aktiva jsou oceňována částečně nerovnovážně. Avšak jak vidíme, nemá k přímce daleko. Ve svém modelu simuluji amerického investora, který koupí českou tříměsíční vládní pokladniční poukázku a drží ji do doby splatnosti. Jako aproximaci jejího výnosu jsem použil současný tříměsíční PRIBOR. Se zahraniční investicí jsou spojeny zvýšené transakční náklady - konverze a zahraniční platební styk je vyšší nad náklady tuzemského investora. Američanovi však zůstává stále čistý výnos 11% p.a., což je téměř tolik, kolik získá držbou obyčejných akcií domácí průměrně rizikové společnosti.

Znamená to tedy, že při dosavadním relativně stabilním vývoji směnného kursu očekávají investoři poměrně značné riziko. Směrodatná odchylka správně oceněné české pokladniční poukázky je 19,3. V průměru jsou investoři srozuměni s tím, že mohou docílit výnosu 30,3% ale i -8,31%. Je jasné, které z nich je pravděpodobnější. Proto je možné, že trh již implicitně předpokládá určitou míru depreciace a očekávaný výnos amerického investora je menší. Tím by poklesla i směrodatná odchylka. Nejsem však sto odhadnout očekávání trhu, a tak závěrem budiž řečeno jen to, že české pokladniční poukázky v cizích rukou jsou rizikovější, než by se mohlo zdát.

3.7. Problematika devizových vkladů a úvěrů.

[E8],[O4]

3.7.1. Soukromý sektor ČR jako devizový dlužník.

Již od počátku transformace v roce 1991 se v důsledku politiky drahých peněz a vysoké inflace dostaly úrokové sazby vysoko nad hranice obvyklé ve vyspělých státech. Po liberalizaci cen se zdvihly nominální sazby vysoko nad hranici 20%, avšak po přihlédnutí k Fisherově rovnici byly negativní a menší než -30%. Česká republika měla tehdy ještě spekulativní stupeň ratingu Ba1 (Moody's) a potenciální zdroje ze zahraničí byly dostupné spíše pro vládní instituce, než pro podniky. Navíc devizová kontrola regulovala kapitálový účet platební bilance. Proto zcela dominantní postavení na získávání zdrojů pro poskytování úvěrů hrála tuzemská depozita.

Rating České republiky se však postupně zlepšoval a již v roce 1993 dosáhl u všech agentur investičního stupně. Nicméně v tomto období ještě zahraniční vypůjčování nehrálo velkou roli. Jeho prudký nástup zaznamenal až rok 1995, kdy ČSOB získala pětiletý úvěr ve výši 75 mil USD s úrokovou sazbou LIBOR + 0.7 % a později i Komerční banka úvěr se stejnou dobou splatnosti za LIBOR + 0.65 %. Získaly tak zdroje úročené téměř o 6% méně než domácí. Kromě toho je v Čechách zatím obtížné vypůjčit si peníze na delší dobu. Dalším kladným stimulem zahraničnímu vypůjčování bylo zavedení plné směnitelnosti koruny k 1.10. 1995. Odpadla tak nutnost devizového povolení ČNB (které však bylo jen zřídka odmítnuto), aby mohly přijmout úvěr denominovaný v cizí měně. Jediným omezením pro banky je, že jejich otevřená devizová pozice nesmí přesáhnout 30% vlastního jmění, nejvýše však 500 mil.Kč. Cílem je omezit toky "horkých peněz". Celkový objem všech zahraničních úvěrů za celý rok 1995 se přiblížil 430 mil. USD a nejnižší přírůstek nad LIBOR činila 0.2 %.

Suma devizových úvěrů se zvýšila od počátku roku 1995 do konce 1996 téměř třikrát. Podniky tak získávají ve svůj prospěch úrokový diferenciál. Protože ale 28.2. 1996 bylo značně rozšířeno flukтуаční pásmo české koruny na +/- 7.5 %, mohou jim v budoucnu způsobit devizová pasiva značné nepříjemnosti.

Devizové vklady měly poměrně vysoké zůstatky již na počátku roku 1995. Činily téměř 68 mld. Kč (pro srovnání korunové 771 mld. Kč). Protože podnikům nebylo v podstatě umožněno zakládat devizové účty, patřila podstatná většina občanům. Ti sice přicházeli o vysoké úrokové sazby na domácí depozita, nedůvěra v korunu a udržitelnost směnného kursu je však k tomuto nevhodnému chování přiměla. Úrokový diferenciál tak měl charakter pojistného proti sice málo pravděpodobnému, avšak zničujícímu pádu domácí měny. Protože s nárůstem devizových rezerv postupně tíseň opadala, náklady příležitosti začaly dominovat potřebě „pojištění“ a vklady rostly méně než proporcionálně. Je pikantní, že po rozšíření flukтуаčního pásma a následném zvýšení kursového rizika se snížily, což by znamenalo apreciační očekávání... Zvláštní je to zejména v kombinaci s faktem, že deficit běžného účtu předchozího roku činil přes 38 mld. Kč. Tedy život na úvěr nikoho nepřiměl ke konverzi do „neprodlužené“ tvrdé měny.

Z výše uvedených důvodů rostly významněji devizové úvěry. Většina úrokového diferenciálu (2/3, tedy téměř 4%) získávaly vypůjčovatelé - podniky, banka si účtovala za zprostředkování okolo 2%. Ve třetím čtvrtletí roku 1996 činila suma úvěrů téměř 124 mld. Kč. Většina krátkých pozic podniků je nezajištěná. Buď se finanční manažeři těchto podniků dosud nezačali zabývat měnovými riziky, nebo stálému kursu věří. První alternativa je alarmující, kursové ztráty v budoucnu zřejmě nebudou ojedinělé. Druhá možnost potěší více - pokud rozsáhlá část finanční veřejnosti nečeká pád koruny, zřejmě k němu v důsledku absence paniky na měnovém trhu nedojde.

Je však rovněž docela možné, že úspora úrokových plateb převyšuje očekávané kursové ztráty. Ukažme si následující příklad: Podnik se rozhoduje, zdali financovat investice z pětiletého bankovního úvěru poskytnutého českou bankou za 14%, nebo zahraniční za DEM LIBOR + 1%, přičemž dále platí obvykle okolo 1,5% české bance za poskytnutí garance. Protože se DEM LIBOR pohybuje okolo 3,5%, zaplatí podnik 6%. Hrozí mu však měnové riziko a očekávaná velikost znehodnocení je 20% na konci roku 1997.

3.7.2. Příklad ilustrující vztah kursového rizika a úrokového diferenciálu.

Úvěr:	1000 Kč
Doba splatnosti	5 let
Vnitřní diskontní procento	10%

Česká banka

splátka	291.28 Kč				
rok	1997	1998	1999	2000	2001
splátka	291.28	291.28	291.28	291.28	291.28
souč.hod.	264.8	240.7273	218.843	198.9482	180.862

Současná hodnota splátek je **1104.18 Kč**

Zahraniční banka

kurs na počátku	18 Kč/DEM				
kurs po změně 1.1.1998	22.5 Kč/DEM				
splátka v DEM dle poč. kursu	13.19 DEM				
rok	1997	1998	1999	2000	2001
splát.DEM	13.19	13.19	13.19	13.19	13.19
splát.Kč	237.39	296.7375	296.7375	296.7375	296.7375
souč.hod.	215.8091	247.2813	224.8011	204.3647	185.7861

Současná hodnota splátek je **1078.042 Kč**

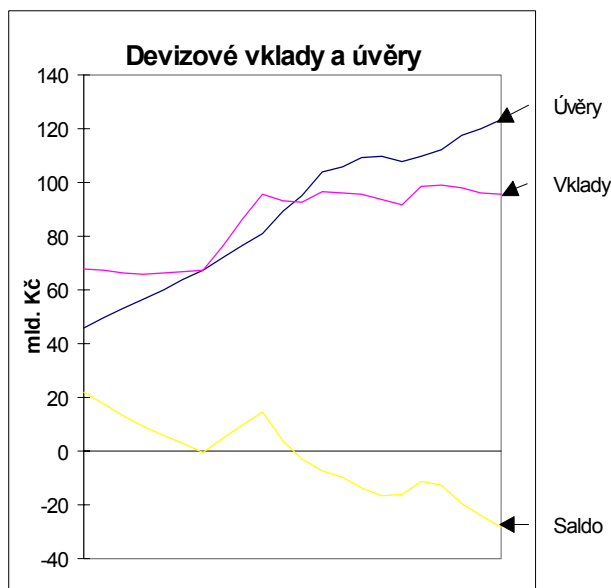
Vidíme tedy, že přestože se vyplnily nejpochemnější představy o vývoji kursu, ani depreciace koruny o 20% neeliminovala úrokový diferenciál. Přestože byl podnik neodpovědný a nezajistil se, na zahraničním úvěru vydělal. Úrokový diferenciál je tedy tak obrovský, že rozhodně nemůžeme čekat nějaký extrémní odliv kapitálu.

Pravděpodobně navíc ve středně dlouhém období při růstu produktivity podniků bude naše měna spíše posilovat, protože splátky přepočtené na koruny ve vzdálenější budoucnosti mohou opět klesat. Očividně proto má zájem využívat devizových úvěrů stále více podniků. Dostupné jsou však jen pro větší a ještě jsou až na výjimky podmíněny bankovní garancí dobré české banky o solventnosti podniku. Následně zůstávají českému bankovnímu sektoru podniky menší a horší, což ke kvalitě jejich úvěrového portfolia rozhodně nepřispívá. To však již není starost ekonomie směnného kursu.

Následující graf zobrazuje stále rychlejší růst devizových úvěrů a naopak klesající růst devizových depozit. Jak je vidět z nejnižší položené křivky, postupně se soukromý sektor stal z čistého zahraničního věřitele dlužníkem.

