



5. Historie využití fixního směnného kurzu

18. kapitola Krugman – Obstfeld

Základní problémy

- **Vzájemná závislost otevřených ekonomik způsobuje obtížnější dosažení makroekonomických cílů (zaměstnanosti a cenové stability) pomocí HP nástrojů.**
- **Kanály závislosti otevřených ekonomik závisí na měnovém režimu a systému směnných kurzů.**
- **Hlavním cílem této kapitoly je ukázat:**
 - **Jakým způsobem byl fixní směnný kurs používán a jaký byl jeho dopad na makroekonomický vývoj?**

5.1 Makroekonomické cíle otevřené ekonomiky

- V otevřených ekonomikách jsou tvůrci politik motivováni dvěma cíli:
 - vnitřní rovnováha - plná zaměstnanost domácích zdrojů a stabilita domácí cenové hladiny.
 - vnější rovnováha - BÚ PB není ani v přílišném deficitu ani ve výrazném přebytku.

Vnitřní rovnováha

- Ne- a pře- zaměstnanost vede k pohybům cenové hladiny, které omezují efektivnost ekonomiky.
- Aby vláda zabránila cenové nestabilitě, musí:
 - Zabránit výrazným relativním změnám AD vzhledem k úrovni plné zaměstnanosti.
 - Zajistit, aby M^S nerostla příliš rychle ani příliš pomalu.

Vnější rovnováha

- Zaměřená na externí transakce ekonomiky, kde nelze aplikovat požadavky na plnou zaměstnanost nebo cenovou stabilitu
- Zahraniční obchod dané ekonomiky může způsobit makroekonomické problémy v závislosti na několika faktorech:
 - Specifické okolnosti v ekonomice
 - Stav vnějšího světa
 - Institucionální rámec ovládající ekonomické vztahy s okolním světem.



■ **Problémy s nadměrnými deficity běžného účtu PB:**

- může ukazovat na dočasně zvýšenou spotřebu plynoucí z špatně zvolených vládních politik.
- může podkopávat důvěru zahraničních investorů a vést ke krizi z přílišného zadlužení.

■ **Problémy s nadměrnými přebytky BÚ PB:**

- znamená nižší zahraniční investice v domácích podnicích a zařízeních.
- může způsobit domácí (věřitelské) ekonomice potencionální problémy se splacením dluhů.
- může být nevyhovující z politických důvodů.

5.2 Makroekonomická politika období zlatého standardu, 1870-1914

Vnější rovnováha při zlatém standardu

- **Centrální banky**
 - udržování oficiální zlaté parity mezi národní měnou a zlatem.
 - nutnost držby dostatečné zásoby měnového zlata.
 - platební bilance země byla v rovnováze, pokud součet běžného, kapitálového a nerezervní části finančního účtu byl roven nule.
- **Vlády**
 - Např. v UK směrem k běžnému účtu politika laissez-faire.

Humův mechanismus (toku drahých kovů a cen)

- automatické současné dosažení rovnováhy platebních bilancí všech zemí.
- toky zlata doprovázející deficity nebo přebytky způsobují cenové změny, které omezují nerovnováhy běžného účtu a navracejí všechny země k vnější rovnováze.
 - Nerovnováha v PB, např. přebytek BÚ > deficit FÚ = příliv zlata do země.
 - Růst M_s = růst cen = reálna apreciacie = pokles BÚ
- Realita
 - pro země zvyšující zásobu zlata jen malý motiv k dodržování tohoto pravidla.
 - země často jednaly opačně a sterilizovaly toky zlata.

5.3 Meziválečná krize systému, 1918-1939

- **Vypuknutím 1. světové války v roce 1914 byl zlatý standard ukončen.**
 - Meziválečná léta byla poznamenána výraznou ekonomickou nestabilitou.
 - Reparační platby vedly v Evropě k epizodám hyperinflace.
- **Krátký návrat ke zlatu**
 - 1919 - USA návrat ke zlatu
 - 1922 - skupina zemí (Británie, Francie, Itálie a Japonsko) se shodla na programu celkového návratu ke zlatému standardu a kooperaci centrálních bank při dosahování cílů vnitřní a vnější rovnováhy.

- **1925 - Británie se vrátila ke zlatému standardu**
- **1929 - Velká krize byla následována krachy bank v celém světě.**
- **1931- Británie opouští zlato**

■ **Mezinárodní ekonomická desintedrace**

- **Během Velké krize bylo mnoho zemí ekonomicky poškozeno.**
- **Hlavní ekonomická škoda plynula z restrikcí mezinárodního obchodu a plateb.**
- **Politika ožebračování sousedů vyprovokovala odvetná opatření a vedla k desintegraci světové ekonomiky.**
- **Situace všech zemí mohla být lepší, pokud by docházelo k mezinárodní spolupráci ⇒**

