

17. kapitola Krugman – Obstfeld

FIXNÍ SMĚNNÝ KURZ A DEVIZOVÉ INTERVENCE

ZÁKLADNÍ PROBLÉMY

- ✘ V reálném světě je předpoklad dokonale flexibilního směnného kurzu splněn jen málokdy.
- ✘ Rozvinuté ekonomiky operují s hybridním systémem řízeného floatingu směnného kurzu.
- ✘ Četné rozvíjející se země si zachovaly nějakou formu fixace kurzu.
- ✘ Hlavním cílem této kapitoly je ukázat:
 - + Jaké kursové režimy lze použít?
 - + Jaký je vztah kursové a (vnitřní) měnové politiky?
 - + Jakým způsobem udržují centrální banky fixní směnný kurs a s jakými důsledky na ekonomiku?

KLASIFIKACE SYSTÉMŮ SMĚNNÝCH KURZŮ

Faktory pro typizaci kursových systémů

- × stupeň konvertibility**
- × vymezení ústředního kursu (centrální parity) a jak**
- × mechanismus změn parity**
- × intervence CB a jejich způsob**
- × fluktuační pásmo a způsob jeho vymezení**
- × regionální kursový systém.**

1. Konvertibilita

- ✘ **zda a v jakém rozsahu existují legislativní bariéry pro devizové transakce:**
- ✘ **→ měny nesměnitelné**
- ✘ **→ měny vnitřně směnitelné**
- ✘ **→ měny volně směnitelné**

2. Ústřední kurs

- × → administrativní stanovení
- × → zlatý obsah
- × → vazba na jinou měnu
- × → vazba na koš

$$DK = v_i \cdot BK_i / TK_i + v_{i+1} \cdot BK_{i+1} / TK_{i+1} + \dots + v_n \cdot BK_n / TK_n$$

kde: DK je aktuální kurs domácí měny k základní košové měně, v_i je váha i -té košové měny v koši, BK_i je bazický kurs domácí měny k i -té košové měně, TK_i je tržní kurs i -té košové měny k základní košové měně a n je počet košových měn.

× Typy koše:

- ★ standardní (SDR)
- ★ koš regionálního systému (např. ECU)
- ★ individuální na základě obrátů PB
- ★ individuální na základě stabilního portfolia.

3. Změny parity (ústředního kurzu)

- × → skokem, neočekávaně
- × → systémově (klouzavě) – crawling peg

4. Intervence CB

- × → obligatorní × příležitostné
(tvrdé × měkké vymezení pásma)
- × → přímé × nepřímé

5. Pásmo fluktuace

- × → tvrdé × měkké
- × → oboustranné × jednostranné

6. Regionální systém

- × → společná platidla
- × → společné cíle
- × → společný fond

VZTAH KURZOVÉ A (VNITŘNÍ) MĚNOVÉ POLITIKY

Vztah měnové a kursové politiky

- × dominantní kursová politika a měnová politika je jí podřízena nebo naopak a do jaké míry;
- × zdroje měnové báze (oběživo+rez) domácí nebo zahraniční;
- × existuje konflikt mezi kursovou a měnovou politikou (nekonformita cílů);
- × existuje nebezpečí vnější nerovnováhy.

System směnného kursu	Aktivní politika		Původ měnové báze		Konflikt mezi politikami	Nerovnováha v platební bilanci
	kursová	měnová	domácí	zahraniční		
volně pohyblivý		×	×			
s limitovanou pohyblivostí	×	×	×	×	×	×
pevně vázaný - měnový výbor	×			×		(×)

REŽIMY SMĚNNÝCH KURZŮ A MĚNOVÁ POLITIKA (2001)

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Exchange arrangements with no separate legal tender (39)	<p>Another currency as legal tender</p> <p>Ecuador* Kiribati Marshall Islands Rep. of Micronesia, Fed. States of Palau Panama San Marino</p> <p>ECCU²</p> <p>Antigua & Barbuda Dominica Grenada St. Kitts & Nevis St. Lucia St. Vincent & the Grenadines</p> <p>CFA Franc Zone</p> <p>WAEMU</p> <p>Benin* Burkina Faso* Côte d'Ivoire* Guinea-Bissau* Mali* Niger* Senegal* Togo</p> <p>CAEMC</p> <p>Cameroon* C. African Rep.* Chad* Congo, Rep. of* Equatorial Guinea Gabon*</p>			<p>Benin* Burkina Faso* Cameroon* Central African Rep.* Chad* Congo, Rep. of* Côte d'Ivoire* Ecuador* Gabon* Guinea-Bissau* Mali* Niger* Senegal*</p>	<p>Euro Area^{3,4}</p> <p>Austria Belgium Finland France Germany Greece Ireland Italy Luxembourg Netherlands Portugal Spain</p>

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Currency board arrangements (8)	Argentina* Bosnia and Herzegovina* Brunei Darussalam Bulgaria* China, P.R. Hong Kong Djibouti* Estonia* Lithuania*			Argentina* Bosnia and Herzegovina* Bulgaria* Djibouti* Estonia* Lithuania*	