Devizové vklady a úvěry v České republice - roky 1995 a 1996:

rok	konec měs.	Úvěry	Vklady	Čistá pozice ČR
1994	prosinec	46.019	67.955	21.936
1995	leden	49.541	67.182	17.641
1995	únor	53.063	66.41	13.347
1995	březen	56.585	65.637	9.052
1995	duben	60.208	66.141	5.933
1995	květen	63.83	66.644	2.814
1995	červen	67.455	67.147	-0.308
1995	červenec	72.03	76.666	4.636
1995	srpen	76.6	86.184	9.584
1995	září	81.188	95.703	14.515
1995	říjen	89.504	93.258	3.754
1995	listopad	95.362	92.503	-2.859
1995	prosinec	104.075	96.757	-7.318
1996	leden	105.935	96.021	-9.914
1996	únor	109.22	95.399	-13.821
1996	březen	109.889	93.463	-16.426
1996	duben	107.921	91.886	-16.035
1996	květen	109.546	98.446	-11.1
1996	červen	112.048	99.267	-12.781
1996	červenec	117.508	98.078	-19.43
1996	srpen	120.082	96.118	-23.964
1996	září	123.617	95.456	-28.161

**3.8. Řízení měnového rizika.**

[K6],[E27]

Pokud existuje flexibilní směnný kurs, znamená to, že stát již nepřebírá odpovědnost za měnová rizika. Proto vznikají podnikům náklady se zajištěním - tzv. hedging. Je více způsobů, kterými jej mohou uskutečňovat. Jednak mohou podniky využívat různých finančních produktů a jednak se mohou chránit samy.

3.8.1. Dvou- a vícestranné zajištění.**3.8.1.1. Devizové forward kontrakty**

Celosvětově nejrozšířenějším finančním nástrojem hedgingu jsou budoucí (forward) kontrakty. Jde o smlouvu podniku s jinou společností, obvykle bankou, v němž se strany zavazují, že v přesně definovaném čase v budoucnosti prodají, resp. koupí cizí měnu za uvedený kurs. Forward kontrakty jsou "šity na míru" konkrétnímu zákazníkovi. Takto má usnadněno finanční rozpočetnictví do budoucna, neboť zná své výnosy a náklady denominované v domácí měně. Již i některé české banky (Komerční, Obchodní...) nabízejí tyto služby. Bohužel dosud se neodvážily k delším dobám realizace, než cca 1 rok.

3.8.1.2. Devizové futures

Modifikací forward kontraktů jsou měnové futures. Jde o standardizovaný produkt, jenž se obchoduje na burzách. Má dobu realizace pevně danou organizátorem trhu a množství obchodované měny je celočíselným násobkem minimálního objemu. Protože trhy, kde se futures obchodují, vyžadují vysokou likviditu, korunové futures se nevyskytly a zřejmě se tak ani nestane.

3.8.1.3. Devizové opce

Dalšími kontrakty jsou měnové opce. Předchozí nástroje byly z obou stran vymahatelné - oba partneři byli zavázáni k realizaci. Zde tomu tak není. Kupující u opce call - kupní opce má právo měnu za definovaných podmínek koupit, avšak není-li to pro něj výhodné, nemusí. Podobně prodávající u opce put - prodejní opce má právo, ale ne povinnost prodat měnu. Protože má vlastník opce právo volby, není tento kontrakt uzavírán zadarmo, ale za poplatek vypisovateli opce - opční prémii. Největší možná ztráta vlastníka je právě tato premie, oproti tomu vypisovatel je ohrožen teoreticky nekonečnou ztrátou. Opce mohou být standardizované, a pak se mohou veřejně obchodovat. V České republice se zatím opce k eliminaci kursového rizika nepoužívají, ale lze čekat, že se vbrzku objeví.

3.8.1.4. Měnové swapy

Posledním zajišťovacím finančním derivátem jsou měnové swapy. Účastníci si směni určité množství měny s tím, že v budoucnu provedou opačnou operaci. Často bývá nesnadné najít partnera s právě opačnými požadavky, aby bylo možno swap uskutečnit, a pak hrají úlohu prostředníka banky. Ani tento způsob zajištění není v ČR obvyklý.

3.8.2. Hedging bez partnerů.

Kromě těchto metod hedgingu, které využívají speciální instrumenty, je rovněž rozšířené, že korporace se chrání sama. Pokud společnost má vývozy denominované v markách, omezí měnové riziko tím, že bude usilovat o nákup vstupů rovněž za marky. Tím se vlivy kursové změny částečně vyrovnají. Podobným příkladem může být, když společnost očekává, že bude potřebovat cizí měnu, obává se znehodnocení domácí měny, avšak nepředpokládá příjmy v cizí měně. Potom si může nakoupit devizy promptně, uložit je na termínované depozitum a v okamžiku potřeby je vybrat. Zde uvedený algoritmus má samozřejmě smysl jen tehdy, pokud neplatí úroková parita. Jinak by totiž znehodnocení domácí měny přesně odpovídalo vyššímu úročení domácích depozit oproti depozitům v cizích měnách, a zajištění by vyvolalo jen transakční náklady.

Některé progresivní české společnosti již skutečně aplikují tento způsob hedgingu, především pokud přijaly devizový úvěr, snaží se zvýšit prodeje ve stejné měně. Oproti tomu nákup deviz v předstihu před jejich potřebou a devizová depozita zatím vedou k vysokým nákladům úrokového diferenciálu. Úroková parita je potom příliš jednostranně vychýlena a tento postup tedy není běžný.

Ochrana před měnovými riziky zatím v Čechách není rozhodně běžnou záležitostí a podniky fatalisticky přijímají jakýkoli vývoj kursu. Zřejmě je to způsobeno dlouhým obdobím fixního kursu, kdy hedging postrádal smyslu. Asi až po první prudší změně kursu si podniky uvědomí, co podstupují. Bohužel ani bankovní sektor není v tomto případě nijak horlivý, neboť v důsledku současné vysoké kursové nejistoty by byla cena těchto produktů tak vysoká, že by byly neprodejné

4. Možnosti řešení současné nerovnováhy.

V současnosti není Česká republika v ekonomické rovnováze. Rostoucí deficit běžného účtu platební bilance implikuje vnější nerovnováhu a klesající tempo růstu hrubého domácího produktu může ohrozit rovnováhu vnitřní. Protože je využití kapacit v průmyslu jen 80%, růst produktu by mohl být mnohem vyšší. Recesní mezera spolu s deficitem běžného účtu znamená, že nelze použít expanzivní hospodářské politiky. Zvýšila by sice GDP, ale nárůst importu, jež je GDP přímo úměrný, by dále zhoršil obchodní bilanci. Alternativou jsou opatření, která přesunují výdaje. Přitom se mění podíl domácí poptávky a zahraniční poptávky.

Samozřejmě že můžeme zaslechnout i hlasy, které tvrdí, že deficit běžného účtu není v rozporu s rovnováhou. Vycházejí přitom z teorie životního cyklu (Modigliani), případně permanentního důchodu (Friedman). Při aplikaci každé z těchto teorií se tvrdí, že stát stejně jako jednotlivec se snaží v každém okamžiku života spotřebovávat stejně, a tedy pokud očekáváme, že v budoucnu bude výkonnost ekonomiky vyšší, můžeme si nyní dovolit vyšší zadlužení, které v budoucnu snadno splatíme. Otázkou zůstává, jak dlouhý je život státu, po který se harmonizuje spotřeba, a zdali budou mít naši potomci vůli splácet to, co jsme projedli...

4.1. Zvyšování domácí míry úspor.

[K4]

V současnosti se často hovoří o tom, že nezdravá ekonomická situace by mohla být zlepšena růstem domácích úspor. Protože platí identita, že deficit běžného účtu odpovídá převisu domácích investic nad úsporami, potom při vyšších úsporách musí deficit klesnout. V neoklasické vizi světa by to bylo optimální řešení a směnné kursy by byly mimo hru.

Má to ovšem mnoho předpokladů. Řešení by bylo v praxi použitelné, pokud by byl svět dokonale integrovaný, obyvatelé různých států měli stejné důchody a preference a cenové hladiny by byly obousměrně plně flexibilní. Dále by zboží vyrobené v různých zemích světa muselo být dokonalými substituty. Je zřejmé, že tyto podmínky nejsou splněny ani na trhu malého národního státu, natož v mezinárodním obchodě.

Představme si, že by se Česká republika rozhodla odstranit svůj běžný deficit podporou úspor domácností. Znamenalo by to, že agregátní poptávka v ČR by musela klesnout o více než 100 miliard korun. Obyvatelé zemí vývozců zboží do ČR, kteří by své zboží neprodali a dovozců českého zboží do zahraničí by museli tedy zvýšit svou poptávku o stejnou sumu. Pro monetaristu, který věří daným předpokladům, tímto celý problém končí. Ne však ve skutečnosti.

Problém je v tom, že mezní sklon ke spotřebě domácího zboží je vyšší v tuzemsku než v zahraničí. Podíl dovozu na konečné spotřebě je asi 20%. Vzhledem k tomu, že nezbytné statky, které se kupují i při nízkých úrovních důchodu, jsou domácího původu, bude zřejmě mezní sklon k dovozu okolo 30% a průměrný pro posledních 100mld. Kč spotřeby 25%. Tedy sklon ke spotřebě domácího zboží by se mohl při takto vysoké poptávce pohybovat okolo 75%. Česká republika je země vysoce otevřená obchodu a podíl importu na agregátní poptávce je mnohem vyšší než například v USA. Protože jsme malá země a v absolutních číslech je náš vývoz nevelký, tvoří české zboží jen malou část zahraniční agregátní poptávky. Proto bude mít zbytek světa nízký sklon ke spotřebě

českého zboží, připustíme do 5% (ovšem kdyby byl nižší, výsledek by byl ještě výraznější). V tabulce vidíme, co to znamená:

	Nákupy produkce z ČR		Nákupy produkce z ost.zemí	
Případ A				
Výdaje v ČR klesnou o 100mld.Kč	ČR	-75	ČR	-25
Zbytek světa zvýší výdaje o 100mld.Kč	Zbytek světa	+5	Zbytek světa	+95
Případ B				
Výdaje v ČR klesnou o 100mld.Kč	ČR	-75	ČR	-25
Zbytek světa zvýší výdaje o 1500mld.Kč	Zbytek světa	+75	Zbytek světa	+1425

Případ A ilustruje situaci, kdy česká agregátní poptávka klesne o 100 miliard korun a svět zvýší svou poptávku o stejnou sumu. Co brání efektivitě daného opatření? Lidé téměř v žádné situaci nespotřebovávají jen dovezené zboží, vždy se při změně poptávky ovlivní nejen dovozy ale hlavně domácí výroba. Mezní sklon k dovozu by se mohl přibližovat k jedné jen v takové krajní situaci, pokud by spotřeba převyšovala potenciální produkt dané země a tudíž veškerá přebytečná agregátní poptávka by musela být kryta dovozem. Ovšem při následné kontrakci poptávky by se opět snížil jak dovoz, tak i domácí výroba.

