

Tradiční teorie měnového kurzu v podmínkách ekonomické transformace

Josef TAUŠER*

Traditional Exchange Rate Theories under the Conditions of Economic Transition

Abstract

The paper contains a specific exchange rate model in the long run for the transitive economies where the key postulates of the established models such as Purchasing Power Parity, Uncovered Interest Rate Parity Condition and Monetary Approach seem to be slightly modified. The model is based on so called “convergence gap” which is determined by number of real factors both quantitative and qualitative. Under the conditions of transitive economies the exchange rates are systematically deviated from the parity. The deviation is a function of the convergence gap. The exchange rate of transitive economy is therefore function of convergence gap, domestic price level and foreign price level. Since the convergence gap generally reflects the institutional structure of economy, the exchange rate is also function of legal and institutional aspects. The theoretical consequences and practical implications of this definition are discussed in the presented article.

Keywords: *exchange rate behavior, purchasing power parity, uncovered interest rate parity condition, monetary approach to the exchange rate, real and nominal convergence, institutional approach to the convergence*

JEL Classification: F41, F31

Úvod

Tradiční teorie měnového kurzu se utvářely po relativně dlouhé časové období. Intelektuální kořeny *teorie parity kupní síly*, jež představuje historicky nejstarší teorii měnového kurzu, sahají až do šestnáctého století, kdy se ve španělské Salamance zrodily v úvahách místních mnichů první obecné myšlenky o funkci

* Josef TAUŠER, Vysoká škola ekonomická, Fakulta mezinárodních vztahů, Katedra mezinárodního obchodu, nám. Winstona Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; e-mail: tauser@vse.cz

a významu peněz. Zjevně přitom šlo o teoretickou reflexi závažných změn v peněžních zásobách některých evropských zemí, jež byly důsledkem masivního přílivu zlata ze zámořských objevných cest. Prapočátky teorie parity kupní síly tak byly úzce spjaty se zárodečným rozvojem kvantitativní teorie peněžní. Rovněž v další genezi lze spatřovat zřetelné paralely obou teoretických konceptů. *Domingo de Bañez* k tomu již v roce 1594 uvádí: „*Tam, kde je peněz nedostatek, jsou ceny nižší než tam, kde je masa (zásoba – poznámka J. T.) peněz větší. Proto je oprávněné směřovat menší částky v jedné zemi za větší částky v zemi druhé...*“ [11].

Tyto zárodečné myšlenky o vztahu nominálního měnového kurzu a národních cenových hladin byly dále intenzivně rozvíjeny, až nakonec vyvrcholily ve formulaci teorie parity kupní síly v díle švédského ekonomy *Gustava Cassela* (1918), jenž tento pojem použil jako první. Casselova práce vychází ze situace válkou rozvrácených měnových podmínek jednotlivých zemí. Vysoké míry inflace, jež zachvátily různé ekonomiky značně diferencovaně, závažným způsobem ovlivnily vnitřní kupní sílu příslušných měn. To by mělo být podle Cassela doprovázeno rovněž adekvátními změnami nominálního měnového kurzu, jelikož „... *v každém okamžiku je reálná parita mezi zeměmi vyjádřena poměrem kupní síly peněz v jedné zemi a kupní síly peněz v druhé zemi. Navrhuji nazvat tuto paritu paritou kupní síly (zdůrazněno – J. T.)...*“ [2, s. 413].

Teorie parity kupní síly byla dominantním přístupem k determinaci měnových kurzů zejména v době, kdy rozhodující podíl mezinárodních plateb připadal na mezinárodní směnu zboží. Avšak *od počátku 70. let dvacátého století roste v souvislosti s liberalizací kapitálových toků podíl transakcí na úrovni finančního účtu na celkových mezinárodních platbách*. Rozhodující roli na mezinárodních měnových trzích tak hrají především transakce k restrukturalizaci portfolií investorů, což je dále umocněno postupným vytvářením mezinárodních finančních trhů v podmínkách akcelerující technologické revoluce v oblasti výpočetní techniky a telekomunikačních technologií, informačním a institucionálním prorůstáním dílčích segmentů finančních trhů (integrace), jakož i současným přerůstáním těchto trhů přes národní hranice (internacionalizace).

Zvyšující se význam kapitálových toků vyvolal rovněž adekvátní odezvu na poli ekonomické teorie, která zaznamenala zvýšený zájem teoretiků o otázky determinace měnových kurzů. Na měnu začíná být nazíráno jako na aktivum a na měnový kurz jako na relativní cenou dvou aktiv, která je výsledkem interakce poptávky po obou aktivech a nabídky obou aktiv.

Pro determinaci měnového kurzu *v krátkém období* se proto stávají rozhodující *obecná kritéria investorské poptávky*. Tím byl položen základní stavební kámen pro zformulování *teorie úrokového diferenciálu, jakož i monetaristického konceptu měnového kurzu*.

Charakteristickým rysem monetaristického přístupu k měnovému kurzu je poměrně značná rozmanitost jednotlivých modelů. Mezi nejznámější patří *Bilson-Frenkelův* [7] model determinace měnového kurzu, *Dornbuschův* [4] model „přestřelování“ měnového kurzu a *Frankelův* [6] obecný model monetárního přístupu.

V „učebnicové“ podobě tradiční teorie měnového kurzu dobře zpracovali například *Blanchard a Fischer* [1], *Krugman a Obstfeld* [15], *Obstfeld a Rogoff* [21], *Isard* [11], *Gandolfo* [9] a další. Pokud jde o českou literaturu, problematikou tradiční teorie měnového kurzu se relativně podrobněji zabývá například *Mach* [17].

Proti tradičním teoriím měnového kurzu stojí empirická realita, v níž samozřejmě nelze očekávat, že by nominální měnové kurzy přesně odpovídaly paritě kupní síly. Existuje řada faktorů, jež mohou být příčinou krátkodobých a dlouhodobých odchylek nominálního měnového kurzu od kurzu daného paritou kupní síly.

Hlubší teoretickou fundaci dlouhodobých odchylek nominálního měnového kurzu od kurzu na bázi parity kupní síly podává tzv. *Balassa-Samuelsonův* teorem. Oba autoři publikovali své myšlenky samostatně v 60. letech dvacátého století. Model pak v 90. letech přehledně vyjádřil například *Pilbeam* [22]. Teorem se postupně stal předmětem rozsáhlého empirického testování, jakož i objektem mnohých modifikací. V české literatuře se danou problematikou zevrubně zabývají například *Čihák a Holub* [10].

Balassa-Samuelsonův teorem: „Standardní“ model

Balassa-Samuelsonův model ve své tzv. standardní podobě (dále jen „BS model“) je vybudován na několika relativně striktních předpokladech, jejichž platnost zásadním způsobem podmiňuje fungování modelu. Vedle empirického testování modelu, jež je založené na hledání statisticky významné závislosti mezi relativní cenovou úrovní na jedné straně a ekonomickou vyspělostí měřenou hrubým domácím produktem na straně druhé, je tudíž relevantní také kritická diskuse základních předpokladů modelu.

Ekonomicky vyspělejší země vykazují vyšší úroveň produktivity práce v sektoru mezinárodně obchodovatelného zboží. *Produktivita práce má* však nejen *kvantitativní stránku*, jak předpokládá BS model, nýbrž i *stránku kvalitativní*. Předstih v produktivitě práce je tak spojen jak s větším kvantem produkce připadající na jednotku pracovního vstupu, tak i s vyšší mírou technické dokonalosti výrobků. Kvalitnější výrobky pak lze samozřejmě obchodovat za vyšší ceny.