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Other conventional fixed peg arrangements (including de facto peg arrangements under managed floating) (44)	<p style="text-align: center;">Against a single currency (31)</p> <p>Aruba Bahamas, The⁵ Bahrain^{6,7} Barbados Belize Bhutan Cape Verde China, P.R. Mainland*⁶ Comoros⁸ Congo, Dem. Rep. of El Salvador¹³ Eritrea Iran^{5,6} Iraq Jordan*⁶ Lebanon⁶</p> <p style="text-align: center;">Against a composite (13)</p> <p>Bangladesh Botswana⁵ Fiji Kuwait Latvia* Malta Morocco</p> <p>Lesotho* Macedonia, FYR*⁶ Malaysia Maldives⁶ Namibia Nepal Netherlands Antilles Oman Qatar^{6,7} Saudi Arabia^{6,7} Swaziland Syrian Arab Republic⁵ Trinidad & Tobago*⁶ Turkmenistan⁶ United Arab Emirates^{6,7} Myanmar⁵ Samoa Seychelles Solomon Islands Tonga Vanuatu</p>	China, P.R.; Mainland* ⁶		Jordan* ⁶ Latvia* Lesotho* Macedonia, FYR* ⁶ Trinidad & Tobago* ⁶	

**ECCU: Eastern Caribbean Currency Union; WAEMU: West African Economic and Monetary Union; CAEMC: Central African Economic and Monetary Community

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Pegged exchange rates within horizontal bands (6) ⁹	Within a cooperative arrangement ERM II (1) Denmark	Other band arrangements (5) Cyprus Egypt ⁵ Libyan A.J. Suriname ⁵ Vietnam ⁶			
Crawling pegs (4) ⁶	Bolivia* Costa Rica Nicaragua* Zimbabwe*			Bolivia* Nicaragua* Zimbabwe*	
Exchange rates within crawling bands (5) ^{6, 10}	Israel* Honduras* Hungary Uruguay* Venezuela, Rep. Bolivariana		Israel*	Honduras* Uruguay*	

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Managed floating with no preannounced path for exchange rate (33)		Jamaica* ⁶ Slovenia Tunisia	Czech Republic Norway	Cambodia ⁵ Croatia Ethiopia Jamaica* ⁶ Kazakhstan Kenya Kyrgyz Republic Mauritania Nigeria Pakistan Romania Russian Federation Rwanda Sri Lanka Sudan Ukraine Yugoslavia, Fed. Rep. of	Algeria ³ Azerbaijan Belarus ^{3,5} Burundi ³ Dominican Rep. ^{3,5} Guatemala ³ India ³ Lao PDR ^{3,5} Paraguay ³ Singapore Slovak Republic ³ Uzbekistan ^{3,5}

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Independently floating (47)		Gambia, The* Ghana* Guinea* Guyana* Mauritius ⁶ Malawi* Mexico Mongolia* Peru* Philippines* São Tomé and Príncipe* Sierra Leone* Turkey* Yemen*	Australia Brazil ¹² Canada Chile ⁵ Colombia* Iceland Korea New Zealand Poland South Africa Sweden Thailand* United Kingdom	Albania Angola Armenia Colombia* Gambia, The* Georgia Ghana* Guinea* Guyana* Haiti Indonesia Madagascar Malawi* Moldova Mongolia*	Afghanistan ^{5,11} Japan ³ Liberia ³ Somalia ^{5,11} Switzerland ³ United States ³

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
				Mozambique Papua New Guinea Peru* Philippines* São Tomé and Príncipe* Sierra Leone* Tajikistan Tanzania Thailand* Turkey* Uganda Yemen* Zambia	

Source: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, August 2001.

INTERVENCE CB A NABÍDKA PENĚŽ

Rozvaha centrální banky a nabídka peněz

- × **Strana aktiv rozvahy obsahuje dva typy aktiv:**
 - + Zahraniční aktiva - zejména cenné papíry v cizí měně vlastněné CB (oficiální devizové rezervy)
 - + Zlato (oficiální devizové rezervy)
 - + Domácí aktiva - centrální bankou držená práva budoucích plateb od domácích občanů a institucí.
 - × Půjčky komerčním bankám
 - × Státní dluhopisy
- × **Strana pasiv obsahuje:**
 - + depozita komerčních bank
 - + oběživo
 - + čisté jmění společnosti.

-
- × **Aktiva = Pasiva (zahrnují čisté jmění)**
 - × **Změnu aktiv centrální banky provází ekvivalentní změna pasiv (čisté jmění je konstantní).**
 - × **Jakýkoliv nákup aktiv CB automaticky vyvolá růst domácí nabídky peněz, jakýkoliv prodej aktiv vyvolá její pokles.**
 - + **Proběhne změna buďto v množství peněz v oběhu nebo vkladů bank**

Devizové intervence a nabídka peněz

- + **Rozvaha CB ukazuje jak devizové intervence ovlivní směnný kurz i nabídku peněz, neboť závazky CB jsou základem domácí nabídky peněz.**
- + **Centrální banka se může snažit vyrušit efekt intervence na nabídku peněz sterilizací.**

Sterilizovaná devizová intervence

- × **CB provádí stejné domácí i devizové operace s aktivy v opačném směru, aby vynulovala dopad svých devizových operací na domácí nabídku peněz.**
 - + Pokud CB prodává zahraniční CP na devizovém trhu, může kupovat domácí CP (vládní) s cílem zachovat množství peněz v oběhu nezměněné.