Protože samotná fiskální restrikce o 100mld. Kč povede v tomto případě k poklesu domácí výroby o 75mld. Kč, je samozřejmě žádoucí prodat přebytečnou produkci na zahraničním trhu. Ve zbytku světa vzrostla spotřeba o 100mld. Kč a při zahraničním sklonu ke spotřebě českého zboží 5% vzroste exportní poptávka o 5 mld. Kč. Výsledkem je recese v České republice, neboť poptávka po jejím zboží klesne o 70mld. Kč, a přehřátí v ostatních zemích, neboť se zvýšila spotřeba tam vyrobeného zboží o 70mld. Kč.

Případ B popisuje hypotetickou situaci, kdy produkce v České republice zůstane nezměněná přes pokles domácí poptávky o 100mld. Kč. Nadbytečnou produkci českého zboží ve výši 75mld. Kč je potom nucen spotřebovat svět, a protože je zahraniční sklon ke spotřebě české zboží 5%, musí zvýšit svou agregátní poptávku o 1500 mld. Kč a agregátní nabídku o 1400mld. Kč.

Jak vidíme, případ B je velmi nerealistický. Protože vláda nemůže očekávat, že by světová výroba a poptávka vzrostla v okamžiku uplatnění opatření o takto ohromnou částku, výsledkem opatření bude spíše případ A, tedy recese. Její rozměr sice nemusí být ohromný, zřejmě by však růst reálného GDP přitiskl k nule. Koneckonců, jde o učebnicový příklad politiky měnící sumu výdajů a v našem případě spíše nemá místo. Pozitivem bude v každém případě růst investic indukovaných poklesem úrokové míry.

Poněkud modifikované implikace vyplynou ze snížení, resp. odstranění deficitu státního rozpočtu. Protože si stát a priori klade za cíl podporovat domácí výrobu, může veškeré fiskální škrty realizovat na úkor dovezené produkce.

4.2. Administrativní omezení importu.

[K3],[HN1]

Tento způsob zlepšování platební bilance je velice jednoduchý, oblíbený a spolehlivý. Protože mění relativní ceny dovážené produkce vůči domácím výrobkům, jednoznačně vede k substitučnímu efektu ve prospěch domácích výrobců. Navíc důchodový efekt rovněž tlumí poptávku a i touto cestou zlepšuje bilanci. Mezi tyto nástroje patří cla, dovozní přírážky, kvóty či různé požadavky certifikátů...

4.2.1. Cla

Clo je dodatečnou nepřímou daní na importované zboží. Lze je selektivně stanovit dle komodit, a tak stát může vyjádřit své preference co do struktury dovozu. Může mít inflační následky, neboť při růstu cen zahraničních výrobků se domácí výrobci rádi přizpůsobí. Tím může poklesnout kupní síla měny. Ovšem je-li tento důchodový efekt dost slabý, přesun poptávky směrem k domácímu zboží může vytlačit do té doby exportované zboží a platební bilance se nezlepší tak, jak se očekávalo.

V současné době mají vlády v oblasti cel dosti svázané ruce, neboť Světová obchodní organizace (WTO) jejich růst nepřipouští. Proto je pro Českou republiku růst cel tabu.

4.2.2. Dovozní přírážka

Na rozdíl od cel by dovozní přírážka měla být všeobecná - tedy zahrnovat veškeré zboží. Později se začala uplatňovat selektivně na různé importy a získala tak mnoho atributů cel. Její efekt je jednoznačně inflační, vede k vytlačování exportů a proto je nežádoucí. Mezi její výhody oproti clům patří, že méně narušuje alokační efektivnost (je méně selektivní) a pro zemi s vysokým deficitem ji WTO obvykle povoluje.

Zajímavý hybrid dovozní přírážky a podpory úspor byl vyvinut v Čechách. Jde o dovozní depozita. S přírážkou mají společné to, že dovozci přicházejí o úrokový výnos po dobu bezúročného deponování a prakticky odpovídá přírážce ve výši cca 1,5%. S druhým rodičem, podporou úspor, má společného ještě více. Jde vlastně o vynucené úspory a fiskální restriktci. Následky mohou být různorodé - možná pokles růstu GDP, možná inflace, možná růst poptávky po úvěru na krytí depozita a růst úrokových měr...

4.2.3. Kvóty

Kvóta je množstevním omezením dováženého zboží. Jednoznačně podporuje domácí výrobce a měla by mít spíše jen substituční efekt. V důsledku absentujících dovozů však může dojít k převisu poptávky a růstu cen. V naší situaci by zřejmě nemusely mít špatné výsledky, pokud by se týkaly zbytného spotřebního zboží. Problémem je, že dosud poměrně monopolizovaná podniková sféra by svého zlepšeného postavení mohla zneužít.

4.2.4. Certifikáty...

Certifikáty či různé hygienické doložky jsou často používaná opatření a ani nejvyspělejší země se je nezdrahají použít. Cílem je import ztížit, jak je jen možné a způsobit dovozci vysoké transakční náklady. Nemají pozitivní fiskální efekty, avšak tato nevýhoda je vyrovnána tím, že je lze zcela jednostranně zavést bez ohledu na WTO.

Všechna zde uvedená ochranná opatření jsou netržní, poškozují alokaci a vedou k poklesu celkového blahobytu. Mají všechny nepříjemné vlastnosti devalvace, jako je zdražení importu a následná inflace, oproti jim ale chybí stimulace exportu. Navíc je zcela obvyklé, že obchodní partneři země s chráněným trhem jí ztíží přístup na svůj trh a může to vést k nekonečným obchodním válkám. Následně mezinárodní obchod zkomírá a růst národních ekonomik se zpomaluje. Proto je k léčbě platební bilance žádoucí užít spíše tržní řešení.

4.3. Devalvace.

[K4],[K5],[K6],[E30],[HN2],[NH1]

V současnosti již kurs české koruny není úředně fixně stanoven a může fluktuovat uvnitř pásma. Přesto rozhodnutí národní banky o tom, zdali je aktuální kurs hoděn podpory či ne ovlivňuje očekávání investorů a zprostředkovaně i vývoj trhu. Banka ani nemusí zahájit intervenci v neprospěch kursu, stačí, aby prohlásila kurs za nerovnovážný a k přizpůsobení dojde samo.

Přestože je výše kursu stanovena trhem, nemusí být rovnovážná. Měnový trh, pokud se ponechá svému osudu, bývá krátkozraký a náchylný ke tvorbě spekulacních bublin. Často nerozezná krátkodobé trendy. Chyby v oceňování měny, které by měly být nezávislými náhodnými veličinami se střední hodnotou nula, jsou korelovány a chyby nejsou zanedbatelné.

Český kurs je fixní v rámci cílové zóny - fluktuačního pásma. Vyhlášená zóna se zdá být značně důvěryhodná a lze čekat, že centrální banka by obětovala i část devizových rezerv k jejímu udržení. Protože účastníci trhu očekávají, že při poklesu na depreciační konec pásma bude banka ve prospěch koruny intervenovat a při růstu na apreciační konec pásma v její neprospěch, udržuje trh korunu dost daleko od těchto krajů. Ani změna fundamentálních parametrů ekonomiky kurs změnit nemusí. Kurs se pak chová podobně, jako kdyby byl zcela fixní. Proto zřejmě není velkou nepřesností nazývat jakýkoli zásah měnových autorit v neprospěch měny devalvací.

Běžné fundamentální veličiny, jakými jsou export či import, zcela jasně prokazují nutnost opatření. Avšak proměnná, která by měla být rozhodující, reálný směnný kurs, se vyvíjí tak, že bychom nepovažovali situaci za nijak vážnou. Je to dáno tím, že podniky vyrábějící obchodovatelné zboží jsou již často se svými cenami na úrovni zahraničních substitutů doma i v zahraničí, a tudíž je nemohou zvyšovat. Proto se pokles konkurenceschopnosti neprojevuje ani tak poklesem reálného směnného kursu jako poklesem prodané produkce. Snad méně zavádějícím může být reálný směnný kurs dle spotřebitelských cen - zobrazuje lépe inflační prostředí díky tomu, že zahrnuje neobchodovatelnou produkci. Nejlepším ukazatelem však je reálný kurs počítaný dle jednotkových nákladů podniku. Protože nejdůležitější jsou jednotkové mzdové náklady, reálný kurs, který je bere za index cen nejlépe popisuje konkurenceschopnost českého průmyslu.

Ačkoli na počátku transformace byly jednotkové mzdové náklady několikanásobně nižší, než v západní Evropě, postupně se díky růstu reálných mezd a poklesu reálného kursu mezera zmenšuje. Tím, že efektivita podnikání díky nešťastně provedeným institucionálním změnám vcelku stagnuje, je zřejmě přizpůsobení směnného kursu relativním pohybům cenových hladin v Čechách a ve světě nevyhnutelné. Ačkoli se často

prosazuje jednostranné omezování importu administrativními opatřeními, není tato cesta příliš vhodná. Problém totiž není v tom, že by import rostl příliš rychle, ale v tom, že export ve stálých cenách klesá. Povede potom omezení dovozu k něčemu jinému, než poklesu naší obchodní výměny se světem? Pravděpodobně ne a růstová dynamika hospodářství se tím rovněž neobnoví. Proto jako jedinou cestu, která nevede příliš zpět, je devalvace neboli centrální bankou vyvolaná depreciace.