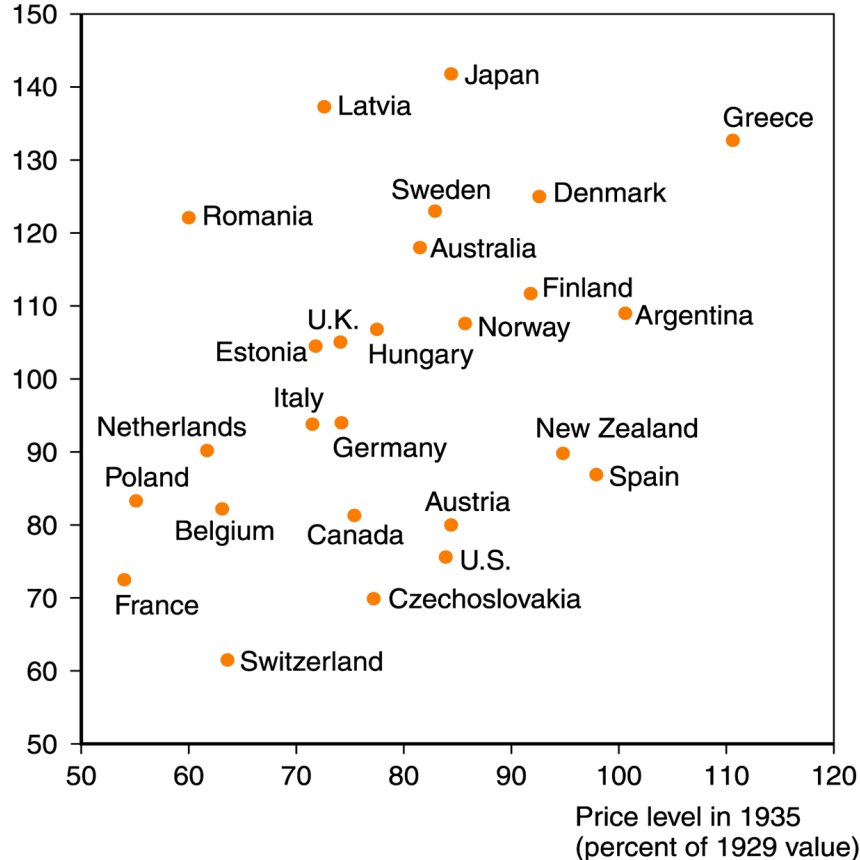
Bretton Woodská dohoda

Průmyslová výroba a změny indexu velkoobchodních cen, 1929-1935

Countries such as Australia and the United Kingdom that left the gold standard early and adopted counter-deflationary monetary policies experienced milder declines in output during the Great Depression. Countries such as France and Switzerland that stuck with the gold standard longer had greater declines in price levels and output.

Source: Ben Bernanke and Kevin Carey, "Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics* 111 (August 1996), pp. 853–883.

Industrial production in 1935
(percent of 1929 value)



5.4 Bretton Woodský systém a Mezinárodní měnový fond

- Mezinárodní měnový fond (IMF)
 - červen 1944 - 44 zemí se dohodlo na systému fixních kurzů.
 - všechny měny měly fixní sazbu k US dolaru a dolar měl neměnnou cenu vůči zlatu (\$35 za unci).
 - půjčky zemím s deficitem BÚ.
 - požadavek volné směnitelnosti měn.

Cíle IMF

- možnost zemí dosahovat vnější rovnováhu, aniž by musely obětovat vnitřní cíle nebo fixní kurz.
- dva hlavní principy:
 - úvěrové facility
 - přizpůsobitelné parity



■ Směnitelnost

- Stanovy IMF vyžadovaly směnitelnost jen pro transakce na běžném účtu.

■ Změna vnímání vnější rovnováhy

- Období „nedostatku dolaru“ – poválečná obnova ⇒ financování nezbytných nákupů z USA
- Marshallův plán (1948): dolarové granty USA pro evropské země.

Spekulativní kapitálové toky a krize

■ zvýšená mobilita domácího kapitálu - deficity a přebytky běžného účtu získaly na významnosti:

- Země s velkým deficitem BÚ mohou být podle stanov IMF podezřívány z toho, že jsou v „fundamentální nerovnováze“.
- Země s vysokým přebytkem BÚ mohou být trhem nahlíženy jako kandidáti na revaluaci.

Problémy vnější rovnováhy v USA

- **USA zodpovídaly za udržení ceny zlata na \$35 za unci a směnitelnost U\$ do zlata.**
- **Zahraniční CB držely dolary nesoucí úrok a reprezentující mezinárodní měnu „par excellence“.**
- **Zahraniční držba dolarů rostla do té doby, dokud nepřesáhla zlaté rezervy USA a ty je nemohly obnovit.**
- **Vytvoření umělého aktiva - Zvláštní práva čerpání (SDR).**

Světová inflace a přesun k plovoucím kurzům

- **Akcelerace americké inflace koncem 60. let byla celosvětovým fenoménem.**
- **Pokud země rezervní měny zrychlí růst peněžní zásoby, jedním z efektů je automatické zvýšení měr růstu peněžní zásoby a inflace v zahraničí.**
- **Hospodářská politika USA na konci 60. let pomohla ke zhroucení Bretton Woodského systému začátkem roku 1973.**

Míry inflace v Evropských zemích, 1966-1972 (% , p.a.)

Country	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Britain	3.6	2.6	4.6	5.2	6.5	9.7	6.9
France	2.8	2.8	4.4	6.5	5.3	5.5	6.2
Germany	3.4	1.4	2.9	1.9	3.4	5.3	5.5
Italy	2.1	2.1	1.2	2.8	5.1	5.2	5.3

Source: Organization for Economic Cooperation and Development. *Main Economic Indicators: Historical Statistics, 1964–1983*. Paris: OECD, 1984. Figures are percentage increases in each year's average consumer price index over that of the previous year.

Změny německé nabídky peněz a mezinárodních rezerv, 1968-1972 (% , p.a.)

Growth rate of	1968	1969	1970	1971	1972
Money supply	6.4	-6.3	8.9	12.3	14.7
Official international reserves	37.8	-43.6	215.7	36.1	35.8

Source: Organization for Economic Cooperation and Development. *Main Economic Indicators: Historical Statistics, 1964–1983*. Paris: OECD, 1984. Figures are percentage increases in each year's end-of-year money supply or international reserves over the level at the end of the previous year. Official reserves are measured net of gold holdings.

5.5 Použití systému fixního kursu v období po Bretton Woods

- **Odklon od fixních kursů**
 - nezávislé rozvinuté země
 - samovolný rozpad po měnových krizích

- **Využití fixního kursu a jeho variant**
 - rozvojové země závislé na silných obchodních partnerech
 - země překonávající vnitřní nestabilitu
 - integrační uskupení

Návrhy reformy mezinárodního měnového systému

- **Williamsonova teorie limitovaných pásem**
 - směnné kursy všech nejvýznamnějších světových měn navzájem provázat pomocí pevně stanovených a limitovaných flukтуаčních pásem (tzv. target zone system)
 - pro každou z měn vypočítat ústřední kurs jako *základní rovnovážný efektivní kurs* (Fundamental Equilibrium Effective Exchange Rate – FEEER)
 - FEEER periodicky přizpůsobovat, pokud dojde ke změnám základních makroekonomických ukazatelů
 - měkce vymezené flukтуаční pásmo s povolenou odchylkou 10% každým směrem.