Efekt 100 dolarové devizové intervence:

Domestic Central Bank's Action	Effect on Domestic Money Supply	Effect on Central Bank Domestic Assets	Effect on Central Bank Foreign Assets
Nonsterilized foreign exchange purchase	+\$100	0	+\$100
Sterilized foreign exchange purchase	0	-\$100	+\$100
Nonsterilized foreign exchange sale	-\$100	0	-\$100
Sterilized foreign exchange sale	0	+\$100	-\$100

ZPŮSOB FIXACE SMĚNNÉHO KURZU

Rovnováha devizového trhu při fixním kurzu

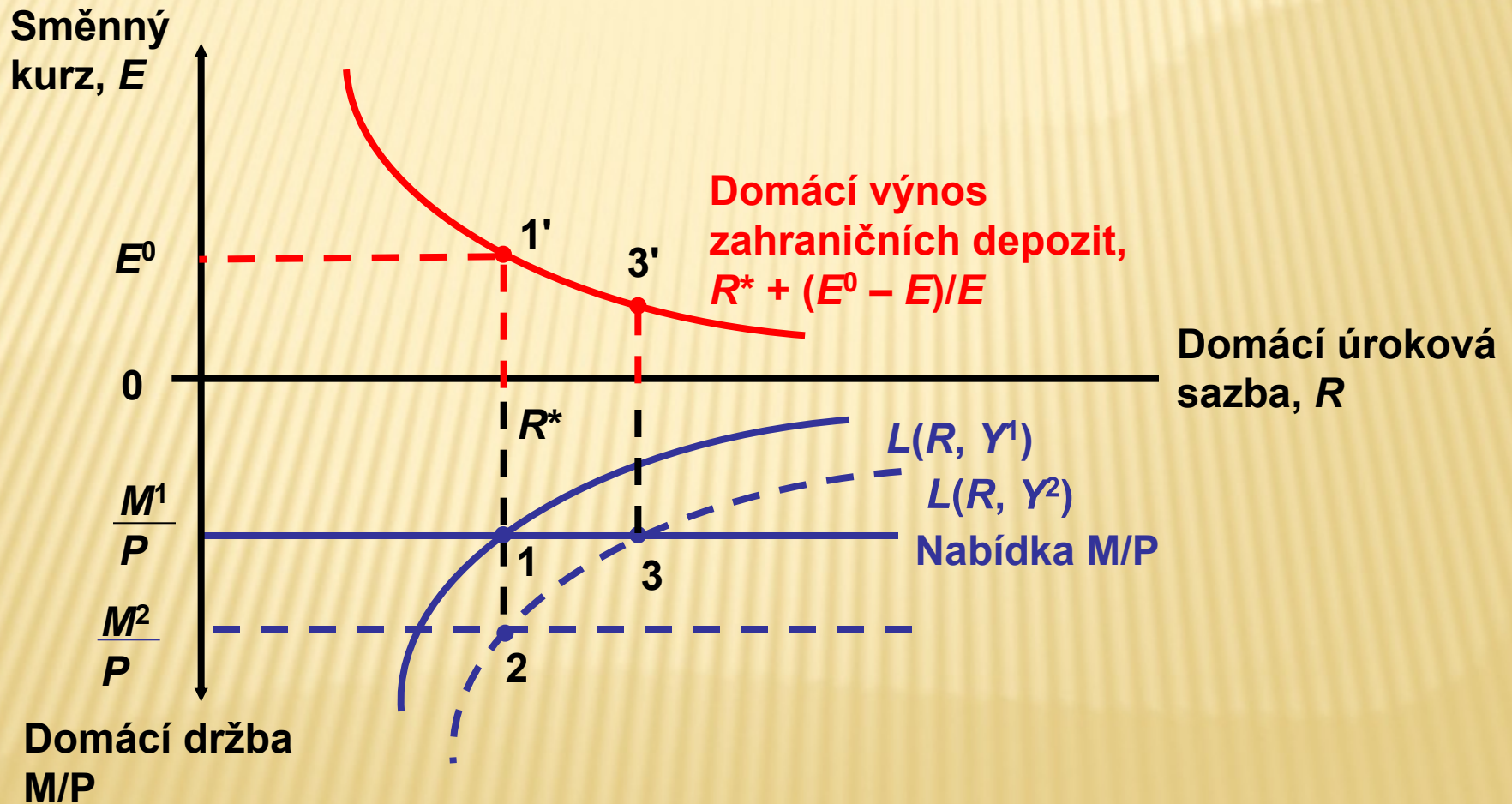
- × Devizový trh je v rovnováze, pokud:

$$R = R^* + (E^e - E)/E$$

- + Pokud CB fixuje kurz E na úrovni E^0 , očekávaná míra depreciační domáci měny je nulová.
 - + Z podmínky úrokové parity vyplývá, že E^0 je dnešní rovnovážný kurz je pokud: $R = R^*$.
- × K udržení domáci úrokové sazby na R^* , musí CB devizovými intervencemi přizpůsobit nabídku peněz aby platilo:

$$M^S/P = L(R^*, Y)$$

Rovnováha trhu aktiv s fixním kurzem, E^0



STABILIZAČNÍ POLITIKA PŘI FIXNÍM KURZU

Monetární politika

- ✘ Při fixním kurzu, jsou monetární nástroje CB neschopné ovlivnit nabídku peněz v ekonomice a/nebo její produkt
 - + CB nemůže využít nástroje k jinému cíli než fixování kurzu

Fiskální politika

- ✘ Růst produktu z důvodu expanzivní fiskální politiky zvyšuje poptávku po penězích.
- ✘ Aby CB zabránila růstu domácích úrokových sazeb a apreciaci měny, musí nakupovat zahraniční aktiva za domácí měnu (tj. zvyšovat nabídku peněz) a tedy snižovat úrokové míry
 - + Tím dochází k dalšímu stimulačnímu efektu.
 - + V dlouhém období dochází z důvodu růstu M k růstu cenové hladiny a tedy reálné apreciaci – působí proti původnímu efektu.

Změny fixního kurzu

Devalvace (revalvace) - CB zvýší (sníží) domácí cenu zahraničních měn, E :

- + růst produktu
- + růst oficiálních rezerv
- + nárůst nabídky peněz (vztah aktiv a pasiv CB)
- × Devalvace může působit:
 - + boj proti domácí nezaměstnanosti
 - + zlepšení salda BÚ
 - + ovlivnění devizových rezerv CB
- × Revalvace může působit:
 - + stabilizace cenové hladiny (dezinflace)

-
- ✘ **Za účelem revalvace nebo devalvace CB musí zveřejnit svou vůli obchodovat neomezené množství domácí měny za zahraniční v novém směnném poměru.**

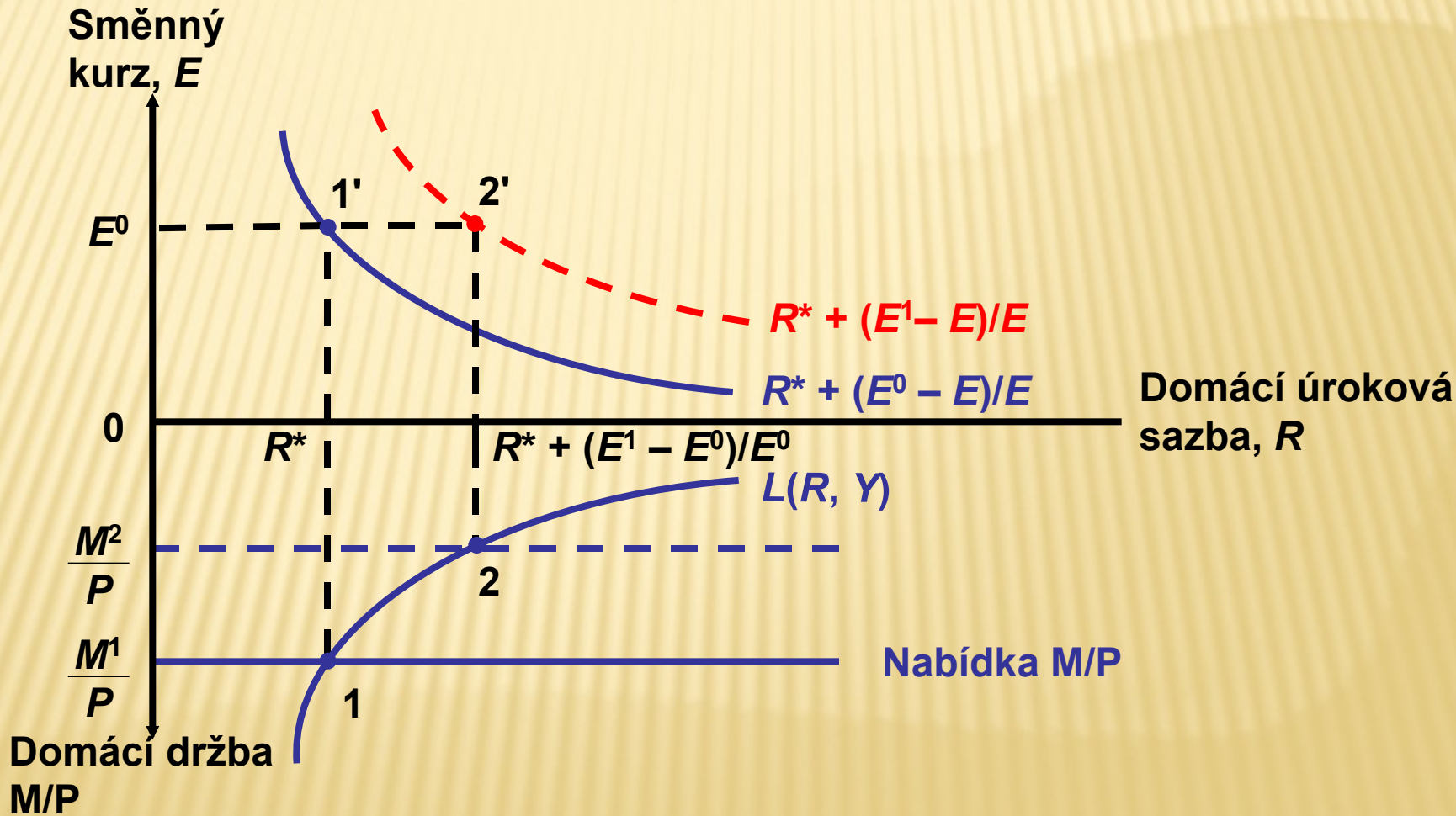
 - ✘ Pokud CB nemá dostatečné množství mezinárodních rezerv k zachování fixního kurzu, nastává krize platební bilance.
 - + K zachování fixního kurzu musí mít CB dostatečné množství zahraničních aktiv, aby byla schopna uspokojit poptávku po nich (za fixní kurz).

