

Kursová politika v ČR – 90. léta

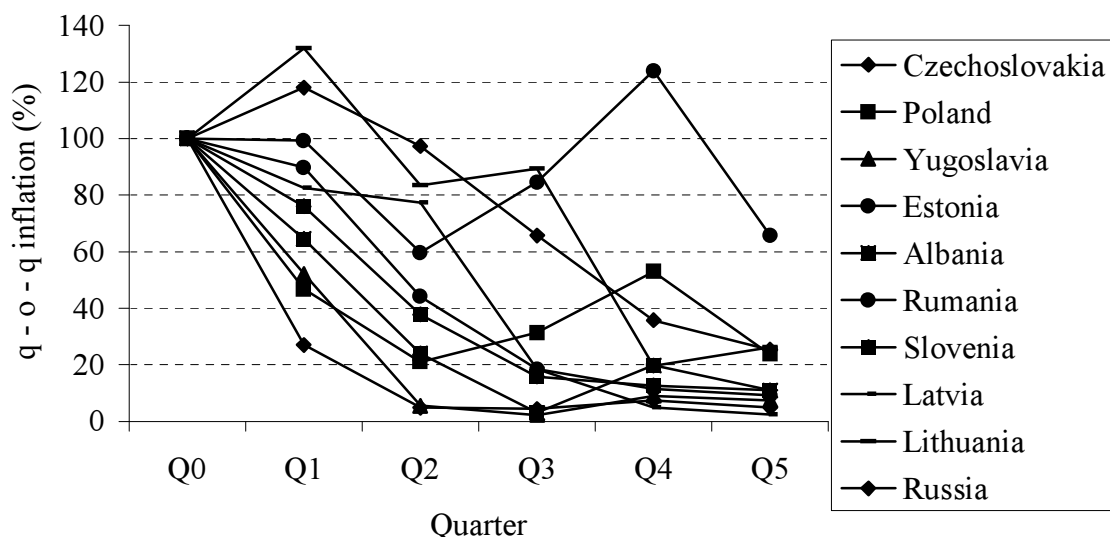
1. Volba fixního kursu

Comparison of inflation development with and without currency anchor ^a

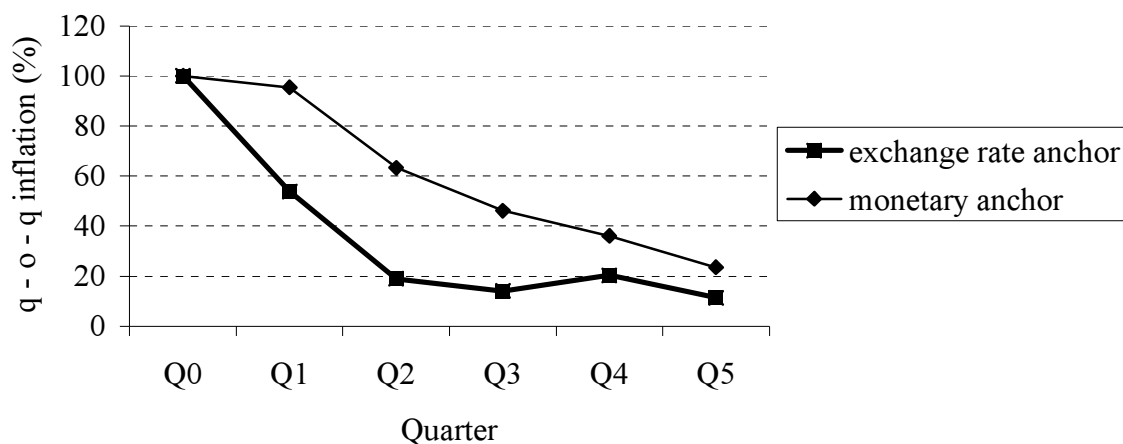
<i>Stabilization by means of exchange rate anchor</i>						
Country	Q0	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Czechoslovakia	100	27.0	4.9	4.4	7.5	4.9
Poland	100	46.7	21.1	31.3	53.0	23.8
Yugoslavia	100	52.2	5.5	2.3	9.1	7.5
Estonia	100	89.8	44.1	18.5	11.4	9.2
<i>Stabilization by means of currency anchor</i>						
Country	Q0	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Albania	100	64.5	24.0	3.1	19.8	11.0
Rumania	100	99.2	59.6	84.5	123.9	65.8
Slovenia	100	76.1	37.8	15.9	12.7	11.0
Latvia	100	82.6	77.4	18.6	4.9	2.4
Lithuania	100	132.0	83.4	89.3	19.6	26.1
Russia	100	118.0	97.3	65.7	35.8	25.4