■ **McKinnonova teorie globálních měnových limitů**

- **volatilita směnných kursů je způsobena procesem substituce jednotlivých měn - poptávka po držbě portfolia národních měn je poměrně stabilní, ale skladba celého portfolia je značně variabilní a rozkolísaná.**
- **friedmanovské pravidlo průběžného růstu peněžní zásoby by mělo být posunuto z úrovně národní na přesně definovanou úroveň mezinárodní ⇒ provádět pouze nesterilizované intervence**
- **změny na světových finančních trzích nepovedou ke změně globální peněžní nabídky a směnných kursů.**

■ **Tobinova teorie zvláštní daně**

- **destabilizující pohyby směnných kursů v režimu volného floatingu jsou zapříčiněny pohyby krátkodobého kapitálu**
- **integrované světové kapitálové trhy ponechávají jen velmi málo prostoru vládám a CB na prosazování vlastní autonomní měnové politiky**
- **zavést zvláštní daň na veškeré zahraniční finanční transakce - „to throw some sand in the wheels of our excessively efficient international money market“**
- **nízká daňová sazba (kolem 1%) by značně omezila pohyby krátkodobého spekulativního kapitálu, aniž by výrazně ovlivnila pohyby kapitálu dlouhodobého.**

Použití systému kursu v 90. letech – počet zemí

Exchange rate arrangement		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fixed		81	84	73	70	66	66	66	65
on	USD	24	24	21	23	22	21	20	20
	FRF	14	14	14	14	14	14	15	15
	rouble	0	6	0	0	0	0	0	0
	Other currency	4	6	8	8	8	9	11	12
	SDR	6	5	4	4	3	2	3	4
	composite	33	29	26	21	19	20	17	14
Special limits		4	4	4	4	4	4	4	4
EMS		10	9	9	10	10	12	12	13
Setting according to special criteria		5	3	4	3	2	2	0	0
Managed floating		27	23	29	33	44	45	46	54
Clear floating		29	44	56	58	54	52	53	46
Σ members of IMF		156	167	175	178	180	181	181	182

Použití systému kursu v 90. letech – % zemí

Exchange rate arrangement	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fixed	52%	50%	42%	40%	37%	36%	36%	35%
Managed floating	17%	14%	17%	19%	24%	25%	25%	30%
Clear floating	19%	26%	32%	33%	30%	29%	29%	25%
other	12%	10%	9%	8%	9%	10%	10%	10%
Σ IMF	100%							

Použití systému kursu v 90. letech v tranzitivních ekonomikách – počet zemí

Exchange rate arrangement		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fixed		2	9	7	7	5	5	5	5
on	USD	0	0	2	2	2	1	1	1
	FRF	0	0	0	0	0	0	0	0
	rouble	0	6	0	0	0	0	0	0
	Other currency	1	2	2	2	1	2	2	3
	SDR	0	0	0	0	0	0	0	0
	composite	1	1	3	3	2	2	2	1
Special limits		0	0	0	0	0	0	0	0
EMS		0	0	0	0	0	0	0	0
Setting according to special criteria		0	0	0	0	0	0	0	0
Managed floating		1	2	1	3	9	13	13	16
Clear floating		1	3	12	14	11	8	8	4
Σ members of IMF (transitive)		4	14	20	24	24	26	26	25

Použití systému kursu v 90. letech v tranzitivních ekonomikách – % zemí

Exchange rate arrangement	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fixed	50%	64%	35%	30%	20%	19%	19%	20%
Managed floating	25%	21%	5%	12%	36%	50%	50%	64%
Clear floating	25%	15%	60%	58%	44%	31%	31%	16%
Σ IMF (transitive)	100%							

Srovnání vývoje inflace v tranzitivních ekonomikách ^{a)}

Stabilization by means of exchange rate anchor						
<i>Country</i>	<i>Q0</i>	<i>Q1</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>Q4</i>	<i>Q5</i>
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
Stabilization by means of currency anchor						
<i>Country</i>	<i>Q0</i>	<i>Q1</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>Q4</i>	<i>Q5</i>
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

a) Quarterly inflation rates after starting disinflation policy (% of inflation against the last quarter).