Ovšem ani zdánlivě stejné výrobky nemusí být ještě plně „identické“. Významnou roli hrají totiž také specifické faktory, k nimž můžeme zařadit například vybudovanou institucionální strukturu obchodu v nejširším slova smyslu

a psychologické aspekty spotřebitelské poptávky zahrnující spotřebitelské preference, spotřebitelské vnímání země původu apod. Za různé ceny je pak v ekonomické realitě obchodováno rovněž zboží, jež nevykazuje žádné kvalitativní rozdíly.

Například v roce 2001 dosáhlo Německo při dovozu nových pneumatik z kaučuku pro osobní motorová vozidla na trhu EU jednotkové dovozní ceny (dovozní z hlediska EU) 4,46 ECU/kg, Polsko docílilo ve stejném roce jednotkové dovozní ceny pouze 2,42 ECU/kg, Česká republika pak 2,84 ECU/kg [19]. Pneumatiky z kaučuku pro osobní motorová vozidla přitom nemohou vykazovat nikterak závažné rozdíly v kvalitě. Ještě zřetelněji lze demonstrovat existenci různých cen pro výrobky se stejnou kvalitou na příkladě kilogramových cen smrkového a jedlového dřeva dováženého do Evropské unie. Analyzovány byly ceny smrkového a jedlového dřeva dováženého do Evropské unie Českou republikou, Estonskem, Litvou, Lotyšskem, Polskem, Slovenskem, Rumunskem, Ukrajinou, Běloruskem a Ruskem. „Průměrná odchylka ceny dosahuje v případě surového dřeva 20 %, v případě dřeva opracovaného¹ je to 17 %. Čeští dovozci docilovali v roce 2000 při dovozu surového dřeva uvedeného druhu na trh Evropské unie cenu ve vztahu k ostatním zemím v průměru o 7,8 % nižší, při dovozu tohoto dřeva opracovaného ceny nižší o 22 %.“ [19, s. 39]

Ceny docilované na zahraničních trzích domácími výrobci jsou závislé jak na kvalitě výrobků, tak na úrovni marketingových aktivit a rozvinutosti institucionálně systémových podmínek obchodu. *Čím je vyšší kvalita výrobků, čím rozvinutější jsou marketingové aktivity a čím lepší jsou institucionálně systémové podmínky obchodu, tím vyšších relativních cen na zahraničních trzích dosahují domácí výrobci. Za jinak stejných podmínek se tak vytváří tlak na zhodnocení nominálního měnového kurzu, a tím i na růst domácí relativní cenové úrovně.*

Kritické diskusi je dále možné podrobit také *předpoklad tvorby cen poměrem průměrné nominální mzdy a průměrné produktivity práce*. Významnou roli při determinaci cen hrají rovněž zisková přírážka a další cenové parametry, které se mohou pružně přizpůsobovat specifickým zájmům firem. Dlouhodobé strategické cíle korporací mohou vést krátkodobě dokonce ke ztrátovému prodeji, tj. prodeji za průměrné ceny nepokrývající průměrné náklady.

Také složitá struktura vnitropodnikových a mezipodnikových vztahů, smluvních i neformálních vazeb, tzv. *struktura řízení ekonomiky (governance structure)*, která znemožňuje automatické vyrovnávání cenových hladin prostřednictvím zbožových arbitráží, přispívá zásadní mírou k tomu, že ekonomicky méně vyspělé země vykazují ve vztahu k rozvinutým tržním ekonomikám dlouhodobě nižší relativní cenovou úroveň.

¹ Za opracované dřevo se považuje rozřezané, štípané, krájené, hoblované (o tloušťce převyšující 6 mm). V případě této položky již může hrát kvalita určitou roli.

Podle odhadů OSN je více než 40 % celosvětového obchodu realizováno přibližně půldruhým tisíce největších podniků [16]. Světové trhy jsou dnes ovládnuty velkými transnacionálními korporacemi, které jsou vnitřně propojeny rozsáhlou sítí dodavatelsko-odběratelských vztahů s napojením na veřejné instituce a orgány státní moci. Značná část světového obchodu je tak tvořena v podstatě vnitřním obchodem, resp. obchodem probíhajícím na základě dlouhodobých obligatorních smluv. To je dále umocněno existencí řady formálních i neformálních společenských vazeb. Jako příklad lze uvést personální propojení firem, kdy členové představenstva jedné firmy zasedají v dozorčí radě druhé firmy [16].

Do těchto obchodních struktur lze proniknout jen mimořádně obtížně. *Domácí výrobci nejsou schopni konkurovat velkým korporacím na světových trzích*, a to ani se stejně kvalitní (nebo dokonce lepší) produkcí. Nedostatek finančních zdrojů omezuje marketingové možnosti domácích výrobců, do značné míry limituje jejich výzkumně inovační potenciál a snižuje konkurenceschopnost při poskytování obchodních úvěrů odběratelům. Podstatně „slabší“ negociační pozice neumožňuje vyjednat si srovnatelné odběratelské a dodavatelské podmínky. Velké firmy dále mohou realizovat úspory z rozsahu, jakož i snižovat transakční náklady v důsledku eliminace časových a jiných nákladů v rámci tzv. vertikální integrace.

Z nastíněných příkladů vyplývá, že domácí výrobci nejsou schopni konkurovat na světových trzích velkým mezinárodním korporacím. Musí se tedy orientovat buďto na hledání „tržních mezer“, anebo na konkurenci nízkými cenami. Prodej za relativně nižší ceny na mezinárodních trzích je přitom z finančního hlediska umožněn nižší úrovní relativních nákladů v důsledku podhodnocení nominálního kurzu domácí měny vůči paritě kupní síly, a to jak v sektoru *non-tradables* (neobchodovatelném), tak i v sektoru *tradables* (obchodovatelném).

Nižší kvalita domácí produkce a horší systémově institucionální podmínky obchodu současně limitují působení zbožové arbitráže. Domácí výrobci *tradables* nejsou totiž schopni využít nižších domácích cen v sektoru mezinárodně obchodovatelného zboží k masivní expanzi na zahraniční trhy. Rozdíly v relativních cenách se proto mohou týkat dlouhodobě nejen cen statků mezinárodně neobchodovatelných, nýbrž i cen zboží mezinárodně obchodovatelného.

V důsledku nižší úrovně relativních cen v sektoru *tradables* jsou pak relativní mzdy v tranzitivní ekonomice pro sektor *tradables* ještě nižší, než by předpokládal BS model. Nyní vstupuje do hry mzdová náhoda, která obecně srovnává úroveň mzdových sazeb napříč jednotlivými sektory ekonomiky. V oblasti mezinárodně neobchodovaného zboží je diferenciál produktivity práce relativně nižší, což v důsledku mzdové rovnosti v národní ekonomice povede k relativně nižší

cenové úrovni domácího mezinárodně neobchodovaného zboží, přičemž tato disproporce je větší než v sektoru *tradables*, a současně také větší, než by odpovídalo pouze BS efektu.²

Jelikož nižší úroveň relativních cen v sektoru *tradables* je odvozena od nedostatečné rozvinutosti podnikových struktur a vazeb, lze oprávněně tvrdit, že relativní cenová úroveň je vedle BS efektu do značné míry determinována také strukturou mezipodnikových vztahů, smluvních i jiných formálních a neformálních vazeb.