^aQuarterly inflation rates after starting disinflation policy (% of inflation against the last quarter).
Source: (Jonáš, J. 1998)

Comparison of inflation development - by countries



Comparison of inflation development with, and without currency anchor



Quarterly inflation rates after starting disinflation policy (% of inflation against the first quarter).
Source: (Jonáš, J. 1998)

Složení měnového koše Kčs

	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
6. 6. 1981	45,83	29,78	10,65	-	9,06	4,68
1. 1. 1989	32,88	40,93	12,32	9,05	-	4,82
28. 12. 1990	31,34	45,52	12,35	6,55	4,24	-
2. 1. 1992	49,07	36,15	8,07	3,79	-	2,92
3. 5. 1993	35,00	65,00	-	-	-	-

Pramen: ČNB

Aktuální kurs:

$$(i) \quad X \text{ Kčs} / 1 \text{ USD} = 0,4907 \cdot 27,84 \cdot \text{USD/USD} + 0,3615 \cdot 18,35 \cdot \text{USD/DEM} + 0,807 \cdot 2,61 \cdot \text{USD/ATS} + 0,379 \cdot 20,57 \cdot \text{USD/CHF} + 0,292 \cdot 5,37 \cdot \text{USD/FRF}$$

V jednotlivých sčítancích se vždy násobí váha dané měny v koši, bazický kurs a tržní kurs dané měny k americkému dolaru.

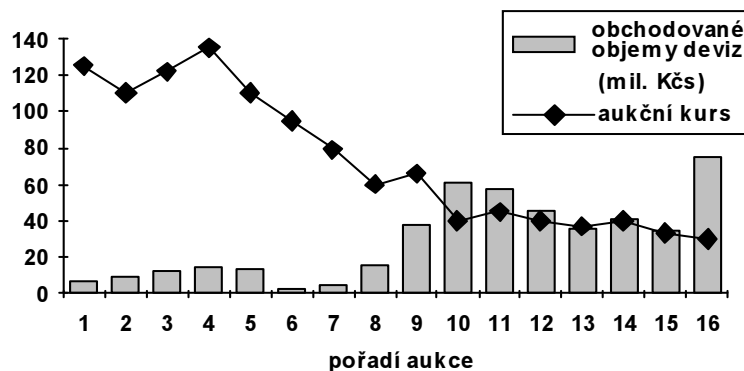
$$(ii) \quad 1 \text{ Kčs} = 0,01761 \text{ USD} + 0,01969 \cdot \text{USD/DEM} + 0,03092 \cdot \text{USD/ATS} + 0,00184 \cdot \text{USD/CHF} + 0,00543 \cdot \text{USD/FRF}$$

Po dosazení aktuálních tržních kursů košových měn k dolaru získáme hodnotu 1 Kčs vyjádřenou v dolarech, tj. například 0,035355 USD. Převrácením této hodnoty (1 / 0,035355), získáme aktuální kurs koruny 28,28 Kčs / 1 USD.

2. Nastavení centrální parity

- dopad na inflaci vzhledem ke zdražení importovaných vstupů,
- stimulační exportu,
- vliv na devizové rezervy.

Aukční kurs Kčs/USD (1989-90)



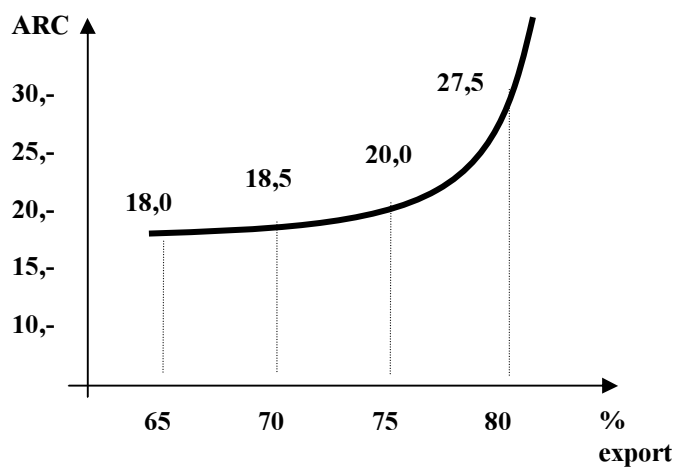
Pramen: [Durčáková, J., Mandel, M. 1994]