Chart 2 - Comparison of inflation development - by countries

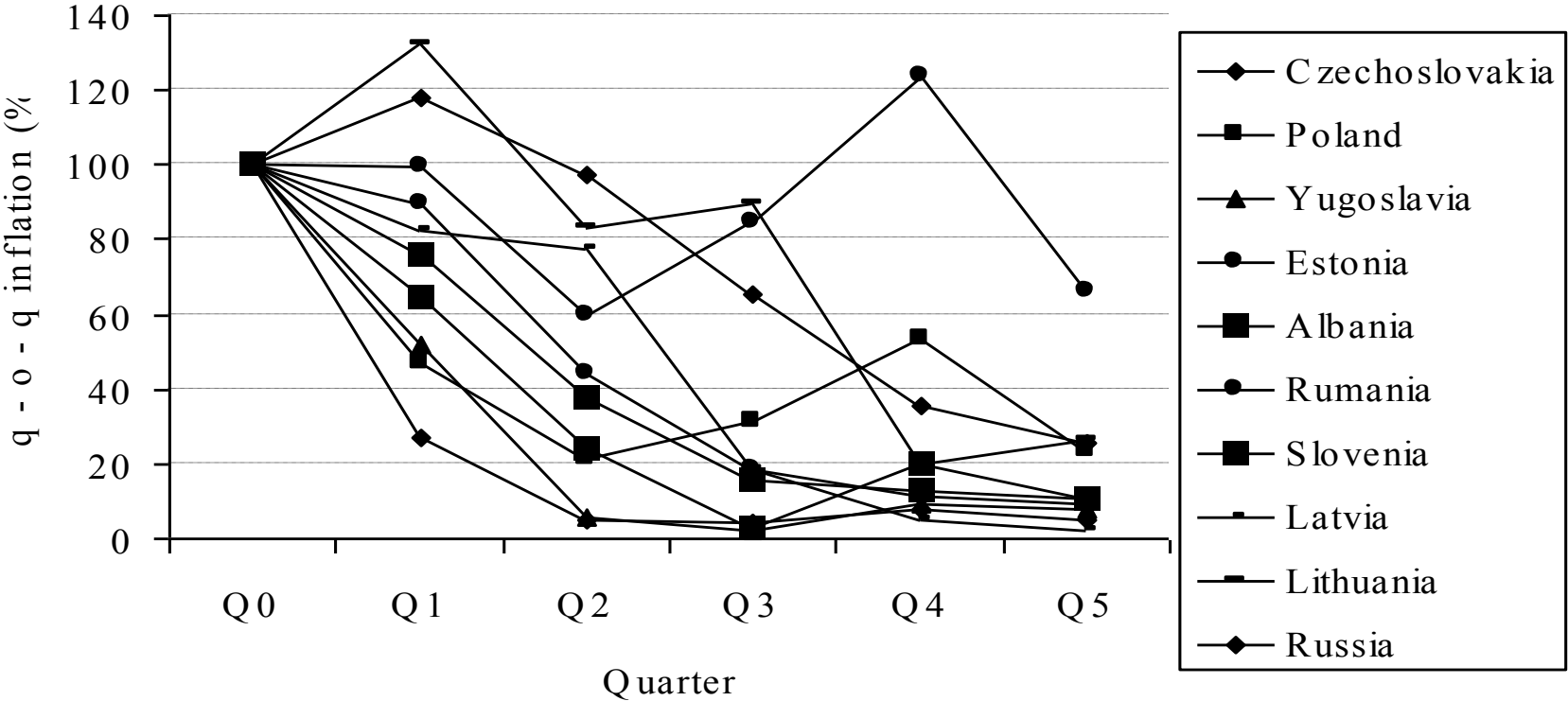
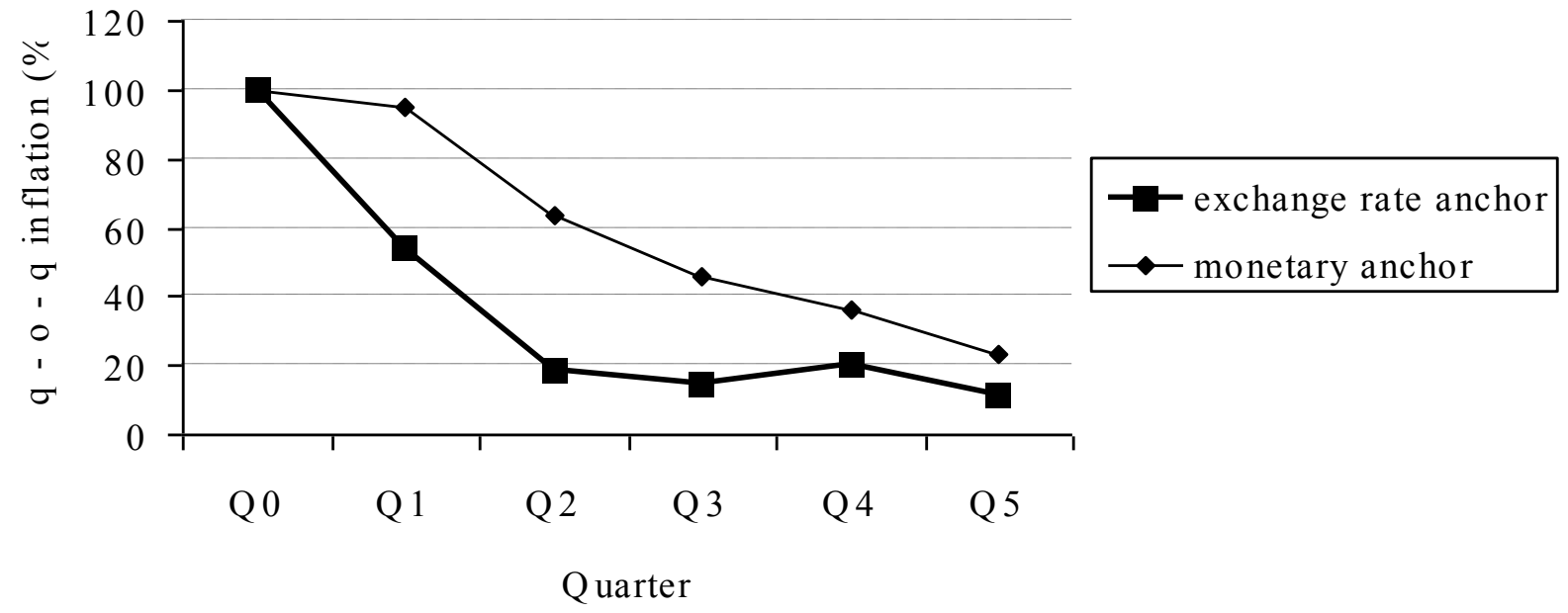




Chart 3 - Comparison of inflation development with, and without currency anchor



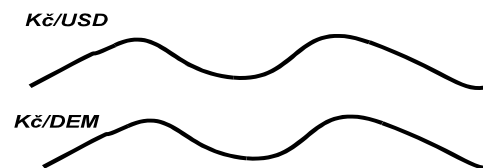
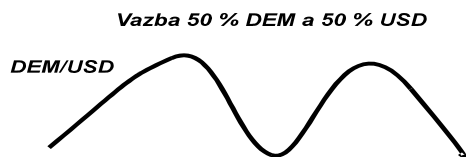
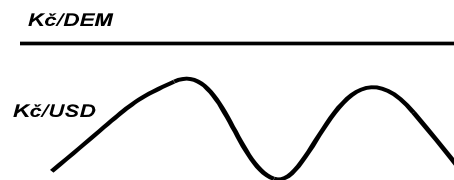
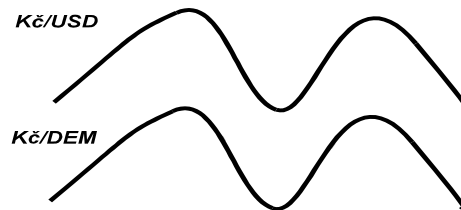
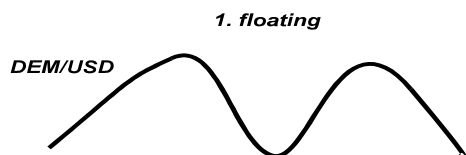
5.6 Vývoj kursově politiky v Česku

System kursu

- Fixní kurs bez pásma fluktuace s vazbou na měnový koš
 - tradice spolu se záměrem blokování inflace během cenové liberalizace

