

## FIXNÍ SMĚNNÝ KURZ A DEVIZOVÉ INTERVENČE

### 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?

2

### 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
- × flukтуаční pásmo a způsob jeho vymezení
- × regionální kursový systém.

3

#### 1. Konvertibilita

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

4

#### 2. Ústřední kurs

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

$$DK = v_1 \cdot BK_1 / TK_1 + v_{i+1} \cdot BK_{i+1} / TK_{i+1} + \dots + v_n \cdot BK_n / TK_n$$

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.

5

#### × Typy koše:

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

6

### 3. Změny parity (ústředního kurzu)

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

### 4. Interventione CB

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

7

### 5. Pásmo fluktuaace

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

### 6. Regionální systém

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

8

## VZTAH KURZOVÉ A (VNITŘNÍ) MĚNOVÉ POLITIKY

### Vztah měnové a kursově 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.

9

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

10

## ŘEŽIMY 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*</p> <p>Kiribati</p> <p>Marshall Islands</p> <p>Rep. of Micronesia, Fed. St. Lucia</p> <p>St. Vincent &amp; the Grenadines</p> <p>Palau</p> <p>Panama</p> <p>San Marino</p> <p>WAEMU</p> <p>CEA Franc Zone</p> <p>CAEMC</p> <p>Benin*</p> <p>Burkina Faso*</p> <p>Cote d'Ivoire*</p> <p>Guinea-Bissau*</p> <p>Mali*</p> <p>Niger*</p> <p>Senegal*</p> <p>Togo</p>	<p>ECU*</p> <p>Antigua &amp; Barbuda</p> <p>Dominica</p> <p>Grenada</p> <p>St. Kitts &amp; Nevis</p> <p>Congo, Rep. of*</p> <p>Equatorial Guinea</p> <p>Gabon*</p>		<p>Benin*</p> <p>Burkina Faso*</p> <p>Cameroon*</p> <p>Central African Rep.*</p> <p>Chad*</p> <p>Congo, Rep. of*</p> <p>Cote d'Ivoire*</p> <p>Ecuador*</p> <p>Gabon*</p> <p>Guinea-Bissau*</p> <p>Mali*</p> <p>Niger*</p> <p>Senegal*</p>	<p>Euro Area**</p> <p>Austria</p> <p>Belgium</p> <p>Finland</p> <p>France</p> <p>Germany</p> <p>Greece</p> <p>Ireland</p> <p>Italy</p> <p>Luxembourg</p> <p>Netherlands</p> <p>Portugal</p> <p>Spain</p>	

11

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)	<p>Argentina*</p> <p>Bosnia and Herzegovina*</p> <p>Brezen Darussalam</p> <p>Bulgaria*</p> <p>China, P.R. Hong Kong</p> <p>Djibouti*</p> <p>Estonia*</p> <p>Lithuania*</p>			<p>Argentina*</p> <p>Bosnia and Herzegovina*</p> <p>Bulgaria*</p> <p>Djibouti*</p> <p>Estonia*</p> <p>Lithuania*</p>	

12

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)	<b>Against a single currency (31)</b> Araba Bahamas, The <sup>2</sup> Bahrain <sup>11</sup> Barbados Belize Bhutan Cabo Verde China, P.R. Mainland <sup>10</sup> Comoros <sup>2</sup> Congo, Dem. Rep. of El Salvador <sup>1</sup> Eritrea Iraq <sup>10</sup> Iraq Jordan <sup>10</sup> Lebanon <sup>1</sup>  <b>Against a composite (13)</b> Bangladesh Botswana <sup>2</sup> Fiji Kuwait Latvia <sup>1</sup> Malta Mexico	Lesotho <sup>1</sup> Macedonia, FYR <sup>4</sup> Malaysia Maldives <sup>1</sup> Namibia Nepal Netherlands Antilles Oman Qatar <sup>1</sup> Saudi Arabia <sup>1,7</sup> Swaziland Syrian Arab Republic <sup>2</sup> Trinidad & Tobago <sup>10</sup> Turkmenistan <sup>6</sup> United Arab Emirates <sup>1,7</sup>	China, P.R.; Mainland <sup>10</sup>		Jordan <sup>10</sup> Latvia <sup>1</sup> Lesotho <sup>1</sup> Macedonia, FYR <sup>4</sup> Trinidad & Tobago <sup>10</sup>	