→ devizové aukce SBČS:

- subjekty devizové nabídky byly exportéři
- objektem reálné devizy nebo „devizový normativ“
- 1 lot = 10 000 Kčs

Nastavení výchozí úrovně ústředního kursu

Reprodukční náklady deviz ARC (Kč, % exportu)



Pramen: [Durčáková, J., Mandel, M. 1994]

→ průměrné reprodukční náklady deviz (ARC) leden - říjen 1990

Devalvace 1990: 8. ledna, 15. října a 28. prosince celkem o 113 %

Bazické kursy

	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
28.12. 90	28,000	18,230	2,590	21,340	52,500	-
1.1. 92	27,840	18,350	2,610	20,570	-	5,370
3.5. 93	28,444	17,995	-	-	-	-

Pramen: ČNB

Způsob stanovení aktuálního kursu - fixing

- **flukтуаční pásmo $\pm 0,5\%$ od ústředního kursu**
- **od 24. 4. 1995 navíc spread $\pm 0,25\%$ \Rightarrow flukтуаční pásmo $1,5\%$**
- **minimální objem objednávky do fixingu = 3,0 mil. USD nebo 5,0 mil. DEM + násobky 0,1 mil**
- **výstup fixingu byl kurz devizového trhu vyhlášený ČNB platný pro následující pracovní den**

3. Podhodnocení kursu?

Odhadovaná PPP:

- 5 - 10 Kčs/USD
- 2,90 - 5,90 Kčs/DEM

Zkreslení vyvolaná vedlejšími faktory:

- nedokonalostí aplikace teorie PPP
- netržně stanovené domácí ceny odtržené od pohybu cen v zahraničí
- vysoký podíl mezinárodního obchodu za nekonvertibilní měny

Cenová hladina HDP zemí CEFTA ve srovnání s Rakouskem a EU (1993)

	Rakousko = 100	EU = 100	CEFTA = 100
Česká republika	30,1	33,5	74,9
Slovensko	30,1	33,5	74,9
Polsko	40,1	44,6	99,8
Maďarsko	52,6	58,5	130,8
Slovinsko	57,9	64,4	144,0
CEFTA	40,2	44,7	-

Pramen: ECP Results 1993. OECD Paris 1996

Směnný kurs a PPP v zemích CEFTA ve srovnání s Rakouskem (1993)

	směnný kurs (ATS)	PPP vůči ATS	ERDI (ER/PPP)
česká koruna	2,51	0,75	3,32
slovenská koruna	2,65	0,82	3,24
polský zlotý	1560,0	620,71	2,51
maďarský forint	7,91	4,10	1,93
slovinský tolar	9,73	5,61	1,73

Pramen: [Vintrová, R. 1996]

Cenová úroveň hlavních složek výdajů na HDP v zemích CEFTA ve srovnání s Rakouskem (1993; Rakousko = 100)

	konečná spotřeba obyvatelstva	spotřeba vlády	hrubá tvorba fixního kapitálu
Česká republika	26,0	32,5	42,6
Slovensko	28,2	31,3	42,9
Polsko	36,9	36,4	54,1
Maďarsko	43,6	72,7	81,0
Slovinsko	54,9	52,0	68,3

Pramen: [Vintrová, R. 1996]

Odchylka nominálního kursu od parity

ERDI = ER / PPP

- dlouhodobě udržitelná hodnota ERDI = 1,3 - 1,5
- kritická ERDI = 1,8

Parita kupní síly a ERDI ve srovnání s Rakouskem (1993)