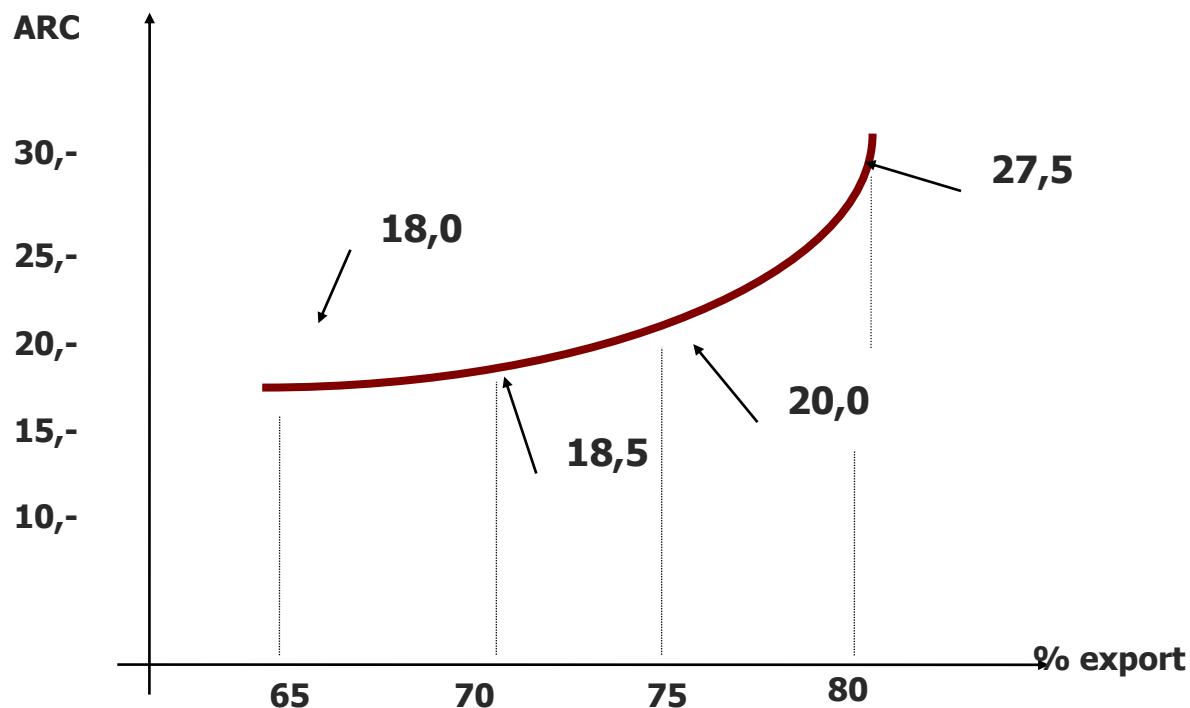
	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
1981	45,83	29,78	10,65	-	9,06	4,68
1989	32,88	40,93	12,32	9,05	-	4,82
1990	31,34	45,52	12,35	6,55	4,24	-
1992	49,07	36,15	8,07	3,79	-	2,92
1993	35,00	65,00	-	-	-	-

■ Proč měnový koš?



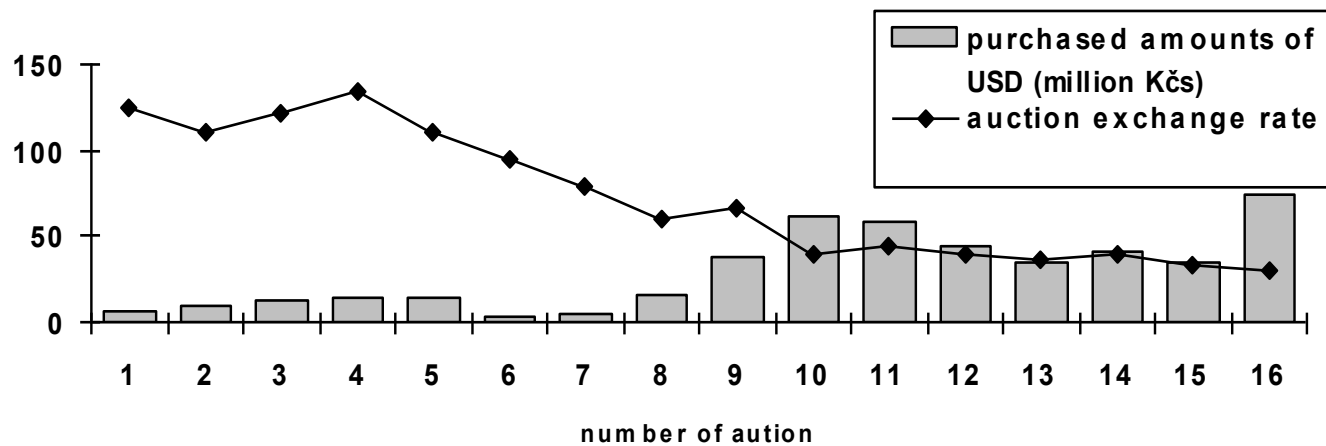
Centrální parita – nastavení nominální velikosti

- „transformační polštář“ – podhodnocení koruny oproti PPP průměrné reprodukční náklady deviz



ARC – průměrné reprodukční náklady deviz

■ devizové aukce 1989 – 90



■ **kursová pluralita (+ černý trh) - 1990**

	31/12/89	31/3/90	30/6/90	30/9/90	31/12/90
trade	14,29	16,81	16,51	15,71	28,00
auction	114,35	59,15	39,36	31,04	39,40
turist	-	39,96	27,85	26,49	28,00
black	43,48	41,49	35,57	33,56	45,65