▪

ZMĚNA OČEKÁVÁNÍ VE VÝVOJI KURZU

- × **Očekávání budoucí devalvace způsobí:**
 - + Krizi platební bilance projevující se prudkým poklesem rezerv, případně zhoršení krize PB
 - + Prudký odliv kapitálu
 - + Jako nástroj proti tomuto vývoji může CB zvýšit domácí úrokové sazby nad světovou úroveň
 - + Výsledkem může být ekonomika s vysokými úrokovými sazbami, tj. nízkou AD a vysokou nezaměstnaností.
- × **Samovolně vzniklá měnová krize**
 - + Očekávání krize vedou k jejímu vzniku – sebenaplnující očekávání
 - + Co může stát ze změnou očekávání?
 - × Očekávání o změně postojů CB k udržení fixního kurzu, nebo schopnosti jej udržet.
 - × Očekávání ohledně vývoje ekonomiky: pokles relativní poptávky po domácí produkci může vést k obavám o oslabení měny.

Odliv kapitálu, nabídka peněz a úroková míra



FINANČNÍ KRIZE A ODLIV KAPITÁLU...

- × Co se děje, pokud CB dojdou devizové rezervy?
- × Musí devalvovat domácí měnu, tzn. Je potřeba více jednotek domácí měny za 1 jednotku zahraniční.
 - + To zbrzdí odliv kapitálu a případně umožní CB zpětný odkup zahraničních aktiv, samozřejmě za devalvovaný kurz,
 - + V důsledku to povede k
 - × Růstu nabídky peněz,
 - × Poklesu úrokové míry,
 - × Poklesu hodnoty domácího produktu vzhledem k zahraničí
 - × Růstu AD a zaměstnanosti.

FINANČNÍ KRIZE A ODLIV KAPITÁLU...

- ✘ Při krizi PB,
 - + Pokud by chtěla CB zabránit růstu úrokových měr, musí CB kupovat domácí aktiva a prodávat domácí měnu (aby zvýšila nabídku peněz), to ale vede k větší deprecaci domácí měny.
 - + CB nemůže v režimu fixního kurzu sledovat cíl úrokových sazeb.

ŘÍZENÝ FLOATING A STERILIZOVANÉ INTERVENTENCE

Dokonalá substituovatelnost aktiv a neefektivnost sterilizovaných intervencí

- ✘ Pokud CB provádí sterilizované devizové intervence, její transakce nechávají domácí nabídku peněz beze změn.
- ✘ Dokonalá substituovatelnost aktiv
 - + Devizový trh je v rovnováze, jen když je očekávaný výnos domácích a zahraničních aktiv totožný.
 - + CB nemůže ovládat nabídku peněz a směnný kurz sterilizovanými devizovými intervencemi.

Nedokonalá substituovatelnost aktiv

- + Očekávaná výnosnost jednotlivých aktiv může být v rovnováze odlišná – existence rizika.
- + Centrální banky mohou být schopny řídit sterilizovanými intervencemi nabídku peněz i směnný kurz.

Rovnováha devizového trhu při nedokonalé substituovatelnosti aktiv

$$R = R^* + (E^e - E)/E + \rho$$

kde:

ρ je riziková prémie která odráží rozdílnost rizikovosti domácích a zahraničních cenných papírů.