Vedou se spory o optimálním rozsahu znehodnocení koruny. Ve většině případů se očekává, že musí být mezi 15 - 20%. Například studie Komerční banky by podporovala pro omezení dovozu a dosažení ziskovosti exportérů znehodnocení o 15%, Goldman & Sachs o 18%, banka JP Morgan o 15% a studie Vladimíra Kreidla a Štěpány Lazarové cca. 20%. Já sám se přikláním k 15% depreciaci. Vyplývá to i z odhadů odvozených z Marshall - Lernerovy podmínky zlepšení platební bilance. Jako parametry do ní vstupují elasticita nabídky a poptávky po devizách na směnném kursu a míra nerovnováhy platební bilance. Je lhostejné, zdali se užije reálný směnný kurs nebo nominální, neboť v krátkém období je cenová hladina stálá. Jak jsem již napsal v předešlé kapitole, bilance služeb je nekorelovaná se směnným kursem. Proto je možné použít za elasticity nabídky a poptávky elasticity exportu, resp. importu. Z výpočtů České národní banky vyplývá, že elasticita exportu se pohybuje okolo 1 a importu okolo 3. Jejich výpočty vycházejí z relativní parity kupní síly.

$$E_S = \frac{\frac{dX}{X}}{\frac{dr}{r}} = 1, E_D = \frac{\frac{dM}{M}}{\frac{dr}{r}} = 3, \frac{X}{M} = \frac{21918 \text{ mil. USD}}{27824 \text{ mil. USD}} = 0.7877$$

$$E_B = \frac{\frac{dB}{B}}{\frac{dr}{r}} = \frac{X}{M} \cdot E_S - E_D = 0,7877 \cdot 1 - 3 = -2,2122$$

Z toho tedy vyplývá, že každé znehodnocení měny o 1% sníží podíl deficitu na importu o 2,2122%. V současnosti je míra deficitu asi desetinásobek elasticity bilance, a tudíž na první pohled se zdá 10% devalvace dostatečná. Avšak zkušenosti z minulosti by mohly spíše podporovat větší znehodnocení domácí měny.

4.3.1. Důvody podporující vyšší míru devalvace.

4.3.1.1. Necenová konkurence.

Česká republika byla tradičně státem, který se zaměřoval na výrobu strojů. Protože tyto investiční celky musí mít dlouhou dobu životnosti a vysokou kvalitu, obvykle nehraje cena příliš velkou roli. Důležitější jsou dodací podmínky a kvalita. Co se týče kvality, mnozí čeští výrobci jsou již konkurenceschopní, ač třeba jen na méně náročných trzích. Dodací podmínky však nemohou nabídnout srovnatelné se západní Evropou. Česká vláda velice chatrně podporuje export a dlouhodobé dodavatelské úvěry, které by si podniky platily z vlastní kapsy za existující úrokové sazby by mohly znamenat, že je lepší nic

nevyrobět. Exportní pojištění také nefunguje ve velkém rozsahu a celkový objem pojištěného exportu činí jen několik málo procent celku. Proto je naše strojírenství vytlačováno z trhů i přes nižší ceny. Proto elasticita exportu se vztahuje jen na komodity, kde přichází v úvahu - produkty prvovýroby či spotřební zboží. Proto je nutná vyšší devalvace, než kterou doporučuje prostá Marshall - Lernerova podmínka.

4.3.1.2. Stanovování cen dle trhu - pricing to market.

V současnosti jsou mezinárodní trhy zboží poměrně málo citlivé na vývoj nominálních směnných kursů. Ceny zboží se většinou nemění často podle aktuální úrovně. Činí tak jen monopoly - například pohonné hmoty kopírují kurs a cenu ropy - a měla by se tak chovat i dokonalá konkurence, kde všichni mají jasná očekávání o chování soupeřů.

My však žijeme ve světě monopolistické konkurence, případně oligopolů. Znamená to, že žádný ze soutěžitelů nemůže při rozhodování nezohlednit konkurenty. Pokud je v krátkém období poptávka na trhu fixní a nabídka rovněž, pak ten, kdo by první upravil cenu dle kursové změny, by na trhu ztratil své pozice. Navíc je běžné, že na trhu se kromě zahraničních firem nalézají i domácí firmy, a protože jsou jejich náklady v krátkém období fixní (například dlouhodobé mzdové kontrakty), při reakci cizích firem na kurs by převzaly jejich tržní podíl.

Proto ceny na jednom trhu se mohou výrazně odlišovat od jiného. Lze sice namítnout, že jde o nehomogenní produkty, ale často platí, že výrobce prodává jeden konkrétní druh produktu na různých trzích za zcela odlišné ceny. Jako příklad uvádím trh nových automobilů v ČR. Ceny za zcela identické vozy jsou o 15 - 20% nižší než v Německu, a to kvůli nižším příjmům obyvatel ČR a cenové válce na trhu.

Je tedy možné, že i reakce importu v krátkém období by byla zanedbatelná. Pravděpodobně by řada importérů odpověděla snížením marže a čekala na budoucí vývoj. Nicméně na zde uvedeném trhu automobilů jsou ceny pravděpodobně již na dně.

4.3.1.3. Existence utopených nákladů - sunk costs.

Utopené náklady velice úzce souvisí s diferencovaným oceňováním na trhu. Pokud chce výrobce získat podíl na svém tržním segmentu v zahraničí, nestačí obvykle jen přepravit zboží, neboť není identické s tamním. Navíc v dnešní době hraje významnou roli marketing a reklama, proto by jeho produkce tam byla neznámá a dosáhl by jen malých prodejů.

Tudíž při vstupu na trh je nutné vynaložit vysoké fixní náklady, aby se vůbec mohlo začít prodávat. Při odchodu z trhu firma tyto náklady bez náhrady ztratí. Proto se firmy chovají velmi setrvačně a vstup na trh či odchod z něj zvažují i ve střednědobém výhledu. Česká ekonomika se v budoucnu zřejmě zotaví a koupěschopná poptávka vzroste, zahraniční dovozci tedy litují ztráty získaných pozic ve prospěch konkurence a s velkou pravděpodobností by do cen promítli jen část devalvace.

Obdobně jde i o problém našich exportérů. Ti, pokud již v důsledku konkurenceneschopnosti opustili cizí trh, mohou návrat shledat nákladným. Zdá se tedy, že vyšší míra devalvace, než doporučuje Marshall - Lernerova podmínka je na místě.

4.3.1.4. Úrokové platby.

Protože v letech, kdy máme deficit běžného účtu platební bilance, stoupá zahraniční zadlužení ČR, očividně bude v budoucnosti nutné dluhy splatit. V současnosti je bilance služeb jen málo zatížena splátkami. V budoucnu tomu však bude zřejmě jinak, a tak obchodní bilance musí být tak přebytková, aby uhradila i splátky úvěrů.

4.3.2. Negativní důsledky devalvace.

Devalvace má i své stinné stránky. Mezi nejdůležitější patří jev zvaný J-křivka, zhoršení reputace a podpora budoucí inflace.

4.3.2.1. J-křivka

Krátkodobé elasticity dovozu i vývozu jsou v krátkém období výrazně menší (až šestkrát) než v období středně dlouhém. Je to dáno tím že dovozní i vývozní kontrakty jsou již nezměnitelné a fyzický objem zboží je dán. Protože firma se rozhoduje o výnosnosti exportu podle ceny denominované v domácí měně, měly by se teoreticky příjmy exportérů zvýšit přímo úměrně míře devalvace. Nicméně tomu tak být nemusí. Protože jejich obchodní partneři vědí, že výnosy exportéra vzrostly, avšak ne náklady, budou jej tlačit ke snížení ceny. V kritickém případě může tedy dojít k nezměněným výnosům v domácí měně. Oproti tomu domácí importéři nemají žádný argument k tlaku na ceny a import denominovaný v domácí měně vzroste přímo úměrně devalvaci. Proto se ve velmi krátkém období může v důsledku devalvace dále zhoršit obchodní bilance.

4.3.2.2. Zhoršení reputace.

Devalvace je nepopulární opatření. Domácímu obyvatelstvu snižuje spotřební možnosti a odezva v zahraničí rovněž není příznivá. Zvláště markantní je to pro investory, kteří si v ČR uložili v korunách denominovaná depozita a kteří by se nevyhnuli velkým kapitálovým ztrátám. Na tento otřes by pravděpodobně reagovaly ratingové agentury a vytvořilo by se nepříliš příznivé klima pro zahraniční investice.

4.3.2.3. Inflace

Protože devalvace zdražuje dovozy, vede často k inflaci. Pokud jde o statky konečné spotřeby, zdraží se nejen ony, ale i jejich domácí substituty, neboť domácí výrobci si uvědomí možnost snadného zisku. Růst cen meziproductů rovněž tlačí na ceny doma vyráběných produktů, avšak tentokrát kvůli růstu nákladů.

Pokud by svět skutečně fungoval dle monetaristických představ, devalvace by okamžitě zvýšila ceny v takové míře, že by se reálný směnný kurs vrátil na svou předchozí úroveň. V realitě tomu tak není díky existenci neobchodovatelných druhů zboží, částečné strnulosti tvorby cen a díky tomu, že dovozci často zohledňují více domácí poptávku než růst nákladů.

Odhad růstu inflace v ČR:

Očekávaná devalvace15%

Růst cen dovážené produkce10%

Růst cen domácích tradables6%

Růst cen nontradables3%

Podíly zboží na spotřebním koši:

Tradables (obchodovatelné zboží).....cca. 67%

z toho doma vyráběné...70%

dovážené30%

Nontradables (neobchodovatelné zboží).cca. 33%

Růst inflace je tedy $0,67*0,30*0,10+0,67*0,70*0,06+0,33*0,03 = 0,05814 \sim 5,8\%$ ***Inflační dopad by byl tedy poměrně značný, přesto devalvaci považují za adekvátní krátkodobé řešení.***

V důsledku inflace se postupně snižuje reálný směnný kurs a v budoucnu se opět může dostat na hranici, kdy devalvace bude na pořadu dne. Běžně se uvádí, že pozitivní efekty mizí po 3 letech. Získali bychom alespoň nějaký čas k restrukturalizaci ekonomiky. Je totiž realitou, že opakované devalvace k výkonné ekonomice nevedou.

4.4. Zavedení nového kursového režimu.**4.4.1. Vícenásobné směnné kursy.**

[K2]

Zajímavý experiment se směnnými kursy se uskutečnil v zemích Latinské Ameriky v osmdesátých letech. Protože kursové riziko devastovalo očekávání podnikové sféry, rozhodly se tamní autority oddělit běžný a kapitálový účet. V praxi to znamenalo, že vytvořili systém více směnných kursů.

První byl udržován fixní s možností přizpůsobení dle relativní parity kupní síly. Sloužil výhradně pro běžné transakce a samozřejmě nezahrnoval žádná kursová rizika. Ve Venezuele byl zaveden dokonce dvojí kurs pro běžné platby - nižší pro vývoz ropy a dovoz potravin, vyšší pro ostatní obchodní platby. O jejich nerovnovážnosti ale již nejde pochybovat.

Druhý kurs byl určen pro trhy aktiv. Jeho výše nebyla definována a do jeho fluktuací stát nezasahoval. Vcelku logicky jeho výše měla zajišťovat dodržení úrokové parity. Není překvapením, že byl vyšší než kurs regulovaný.