	PPP - CZK/ATS	ERDI
HDP celkem	0,75	3,32
konečná spotřeba obyvatelstva	0,65	3,85
potraviny, nápoje, tabák	0,89	2,82
oděvy, obuv	0,91	2,76
hrubý nájem	0,25	10,09
údržba a zařízení domácností	1,01	2,47
dopravní prostředky	2,06	1,22
spotřeba vlády	0,81	3,08
tvorba hrubého fixního kapitálu	1,07	2,38
stavební investice	0,59	4,25
stroje a zařízení	2,13	1,17
dopravní prostředky	2,05	1,22
elektrotechnika	2,31	1,08

Pramen: [Vintrová, R. 1996]

ERDI pro Českou republiku na bázi různých měn (1994)

ATS	DEM	USD	měnový koš 65%DEM+35%US D	ECU
3,10	3,30	2,54	3,03	2,79

Pramen: [Vintrová, R. 1996]

4. Směnitelnost

1990 - vnitřní směnitelnost s bezpečnostními opatřeními:

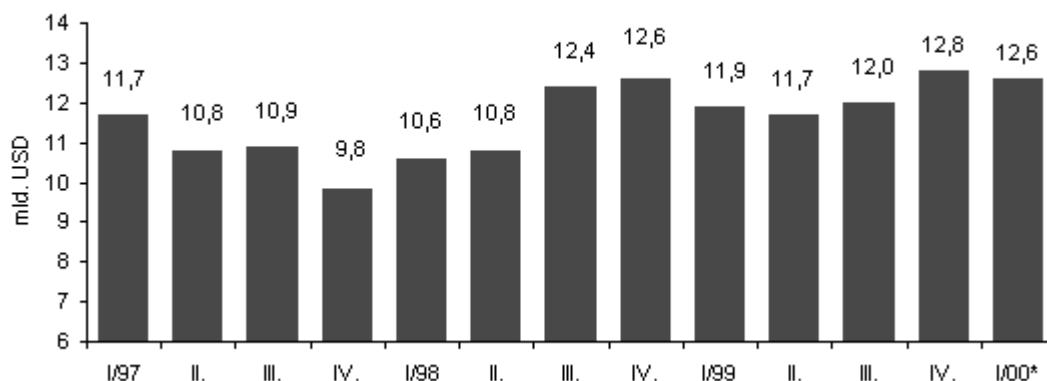
- stanovením výchozí úrovně ústředního kursu v rámci systému pevného směnného kursu
- přijetí úvěrů na posílení devizových rezerv:
 - 1991 → 1,8 mld. USD pro ČSFR
 - 1992 → 0,9 mld. USD pro ČSFR
 - 1993 → 0,2 mld. USD pro Českou republiku
- povinné konzultace platebních podmínek u právnických osob u větších dovozů
- dovozní přírážka u spotřebního zboží 20 %
- limit pro nákup devizových prostředků na turistické účely (1991 - 5000 Kč)

Devizové rezervy

1992: 8,4 mld. USD

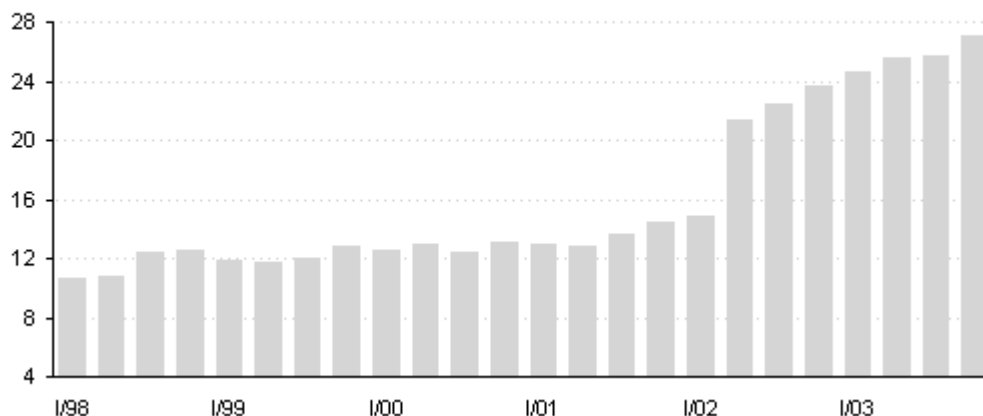
1993: 11,3 mld. USD

Graf III.15 Vývoj devizových rezerv ČNB ke konci období
(v mld. USD)