+ Riziková prémie závisí přímo úměrně na velikosti zadlužení domácí vlády:

$$\rho = \rho (B - A)$$

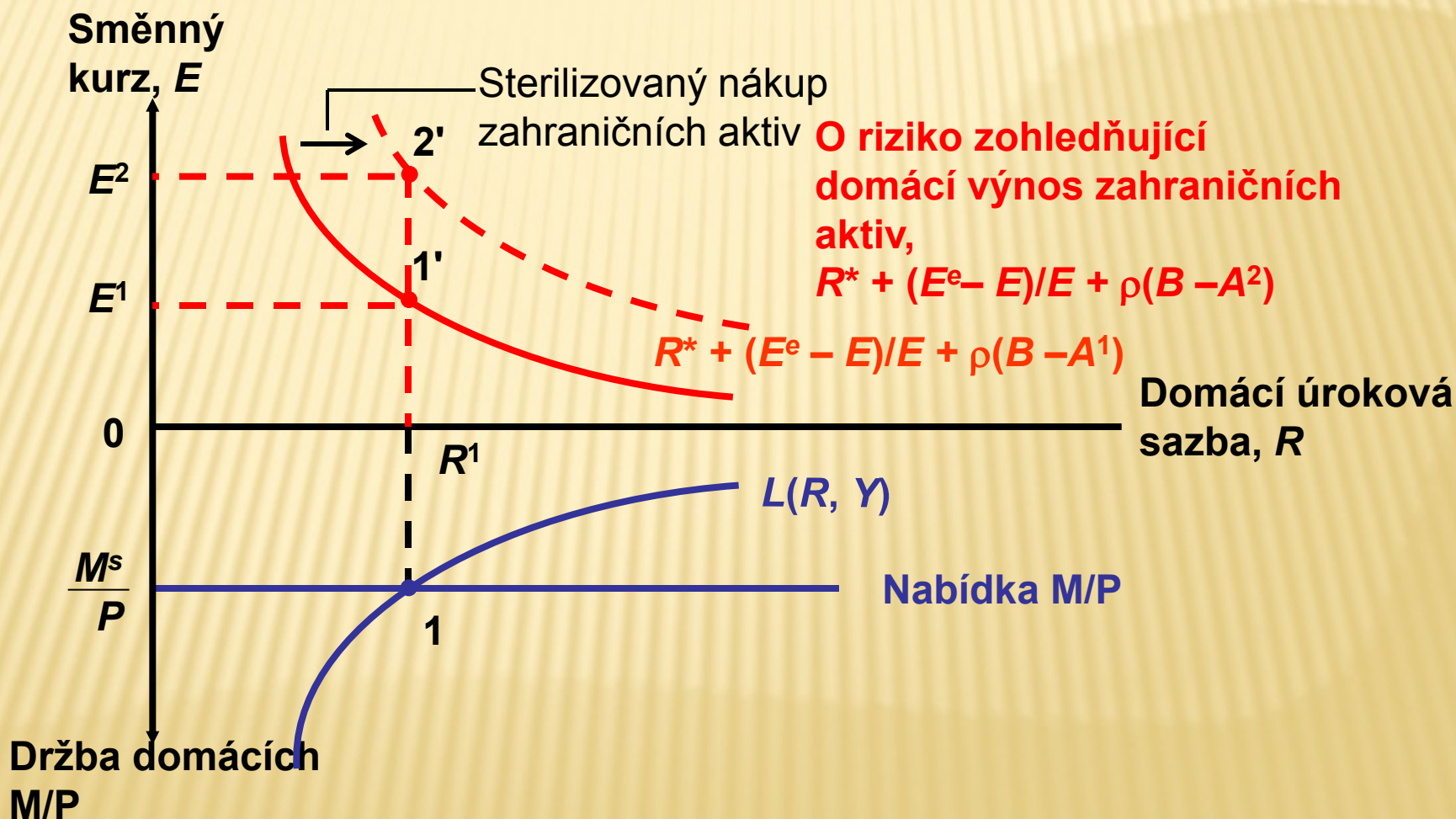
kde:

B je velikost zadlužení domácí vlády
A jsou domácí aktiva centrální banky.

Efekt sterilizovaných intervencí při nedokonalé substituovatelnosti aktiv

- ✘ Sterilizované nákupy zahraničních aktiv nemění nabídku peněz, ale zvyšují (o riziko upravený) výnos, který musí domácí aktiva v rovnováze přinášet.**

Efekt sterilizovaných nákupů zahraničních aktiv při nedokonalé substituovatelnosti aktiv



-
- × **Empirické důkazy poskytují jen malou podporu názoru, že sterilizované intervence mají významný přímý vliv na směnný kurz.**
 - + **Současně však neplatí substituovatelnost aktiv**