Vynalézavost lidí však opět slavila úspěchy nad monetárními autoritami. Pokud měla Venezuela více kursů pro běžné transakce, vždy se dalo zdůvodnit, proč dovážet za nižší a vyvážet za vyšší kurs. Díky těsnému propojení trhů aktiv a zboží se kapitál často vyvážel i dovážel výhodněji. Rozšířilo se podobně jako u devizové kontroly falešné fakturování a nebyť státní regulace exportérů, nikdo by nekonvertoval měnu nevýhodnými kursy. Další cestou představovala bilance služeb, kdy mezi výnosy z kapitálu se často zamíchal i kapitál sám.

Protože Češi dovedou obejít i složitější restriktce, zřejmě by se tento režim nestal příliš účinným. Jde ale o zajímavou kuriozitu, jak si nenechat zasahovat do kursu platného pro běžný účet spekulanty.

4.4.2. Crawling peg - režim posuvného zavěšení.

[E3]

Tento režim byl implementován v zemích, se kterými máme mnoho podobností - Mexiko, Chile, Izrael, Polsko aj. Společné jim přitom bylo to, že výše domácí inflace výrazně převyšovala jejich obchodní partnery. V důsledku inflačního diferenciálu se pak zhodnocoval reálný směnný kurs a konkurenceschopnost ekonomiky klesala.

Crawling peg spočívá v tom, že monetární autorita (centrální banka) na počátku období vyhlásí nejen přípustné flukтуаční pásmo, ale i o kolik se znehodnotí centrální parita v budoucnu. Takto je devalvace rozložena do denních, měsíčních... minidevalvací, a proto mají aktéři jasné očekávání budoucího vývoje. Tempo znehodnocování bývá odvozeno z rozdílu domácí a zahraniční inflace - cílem je udržet běžný účet v rozumné výši.

Jako běžná devalvace má i tato inflační důsledky. Navíc tím, že ji centrální banka oznamuje předem, mohou vznikat dlouhodobá inflační očekávání a indexace ostatních cen. Jasná výhoda však pramení z toho, že spekulanti přesně znají budoucí kurs, a tudíž nehrozí destabilizace měny. Reálné úrokové sazby z jejich hlediska a z hlediska domácího obyvatelstva se mohou vyrovnat a může být dodržena jak úroková parita, tak i Fisherův efekt a v neposlední řadě i relativní parita kupní síly.

4.5. Závěr

Současná vláda nejeví zájem měnu znehodnotit a flukтуаční pásmo není využito k tomu, aby udržovalo konkurenceschopnost českého hospodářství. Proto se mi jeví jako optimální řešení zavedení posuvného zavěšení, i když je v rozporu s protiinflačními cíli.

Zavádění různých administrativních bariér importu je možné a situaci krátkodobě ovlivní příznivě, přesto bych se přimlouval, aby se vláda vrátila ke svým liberálním idejím. Podpora soukromých i vládních úspor je sice užitečná, neboť domácí úspory nestačí na enormní hrubé fixní investice, ale ani to vnější rovnováhu nevyřeší. Je nutné spotřebu omezit, ale ne domácího zboží. Pokud se tak totiž stane, recesní mezera se opět zvětší. Opatření přesunující výdaje směrem k domácímu zboží jsou nevyhnutelná.

V realitě ani inflace vyvolaná případnou devalvací nemusí být zhoubná. Sníží totiž reálné bohatství lidí, a ti, aby dosáhli opět plánovaného bohatství, zvýší úspory.

5. Srovnání režimu směnného kursu v České republice a v Polsku.

[K12],[E4],[E5],[E17],[E28],[E29],[E47],[O8],[O9],[O10],[O11]

5.1. Historie směnných kursů v Polsku.

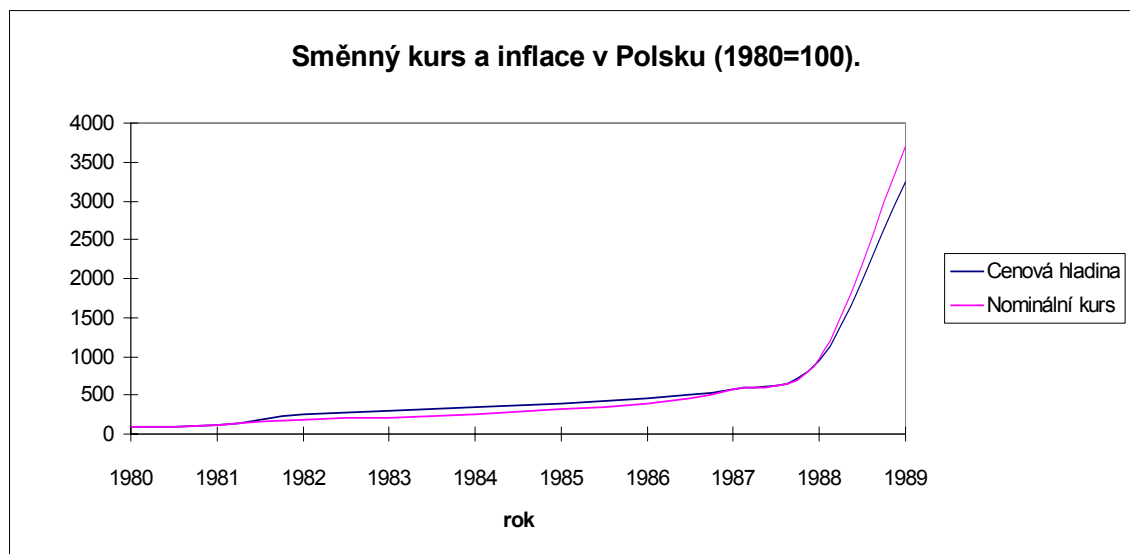
5.1.1. Plánovaná ekonomika Polska v osmdesátých letech.

Podobně jako v Československu bylo i v Polsku implementováno centrálně plánované hospodářství. Vstupy a výstupy si podnik nestanovoval sám a rovněž investice byly přidělovány. V plné míře to platí i o systému zahraničních styků - podnikům nebyl umožněn mezinárodní obchod a tyto transakce zajišťovaly podniky zahraničního obchodu. V souvislosti s nepokoji spojenými se vznikem odborového svazu Solidarity musela státní nomenklatura ustoupit a roku 1982 uvedla v život některé reformy. Spočívaly například i v tom, že velkým podnikům s vysokým podílem exportu umožnily realizovat zahraničněobchodní transakce samostatně. Podniky zahraničního obchodu byly částečně demonopolizovány a transformovány na akciové společnosti. Přidělování devizových prostředků bylo samozřejmým atributem tohoto období. Proto při vývozu i dovozu se vyžadovala licence udělená ministerstvem zahraničního obchodu a státní plánovací komisí. Tím, že podniky zahraničního obchodu prodávaly polské zboží lacino, nebyly ani tak problémy se zahraniční poptávkou jako s polskou nabídkou. Zásobování domácích obchodů se stalo až zbytkovou třídou. Opět existuje paralela s tehdejší ČSSR, kdy exportéři s nízkými náklady byli zdaněni a získaný výnos vyrovnával náklady těch méně úspěšných. Pro vývozce platily úlevy na daních z příjmů.

Reforma roku 1982 rovněž znamenala určité omezení nabídkové povinnosti deviz, neboť exportérům umožnila nakoupit zahraniční měnu až do určitého podílu devizových výnosů z minulosti. Představovalo to velice silný stimul exportu a financování exportu z vlastních devizových účtů vzrostlo z 3% v roce 1982 na více než 50% v roce 1989. Postupně navíc došlo k liberalizaci těchto limitů a koncem osmdesátých let mohly podniky držet celé devizové příjmy na devizových účtech.

Směnný kurs již tehdy nebyl jednotný. Jednak existovalo státní přidělování deviz Plánovací komisí a od roku 1984 Ministerstvem zahraničního obchodu. Tento zdroj byl nejuvhodnější, ale ne každému se dostalo tohoto privilegia. Pak mohly podniky financovat své potřeby buď z vlastního devizového účtu, nebo z účtu jiného podniku a směnný kurs se lišil pro každou jednotlivou transakci. Další možnost se objevila v podobě devizové aukce.

Oficiální směnný kurs určovala periodicky Národní banka Polska a hodnota zlotého byla určena košem měn. Formálně byly tímto kursem přepočítávány veškeré zahraničněobchodní operace ať již byly jejich náklady jakékoli. Cílem reformy bylo zavedení takzvaného podmarginálního kursu, který měl zabezpečit ziskovost cca.80% exportu denominovaného ve směnitelných měnách. V realitě tedy byl nadmarginální a protože centrální banka se obávala zrychlení již tak dost vysoké inflace, většinou neplnil ani tato stanovená hlediska. Znamenalo to, že zlotý byl nadhodnocen po celá osmdesátá léta s výjimkou krátkých období následující devalvace v letech 1987 a 1988. Nerovnovážná situace se odrazila ve strukturálním deficitu platební bilance a v nízké míře devizových rezerv.



	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Cenová hladina	100	121.1	247.6	300.6	345.1	396.9	466.4	584.4	942.6	3240.6
Nominální kurs	100	111.9	185	199.3	247.7	315.7	379.5	583.8	958.4	3696.4

5.1.2. Vznik vícenásobných směnných kursů.

Na rozdíl od ostatních socialistických zemí bylo v Polsku povoleno vlastnit devizy jak ve formě hotovosti, tak i na devizových účtech. Důvěra ve zlotý byla mizivá a řada transakcí s dlouhodobými statky, jako jsou nemovitosti či auta, se odehrávala v devizách. Protože reálná úroková míra byla záporná od roku 1984 až do počátku devadesátých let, úspory v domácí měně byly stále méně populární a jejich úlohu převzala aktiva denominovaná v cizí měně. Na konci roku 1989 se domácí úspory ve zlotých zmenšily na pouhou třetinu celkových, zčásti tomu bylo i díky znehodnocení těchto úspor v důsledku vysokého inflačního diferenciálu. Odhaduje se, že obyvatelé vlastnili navíc takřka 3,5 miliard dolarů v hotovosti.

Zcela zanedbatelnou část těchto deviz pocházela z oficiálních zdrojů. Většina byla získána od nelegálních směnárníků (v ČR známí pod termínem veksláci). Přestože jejich činnost nebyla povolena, stát je většinou nechal na pokoji. Po legalizaci 1. ledna 1990 se obvykle transformovali do oficiálních směnárníků - kantorů.