To ostatně potvrzuje závěry tzv. neoinstitucionálního přístupu, jenž za základ ekonomického rozvoje považuje právě vybudování pevné, stabilní a konkurenceschopné podnikové sféry [16].

Relativní cenová úroveň tedy v principu odráží relativní ekonomickou úroveň jednotlivých zemí, avšak tato relativní ekonomická vyspělost musí být definována široce. Determinanty relativní cenové úrovně jsou reálné faktory jak kvantitativní, tak kvalitativní povahy. Kromě HDP na obyvatele, národohospodářské produktivity práce ap. je potřeba vzít v úvahu také rozvinutost podnikové struktury, marketingové schopnosti, kvalitu vybudované sítě distribučních cest, ekologickou a zdravotní dimenzi výrobních procesů apod. Relativní cenová úroveň tak v sobě zahrnuje komplexní institucionální strukturu ekonomiky, jež je do značné míry determinována legislativně institucionálním prostředím pro podnikání, zajišťovaným centrálně administrativním aparátem. V tomto smyslu hraje významnou roli také transparence daňové soustavy, funkčnost státní a samosprávné administrativy apod.

Relativní cenová úroveň je determinována rozsáhlým komplexem rozmanitých faktorů, jejichž relativní výši můžeme s jistým zjednodušením nazvat relativní reálnou ekonomickou úrovní příslušných zemí. Formálně tak můžeme pro relativní cenovou úroveň tranzitivní ekonomiky *TE* ve vztahu k vyspělé tržní ekonomice *RTE* zapsat následující vztah:

$$CPL_{TE/RTE} = f\left(\frac{HDP_{TE}}{HDP_{RTE}}, \frac{Q_{TE}}{Q_{RTE}}, \dots, \frac{n_{TE}}{n_{RTE}}\right) \quad (1)$$

- CPL* – relativní cenová úroveň *TE* ve vztahu k *RTE*,
- HDP_{TE}*, *HDP_{RTE}* – hrubý domácí produkt na obyvatele v *TE*, resp. v *RTE*,
- Q_{TE}*, *Q_{RTE}* – průměrná produktivita práce v *TE*, resp. v *RTE*,
- n_{TE}*, *n_{RTE}* – *n*-tý faktor reálné ekonomické vyspělosti v *TE*, resp. v *RTE*.

² V případě tzv. reálné konvergence pak dochází vedle relativně rychlejšího růstu produktivity práce v sektoru *tradables* také k růstu relativních cen v sektoru mezinárodně obchodovatelného zboží tranzitivní ekonomiky, což umožňuje rychlejší růst celkové relativní cenové úrovně tranzitivní ekonomiky, než by odpovídala jen samotnému BS efektu.

V rovnici (1) je potřeba zdůraznit multifaktorovou dimenzi funkčních vztahů. Relativní předstih některé z determinant na pravé straně rovnice v jedné zemi nemusí být nutně spojen s vyšší relativní cenovou úrovní. Důležitá je zde totiž relativní úroveň celého souboru determinant relativní cenové úrovně. V tomto pojetí je již možné, aby země s relativně větším HDP na obyvatele vykazovala relativně nižší cenovou úroveň, jak tomu v realitě občas bývá.

Dosadíme-li dále v rovnici (1) za relativní cenovou úroveň její standardní zápis, získáme tyto vztahy:

$$\frac{P_{TE}}{P_{RTE} \cdot E_{TE/RTE}} = f \left(\frac{HDP_{TE}}{HDP_{RTE}}, \frac{Q_{TE}}{Q_{RTE}}, \dots, \frac{n_{TE}}{n_{RTE}} \right) \quad (2a)$$

po úpravě

$$E_{TE/RTE} = f \left(\frac{HDP_{RTE}}{HDP_{TE}}, \frac{Q_{RTE}}{Q_{TE}}, \dots, \frac{n_{RTE}}{n_{TE}} \right) \cdot \frac{P_{TE}}{P_{RTE}} \quad (2b)$$

- $E_{TE/RTE}$ – nominální měnový kurz v přímé kotaci,
- P_{TE}, P_{RTE} – cenová hladina v *TE*, resp. v *RTE*,
- HDP_{TE}, HDP_{RTE} – hrubý domácí produkt na obyvatele v *TE*, resp. v *RTE*,
- Q_{TE}, Q_{RTE} – průměrná produktivita práce v *TE*, resp. v *RTE*,
- n_{TE}, n_{RTE} – *n*-tý faktor reálné ekonomické vyspělosti v *TE*, resp. v *RTE*.

Z rovnice (2b) plynou závažné závěry. Při odvozování determinant relativní cenové úrovně jsme implicitně odvozovali rovněž determinanty nominálního měnového kurzu, jenž je pro každou úroveň poměru agregátních cenových hladin dán právě relativní cenovou úrovní. Od běžné definice CPL zde dochází k inverzi kauzality. Nominální měnový kurz a poměry cenových hladin neurčují relativní cenovou úroveň, nýbrž relativní cenová úroveň determinuje v závislosti na hodnotě poměru cenových hladin výši nominálního měnového kurzu. Nominální měnový kurz je tak determinován relativní úrovní celého komplexu reálných faktorů a exogenně daným poměrem agregátních cenových hladin.

Modifikace tradiční teorie: formální vyjádření

Směnný kurz tranzitivních ekonomik je vůči paritě kupní síly ve vztahu k vyspělým ekonomikám podhodnocený. Míra podhodnocení je přitom dána rozdílem v široce definované reálné ekonomické vyspělosti, který nazveme *konvergenční mezerou KM*.

Konvergenční mezera představuje cestu, kterou musí transformující se ekonomika ujít, aby se dostala na úroveň vyspělých tržních ekonomik. Formálně můžeme konvergenční mezeru vyjádřit takto:

$$KM_{TE/RTE} = f \left(\frac{HDP_{RTE}}{HDP_{TE}}, \frac{Q_{RTE}}{Q_{TE}}, \dots, \frac{n_{RTE}}{n_{TE}} \right) \quad (3)$$

- KM – konvergenční mezera,
 HDP_{TE}, HDP_{RTE} – hrubý domácí produkt na obyvatele v TE , resp. v RTE ,
 Q_{TE}, Q_{RTE} – průměrná produktivita práce v TE , resp. v RTE ,
 n_{TE}, n_{RTE} – n -tý faktor reálné ekonomické vyspělosti v TE , resp. v RTE .

Výčet faktorů v rovnici (3) je pouze příkladný. Hrubý domácí produkt na obyvatele a průměrná produktivita práce nejsou tedy jedinými determinanty konvergenční mezery, třebaže jde o faktory jistě významné. Pokud přijmeme předpoklad, že společným jmenovatelem všech těchto charakteristik je *institucionálně legislativní struktura ekonomiky ILS*, jež tvoří nezbytný předpoklad pro rozvoj hospodářské činnosti, můžeme rovnici (3) reformulovat:

$$KM_{TE/RTE} = f \left(\frac{ILS_{RTE}}{ILS_{TE}} \right) \quad (4)$$

- KM – konvergenční mezera,
 ILS_{TE}, ILS_{RTE} – institucionálně legislativní struktura v TE , resp. v RTE .