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

3  
continued

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) <sup>9</sup>	Within a cooperative arrangement ERM II (1) Denmark			Other band arrangements (5) Cyprus Egypt <sup>1</sup> Libyan A.J. Suriname <sup>1</sup> Vietnam <sup>1</sup>	
Crawling pegs (4) <sup>8</sup>	Bolivia <sup>1</sup> Costa Rica Nicaragua <sup>1</sup> Zimbabwe <sup>1</sup>				Bolivia <sup>1</sup> Nicaragua <sup>1</sup> Zimbabwe <sup>1</sup>
Exchange rates within crawling bands (5) <sup>6-10</sup>	Israel <sup>1</sup> Honduras <sup>1</sup> Hungary Uruguay <sup>1</sup> Venezuela, Rep. Bolivariana		Israel <sup>1</sup>		Honduras <sup>1</sup> Uruguay <sup>1</sup>

14

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 <sup>10</sup> Slovenia Tunisia	Czech Republic Norway	Cambodia <sup>2</sup> Croatia Eritrea Jamaica <sup>10</sup> Kazakhstan Kenya Kyrgyz Republic Mauritania Nigeria Pakistan Romania Russian Federation Rwanda Sri Lanka Sudan Ukraine Yugoslavia, Fed. Rep. of	Algeria <sup>1</sup> Azerbaijan Belarus <sup>1,1</sup> Burundi <sup>1</sup> Dominican Rep. <sup>1,1</sup> Guatemala <sup>1</sup> India <sup>1</sup> Lao PDR <sup>1,1</sup> Paraguay <sup>1</sup> Singapore Slovak Republic <sup>1</sup> Uzbekistan <sup>1,1</sup>	

15

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 <sup>1</sup> Ghana <sup>1</sup> Guinea <sup>1</sup> Guyana <sup>1</sup> Mauritius <sup>1</sup> Malawi <sup>1</sup> Mexico Mongolia <sup>1</sup> Peru <sup>1</sup> Philippines <sup>1</sup> São Tomé and Príncipe <sup>1</sup> Sierra Leone <sup>1</sup> Turkey <sup>1</sup> Yemen <sup>1</sup>	Australia Brazil <sup>12</sup> Canada Chile <sup>1</sup> Colombia <sup>1</sup> Iceland Korea New Zealand Poland South Africa Sweden Thailand <sup>1</sup> United Kingdom	Albania Angola Armenia Colombia <sup>1</sup> Gambia, The <sup>1</sup> Georgia Guinea <sup>1</sup> Guyana <sup>1</sup> Haiti Indonesia Madagascar Malawi <sup>1</sup> Moldova Mongolia <sup>1</sup>	Afghanistan <sup>1,11</sup> Japan <sup>1</sup> Liberia <sup>1</sup> Somalia <sup>1,11</sup> Switzerland <sup>1</sup> United States <sup>1</sup>

16

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 <sup>1</sup> Philippines <sup>1</sup> São Tomé and Príncipe <sup>1</sup> Sierra Leone <sup>1</sup> Tajikistan Tanzania Thailand <sup>1</sup> Turkey <sup>1</sup> Uganda Yemen <sup>1</sup> Zambia	

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

17

## INTERVENČNÍ 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 držaná práva budoucích plateb od domácích občanů a institucí.
    - × Půjčky komerčním bankám
    - × Státní dluhopisy
- × Strana pasiv obsahuje:
  - + depozita komerčních bank
  - + oběživ
  - + čistě jmění společnosti.

18

- × Aktiva = Pasiva (zahrnují čisté jmění)
- × Změnu aktiv centrální banky provází ekvivalentní změna pasiv (čisté jmění je konstantní).
- × Jákýkoliv 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 sanžít vyrušit efekt intervence na nabídku peněz sterilizací.

19

#### 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.

20

#### 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

21

#### ZPŮSOB FIXACE SMĚNNÉHO KURZU

##### Rovnováha devizového trhu při fixním kurzu

- × Devizový trh je v rovnováze, pokud:

$$R = R^* + (E^0 - E)/E$$

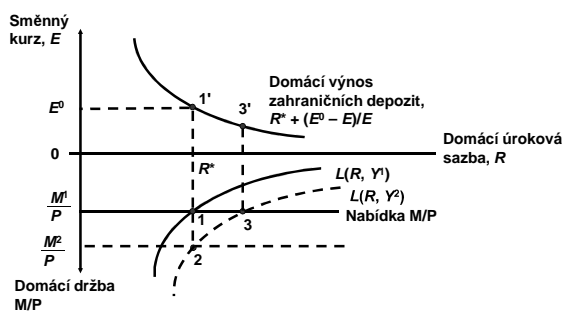
- + Pokud CB fixuje kurz  $E$  na úrovni  $E^0$ , očekávaná míra depreciace domácí měny je nulová.
- + Z podmínky úrokové parity vyplývá, že  $E^0$  je dnešní rovnovážný kurz je pokud:  $R = R^*$ .