Protože inflace rostla, nůžky mezi oficiálním kursem a kursem na volném trhu se rozvířaly. Čím vzdálenější byla předchozí devalvace, tím byl oficiální kurs méně rovnovážný. Oproti tomu neoficiální se přizpůsobil poměrně rychle a stal se tak skutečným indikátorem stavu polské ekonomiky. Podobně jako je dnes měnový trh země s fluktuujícím kursem občas vystaven spekulacím, i na tomto trhu se objevovaly podobné tendence.

V březnu 1989 byl černý trh deviz legalizován - vyplynula z toho i změna názvu na paralelní. Měnové autority tudíž nemohly k jeho vývoji nepřihlídnout. Jejich konečným cílem bylo spojení obou trhů v jediný, což se očekávalo v roce 1990. Zatím se však jen pokoušely snížit velikost prémie kursu paralelního trhu nad oficiálním. Ta činila v období březen až říjen 1989 v průměru 83%. Vyvolané devalvace oficiálního kursu byly proto obzvláště mohutné. Jako další cíl měly v úmyslu zvýšit konkurenceschopnost podniků,

kteřé byly nuceny obchodovat za úředně stanovený kurs. Polská centrální banka zkracovala intervaly mezi devalvacemi a v posledním čtvrtletí roku 1989 se jich uskutečnilo deset. Zlotý v tomto roce ztratil 92% své hodnoty a kurs dolaru vzrostl z 500Plz/USD na 6500Plz/USD. Vysoká míra znehodnocení způsobila praktický zánik prémie na paralelním trhu.

5.1.3. Směnné kursy Polska po zavedení vnitřní konvertibility.

Polsko zavedlo vnitřní konvertibilitu zlotého 1.ledna 1990. Směnné kursy pro transakce na běžném účtě byly sjednoceny na úrovni 9500Plz/USD, což znamenalo dodatečnou devalvací o 31,6%. Síť směnárníků (kantorů) zůstala beze změny a stanovení kursu bylo přenecháno tržním silám. Cílem pevného kursu bylo zastavit nebo alespoň zpomalit polskou inflaci, jejíž měsíční míra dosahovala ve druhém pololetí 1989 průměrně 30%. Počáteční kurs byl odvozen z váženého průměru minulých kursů upravených o očekávaný vliv cenové liberalizace, nezbytné stimuly exportu a zpětnou vazbu devalvace na ceny a mzdy. Tento kurs nebyl zamýšlen jako permanentní a centrální banka byla ochotna jej přizpůsobit dle potřeby. Nicméně se ukázal být značně životaschopný - vydržel téměř jeden a půl roku - a během jeho existence Polsko získalo poměrně významné devizové rezervy. Přispěla k tomu i fiskální a monetární restrikce stejně jako regulace mezd.

Poněvadž byl nominální směnný kurs udržován na fixní úrovni, reálný efektivní kurs zlotého se zhodnocoval. Prvotním impulsem byl cenový skok na počátku roku 1990 následovaný sice klesající, ale stále vysokou inflací v dalších měsících. K její výši přispěl i kolaps produktivity práce, který byl částečně způsoben neochotou propouštět pracovníky. Následně začala opět růst premie paralelního trhu z -1,7% v lednu na 3% v květnu a 2% na konci prosince.

Ve druhém čtvrtletí 1991 se kurs zlotého již nezdál být udržitelným a devizové rezervy se zmenšovaly. Proto v květnu 1991 přistoupily měnové autority k zavedení nového kursového režimu. Zlotý nebyl již zavěšen na dolar, ale na koš pěti měn, což zohledňovalo zvýšený obchod se západní Evropou. Navíc byla hodnota zlotého snížena vůči tomuto koši o 14,4%. Ačkoli devizové rezervy zpočátku rostly, reálný kurs opět pokračoval apreciačním směrem. Tentokrát bylo hlavním viníkem neadekvátní zvýšení reálných mezd. Stejně jako po minulé devalvací i tato přestala být brzy účinná a premie paralelního trhu záhy dosáhla 4,5%.

Pro značně omezené výsledky předchozích devalvací se tentokrát rozhodly měnové autority jinak. Jejich cílem sice i nadále byla protiinflační kotva, současně však chtěly zajistit neklesající konkurenceschopnost domácí výroby. Proto zavedly 15.října 1991 systém posuvného zavěšení měny - crawling peg. Měnové riziko je za takovéto kursové politiky stejné jako u pevného kursu a proto není odrazen mezinárodní obchod. Míra měsíčního znehodnocování 1,8% byla stanovena nižší než inflační diferenciál Polska a jeho hlavních obchodních partnerů, a tudíž šlo o kompromis mezi zachováním stálější cenové hladiny a konkurenceschopnosti. Národní banka se chtěla vyhnout prudkým měsíčním skokům a devalvace se proto uskutečňovaly denně. Kurs zlotého se nemusel rovnat přímo centrální paritě, ale mohl fluktuovat v pásmu +/- 2%.

Přes kvalitativní i kvantitativní změny kursu se premie na paralelním trhu stále rozšiřovala a v prosinci 1991 dosáhla 5%. Trvale vyšší míra inflace vedla k opětovnému zhodnocování reálného směnného kursu odvozeného jak z cen průmyslových výrobců, tak

i jednotkových mzdových nákladů. Krátké období růstu devizových rezerv v květnu až září 1991 vystřídala perioda, kdy rezervy prudce klesaly. Centrální banka se odhodlala 25. února 1992 k 10,7% devalvaci, ale míru crawlingu ponechala beze změn. Prémie paralelního trhu se snížila na 2%. Další průběh byl podobný předchozím devalvacím. Index reálného kursu opět naznačoval reálnou apreciaci. Určitou výjimku představovalo jen poslední čtvrtletí 1992, kdy díky vzestupu produktivity práce došlo ke krátkodobému reálnému znehodnocení.

Poté, co se platební bilance prudce zhoršila a devizové rezervy klesly, následovala 27. srpna 1993 další devalvace - tentokrát o 7,4%. Poměrně zajímavé je to, že následně byla snížena míra crawlingu na 1,6%. Prémie kursu u kantorů se snížením ohlášených devalvací nezvýšila, a lze z toho usuzovat, že lidé věřily úsilí centrální banky o snížení inflace.

Protože se podařilo Polsku snížit inflaci v roce 1994 na 32%, bylo rozhodnuto dále snížit úroveň znehodnocování zlotého na 1,4% měsíčně. Od tohoto kroku se očekávalo další razantní snižování inflace.

Růst polského hospodářství zaznamenal v letech 1994 - 5 citelný pokrok a dosáhl téměř 7%. Protože míra nezaměstnanosti byla poměrně stabilní, zvyšoval se výkon ekonomiky díky příznivému vývoji produktivity práce. Reálný směnný kurs měřený jednotkovými náklady práce se tudíž znehodnocoval. Proto koncem roku 1994 a počátkem 1995 zažilo Polsko prudkou exportní expanzi a významný nárůst devizových rezerv. Velkou zásluhu na tom měl zejména tzv. neregistrovaný export, jenž souvisí zejména s turistikou. Proto Polsko zvažovalo jednorázovou revalvaci zlotého, která se však z obav ze zastavení hospodářského růstu neuskutečnila.

Místo toho měnové autority rozšířily v dubnu 1995 flukтуаční pásmo zlotého. Nyní je jeho šíře 14% oproti dosavadním 4%. Mělo by být dostatečné k tomu, aby byl měnový trh v rovnováze. Současně crawling by měl zajistit potřebnou cenovou konkurenceschopnost.

5.1.4. Role politiky směnného kursu pro stabilizaci Polska.

Jak bylo uvedeno dříve, v Polsku byly postupně implementovány různé formy pevného směnného kursu: pevný kurs vůči dolaru, pevný kurs vůči koši měn a nakonec systém postupných minidevalvací. Lze říci, že zavedení těchto kursů slavilo úspěchy. Inflace výrazně klesla a konkurenční schopnost polských podniků na zahraničních trzích přitom vzrostla.

Zřejmě nejvýraznější zásluhy je možno přičíst systému minidevalvací. Každá zcela fixní úroveň směnného kursu byla považována i centrální bankou za časově omezený pokus, a tedy neměla dostatečnou důvěryhodnost. Polská ekonomika, která zažila téměř hyperinflaci, nebyla připravena na takové zpomalení růstu cen, aby mohl být udržen zcela fixní kurs. Avšak stanovení míry crawlingu jako kompromis očekávaného inflačního diferenciálu a cíle jeho odstranění bylo v té době optimem. Tento přístup, zvaný aktivní, znamenal, že prioritou i nadále byla redukce inflace.

Z hlediska kapitálového účtu platební bilance je crawling ekvivalentní se zcela fixním kursem. Proto země nemůže uplatňovat samostatnou měnovou politiku a vývoj jejích úrokových sazeb je omezen. I proto musely být polské úrokové sazby udržovány výše než západní o velikost crawlingu a prémii za investiční riziko. Lze říci, že zde platí

úroková parita v opačném směru - známe jak okamžitý, tak i budoucí kurs a neznámou je úrokový diferencíál.

Vývoj směnného kursu v devadesátých letech.

Období.	Politika směnného kursu.	Úpravy směnného kursu.	Poznámka.
Do 1990	Více směnných kursů, přizpůsobitelné zavěšení na měnový koš.	Časté devalvace velkého rozsahu.	
1.leden 1990	Systém pevného směnného kursu	Sjednocení oficiálního kursu a kursu černého trhu. Devalvace o 31.6%.	Směnný kurs: 9500Plz/USD
17.květen 1991	Systém pevného směnného kursu	Devalvace o 16.8% vůči dolaru, o 14.4% vůči měnovému koši. Změna systému zavěšení z dolaru na měnový koš.	Směnný kurs: 11100Plz/USD <i>Koš se skládá z:</i> americký dolar 45% německá marka 35% britská libra 10% francouzský frank 5% švýcarský frank 5%
15.říjen 1991	Předem oznámený crawling peg.	Ohlášena rychlost crawlingu: 1.8% měsíčně (9Plz denně).	Nezměněný obsah koše.
25.únor 1992	Předem oznámený crawling peg.	Devalvace 10.7% vůči měn. koši. Rychlost crawlingu: 1.8% měsíčně (11Plz denně).	Směnný kurs: 13360Plz/USD. Nezměněný obsah koše.
10.červenec 1992	Předem oznámený crawling peg.	Rychlost crawlingu: 1.8% měsíčně (12Plz denně).	Nezměněný obsah koše. Technické přizpůsobení.
27.srpen 1993	Předem oznámený crawling peg.	Devalvace 7.4% vůči měn. koši. Snížení rychlosti crawlingu na 1.6% měsíčně (15Plz denně).	Nezměněný obsah koše.
1994	Předem oznámený crawling peg.	Snížení rychlosti crawlingu na 1.4% měsíčně (14Plz denně).	Nezměněný obsah koše.
duben 1995	Předem oznámený crawling peg s 14% flukтуаčním pásmem.	Rychlost crawlingu: 1.4% měsíčně (15Plz denně). Vytvořeno 14% flukтуаční pásmo pro odchylky od kursu z crawlingu.	Nezměněný obsah koše.