* Předběžný údaj

Graf III.11 Devizové rezervy v dolarovém vyjádření ve čtvrtém čtvrtletí 2003
rostly (v mld. USD)



5. Inflace a reálné zhodnocování koruny

Cíl ČNB 1993-2001: udržování stability národní měny

Vývoj reálného kursu koruny vůči USD a DEM (% , prosinec 1989 = 100)

	1992	1993	1994	1995
ve spotřebitelských cenách				
USD	86,30	98,13	106,72	122,76
DEM	77,41	92,33	98,01	100,70
vůči paritě kupní síly				
USD	96,07	103,69	109,35	124,56
DEM	83,81	97,41	101,25	102,56

Pramen: [Vintrová, R. 1996]

Reálné zhodnocení koruny měřené deflátorem HDP:

- vzhledem k DEM dosáhlo 7,9%
- k USD 9,7%
- k měnovému koši 8,5%.

Důvody zhodnocování rovnovážného reálného směnného kursu:

- Balassův-Samuelsonův efekt
- liberalizace regulovaných cen a postupný růst dynamiky zvyšování cen neobchodovatelného zboží
- růst kvality a zlepšování směnných relací
- příliv kapitálu

6. Příliv kapitálu

Úrokový diferenciál

$$\Delta ER = (i_D - i_Z) - \chi \quad (1)$$

$$i_D = i_Z + \Delta ER + \chi \quad (2)$$

$$i_D \neq i_Z \quad (3)$$

Vývoj úrokových měr DEM, USD, GBP a Kč (% p. a., průměr za období)

				1995				1996			
	1992	1993	1994	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q
DEM	9.42	7.49	5.35	4.92	4.62	4.39	4.08	3.44	3.35	3.21	3.09
USD	3.68	3.17	4.63	6.18	6.01	5.76	5.72	5.28	5.39	5.48	5.41
GBP	9.39	5.46	4.76	5.38	5.46	6.52	6.56	6.11	5.96	5.73	5.77
CZK	14.96	14.06	13.12	12.78	12.77	12.88	12.79	12.54	12.35	12.74	12.54
			1997				1998				
			I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	
			3.13	3.05	3.12	3.43	3.45	3.43	3.45	3.32	
			5.44	5.69	5.60	5.73	5.55	5.59	5.53	5.20	
			5.98	6.15	6.94	7.17	7.46	7.15	7.21	6.54	
			11.98	14.08	13.32	13.45	13.56	13.47	12.89	12.26	

Pramen: IMF Yearbook 1992-99, bulletin ČNB 1993-98

Velký úrokový diferenciál motivuje dva typy finančních investorů:

- u českých subjektů zvyšuje zájem o čerpání zahraničních úvěrů za relativně nižší úrokové sazby
- u zahraničních subjektů zvyšuje zájem ukládat depozita v ČR za relativně vyšší úrokové sazby.

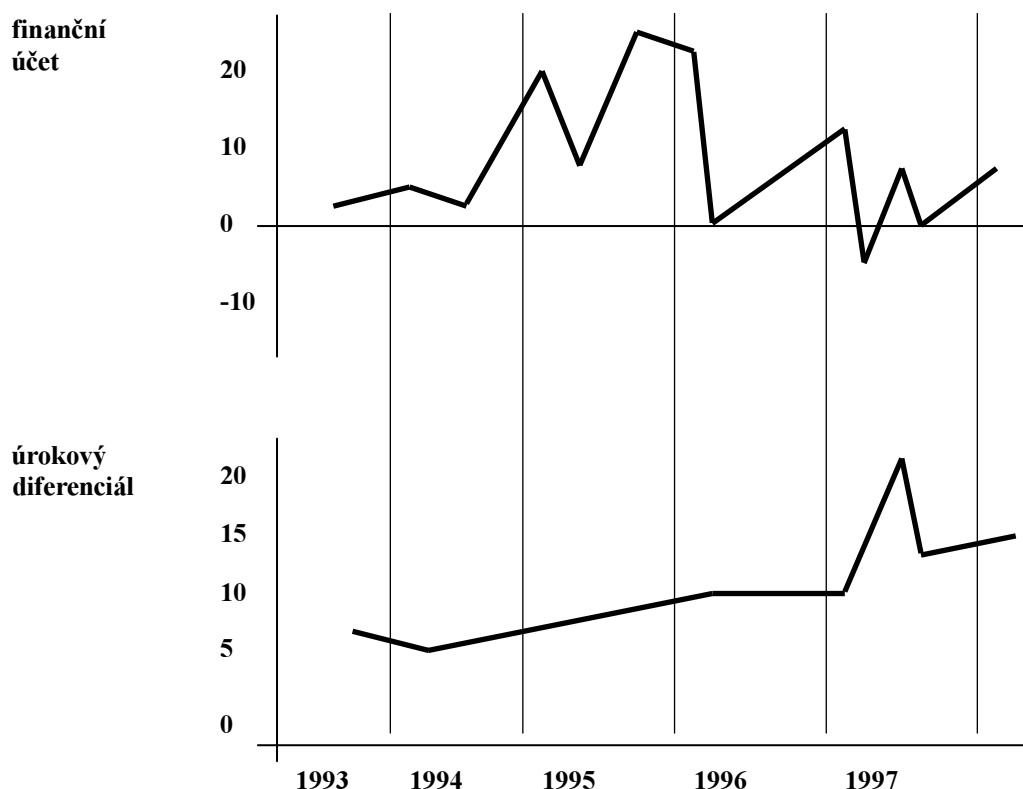
Portfoliové a přímé investice a směnný kurs (mil. USD, konec období)