■ **devalvace ústředního kursu a jeho stabilizace**

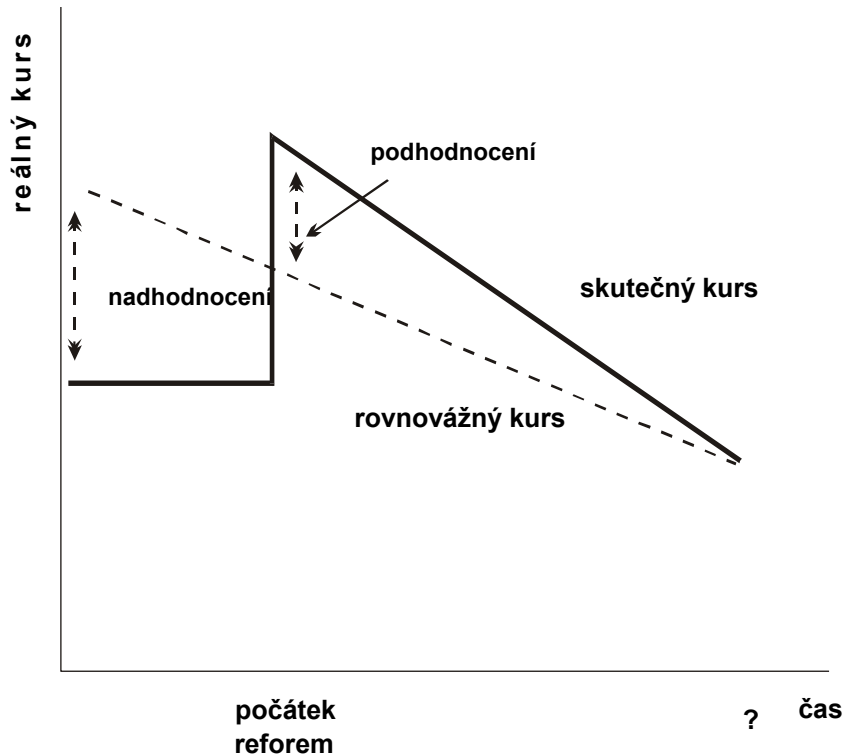
ústřední kurs Koruny československé ke košovým měnám:

	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
1989	5,00	3,50	0,50	4,20	10,50	1,15
1990	28,000	18,230	2,590	21,340	52,500	-
1992	27,840	18,350	2,610	20,570	-	5,370
1993	28,444	17,995	-	-	-	-