Rozdíly v reálné ekonomické úrovni vyjádřené konvergenční mezerou generují odchylky směnného kurzu vůči *absolutní verzi parity kupní síly*, což lze formálně zapsat takto:

$$E_{TE/RTE} = KM_{TE/RTE} \cdot \frac{P_{TE}}{P_{RTE}} \quad (5)$$

- $E_{TE/RTE}$ – nominální měnový kurz v přímé kotaci,
 KM – konvergenční mezera,
 P_{TE}, P_{RTE} – cenová hladina v TE , resp. v RTE ,

V podmínkách ekonomické transformace není tedy nominální měnový kurz dán poměrem agregátních cenových hladin příslušných ekonomik, nýbrž odpovídá součinu konvergenční mezery a poměru cenových hladin.

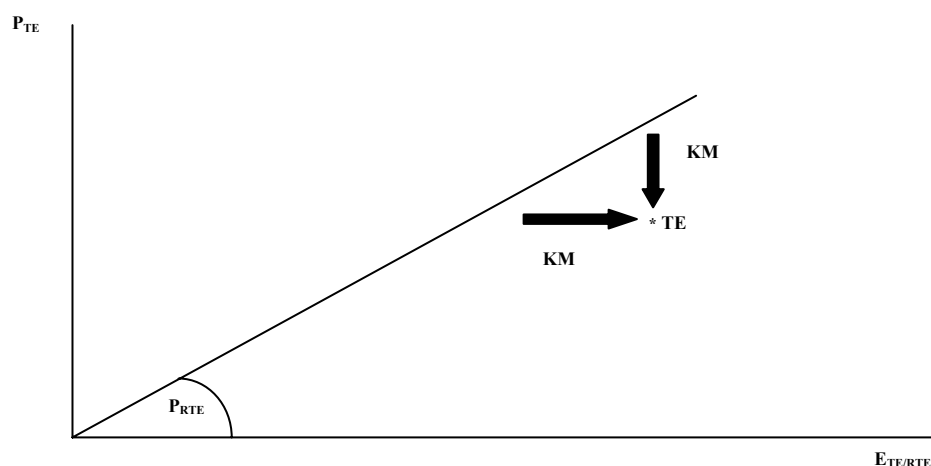
Z hlediska grafického aparátu se tak tranzitivní ekonomiky nacházejí pod křivkou parity kupní síly, přičemž relativní vzdálenost od křivky je dána právě velikostí konvergenční mezery.

Na obrázku 1 je zakreslena křivka absolutní verze parity kupní síly, jež představuje takové kombinace domácí cenové hladiny tranzitivních ekonomik P_{TE} a nominálního měnového kuru $E_{TE/RTE}$, které jsou při určité výši zahraničních cen P_{RTE} (sklon křivky) v souladu s absolutní verzí parity kupní síly. Pozice tranzitivních ekonomik pod křivkou implikuje podhodnocení směnného kurzu vůči

paritě, na něž lze pohlížet dvojitou optikou. Buďto je pro danou úroveň nominálního kurzu domácí cenová hladina příliš nízká, anebo je naopak nominální kurz pro příslušnou úroveň domácích cen příliš vysoký. V každém případě je kurz vůči paritě podhodnocený.

Obrázek 1

Absolutní verze v podmínkách ekonomické transformace



Pramen: Autor.

Relativní verze parity kupní síly fixuje určitý poměr vnitřní a vnější kupní síly domácí měny v čase. V podmínkách ekonomické transformace však vnitřní kupní síla ve vztahu k vnější kupní síle domácí měny zpravidla klesá. Cenová konvergence je přitom důsledkem sblížování široce definované reálné ekonomické vyspělosti.

Reálnou konvergenci tranzitivní ekonomiky v období $t_0 - t_1$ můžeme formálně vyjádřit jako poměr konvergenční mezery v čase t_1 a konvergenční mezery v čase t_0 , jež nazveme konvergenčním multiplikačním faktorem λ . Změnu nominálního měnového kurzu v příslušném období zapíšeme analogicky jako podíl nominálního kurzu v okamžiku t_1 a nominálního měnového kurzu v okamžiku t_0 . S využitím rovnice (5) pak můžeme modifikovat relativní verzi parity kupní síly v podmínkách ekonomické transformace.

$$E_{TE/RTE,0} = KM_0 \cdot \frac{P_{TE,0}}{P_{RTE,0}}$$

$$a \quad E_{TE/RTE,1} = KM_1 \cdot \frac{P_{TE,1}}{P_{RTE,1}}$$

$$\text{potom} \quad \frac{E_{TE/RTE,1}}{E_{TE/RTE,0}} = \frac{KM_1}{KM_0} \cdot \frac{P_{TE,1} \cdot P_{RTE,0}}{P_{TE,0} \cdot P_{RTE,1}} \quad (6a)$$

$$\text{po úpravě} \quad \frac{E_{TE/RTE,1}}{E_{TE/RTE,0}} = \lambda \cdot \frac{(1 + \pi_{TE})}{(1 + \pi_{RTE})} \quad (6b)$$

$E_{TE/RTE,0}$ ($E_{TE/RTE,1}$) – nominální kurz v čase t_0 (t_1),

KM_0 (KM_1) – konvergenční mezera v čase t_0 (t_1),

λ – konvergenční multiplikátor,

$P_{TE,0}$ ($P_{TE,1}$) – cenová hladina tranzitivní ekonomiky v čase t_0 (t_1),

$P_{RTE,0}$ ($P_{RTE,1}$) – cenová hladina rozvinuté tržní ekonomiky v čase t_0 (t_1),

π_{TE} (π_{RTE}) – míra inflace v TE (RTE) v období $t_0 - t_1$.

Změna nominálního kurzu tranzitivních ekonomik se nepřizpůsobuje pouze poměru indexů domácí a zahraniční inflace, nýbrž závisí taktéž na intenzitě sblížení reálné úrovně. Čím rychlejší je proces reálné konvergence, tím nižší je hodnota konvergenčního multiplikátoru (konvergenční mezera se zkracuje), a tím rychleji roste relativní cenová úroveň transformujících se ekonomik.

Změna reálného kurzu je tak determinována změnou relativní reálné ekonomické vyspělosti, což ostatně explicitně plyne z rovnice (7), kterou získáme jednoduchou transformací rovnice (6).

$$\lambda = \frac{E_{TE/RTE,1}}{E_{TE/RTE,0}} \cdot \frac{(1 + \pi_{RTE})}{(1 + \pi_{TE})} \quad (7)$$

λ – konvergenční multiplikátor,

$E_{TE/RTE,0}$ ($E_{TE/RTE,1}$) – nominální kurz v čase t_0 (t_1),

π_{TE} (π_{RTE}) – míra inflace v TE (RTE) v období $t_0 - t_1$.