Signální efekt devizové intervence

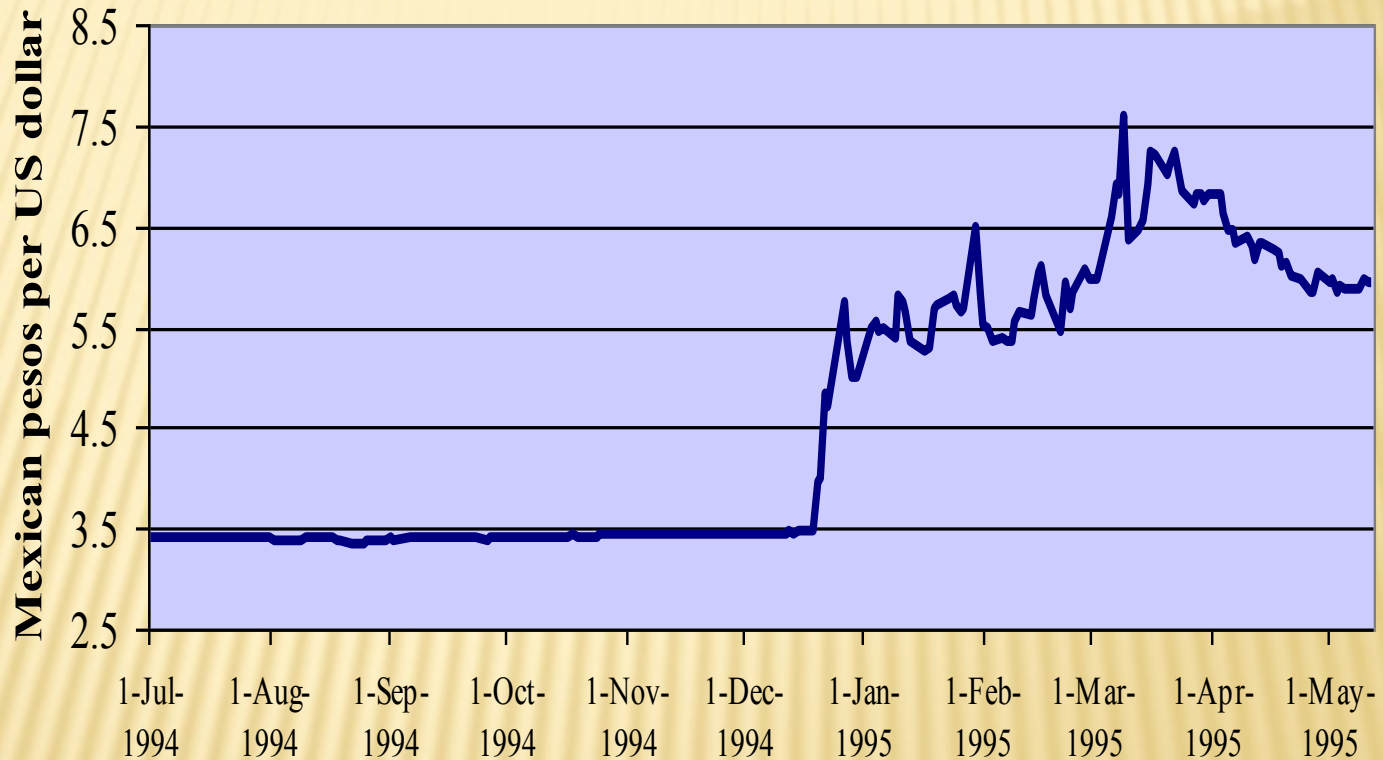
- × **Významná komplikace při úsilí zkoumat efekty sterilizace**
- × **Sterilizovaná intervence může dát signál, kam CB očekává (nebo chce) posun směnného kurzu**
- × **Tento signál může změnit tržní pohled na budoucí politiky, a to i pokud jsou domácí a zahraniční CP dokonalými substituty.**

CASE STUDY:

KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995

- ✘ Koncem roku 1994 devalvovalo Mexická CB kurz pesety vůči USD.
- ✘ Tato akce byla doprovázena vysokými IR, odlivem kapitálu, nízkými investicemi, nízkou produkcí a nezaměstnaností...
- ✘ Co se stalo?

CASE STUDY: KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995



Source: Saint Louis Federal Reserve

CASE STUDY:

KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995

- ✘ Počátkem 90. let bylo Mexiko atraktivním místem pro investory, zejména pro partnery z NAFTA.
- ✘ V průběhu roku 1994 vedl politický vývoj k růstu rizikové prémie v Mexiku (ρ) z důvodu růstu rizika defaultu (státního krachu) a také kurzového rizika:
 - + Rebelie politické napětí v oblasti Chiapas
 - + vražda prezidentského kandidáta strany PRI
- ✘ Také FED v roce 1994 zvýšil úrokové sazby z důvodu boji proti inflaci ($R^* \uparrow$)

CASE STUDY:

KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995

- ✘ Tyto události vedly k depreciačním tlakům na pesetu.
- ✘ Mexická CB slíbila, že uchová fixní kurz.
- ✘ Za tím účelem prodávala dolarová aktiva, čímž snižovala nabídku peněz a zvyšovala úrokové míry.
- ✘ Aby byla tato politika účinná, musela mít adekvátní zásobu dolarů. Měla?

REZERVY MEXICKÉ CB DENOMINOVANÉ V USD

Leden 1994	\$27 mld.
Říjen 1994	\$17 mld.
Listopad 1994	\$13 mld.
Prosinec 1994	\$ 6 mld.

V průběhu roku 1994 skrývala CB Mexika fakt, že jí docházejí dolarové rezervy.