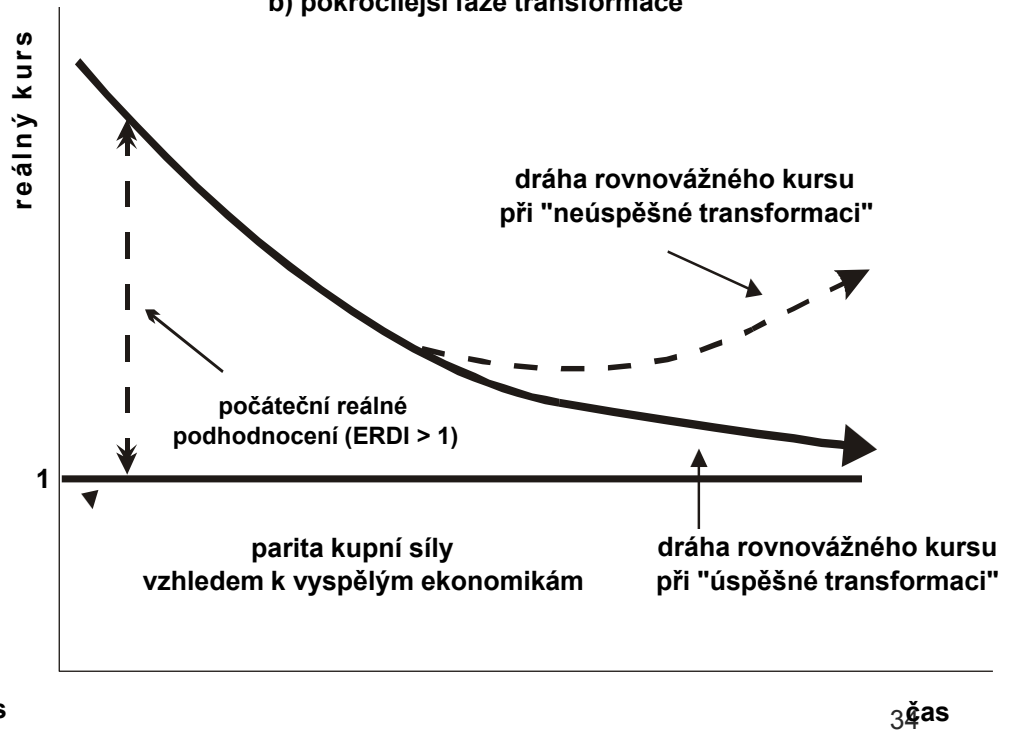
Vývoj kursu Koruny české

- předpoklad vývoje kursu po devalvaci

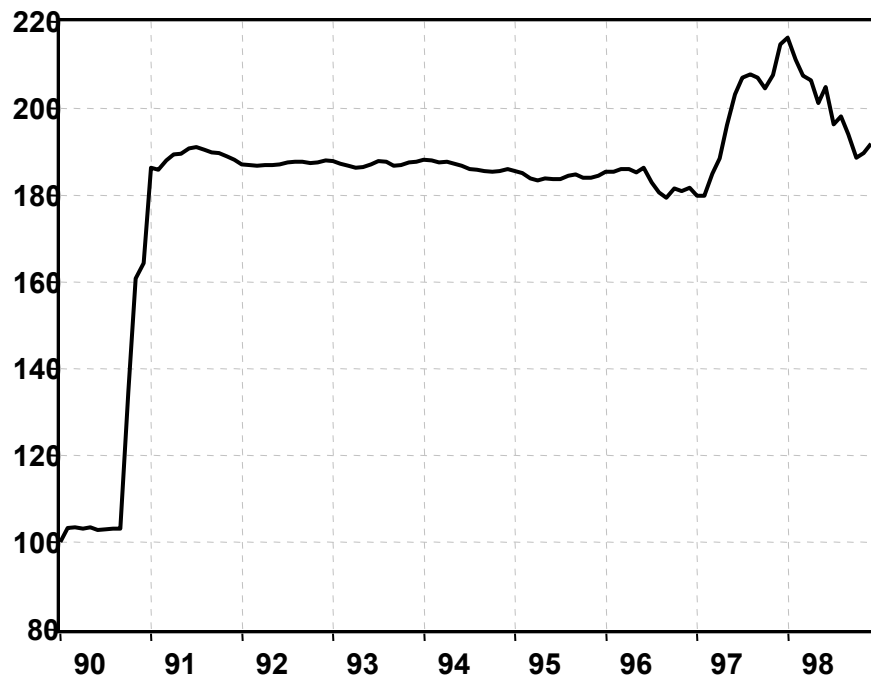
a) počáteční fáze transformace



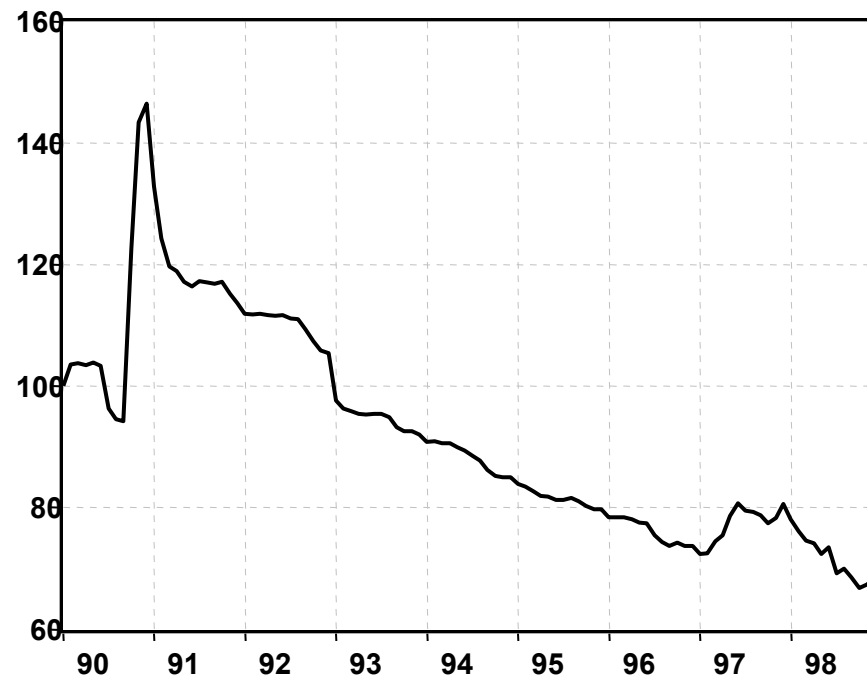
b) pokročilejší fáze transformace



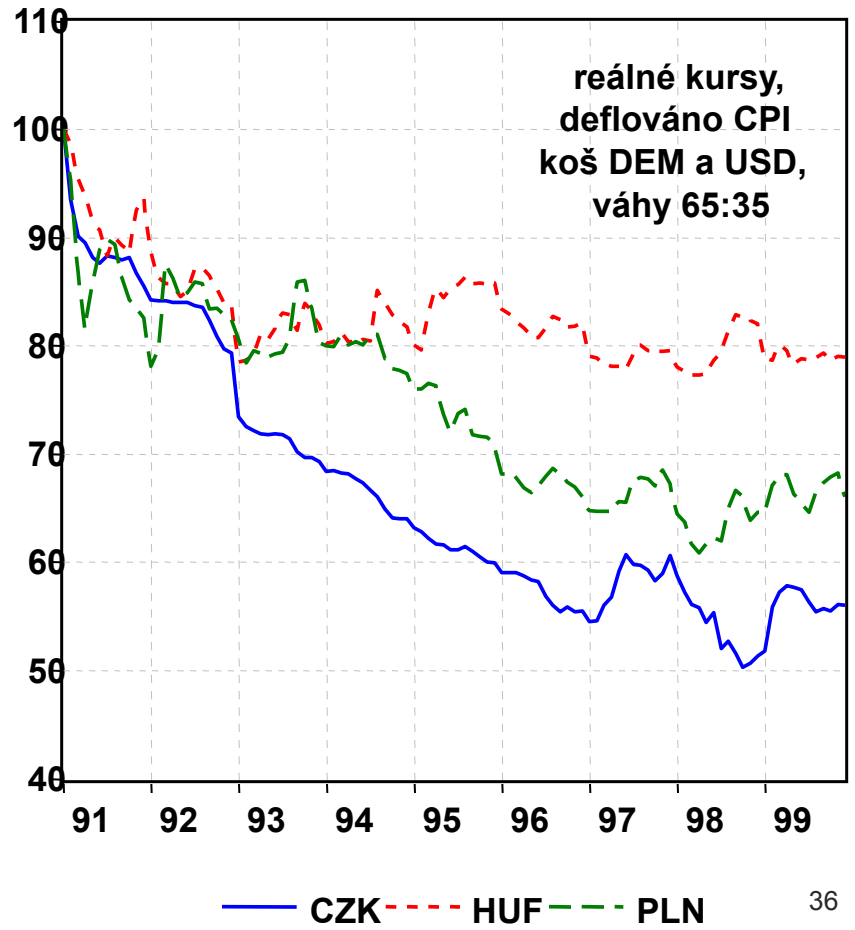
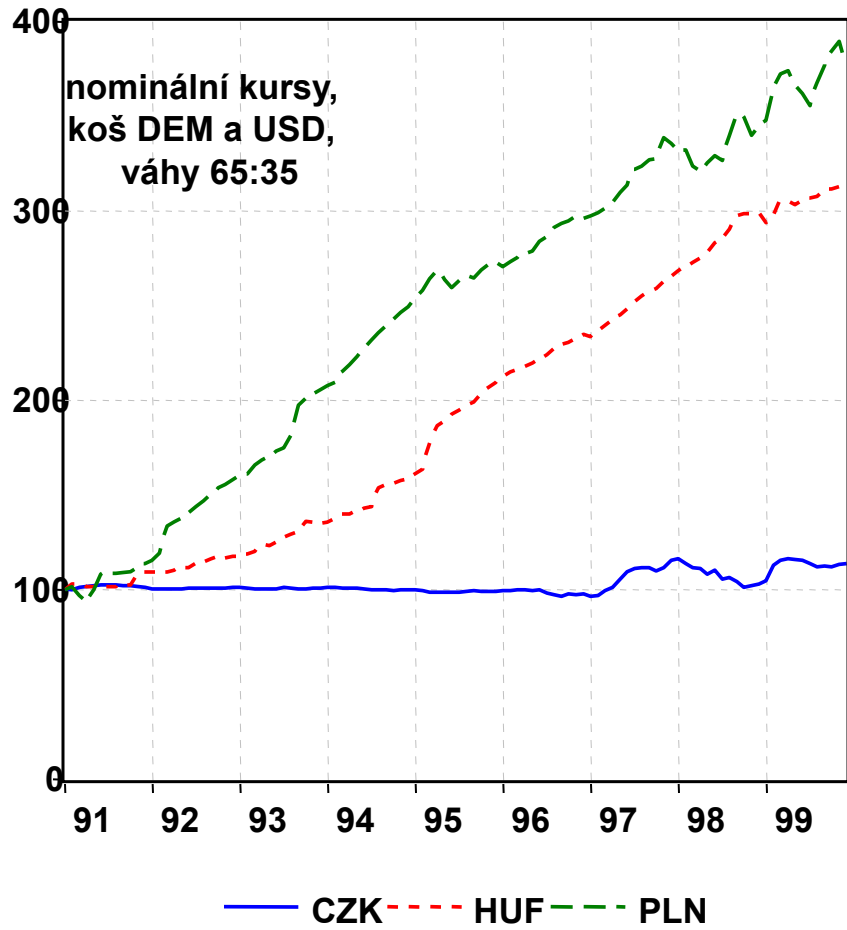
- reálné zhodnocování
- rozšíření fluktuačního pásma $\pm 7,5\%$