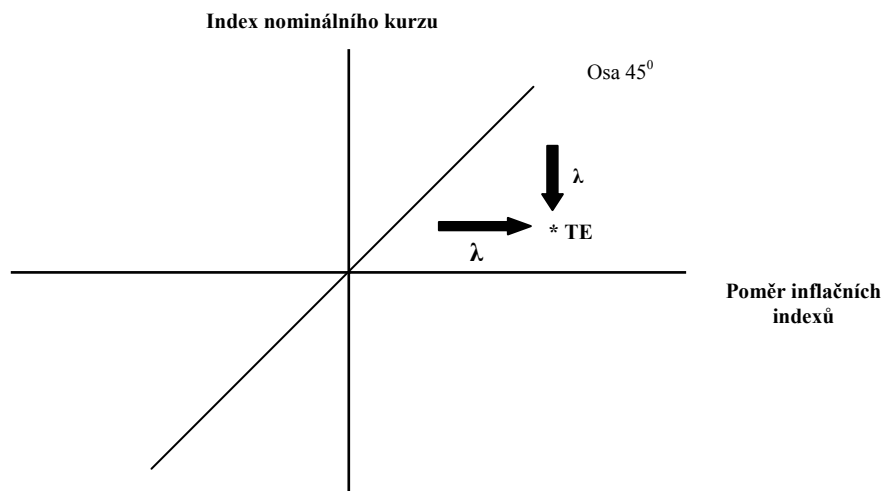
Rovnice (7) nápadně připomíná zápis pro výpočet indexu reálného kurzu. Rozdíl zde však spočívá opět ve směru působení funkčních vztahů. Konvergenční multiplikátor není dán změnou nominálního měnového kurzu a poměrem indexů zahraniční a domácí inflace, jak je tomu v případě indexu reálného kurzu. Naopak, konvergenční multiplikátor determinuje změnu nominálního měnového kurzu v závislosti na hodnotě poměru inflačních indexů, tj. konvergenční multiplikátor určuje změnu reálného kurzu.

Graficky operuje tranzitivní ekonomika pod křivkou relativní verze parity kupní síly, jež představuje všechny kombinace změn nominálního měnového kurzu v určitém období na straně jedné a poměrů indexů domácí a zahraniční míry inflace v příslušném čase na straně druhé. Pro danou změnu nominálního kurzu je tak domácí inflace (deflace) větší (menší), než by odpovídalo relativní

verzi parity kupní síly. Případně: pro daný poměr inflačních indexů je zhodnocení (znehodnocení) nominálního kurzu větší (menší), než předpokládá relativní verze. Vzdálenost od křivky je přitom závislá na hodnotě konvergenčního multiplikátoru. Čím nižší je hodnota konvergenčního multiplikátoru, tím více je ekonomika od křivky odchýlená.

Obrázek 2

Relativní verze v podmínkách ekonomické transformace



Pramen: Autor.

Zakreslení libovolné ekonomiky do obrázku 2 umožňuje posoudit nejen rozsah, nýbrž i strukturu reálné depreciace, resp. apreciacie příslušné měny. Všechny body nalevo od osy 45^0 indikují reálnou depreciaci, zatímco body napravo signalizují reálnou apreciaci. Intenzita reálné depreciace, resp. apreciacie je vyjádřena vzdáleností od křivky, struktura změny reálného kurzu pak konkrétní pozicí.

Modifikovanou paritu kupní síly dále dosadíme do monetaristického konceptu měnového kurzu, čímž získáme reformulovanou rovnici Billion-Frenkelova modelu. Nejprve si vyjádříme funkce poptávky po penězích v tranzitivní ekonomice a rozvinuté tržní ekonomice, přičemž budeme pro obě ekonomiky předpokládat stejnou citlivost poptávky po penězích na domácí důchod a na úrokovou míru. Rovněž cambridgeská konstanta bude v obou zemích stejná a relativně stabilní.

$$M_{TE}^d = k_{TE} \cdot P_{TE} \cdot Y_{TE}^\eta \cdot e^{-\sigma \cdot i_{TE}} \quad (8a)$$

$$M_{RTE}^d = k_{RTE} \cdot P_{RTE} \cdot Y_{RTE}^\eta \cdot e^{-\sigma \cdot i_{RTE}} \quad (8b)$$

po úpravě
$$m_{TE} - p_{TE} = \eta \cdot y_{TE} - \sigma \cdot i_{TE} \quad (9a)$$

$$m_{RTE} - p_{RTE} = \eta \cdot y_{RTE} - \sigma \cdot i_{RTE} \quad (9b)$$

- M_{TE}, M_{RTE} – poptávka po peněžích v TE , resp. v RTE ,
 P_{TE}, P_{RTE} – cenová hladina v TE , resp. v RTE ,
 Y_{TE}, Y_{RTE} – reálný důchod v TE , resp. v RTE ,
 i_{TE}, i_{RTE} – úroková sazba v TE , resp. v RTE ,
 m_{TE}, m_{RTE} – tempo růstu peněžní zásoby v TE , resp. v RTE ,³
 p_{TE}, p_{RTE} – tempo růstu cenové hladiny v TE , resp. RTE ,
 y_{TE}, y_{RTE} – tempo růstu reálného důchodu v TE , resp. RTE ,
 k – cambridgeská konstanta,
 η – citlivost poptávky po peněžích na reálný důchod,
 σ – citlivost poptávky po peněžích na úrokovou sazbu.

Další stavební kámen modifikovaného modelu se od výchozího konceptu již liší, a to v tom smyslu, že místo absolutní verze parity kupní síly použijeme její reformulovanou podobu zakotvenou v rovnici (5), kterou následně převedeme do přírůstkového tvaru.

$$E_{TE/RTE} = KM_{TE/RTE} \cdot \frac{P_{TE}}{P_{RTE}}$$

po úpravě
$$e_{TE/RTE} = \delta + p_{TE} - p_{RTE} \quad (10)$$

- $E_{TE/RTE}$ – nominální kurz,
 KM – konvergenční mezera,
 P_{TE}, P_{RTE} – cenová hladina v TE , resp. v RTE ,
 $e_{TE/RTE}$ – procentuální změna nominálního kurzu,
 p_{TE}, p_{RTE} – tempo růstu cenové hladiny v TE , resp. RTE ,
 δ – procentuální změna konvergenční mezery.

Formální zápis reformulovaného modelu odvodíme substitucí rovnic (9a) a (9b) do rovnice (10). Výsledný vztah pak vypadá takto:

$$e_{TE/RTE} = \delta + (m_{TE} - m_{RTE}) - \eta \cdot (y_{TE} - y_{RTE}) + \sigma \cdot (i_{TE} - i_{RTE}) \quad (11)$$

- $e_{TE/RTE}$ – procentuální změna nominálního kurzu,
 m_{TE}, m_{RTE} – tempo růstu peněžní zásoby v TE , resp. v RTE ,
 y_{TE}, y_{RTE} – tempo růstu reálného důchodu v TE , resp. RTE ,
 i_{TE}, i_{RTE} – úroková sazba v TE , resp. v RTE ,
 σ – citlivost poptávky po peněžích na reálný důchod,
 η – citlivost poptávky po peněžích na úrokovou sazbu,
 δ – procentuální změna konvergenční mezery.

³ V bodě rovnováhy můžeme nahradit poptávku po peněžích nabídkou peněz, tj. nominální peněžní zásobou.

Rovnice (11) umožňuje zohlednit probíhající proces cenové konvergence prostřednictvím koeficientu δ , jenž vyjadřuje procentuální změnu konvergenční mezery. Poněvadž předpokládáme, že v důsledku zlepšujících se systémově institucionálních podmínek obchodu, rostoucí kvality výrobků, rozvíjející se síť marketingových aktivit ap., konvergenční mezera klesá, koeficient bude δ nabývat z pohledu tranzitivní ekonomiky zpravidla záporných hodnot.