	1993				1994				1995			
	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q
investice												
portfoliové	.	1154	334	352	247	335	245	67	89	586	364	675
přímé	305	108	111	129	81	225	180	392	120	289	1585	574
Kč/USD	29,04	29,83	28,83	29,15	29,59	29,21	27,98	27,78	26,22	26,11	26,60	26,31
Kč/DEM	17,62	17,10	17,74	17,64	17,47	17,61	17,98	18,09	18,61	18,66	18,50	18,60

1996				1997			
I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q	I.Q	II.Q	III.Q	IV.Q
-129	398	324	178	-314	34	744	689
319	141	519	456	304	175	362	446
27,70	27,50	27,80	27,73	29,20	32,37	33,63	34,73
18,46	18,31	18,20	17,63	17,21	18,77	18,78	19,55

Pramen: IMF Yearbook, ČNB

Vývoj finančního účtu (% HDP) a úrokového diferenciálu (%)



Macroeconomic development of the Czech economy

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Real GDP rate of growth	-1.2	-11.5	-3.3	0.6	2.7	5.9	4.1	-0.8	-1.0	0.5
Rate of inflation (average)	9.7	56.6	11.1	20.8	10	9.1	8.8	8.4	10.7	2.1
Current account (milliard USD)	-1.227	0.908	-0.031	0.512	-0.778	-1.347	-4.299	-3.207	-1.387	-1.570
Balance of trade (milliard USD)	-1.422	-0.121	-1.834	-0.471	-1.366	-3.685	-5.877	-4.639	-2.595	-1.902
Financial account (milliard USD)	0.1	-0.119	-0.391	2.551	4.261	8.827	3.474	1.449	2.908	3.080
Nominal exchange rate (USD) year average	.	.	.	29.15	28.79	26.54	27.15	31.698	32.281	34.569

Source: International Financial Statistics IMF

Možnosti řešení přílivu kapitálu

- zdanění dovozu kapitálu,
- obchodní politika,
- zvýšená fiskální restrikce,
- zvýšení povinných minimálních rezerv z bankovních vkladů zahraničního původu,
- upravení pravidel likvidity,
- sterilizovaná nebo nesterilizovaná intervence centrální banky.

Sterilizace účinků přílivu kapitálu

Měnový plán M2 a skutečný vývoj (% mld. Kč)

	tempo růstu M2			zásoba M2	
	původní měnový plán	modifikovaný měnový plán	skutečný vývoj	původní program	skutečný vývoj
1992	12	17,5	20,3	545	599
1993	17	19	20	638	722
1994	12-15	17	21	724	877
1995	14-17	14-17	19,4	837	1047
1996	13-17	18-19	9,2	-	1128

Pramen: ČNB, [Jonáš, J. 1996a]

Vývoj kursu koruny po roce 1991

- dlouhodobá stabilita, krátkodobá volatilita měnového kursu