Source: Banco de México, <http://www.banxico.org.mx>

CASE STUDY: KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995

- ✘ 20.12. 1994: peseta devalvovala o 13%. Nový fixní kurz byl stanoven na 4.0 pesos/dollar namísto původních 3.4 pesos/dollar.
- ✘ Investoři z toho vyvodili, že CB došly devizové rezervy
- ✘ $\rho \uparrow$ z důvodů kurzového rizika, Investoři očekávali další devalvaci a prodávali mexická aktiva – další tlak na depreciaci pesety.
- ✘ 22.12. 1994: téměř úplné vyčerpání rezerv. CB upustila od režimu fixního kurzu.
- ✘ V průběhu týdne peseta oslabila o dalších 30% na cca. 5.7 pesos/dollar.

ZÁCHRANNÝ BALÍČEK: SNÍŽENÍ ρ

- ✘ U.S. & IMF garantovali \$50 mld. Půjčku mexické vládě
 - + Tím došlo k poklesu rizika bankrotu,
 - + a také snížení kurzového rizika, neboť půjčka mohla posloužit jako mezinárodní rezervy a stabilizovat směnný kurz
- ✘ Po recesi v roce 1995 se ekonomika začala opět zotavovat.
 - + Mexické zboží bylo relativně levné.
 - + Růst poptávky po mexickém zboží stabilizoval pesetu a snížil kurzové riziko.

REZERVNÍ MĚNY VE SVĚTOVÉM SYSTÉMU

Dva možné systémy pro fixaci směnného kurzu

- × Rezervní měnový (devizový) standard**
 - + CB sváže cenu své měny na rezervní měnu (devizu)
 - + Tuto měnu CB drží ve svých devizových rezervách.
- × Zlatý standard**
 - + CB sváže cenu své měny se zlatem.
- × Z těchto dvou systémů vyplývají velmi rozdílné důsledky pro:**
 - + To, jak země sdílí břemeno financování platební bilance
 - + Růst a kontrolu domácí nabídky peněz

Mechanismus rezervního měnového standardu

- × Typický systém založený na US dolaru na konci 2. sv. války
 - + Každá CB fixovala směnný kurz své měny k dolaru pomocí obchodů na devizových trzích, kdy obchodovala s domácími aktivy za dolarová depozita.
 - + Směnný kurz mezi jakýmkoliv dvěma měnami byl fixní.

- × **Asymetrická pozice rezervního centra**
 - + Země emitující rezervní měnu může použít měnovou politiku pro makroekonomickou stabilizaci ačkoliv má fixní směnný kurz.
 - + Nákup domácích aktiv CB země rezervní měny vede:
 - × na devizovém trhu k převisu poptávky po zahraničních měnách
 - × k expanzivní monetární politice všech ostatních CB
 - × k vyššímu světovému produktu.

Mechanismus zlatého standardu

- ✘ Každá země fixuje cenu své měny ke zlatu.
- ✘ Žádná země nemá v tomto systému privilegované postavení.
- ✘ Symetrické přizpůsobení nabídky peněz při zlatém standardu
 - + Kdykoliv země ztrácí rezervy a v důsledku toho se snižuje její nabídka peněz, zahraniční země získávají rezervy a jejich nabídka peněz se zvyšuje.
- ✘ Výhody:
 - + Zabraňuje asymetrii, která je vlastní standardu rezervní měny.
 - + Klade omezení na růst nabídky peněz v zemi.

Nevýhody zlatého standardu:

- + Omezuje použití monetární politiky pro boj s nezaměstnaností.
- + Zajišťuje stabilní cenovou hladinu jen v případě, že relativní cena zlata a ostatních statků je stabilní.
- + Nutí CB soutěžit o rezervy a vede k nezaměstnanosti na světové úrovni.
- + Může dát zemím těžícím zlato (jako Rusko nebo Jižní Afrika) příliš velkou sílu.

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 fluktuačních 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 fluktuační 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 \Rightarrow 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.

SHRNUTÍ

- ✘ Existuje přímá souvislost mezi intervencemi CB na devizových trzích a domácí nabídkou peněz.
- ✘ Centrální banka může sterilizací vyvážit vliv intervence na růst nabídky peněz.
- ✘ Centrální banka může fixovat kurz domácí měny vůči měně zahraniční, pokud obchoduje neomezená množství domácí měny za zahraniční aktiva ve zvoleném fixním poměru.
- ✘ Závazek fixovat směnný kurz nutí CB obětovat možnost použít monetární politiku pro stabilizaci.
- ✘ Fiskální politika má silnější efekt na produkt při fixním kurzu než při floatingu.
- ✘ Krize platební bilance nastává pokud účastníci trhu očekávají, že CB změní úroveň směnného kurzu.

-
- ✘ Samovolná měnová krize může nastat když je ekonomika náchylná ke spekulacím.
 - ✘ Systém řízeného floatingu dovoluje CB zachovat si část schopnosti ovlivňovat domácí nabídku peněz.
 - ✘ Světový systém fixních kurzů v nichž země svazují svou měnu s rezervní měnou zahrnuje výraznou asymetrii.
 - ✘ Zlatý standard zabraňuje asymetrii, která je součástí standardu rezervní měny.