Růst peněžní zásoby nemusí nyní vést k znehodnocení domácí měny. Na pozadí permanentních konvergenčních procesů může být zvýšení nominální peněžní zásoby doprovázeno dokonce nominální apreciací domácí měny.⁴ Záleží na tom, jaký je vztah mezi diferencíálem tempa růstu domácí a zahraniční peněžní zásoby na jedné straně a intenzitou konvergenčního procesu na straně druhé. Pokud je rozdíl mezi tempy růstu domácí a zahraniční nominální peněžní zásoby větší než absolutní hodnota koeficientu δ , nominální měnový kurz se znehodnotí. Avšak depreciace je menší, než by byla v původním modelu.⁵ Jestliže je naopak diferenciál růstu peněžních zásob menší než absolutní hodnota koeficientu δ , měnový kurz se zhodnotí. V případě rovnosti se pak nominální měnový kurz nemění.

Roste-li domácí důchod rychleji než zahraniční, nominální kurz se zhodnotí. Nominální apreciacie je přitom větší než v původním Bilson-Frenkelově konceptu. Pomalejší růst domácího reálného důchodu pak ještě nemusí automaticky znamenat znehodnocení domácí měny. Opět je totiž potřeba vzít v úvahu intenzitu konvergenčního procesu vyjádřenou hodnotou koeficientu δ , jakož i citlivost poptávky po penězích na reálný důchod. Obecně lze konstatovat, že pokles domácího reálného důchodu povede ke znehodnocení domácí měny tím spíše, čím větší bude η a čím menší bude δ .

Růst domácí úrokové míry povede v souladu s rovnicí (11) ke znehodnocení nominálního kurzu pouze tehdy, bude-li součin koeficientu σ a úrokového diferenciálu vyšší než absolutní hodnota koeficientu δ (případně zvýšená o diferenciál v tempu růstu domácího a zahraničního reálného důchodu vynásobený koeficientem η). V ostatních případech se nominální kurz buďto nezmění, nebo se zhodnotí.

Probíhající cenová konvergence má závažné implikace také pro dynamiku kurzu v *Dornbuschově modelu*. Původní Dornbuschův model je vybudován na výchozí myšlence, že zatímco ceny na trhu finančních aktiv se přizpůsobují okamžitě, ceny na trhu produktů a mzdy na trhu práce jsou relativně nepružné. S využitím dalších pomocných předpokladů se pak odvozují hlavní závěry modelu. Podmínka nekryté parity úrokových sazeb platí nepřetržitě, kdežto absolutní

⁴ Analýzu zde tedy neprovádíme „za jinak stejných podmínek“. Naopak předpokládáme, že dlouhodobě dochází ke snižování konvergenční mezery a sledujeme, jaký je za těchto podmínek vztah mezi tempem růstu nominální peněžní zásoby a měnovým kurzem, mezi tempem růstu reálného důchodu a měnovým kurzem, jakož i mezi růstem úrokové míry a měnovým kurzem.

⁵ Depreciace je menší právě o absolutní hodnotu koeficientu δ .

verze parity kupní síly platí pouze v dlouhém období. V krátkém období se nominální kurz může odchylovat od parity. Při růstu nominální peněžní zásoby klesá v důsledku nepružnosti domácích cen domácí úroková míra. Jelikož současně rostou depreciační očekávání, musí se nominální kurz znehodnotit tak, aby se dala očekávat apreciacie, jež by investorům kompenzovala nižší domácí úrokovou míru. Měnový kurz tedy „přestřeluje“ růst peněžní zásoby. Poněvadž se dále domácí cenová hladina přizpůsobuje relativně pomalu, klesá bezprostředně po monetární expanzi relativní cenová úroveň domácí ekonomiky. To stimuluje příliv zahraniční poptávky, jenž jednak zajistí očekávanou apreciaci, jednak obnoví platnost absolutní verze parity kupní síly.

Tranzitivní ekonomiky vykazují dlouhodobě nižší relativní cenovou úroveň. Dlouhodobě rovnovážná úroveň nominálního kurzu se tak významně odchyľuje od parity. Navíc je potřeba vzít v úvahu skutečnost, že v souvislosti s reálnou konvergencí dochází systematicky ke změnám rovnovážného kurzu v tom smyslu, že kurz se přibližuje paritě, tj. relativní cenová úroveň tranzitivních ekonomik v čase roste.

Jaká je tedy dynamika kurzu v Dornbuschově modelu při zohlednění specifíků tranzitivních ekonomik? Předpokládejme, že centrální banka zvýší v čase t_0 nominální peněžní zásobu. Jestliže domácí ceny jsou krátkodobě rigidní, roste nabídka reálných peněžních zůstatků. Lidé nyní drží více peněz, než je požadovaná držba peněz, což povede k růstu poptávky po ostatních finančních aktivech. Zvýšená poptávka na trhu ostatních finančních aktiv zvyšuje cenu ostatních finančních aktiv (např. obligací), tj. úroková sazba klesá.

Dále je důležitá intenzita konvergenčního procesu. Investoři vědí, že růst peněžní zásoby se v budoucnu přelije do nárůstu domácích cen. *Avšak již neplatí, že investoři musejí očekávat ve stejném rozsahu taktéž znehodnocení domácí měny, jak je tomu v původním modelu.* V závislosti na dynamice reálné konvergence mohou investoři očekávat v čase t_1 menší znehodnocení domácí měny, než je růst peněžní zásoby v čase t_0 . Vyloučena, samozřejmě, není ani možnost, že investoři by očekávali dokonce zhodnocení domácí měny. Opět záleží na vztahu mezi růstem peněžní zásoby na jedné straně a intenzitou reálné konvergence na straně druhé. V každém případě měnový kurz přestřeluje růst peněžní zásoby v podmínkách probíhající reálné konvergence méně než v původním modelu. Teoreticky může kurz růst peněžní zásoby dokonce i „podstřelit“ (kurz se znehodnotí ve srovnání s růstem peněžní zásoby relativně méně), případně může v čase t_0 dojít dokonce k nominální apreciaci!

Pro lepší prokreslení zmíněných vztahů uvedme konkrétní příklad. Předpokládejme, že domácí úroková míra činí 5 %, zahraniční úroková míra je také 5 %, očekávaná změna nominálního měnového kurzu je nulová, tj. platí podmínka nekryté parity úrokových sazeb.

Nechť nyní vzroste nominální peněžní zásoba o 5 %, což vyvolá pokles domácích úrokových sazeb například na 3 %. V původním modelu se hodnota očekávaného kurzu zvyšuje o 5 %, a tak se nominální kurz musí v čase t_0 znehodnotit přibližně o 7 %, aby byli investoři v rovnováze (musí platit podmínka nekryté úrokové parity, tj. $3\% - 5\% = -2\%$).⁶

Uvažujme dále existenci reálné konvergence, jež je příčinou permanentní reálné apreciace. Předpokládejme, že investoři očekávají růst relativních cen například o 3 %. Při růstu nominální peněžní zásoby o 5 % je tak možné očekávat znehodnocení domácí měny přibližně o 2 %. Nominální kurz se proto v čase t_0 znehodnocuje jen přibližně o 4 %, tj. měnový kurz „podstřeluje“ tempo růstu peněžní zásoby.⁷ Pokud by investoři očekávali růst relativních cen například o 10 %, pak by při růstu peněžní zásoby o 5 % byla očekávaná nominální apreciace přibližně 5 %. Domácí depozita by nabízela vyšší očekávané výnosy, třebaže domácí úrokové sazby poklesly. Nominální kurz by se tudíž zhodnotil přibližně o 3 % tak, aby se očekávalo nominální zhodnocení domácí měny o 2 %.⁸

Uvedené příklady měly pouze demonstrovat základní vztahy. Výpočty tudíž nebyly zcela přesné. Namísto procentuálních rozdílů bychom totiž museli pracovat s podíly. Avšak větší přehlednost je pro naše účely důležitější než absolutní číselná přesnost.

