

Nesoulad mezi režimem měnového kurzu a monetární politikou

1. Úvod

Režim měnového kurzu je součástí monetární politiky každé země. Klasifikace režimů měnových kurzů a jejich výběr jednotlivými zeměmi dává z teoretického i praktického hlediska mnoho podnětů k zamyšlení a následnému výzkumu. Jedním z důležitých témat je funkce režimu měnového kurzu v závislosti na možném konfliktu s měnovou politikou a nerovnováhou platební bilance.

Následující analýza ve stručnosti shrnuje nejrozšířenější klasifikaci kurzových režimů a zpřehledňuje jejich vazby s tvarem a funkčností měnové politiky. Článek rovněž zpřístupňuje hlavní východiska při uvažování a také při empirické analýze daného tématu. Nabízí odpověď na otázku, zda je tato klasifikace vždy v pořádku, a co může určitý režim měnového kurzu poskytnout z pohledu monetární politiky a vývoje měny samotné.

2. Standardní klasifikace

Mezinárodní měnový fond (IMF) jako arbitr na poli mezinárodní měnové politiky podává standardní klasifikaci režimů měnových kurzů ve své databázi International Financial Statistics. Tabulka 1 uvádí přehled o vývoji kurzových režimů podle klasifikace Mezinárodního měnového fondu (IMF) v období od roku 1991 do roku 1997. Tato kurzová klasifikace zahrnuje široké spektrum měn, které jsou absolutně volně směnitelné, až po měny s významně omezenou směnitelností. Pro tento článek byly použity údaje publikované v statistikách IMF (1998) z března 1998.

Tabulka 1
Režimy měnového kurzu: klasifikace a vývoj

Klasifikace kurzového režimu	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Vazba měny na:							
U.S. dolar	24	24	21	23	22	21	20
Francouzský frank	14	14	14	14	14	14	15
Ruský rubl	—	6	—	—	—	—	—
Jiná měna	4	6	8	8	8	9	11
SDR (Zvláštní práva čerpání)	6	5	4	4	3	2	3
Koš měn ¹	33	29	26	21	19	20	17
Pružná fixace na jednu měnu ²	4	4	4	4	4	4	4
Vzájemná dohoda ³ (cooperative arrangement)	10	9	9	10	10	12	12
Úprava podle sady indikátorů	5	3	4	3	2	2	—
Řízeně volný (managed floating)	27	23	29	33	44	45	46
Nezávisle volný (independently floating)	29	44	56	58	54	52	53
Celkem:	156	167	175	178	180	181	181

1 Zahnuje měny vázané na různé měnové koše, odlišné od koše Zvláštních práv čerpání

2 Měnové kursy těchto měn vykazují omezenou pružnost při vyjádření v U.S. dolaru

3 Tento režim se týká vzájemné dohody v rámci Evropského měnového systému

Tato obecná metodika rozděluje kurzové režimy na volné a vázané. Nedostatkem stávající metodiky je to, že striktně nerozlišuje vazbu domácí měny buď na monetární instrument (např. měnový koš), nebo na jinou (cizí) měnu. Jinými slovy, z hlediska klasifikace by mělo být také rozlišeno, respektive explicitně řečeno, který systém pevného či vázaného kurzu má pásma oscilace. Tento nedostatek bude rozebrán v následující části.

Jestliže se přidržíme stávající metodiky klasifikace IMF, je zřejmé, že mezi volné kurzové režimy je možné počítat řízeně volný a nezávisle volný kurzový režim. V obou případech došlo v mezidobí zachyceném v tabulce ke zvýšení počtu měn, které je možno těmito kurzovými režimy charakterizovat. V případě fixace kurzu na určitou měnu (U.S. dolar, francouzský frank či ruský rubl) je patrná stagnace a pouze u fixace na jiné než uvedené měny je možné pozorovat jistý nárůst.