- × K udržení domácí úrokové sazby na  $R^*$ , musí CB devizovými intervencemi přizpůsobit nabídku peněz aby platilo:

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

22

#### Rovnováha trhu aktiv s fixním kurzem, $E^0$



23

#### 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.

24

### 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)

25

- × Za účelem revalvace nebo devalvace CB musí zveřejnit svou vůli obchodovat neomezeně 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).

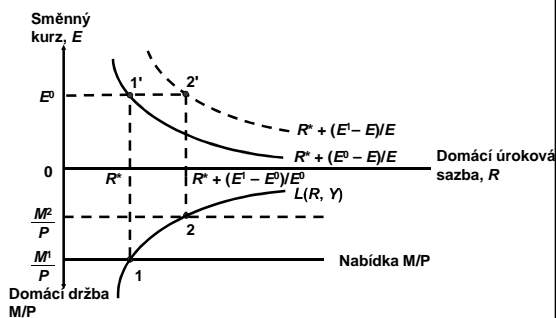
26

### 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 jejím 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.

27

### Odliv kapitálu, nabídka peněz a úroková míra



28

### 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.

29

### 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 depreciaci domácí měny.
  - + CB nemůže v režimu fixního kurzu sledovat cíl úrokových sazeb.

30

## ŘÍZENÝ FLOATING A STERILIZOVANÉ INTERVENCE

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.

31

Nedokonalá substituovatelnost aktiv

- + Očekávaná výnosnost jednotlivých aktiv může být 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:

$\rho$  je riziková prémie která odráží rozdíl rizikovosti domácích a zahraničních cenných papírů.

32

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

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

kde:

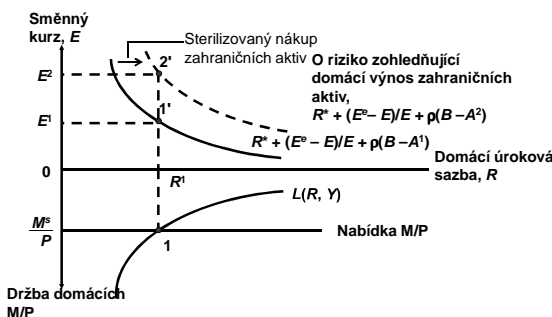
B je velikost zadlužení domácí vlády  
A jsou domácí aktiva centrální banky.

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.

33

### Efekt sterilizovaných nákupů zahraničních aktiv při nedokonalé substituovatelnosti aktiv



34

- × 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.

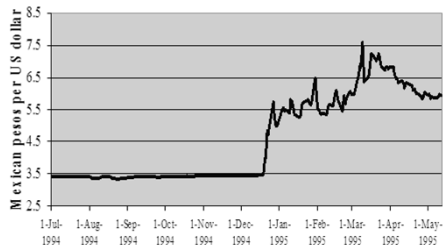
35

## 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?

36

### CASE STUDY: KRIZE MEXICKÉ PESETY, 1994–1995



Source: Saint Louis Federal Reserve

37

### 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 ( $\rho$ ) 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 ( $R^* \uparrow$ )

38

### 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?

39

### 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>

40

### 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.

41

### ZÁCHRANNÝ BALÍČEK: SNÍŽENÍ $\rho$

- ✘ 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.

42

## 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

43

## 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.

44

## 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:**
  - + Zabráňuje asymetrii, která je vlastní standardu rezervní měny.
  - + Klade omezení na růst nabídky peněz v zemi.

45

## 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.

46

## 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

47

## Návrhy reformy mezinárodního měnového systému

- × **Williamsonova teorie limitovaných pásem**
  - + směnné kursy všech nejvýznamnějších světových měn navzájem provázat pomocí pevně stanovených a limitovaných fluktučních 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 fluktuční pásmo s povolenou odchylkou 10% každým směrem.

48



### ✘ 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.

49

### ✘ 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.

50

## 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.

51

- ✘ 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.

52