Ať už totiž použijeme procentuální diference, nebo vyjdeme z podílů příslušných velič, vždy nutně dospějeme ke stejnému obecnému závěru, že *růst peněžní zásoby povede k tím menšímu (většímu) přestřelení („podstřelení“) měnového kurzu, čím větší růst relativních cen je dlouhodobě očekáván a čím nižší je pokles domácích úrokových sazeb v důsledku růstu nabídky reálných peněžních zůstatků*. Pokles domácích úrokových sazeb při růstu nabídky reálných peněžních zůstatků je přitom tím nižší, čím nižší je citlivost poptávky po penězích na domácí úrokovou míru.

Závěry pro další rozvoj vědy a pro praktickou hospodářskou politiku

Stochastický charakter ekonomické vědy předurčuje časoprostorovou podmíněnost ekonomické teorie. Ekonomické hypotézy platí pouze v průměru, a nelze je tudíž považovat za platné jednou pro vždy. S tím, jak se mění realita hospodářského života, vznikají zcela nové, dříve netušené prvky a vazby v ekonomickém systému, jež již nadále nejsou stávající teorií postižitelné. *Vzniká tak relevantní potřeba formulovat nové teoretické postuláty, které budou v nových podmínkách lépe testovatelné a snadněji verifikovatelné.*

⁶ Nominální kurz tak přestřeluje růst peněžní zásoby přibližně o 2 %.

⁷ Nominální kurz se znehodnocuje přibližně o 4 % proto, aby bylo možné očekávat nominální apreciaci o 2 %, čímž by byl z pohledu investora kompenzován diferenciál úrokových sazeb ($3\% - 5\% = -2\%$).

⁸ Úrokový diferenciál tak opět odpovídá očekávané změně nominálního kurzu, tj. ($3\% - 5\% = -2\%$).

Geneze teorie měnového kurzu je v tomto smyslu typickým příkladem vývoje světového ekonomického myšlení. Zárودهčný vznik teorie parity kupní síly byl zřejmě odrazem závažných změn v peněžních zásobách některých evropských zemí v šestnáctém století, jež byly důsledkem masivního přílivu zlata ze zámořských objevných cest.

Teorie parity kupní síly byla dominantním přístupem především v 50. a 60. letech minulého století, kdy rozhodující podíl na mezinárodních platbách měly úhrady za dodávky zboží. Avšak přibližně od počátku 70. let roste v souvislosti s liberalizací kapitálových toků, jakož i v souvislosti s rozvojem informační a telekomunikační techniky význam kapitálových toků. Neustále klesá podíl transakcí na mezinárodních měnových trzích, jež slouží k transakční obsluze mezinárodního obchodu zbožím a službami, a roste podíl transakcí k restrukturalizaci portfolií investorů. Pro determinace měnového kurzu tak začínají být relevantní obecná kritéria investorské poptávky. To podněcuje rozvoj teorie úrokového diferenciálu, monetaristického konceptu a portfoliového přístupu k měnovému kurzu. S rozmachem nových statistických metod se pak množí taktéž různé studie zabývající se tzv. rovnovážnými reálnými kurzy.

Domníváme se, že fenomén ekonomické transformace představuje další mezník ve vývoji světového hospodářství, jenž si zasluhuje adekvátní pozornost teoretiků. Postuláty tradičních přístupů k měnovému kurzu byly totiž vybudovány na zásadně odlišných empirických základech, a proto by měly být modifikovány tak, aby lépe korespondovaly s realitou tranzitivních ekonomik. Ekonomická transformace je přitom složitým společensko-ekonomickým procesem, na nějž neexistuje žádná jednoznačná teoretická poučka ani historický vzor.

Ústřední problém ekonomické transformace je dlouhodobě spatřován v procesu budování odpovídající institucionální struktury ekonomiky. Přesto tomuto fenoménu není věnovaná dostatečná teoretická, ani praktická pozornost, byť v politické rétorice bývá oblíbeným a poměrně častým klišé. Avšak je-li ekonomická transformace skutečně problémem institucionálním, je nezbytné nahlížet na základní ekonomické mechanismy v tranzitivních ekonomikách rovněž institucionální optikou. Domníváme se, že právě tato oblast představuje dnes výzvu pro další rozvoj ekonomické vědy v rámci tzv. tranzitivní ekonomie.

Číselná kvantifikace institucionální kvality jednotlivých ekonomik je ovšem ze své podstaty značně problematická. Institucionální struktura ekonomiky je totiž komplexní charakteristikou, jež v sobě syntetizuje nepřeborné množství společensko-ekonomických prvků, struktur a vazeb. Institucionální struktura ekonomiky v nejširším slova smyslu reflektuje nejen otázky efektivity legislativně regulatorního rámce ekonomiky, nýbrž i problematiku organizačního uspořádání jednotlivých firem a celého trhu.

První aspekt institucionální struktury ekonomiky lze přitom považovat za základní předpoklad rozvoje hospodářské činnosti, zatímco druhý fenomén je pak již konkrétním vyjádřením institucionálního uspořádání ekonomického života. Takto složité společenské vztahy je obtížné vtěsnat do nějakých přesných čísel. Určitou kvantitativní bázi pro komparaci kvality institucionální struktury jednotlivých ekonomik lze přesto získat z nejrůznějších analýz, jež poskytují rozmanité indikátory institucionální a regulatorní kvality jednotlivých ekonomik. V zásadě lze konstatovat, že všechny tyto práce zkoumají především otázky legislativní a regulatorní struktury ekonomiky, přičemž problematiku uspořádání a vnitřní organizace podnikové struktury jakožto institucionální fenomén opomíjejí.

S vědomím zmíněných limitů se případné empirické ověřování formulovaných hypotéz může opřít například o rozsáhlé databáze indikátorů institucionální kvality, jež jsou veřejně publikovány na internetových stránkách Světové banky. Jde o tzv. KKZ indikátory, které jsou pojmenované podle počátečních písmen jmen původních autorů příslušných studií. Kaufmann, Kraay a Zoido-Lobaton [13; 14] sestavili šest agregovaných indikátorů z více než tří set individuálních ukazatelů získaných ze dvacetipěti databází od osmnácti různých organizací. Každý z agregovaných indikátorů může nabývat hodnot od $-2,5$ do $+2,5$. Indikátory odrážejí statistickou kompilaci výsledků řady šetření institucionální kvality prováděných ve vzorku velkého počtu podniků, občanů a expertů z mnoha mezinárodních a nevládních organizací.