Režim vázaného kurzu zahrnuje vazbu měnového kurzu na koš měn definovaný zvlášť pro každou zemi a vazbu na Zvláštní práva čerpání (SDR), což je

rovněž měnový koš definovaný Mezinárodním měnovým fondem. V obou případech je patrný výrazný pokles v účasti na tomto druhu kurzového režimu. Zvláštní kategorií tvoří vazba měn Evropského měnového systému (cooperative arrangement), kde jednotlivé měny jsou spojeny vzájemně prostřednictvím měnového koše obsahujícího měny jednotlivých členských zemí systému.

Standardní popis klasifikace kurzových režimů je pro další informaci možné nalézt v bohaté literatuře zabývající se teoriemi systémů měnových kurzů. Některými zvláštními aspekty kurzových režimů, které se vztahují na jednotlivé cíle monetární politiky, se pak zabývají ve svých pracích, mezi jinými, například Giavazzi a Giovanninni (1989), nebo Baxter a Stockman (1989), kteří naopak poukazují na vztah kurzového režimu a reálné stránky ekonomiky.

3. Teoretický rozbor

Následující část přináší další zpřesnění klasifikace tří základních režimů měnových kurzů a zabývá se otázkou, jaké jsou vazby mezi kurzovou a monetární politikou v rámci daného kurzového režimu. Tyto vazby jsou popsány z hlediska konfliktů mezi oběma politikami s ohledem na to, že kurzová politika je vlastně podmnožinou obecné měnové politiky každé země. Celková situace je přehledně ilustrována v Tabulce 2.

Tabulka 2
Vztah mezi kurzovou a měnovou politikou

Režim měnového kurzu	Politika měnového kurzu	Měnová politika	Původ měnové báze	Konflikt mezi kurzovou a měnovou politikou	Možnost nerovnováhy platební bilance
Volný (Float)	Ne	Ano	Domácí	Ne	Ne
Pevný (Fix)	Ano	Ne	Zahraniční	Ne	Ne
Vázaný (Peg)	Ano	Ano	Domácí a Zahraniční	Ano	Ano

V případě volného režimu měnového kurzu (floating exchange rate regime) politika měnového kurzu prakticky neexistuje. Kurz se pohybuje pomocí autopilota, kterým je trh vykazující poptávku po určité měně. Z Tabulky 1 je zřejmé, že nezávisle volný režim není řídkým jevem a v současnosti jej praktikuje 53 zemí, mezi něž se počítají nejsilnější ekonomiky USA, Kanady a Japonska. Dalších 46 zemí udržuje řízeně volný kurzový režim. Země s volným měnovým kurzem provádí aktivně vlastní měnovou politiku a zdroj měnové báze je výlučně domácí. Příliv nadbytečného kapitálu ze zahraničí je kompenzován změnou kurzu měny, neboť centrální banka neintervenuje. Ke konfliktu mezi měnovou a kurzovou politikou tedy nemůže dojít, protože kurzová politika chybí.

Země s pevným měnovým režimem (fixed exchange rate regime, nebo také currency board) z definice provádí kurzovou politiku. Je to politika velmi rigidní, protože země fixuje kurz vlastní měny v pevně stanoveném poměru ke kurzu jediné měny jiné země. Neexistuje zde žádné flukтуаční nebo oscilační pásmo, neboť se jedná o naprosto striktní fixaci. V takovém případě se však země vzdává vlastní monetární politiky, neboť ji prostřednictvím měnového kurzu dováží ze země, k jejíž měně fixuje kurz své vlastní měny. S tím souvisí i zahraniční zdroj měnové báze. Stejně jako v předchozím případě nedochází v rámci pevného měnového režimu ke konfliktu měnové a kurzové politiky, protože měnová politika z definice chybí.