5.2. Závěr

Polsko zahájilo reformu politiky směnného kursu v lednu 1990. Záměrné užití směnného kursu jako nominální kotvy umožnilo snížit téměř hyperinflaci v roce 1989 na 28% v roce 1995 s vyhlídkou dalšího poklesu. Správně určená míra devalvací umožnila udržet konkurenceschopnost polského průmyslu a současně tato indexace cen nevedla do inflační spirály.

Na rozdíl od jednorázových vysokých devalvací má efekt postupného znehodnocování predikovatelnější efekt a jeho vliv nevymizí tak rychle. Pokud je vyhlášená míra crawlingu důvěryhodná, stane se součástí očekávání hospodářských subjektů jako ohlášena míra inflace a růst cen obchodovatelného zboží ji překročí jen mírně. Samozřejmě že je jen omezenou zbraní proti růstu cen neobchodovatelného zboží.

V roce 1996 prudce stoupl deficit obchodní bilance. Pravděpodobně na minulém pozitivním vývoji polského zahraničního obchodu měly vliv nejen postupné

minidevalvace, ale i počáteční diskrétní znehodnocení. Protože se poslední z nich uskutečnila v roce 1993, mohl se jeho efekt již plně odrazit v růstu nákladů exportérů a snížit konkurenceschopnost pod přípustnou mez.

5.3. Srovnání s Českou republikou.

V Polsku se rozvíjely ekonomické svobody v určitých směrech již v osmdesátých letech. Většinou vedly k nekoncepčním zásahům, které z dlouhodobého hlediska spíše zvyšovaly chaos. Realizace opatření byla často nedostatečná, jako třeba onen podmarginální směnný kurs z osmdesátých let. Velice nestabilní byla cenová hladina, k čemuž přispívaly četné devalvace.

Zavedení pevného směnného kursu v roce 1990 by mohlo být pozitivem za předpokladu úspěšné a razantní disinflace. Pokles inflace však nebyl dostatečný, a tak bez ohledu nad podmarginálnost tohoto kursu se neudržel ani 1,5 roku. Postupné devalvace nepřispívaly k důvěře ve měnu. Jako šťastný krok se ukázalo být zavedení posuvného zavěšení na koš měn. Protože se kurs přizpůsoboval postupně, nebylo nutné tak vysoké znehodnocení zlotého, jako kdyby byl kurs zcela fixní a nedocházelo tak ani k náhlým cenovým skokům.

Rozšíření flukтуаčního pásma na 14% bylo zcela jistě zaměřeno proti zahraničním horkým penězům a rovněž mělo přispět k dosažení kursové rovnováhy, kdyby kurs daný crawlingem nebylo vyhovující.

V Československu začala reforma takřka o rok později, a tak jsme se mohli poučit z polských chyb. Devalvace byla mnohem větší, než se předpokládalo, čímž vymizela další devalvační očekávání. Proto mohl být kurs udržován tak dlouho stabilní. Rozšíření flukтуаčního pásma v únoru 1996 mělo podobný motiv jako polské o rok dříve.

Současné problémy České republiky a Polska jsou velice podobné. Obě země ztrácejí schopnost se prosadit v mezinárodním obchodě, i když před lety se situace zdála opačná. Obě mají vysoký deficit obchodní bilance, ačkoli v ČR je jeho výše na obyvatele téměř o polovinu vyšší. Tato neutěšená situace je vcelku logický dopad inflačního diferenciálu - v Polsku je vysoká inflace zčásti vyrovnána crawlingem, v ČR je nižší, ale kurs je zase stálý. Současně má Polsko i ČR obdobné potíže s udržováním kapitálového účtu a zažívají vysoký příliv peněz motivovaných úrokovým diferenciálem.

6. Shrnutí

Moje práce si předem nekladla za cíl určit rovnovážnou úroveň směnného kursu a ani jsem se o to příliš nepokoušel. Měl jsem v úmyslu spíše posoudit některé otázky, jejichž zodpovězení není možné bez detailnějšího pohledu do ekonomické reality. Společným jmenovatelem celé práce byl směnný kurs - ale v žádném případě ne komplexní pojednání zohledňující všechny problémy s ním spojené.

Velká část pojednání o směnném kursu koruny v populárních ekonomických časopisech často končí srovnáváním cenových hladin a v úsudku, že vysoké ERDI nás opravňuje ke zhodnocení měny, případně že nízké ERDI nás tlačí ke znehodnocení. Protože tyto úvahy nemá smysl rozvíjet bez podrobného průzkumu struktury obchodovaných a neobchodovaných komodit, snažil jsem se jim vyhnout. Větší přitažlivost pro mě měl kapitálový účet platební bilance.

Vzpomínka na mexickou krizi, kdy došlo k odchodu zahraničních investorů v průběhu několika dní, může vyvolávat podobné představy o možném osudu české koruny. Proto nejsou ojedinělé spekulace, zdali koruna není pouhou bublinou nepodepřenou fundamentálními ukazateli. Přestože zadlužení ČR vůči zahraničí rostlo díky značnému deficitu běžného účtu platební bilance, prokázal Krugmanův test, že ještě nedosáhlo nebezpečných hodnot. V případě útoku na stabilitu měny by ČNB byla schopna díky existenci devizových rezerv uhájit naše pozice. Navíc poměrně vysoká citlivost běžného účtu na reálný směnný kurs umožňuje snadno pokrýt splátky jistiny a úroků již po malé depreciaci. Pád koruny je tudíž nepravděpodobný.

Použití modelu CAPM pro oceňování měnového rizika je poměrně netradiční způsob. Přesto tento přístup považuji za smysluplný. Sice nebyly splněny všechny předpoklady CAPM (například dokonalá informovanost či zanedbatelné transakční náklady), nicméně výsledek modelu by měl být stejně přibližně v souladu z očekávanými. Tudíž i když nejsme schopni z fundamentálních veličin stanovit skutečně rovnovážnou úroveň kursu, je zřejmé, že masa investorů musí v rovnováze přisuzovat koruně nadprůměrně velkou rizikovitost.

Poněvadž v roce 1995 příliv zahraničního kapitálu prakticky omezil činnost ČNB na funkci sterilizátora, bylo rozšíření flukтуаčního pásma jediným moudrým řešením. Za prvé zvýšilo riziko potřebné k tomu, aby se koruna mohla umístit na zahraniční CML. Za druhé, jak uvádím v podkapitole o rozšíření flukтуаčního pásma, jsme si pevný kurs nemohli dovolit i z důvodů obsažených v teorii optimálních měnových oblastí.

V části nazvané problematika devizových vkladů a úvěrů jsem vyjádřil podiv nad tím, že devizové úvěry rostly mnohem vyšším tempem než vklady. Je to dáno ne zcela aktuálními daty, neboť během psaní této části byla nejnovější dostupná zpráva o devizové pozici ČNB ze září loňského roku. Dnes je již situace odlišná a devizové vklady rostou značným tempem. Pravděpodobně tomuto trendu nezabrání žádný vládní balíček opatření a důvěra v korunu je otřesena.

Regresní model platební bilance dosáhl v některých aspektech standardních, v jiných však spíše zvláštních výsledků. Očekávat závislost exportu na domácím GDP je poměrně netradiční, stejně jako nezávislost importu na reálném směnném kursu. Přestože běžné modely kapitálového účtu platební bilance nezohledňují institucionální faktory, bylo doplnění o vliv rozšíření flukтуаčního pásma nezbytným krokem. Vcelku nelze než dodat, že ačkoli byly všechny rovnice jen lineární, dosáhly dobré vypovídací schopnosti.

Terapie české ekonomiky v rámci ekonomických styků se zahraničím není snadná. Pokud se má však vůbec nějaká změna uskutečnit, bylo by lépe, kdyby bylo zvoleno tržní řešení místo administrativních bariér importu či vládní podpory úspor. I když v příkladu, který ukazoval nereálnost dosažení rovnováhy podporou úspor, jsem všechny sklony ke spotřebě jen odhadl, myslím, že jeho implikace zůstávají zachovány. Proto devalvaci upřednostňuji, neboť je nejméně alokačně škodlivá. Míra devalvace, kterou jsem odhadl (tedy 15%), nebyla podložena výpočty, neboť neumím operacionalizovat institucionální faktory. Stejně tak i zvýšení míry inflace, kterou jsem odhadl jako důsledek devalvace, je pouhým odhadem, neboť neznám funkce výrobců a dovozců, pomocí nichž tvoří ceny. Alternativou k jednorázové devalvaci je zavedení crawling pegu - politiky častých minidevalvací. Výhodou je, že nedochází ke skokovým změnám kursu. Pravděpodobnější je však indexace cen a mezd.

Část věnovaná Polsku byla již zpočátku zamýšlena jako doplňková. Získávání materiálu bylo skutečně nesnadné. Popis historie směnného kursu se však podařilo sepsat dostatečně podrobný, a to včetně období reform organizovaných komunisty. Obzvláště zajímavou jsem shledal těsnou závislost polské inflace a směnného kursu zlotého. Potvrzuje to jeden z vývodů teorie parity kupní síly - totiž že při vysokých mírách inflace jsou již ceny domácího zboží odvozovány z cen zahraničních substitutů a ne z cenových relací na domácím trhu.

V oddíle věnovaném stabilizaci ekonomiky Polska díky existenci nominální kotvy - pevného směnného kursu - ukazují, že razantní devalvace provedená v ČR byla mnohem krediblnější než váhavý a nedůsledný přístup Polska. Ačkoli Polsko muselo devalvace často opakovat, přesto byl kurs jednoznačně nástrojem, který bojoval proti inflaci.