— nominální efekt. kurs



— reálný efekt. kurs



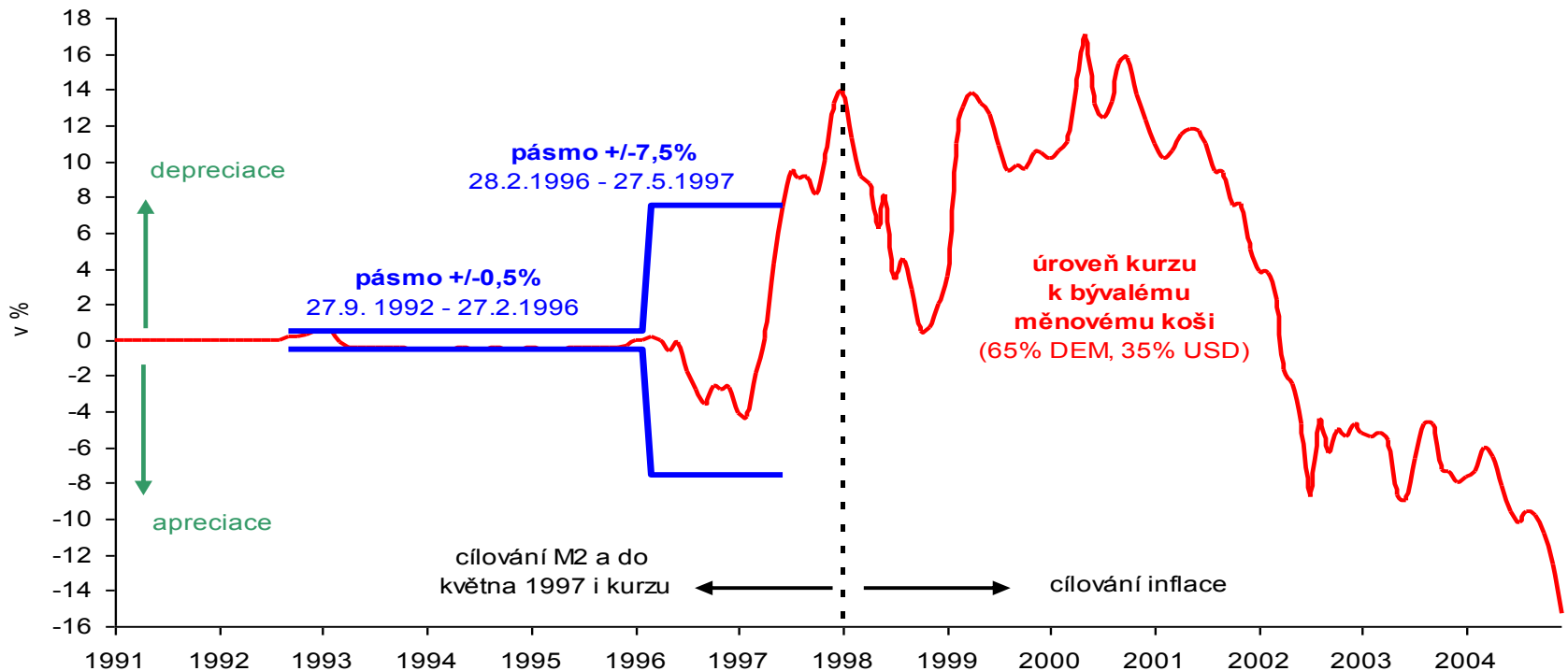
■ krize systému – květen 1997

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Real GDP rate of growth	-1.2	-11.5	-3.3	0.6	2.7	5.9	4.1	1.2
Inflation y-o-y	9.7	56.6	11.1	20.8	10.0	9.1	8.8	8.4
Current account (billions USD)	-1.227	0.908	-0.031	0.512	-0.778	-1.347	-4.299	-3.207
Current account (% GDP)	-2.7	2.7	.	1.5	-1.9	-2.7	-7.6	-6.2
Trade balance (billions USD)	-1.422	0.121	-1.834	0.471	-1.366	-3.685	-5.877	-4.639
Financial account (billions USD)	0.1	-0.119	-0.391	2.551	4.261	8.827	3.474	1.449
Nominal exchange rate CZK/USD	28.00	28.00	27.84	29.15	28.79	26.54	27.15	31.698




Vývoj kursu koruny po roce 1991

- dlouhodobá stabilita, krátkodobá volatilita měnového kursu



Shrnutí

- V otevřené ekonomice se tvůrci hospodářské politiky snaží dosáhnout vnitřní a vnější rovnováhy.
- Zlatý standard obsahoval mocný automatický mechanismus, který zajišťoval vnější rovnováhu.
- Pokusy o návrat k předválečnému zlatému standardu byly po roce 1918 neúspěšné.
- Zakladatelé IMF doufali, že navrhnou systém fixního směnného kurzu, který by podporoval růst mezinárodního obchodu.
- K dosažení vnější a vnitřní rovnováhy současně jsou nezbytné politiky měnící a přesunující výdaje.

- 
- **Po Bretton Woods je použití fixního kursu limitováno na zvláštní případy: transformace a integrace.**
 - **Fixní kurs účinně stabilizuje inflaci.**
 - **Tlaky způsobené změnou struktury transformující se ekonomiky působí na destrukci systému fixního kursu.**