Poměrně komplikovaná situace nastává v případě režimu vázaného měnového kurzu (pegged exchange rate regime). V tomto případě má země určitou kurzovou politiku v podobě vazby své měny na definovanou soustavu několika jiných (zahraničních) měn. Typickým příkladem je vazba domácí měny na koš zahraničních měn. V tomto bodě je nutné učinit drobnou odbočku popisující omezení pohybu kurzu měny vázané na měnový koš.

Jestliže je domácí měna vázána prostřednictvím měnových kurzů v určitých proporcích k jiným měnám, je taková domácí měna vázána na měnový koš. Měnový koš je obvykle konstruován jako vážený nebo geometrický průměr, který zachycuje proporcionální změny a vlivy jednotlivých měn obsažených v koši na domácí měnu samotnou. Změna v hodnotě měnového koše se měří jeho indexem $I(t,w)$, který je v případě váženého průměru definován jako:

$$I(t, w) = \sum_{j=1}^N w_j [R_j(t) / R_j(0)] \quad (1)$$

kde w_j je váha určité cizí měny, přičemž platí $\sum w_j = 1$. Dále pak $R_j(t)$ je měnový kurz domácí měny k zahraniční měně j v čase t , a $R_j(0)$ je měnový kurz domácí měny k zahraniční měně j v čase 0 , tj. bazální měnový kurz. Oba kurzy jsou v tomto případě nominální.

Aby se kurz domácí měny vázané na měnový koš držel stabilní, je nutné fixovat index měnového koše. V uvedeném příkladě se index nesmí odchylovat od hodnoty jedna ($I(t, w) = 1$). V případě méně rigidního přístupu je povoleno, aby se hodnota indexu odchylovala v rámci předem určené tolerance. Tato tolerance je definována flukтуаčním pásmem, v jehož hranicích se může hodnota indexu pohybovat. Tyto hranice vymezují úzká či široká pásma oscilace. V případě zcela rigidního přístupu je flukтуаční pásmo nulové.

Kromě kurzové politiky daná země provádí také vlastní monetární politiku. Tato skutečnost se odráží na zdroji měnové báze. Původ měnové báze je v takovém případě domácí i zahraniční. Vzhledem k existenci kurzové i měnové politiky může mezi nimi docházet ke konfliktům, z nichž je pak již otevřená cesta k možné nerovnováze platební bilance. Za příklad může sloužit hypotetická situace, kdy kurz domácí měny přiláká množství krátkodobého zahraničního kapitálu. Vzhledem k tomu, že kurz je nutné z definice kurzové politiky udržovat v určitých mezích, snaží se centrální banka prostřednictvím své monetární politiky tento příliv kapitálu sterilizovat. Tato sterilizace je nutná, neboť nemůže dojít k přirozenému zastavení přílivu kapitálu prostřednictvím změny kurzu. Sterilizace pochopitelně nemá stoprocentní účinnost, nehledě na další komplikace spojené s účetním ošetřením celé operace. Sterilizační opatření jsou krátkodobým prostředkem a z hlediska delšího období je režim kurzu vázaného na měnový koš neslučitelný s autonomní měnovou politikou.

Příklady podobných situací je možné dále rozebírat, jejich popis však pro účel tohoto článku není podstatný. Důležité je to, že v otevřené ekonomice bez restrikcí na volnou směnitelnost měny a na pohyb kapitálu vede režim vázaného měnového kurzu ke konfliktům mezi kurzovou a monetární politikou, který může přerůst až v krizi platební bilance.

4. Empirický pohled na tranzitivní ekonomiky

Režim měnového kurzu je velmi diskutovanou otázkou zvláště v případě tranzitivních ekonomik ve střední a východní Evropě. Všechny tranzitivní země musí projít obdobím mikroekonomické transformace a makroekonomické stabilizace, které jsou nevyhnutelně doprovázeny rozsáhlými šoky. Původ a velikost těchto šoků má přirozeně vliv na hospodářský vývoj každé země.