Ze srovnání polské a české reality vyplývá, že problémy, jimž v současnosti oba státy čelí, jsou velmi podobné. Oba trpí značnými deficity běžného účtu, jenž se financuje kapitálovým účtem. Přestože každá ze zemí má odlišný kursový režim, crawling v Polsku jen přibližuje "reálnou" polskou inflaci české, a současné kursové režimy mají mnoho společného.

Tudíž, přestože jsem doporučil jako odpovídající krátkodobé řešení české ekonomické nerovnováhy crawling peg či devalvaci, Polsko, které oba nástroje často užívá, je nyní v obdobné situaci jako ČR. Devalvace je dobrý krátkodobý polštář, dlouhodobě však přivodí opět stejný reálný směnný kurs. Proto dlouhodobé řešení nespočívá v kursové politice, ale jen v růstu výkonnosti ekonomik.

7. Zdroje, ze kterých jsem čerpal informace pro bakalářskou práci:

knihy:

- [K1] Čapek, A. - Mezinárodní měnový a finanční systém, ediční oddělení VŠE, Praha 1994
- [K2] Dornbusch, R. - Exchange Rates and Inflation, The MIT Press, Cambridge 1989
- [K3] Dornbusch, R., Fischer, S. - Makroekonomie, Státní pedagogické nakladatelství, Praha 1994
- [K4] Krugman, P. - Exchange - Rate Instability, The MIT Press, Cambridge 1993
- [K5] Lindert - International Economics, 1989
- [K6] Madura, J. - International Financial Management, Chicago 1992
- [K7] Mischkin, F.S. - Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů, Economia, Praha 1991
- [K8] Půlpán, K. - Nástin českých a československých hospodářských dějin do roku 1990, Karolinum, Praha 1993
- [K9] Revenda, Z. - Peníze, banky a finanční trhy, Nad Zlato, Praha 1992
- [K10] Sharpe, W.F., Alexander, G.J. - Investice, Victoria Publishing, Praha 1995
- [K11] Urban, L. - Hospodářská politika, Victoria Publishing, Praha 1995
- [K12] Williamson, J. - Currency Convertibility in Eastern Europe, Institute for International Economics, Washington DC 1991

výzkumné publikace institutu ekonomie ČNB:

- [VP46] VP46: Čapek, A. - Příliv kapitálu, revalvace koruny a teorie devizového kursu, Praha 1995
- [VP61] VP61: Derviz, A. - Mikroekonomické mantinely a informačně - spekulativní úskalí režimu fluktuativního pásma pro měnový kurs, Praha 1996

časopisy:

Ekonom

- [E1] Ambrož, L. - Kurs koruny s markou a dolarem v koši, 35/1996, p. 63
- [E2] Čákon, R. - Devizový koš, propad obchodní bilance a strategie ČNB, 34/1995, p. 17
- [E3] Dědčák, O. - Režim posuvného zavěšení aneb politika minidevalvací, 43/1995, pp. 19-21
- [E4] Drahotský, D. - Maďaři přivítali nový rok devalvací, Poláci denominací, 2/1995, p.65
- [E5] Ekonomický vývoj střední a východní Evropy, 33/1996, p. 23
- [E6] Griffith-Jonesová, Š. - Příčiny mexické finanční krize, 8/1995, p. 49
- [E7] Holman, R. - Příčiny a perspektivy českého obchodního schodku, 33/1996, pp. 20-21
- [E8] Holub, T. - Zahraniční úvěry a kursové riziko, 4/1996, pp. 53-54
- [E9] Izák, V. - Česká inflace: peníze, ceny a mzdy, 39/1996, pp. 19-20
- [E10] Janáček, K. - Česká ekonomika ve znamení růstu, 32-33/1995, pp. 16-17
- [E11] Janáčková, S. - Inflační scénáře, 11/1996, pp. 19-20

- [E12] Jančar, M. - Peníze úzké, širší a nejširší, 14/1995, p. 21
- [E13] Jílek, J. - Měnové deriváty si razí cestu, 29/1995, pp. 20-22
- [E14] Jonáš, J. - Naše obchodní bilance? Situace není zatím dramatická (*rozhovor E. Klvačové*), 37/1996, pp. 11-13
- [E15] Klaus, V., Vít, J., Popovič, Š. - Tři pohledy, 20/1996, pp. 25-26
- [E16] Klvačová, E. - Nomura a koruna, 2/1996, p. 19
- [E17] Kotula, M. - Posílení kursu zlatého se zatím nekoná, 21/1995, p. 81
- [E18] Kreidl, V. - Deficit běžného účtu: je potřeba devalvovat?, 8/1996, pp. 16-17
- [E19] Kreidl, V. - Doufejme v rovnováhu, 47/1995, pp. 19-20
- [E20] Kreidl, V. - Kurs navěky?, 24/1995, p. 20
- [E21] Kreidl, V. - Česká ekonomika a příliv kapitálu, 38/1995, pp. 19-20
- [E22] Lazarová, Š., Tůma, Z. - Sterilizace není řešení, 15/1995, pp. 19-21
- [E23] Malý, J. - Devalvace koruny, scénář pro pohodlné, 46/1996, pp. 19-20
- [E24] Malý, J. - Nastal konec monetárního alibismu?, 11/1996, p. 21
- [E25] Neustadt, A. - Kde jsou meze deficitu?, 25/1996, pp. 21-22
- [E26] Petrásková, V. - Obchodní bilance jako na dlani, 39/1996, pp. 25-26
- [E27] Pimer, D. - Česká koruna a devizový management, 24/1996, pp. 19-20
- [E28] Polsko by mělo srazit inflaci, 1995
- [E29] Provazník, D. - Polsko - politické a hospodářské pozadí, 38/1996, p. 57
- [E30] Sedláček, P. - Kurs koruny - známe rovnovážnou úroveň?, 13/1996, pp. 19-20
- [E31] Šíba, V. - Ekonomická pozice ČR: je dlouhodobě udržitelná?, 19/1996, pp. 23-24
- [E32] Šíba, V. - Obchodní deficit: vláda žádá k problému, 48/1995, p. 22
- [E33] Tůma, Z. - Klíčovým prvkem je kredibilita, 20/1996, pp. 17-18
- [E34] Tůma, Z. - Perspektivy dalšího vývoje inflace, 42/1995, pp. 19-20
- [E35] Tůma, Z., Kreidl, V. - Stará kotva opuštěna, kde hledat novou?, 17/1996, pp. 19-20
- [E36] Tůma, Z., Kreidl, V., Kupka, M., Zahradník, P. - Platební bilance ČR: nejistota roste, 44/1996, p. 21
- [E37] Vencovský, F. - Peněžní politika: různé přístupy, stejný výsledek, 29/1996, pp. 16-17
- [E38] Vintrová, R. - Bludný kruh sterilizační politiky, 18/1995, pp. 19-21
- [E39] Vintrová, R. - Obětujeme ekonomický růst?, 40/1996, pp. 19-20
- [E40] Vítek, J. - Co takhle uvalit na spekulátory Tobinovu daň?, 44/1996, p. 58
- [E41] Wawrosz, P. - Vývoz kapitálu, 18/1995, pp. 26 - 27
- [E42] Zahradník, P. - Zaměřeno na vnější směnitelnost, 30/1995, p. 19
- [E43] Zamrazilová, E. - Obchod službami 1995: vysoké aktivní saldo, 17/1996, p. 27
- [E44] Zamrazilová, E., Holub, T. - Inflační diferenciál se nesníží, 10/1997, pp. 19-20
- [E45] Zamrazilová, E., Holub, T. - Zaostrěno na platební bilanci, 43/1996, pp. 22-24
- [E46] Zimola, J. - „Tvrdá“ česká koruna - systémový přístup ke směnitelnosti, 2/1995, pp. 14-16
- [E47] Zlatý by neměl být revalvován, 14/1995, p. 9
- [E48] Žďárský, V. - Proč potřebujeme pevný kurs koruny?, 3/1995, pp. 15-17
- [E49] Žďárský, V. - Směnitelnost jinýma očima, 16/1995, pp. 30-31

Finance a úvěr

- [FU1] Frait, J. - Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992-1995), 1996
[FU2] Jílek, J. - Spekulace na úrokový diferenciál bez investování prostřednictvím derivátů v ČR, 3/1996, pp. 125-131
[FU3] Jonáš, J. - Měnová politika a měnový kurs, 1995
[FU4] Kreidl, V. - Úzká místa měnové a kursové politiky v ČR, 6/1996, pp. 313-322
[FU5] Vintrová, R. - Mezinárodní srovnání cenových hladin a vývoj reálného kursu, 7/1996, pp. 401-413

Politická ekonomie

- [PE1] Dědek, O. - Měření goodwillu československé ekonomiky, 11-12 / 1991, pp. 881-891

Národní hospodářství

- [NH1] Zahradník, P. - Deficit obchodní bilance důvodem devalvace devizového kursu?, pp. 58-59

noviny

Hospodářské noviny

- [HN1] Klacek, J. - Prohlubování vnější ekonomické nerovnováhy, proexportní politika a možná dovozní přírážka, 15.11.1996, p. 8
[HN2] Pick, M. - Zopakuje naše hospodářství znovu „léčbu“ roku 1991?, 29.11.1996, pp. 10-11
[HN3] Šujan, I. - Rostou průměrné mzdy rychleji než produktivita práce?, 29.11.1996, p. 7

ostatní:

- [O1] Zpráva o založení ČNB
[O2] Zprávy o měnovém vývoji v České republice, ČNB
[O3] Výroční zprávy ČNB
[O4] Zprávy o devizové pozici ČNB
[O5] Měsíční bulletiny České národní banky
[O6] Statistická ročenka
[O7] Patria research - referáty Patria Finance
[O8] Otker, I. - Poland - Exchange Rate Policy in The Path to a Market Economy, International Monetary Fund, Washington D.C. October 1994, pp. 43 - 56
[O9] Mylonas, P. - Integration into The World Economy in The Path to a Market Economy, International Monetary Fund, Washington D.C. October 1994, pp. 68 - 79
[O10] Krajewska, A. - Attractiveness and Risk of Investment in Poland and Transformation of the Polish Economy, Eastern European Economics, January - February 1996, pp. 5 - 20
[O11] Halpern, L., Wyplosz, Ch. - Equilibrium real exchange rates in transition, Centre for economic Policy Research, London 1995