Alternativně je možné ověřovat statistickou závislost mezi relativní cenovou úrovní a vybranými ukazateli, jež lze chápat jako konkrétní projevy tzv. kvalitativní stránky reálné ekonomické vyspělosti země. Například některé statistické testy [24] prokázaly na 99% hladině významnosti existenci statisticky významné pozitivní závislosti mezi relativní cenovou úrovní a podílem investic směřujících do oblasti vědy a výzkumu na HDP, mezi relativní cenovou úrovní a podílem obyvatelstva participujícího v programech celoživotního vzdělávání, mezi relativní cenovou úrovní a podílem investic do informačních technologií na HDP a mezi relativní cenovou úrovní a podílem domácností majících přístup k internetu. Ve všech případech byla zjištěna středně silná pozitivní korelace příslušných proměnných.

Na 95% hladině významnosti byla dále identifikována existence statisticky významné pozitivní závislosti mezi relativní cenovou úrovní a podílem veřejných výdajů směřujících do vzdělání na HDP, jakož i mezi relativní cenovou úrovní a relativním počtem graduovaných v oblasti vědy a techniky.

Případné empirické verifikace se mohou zaměřit rovněž přímo na klíčový vztah v prezentovaném transmissním mechanismu od nižší institucionální kvality k nižší relativní cenové úrovni ekonomiky, kterým je závislost relativní úrovně

domácích cen na relativní úrovni vývozních cen. Existenci statisticky významné pozitivní závislosti mezi oběma proměnnými již přitom potvrdily některé studie Nešvery [19; 20].

Také pro *praktiky hospodářského života* by měla být tvorba konkurenceschopné institucionální struktury ekonomiky prioritní. *Především je nutné přijmout „kvalitní“ zákony a zajistit jejich rychlou a finančně nepřiliš náročnou vymahatelnost.* „Kvalita“ zákonů by se přitom měla týkat například zrychlení a usnadnění podmínek pro zakládání živností (možnost elektronického ohlášení živnosti, spojení všech potřebných dokumentů a poplatků do jednoho společného formuláře ap.), zjednodušení regulace podnikatelské činnosti (sloučení Obchodního a Živnostenského rejstříku, informační propojení jednotlivých orgánů v oblasti regulace podnikatelské činnosti apod.), zpřehlednění daňové soustavy (zjednodušení výpočtů a zavedení jednotných sazeb), zefektivnění činnosti centrální státní správy a místní samosprávy, účinnějšího potírání korupce a boje proti závažné ekonomické kriminalitě, zprůhlednění veřejných zakázek ap. Potřebné jsou rovněž investice do vzdělání, vědy a výzkumu, výstavba dopravní a telekomunikační infrastruktury, podpora investic a vysoce progresivních odvětví výroby apod.

Cíle centrální banky by se měly analogicky zaměřovat na vytváření příznivého prostředí pro podnikání. Důležitá je zde především role centrální banky při tzv. bankovním dohledu, jenž by měl vnést do bankovního sektoru potřebnou jistotu. Centrální měnová autorita by měla dále zajišťovat takový růst nominální peněžní zásoby, jenž koinciduje s požadavky reálné ekonomické konvergence, jakož i v maximálně možné míře zmírňovat krátkodobé nerovnováhy ve vývoji reálného kurzu koruny. Otázkou ovšem zůstává, zda je centrální banka vůbec s to správně odhadnout rovnovážný reálný kurz.

V tomto rámci by se pak měla *domácí podnikatelská sféra* ve zvětšené míře soustředit na budování stabilních a pevných dodavatelsko-odběratelských vztahů, na rozvoj komplexních marketingových aktivit, na pronikání do světových distribučních sítí, na zlepšování jména země původu v zahraničí, na zvyšování technické dokonalosti výrobků a podobne.

Literatura

- [1] BLANCHARD, J. O. – FISCHER, S.: Lectures on Macroeconomics. London: The MIT Press 2000. ISBN 0-262-02283-4.
- [2] CAASEL, G.: Abnormal Deviations in International Echanges. *Economic Journal*, 28, 1918.
- [3] COASE, R. H.: The Firm the Market and the Law. Chicago: The University of Chicago Press 1990.
- [4] DORNBUSCH, R.: Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84, 1976, s. 1161 – 1176.
- [5] DURČÁKOVÁ, J. – MANDEL, M.: Mezinárodní finance. Praha: Management Press 2000. ISBN 80-7261-017-1.

-
- [6] FRIEDMAN, M.: The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, *LVIII*, 1968, March, s. 95 – 109.
- [7] FRANKEL, J. A.: On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials. *American Economic Review*, *69*, 1979, s. 610 – 622.
- [8] FRENKEL, J. A.: A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *Scandinavian Journal of Economics*, *78*, 1976, s. 200 – 222.
- [9] GANDOLFO, G.: *International Economics*. Berlin: Springer 1986. ISBN 3-540-16707-2.
- [10] HOLUB, T. – ČIHÁK, M.: Price Convergence: What can Balassa-Samuelson Model Tell Us. [ČNB Working paper series, CNBWP2003No8.] Praha: Česká národní banka 2003.
- [11] ISARD, P.: *Exchange Rate Economics*. Cambridge: Cambridge University Press 1995.
- [12] JOHNSON, H. G.: The Monetary Approach to the Balance of Payments. *Journal of International Economics*, *7*, 1977, s. 251 – 268.
- [13] KAUFMANN, D. – KRAAY, A. – ZOIDO-LOBATON, P.: Aggregating Governance Indicators. [World Bank Policy Research Department Working Paper, No. 2195.] Washington, DC: The World Bank 1999.
- [14] KAUFMANN, D. – KRAAY, A. – ZOIDO-LOBATON, P.: Governance Matters. [World Bank Policy Research Department Working Paper, No. 2196.] Washington, DC: The World Bank 1999.
- [15] KRUGMAN, P. R. – OBSTFELD, M.: *International Economics: Theory and Policy*. New York: Addison-Wesley Reading 2000. ISBN 0-321-03387-6.
- [16] KUBIŠTA, V. a kol.: *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Praha: HZ Editio 1999.
- [17] MACH, M.: *Makroekonomie: pokročilejší analýza. Část 3*. Slaný: Melandrium 2002. ISBN 80-86175-22-7.
- [18] MANDEL, M. – TOMŠÍK, V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press 2003. ISBN 80-7261-094-5.
- [19] NEŠVERA, V.: *Ceny v mezinárodním obchodě*. Praha: VŠE v Praze 2003. ISBN 80-245-617-3.
- [20] NEŠVERA, V.: *Vývoj konkurenčního postavení ČR na trzích Evropské unie*. [Online.] Praha: Český statistický úřad 2005. 12 s.
<URL: <http://www.czso.cz/csu/edicniplan.nsf/publ/1130-05>>.
- [21] OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press 1996. 804 s. ISBN 0-262-15047-6.
- [22] PILBEAM, K.: *International Finance*. Basingstoke: Macmillan Press Ltd 1992.
- [23] TAUŠER, J.: Konvergenční přístup k teorii devizového kurzu. *Mezinárodní vztahy*, *I*, 2003, č. 1, s. 80 – 87.
- [24] TAUŠER, J.: Zdroje cenového zaostávání tranzitivních ekonomik. In: *Slovensko v mezinárodním obchodě a podnikání 2002*. [Zborník.] Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave 2003, s. 108 – 114. ISBN 80-225-1685-6.
- [25] TAUŠER, J.: *Tradiční teorie měnového kurzu v podmínkách ekonomické transformace*. [Doktorská disertační práce.] Praha: VŠE KMO 2004. 186 s.