Vzhledem k relativně velké otevřenosti tranzitivních ekonomik a jejich hospodářským vztahům (nejen vzájemným, ale i se zeměmi Evropské Unie) zde měnový kurz a kurzový režim hraje důležitou roli. Koch (1997) poskytuje podrobnou deskriptivní analýzu měnové a kurzové politiky ve vybraných evropských tranzitivních ekonomikách. Zpráva Evropské banky pro obnovu a rozvoj (EBRD, Transition Report, 1997) zase přináší rozsáhlý materiál týkající se budoucího začlenění tranzitivních ekonomik do Evropské Unie, včetně rozboru měnové a kurzové politiky těchto zemí.

Jakou roli představuje volba režimu měnového kurzu z hlediska vývoje měnového kurzu samotného v těchto zemích? Kočenda (1998) poskytuje ekonometrickou analýzu vývoje měnových kurzů v jedenácti zemích z hlediska postupného sblížení pohybu kurzů. Nominální i reálné měnové kurzy jsou rozděleny do skupin podle kritéria, kterým je kurzový režim v letech 1991 až 1997. Z analýzy vyplývá, že sblížení pohybu měnových kurzů je nejrychlejší v případě režimu volného kurzu (float) a dále v případě pevného režimu (fix). Režim vázaného měnového kurzu (peg) naopak vykazuje nejslabší míru konvergence.

Důležitým aspektem vývoje měnových kurzů v tranzitivních ekonomikách je vytvoření Evropské měnové unie. Nová měnová jednotka euro jako společná měna států Evropské měnové unie vznikne 1. ledna 1999. Po přechodnou dobu tři let, tj. do konce roku 2001, bude euro existovat pouze v dematerializované podobě a bude sloužit jen pro bezhotovostní operace. Zavedení eura se bude silně dotýkat i tranzitivních ekonomik, a to nejen pro vysoký objem zahraničního obchodu se zeměmi měnové unie. Důležitým faktorem je budoucí vstup tranzitivních zemí do Evropské unie. I když se na tyto země ještě euro pochopitelně vztahovat nebude, budou se zajisté muset podřídit určitému společnému režimu měnového mechanismu. Toto je předmětem dalšího výzkumu.

5. Závěr

Tato teoretická analýza opírající se rovněž o empirické výsledky hodnotí tři základní režimy měnových kurzů. V případě volného (float) a pevného (fix) kurzového režimu neexistuje konflikt mezi politikou kurzového režimu a monetární politikou dané země. V případě vázaného (peg) režimu dochází z definice ke konfliktu mezi monetární a kurzovou politikou, který může vyústit až do krize rovnováhy platební bilance. Z hlediska vývoje měnových kurzů jednotlivých zemí pak v případě tranzitivních ekonomik dochází k zajímavému jevu, který se týká postupného sblížení pohybu kurzů. Tato konvergence je největší v případě volného a naopak nejslabší v případě vázaného kurzového režimu. Pevný režim pak leží uprostřed.

Z analýzy vyplývá, že režim měnového kurzu vázaného na měnový koš je z teoretického i praktického hlediska nejméně vhodnou možností, kterou si země mohou či jsou nuceny zvolit. Režimy volného či pevného měnového kurzu představují vhodnější ekonomickou volbu.

Literatura:

Baxter, M., a Stockman, A.: Business Cycles and the Exchange-Rate Regime: Some International Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, 377-400

IMF: International Financial Statistics, International Monetary Fund, Washington D. C., March 1998, s. 8

Giavazzi, F., a Giovannini, A.: *Limiting Exchange Rate Flexibility*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989

Kočenda E.: Accession and Real Exchange Movements: A Comparison. European Bank for Reconstruction and Development Working Paper, 1998

Koch, E. B.: Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe-A Survey of Some Issues, *MOCT-MOST*, 7(1), 1997, 1-48

Transition Report: European Bank for Reconstruction and Development, 1997