27

Měnový kurz

Většina zemí má svou vlastní měnu. Česká republika má českou korunu, Slovensko má slovenskou korunu, Švýcarsko má švýcarský frank, USA mají americký dolar, Kanada má kanadský dolar, Evropská unie má euro. V této kapitole se budeme zabývat otázkou, čím jsou určeny relace (poměry) mezi zahraničními měnami - například za kolik českých korun lze koupit euro nebo americký dolar. Těmto relacím říkáme *měnové kurzy.*

27.1
MĚNOVÝ KURZ A MĚNOVÝ TRH

***Měnový kurz* (též devizový kurz) je cena měny vyjádřená v zahraničních měnách.** Například měnový kurz české koruny je 33,50 Kč za americký dolar, 18,50 za německou marku nebo 2,60 Kč za rakouský šilink. Podívejte se na kurzovní lístek, uveřejňovaný denně v novinách. Ukazuje nám kurz české koruny.

Kurzovní lístek (platnost od 23. 3.1999)

Země	Měna	Kurz české koruny (kurz ČS) nákup	prodej	ČNB (devizy) střed
Austrálie	1 AUD	21,280	23,150	22,126
Británie	1 GBP	55,460	58,890	57,060
Dánsko	1 DKK	4,960	5,310	5,131
Japonsko	100 JPY	28,650	31,150	29,849
Kanada	1 CAD	22,360	24,060	23,184
Norsko	1 NOK	4,390	4,660	4,517

Země	Měna	Kurz české koruny (kurz ČS) nákup	prodej	ČNB (devizy) střed
N. Zéland	1 NZD	18,080	19,350	18,622
Řecko	100 GRD	11,260	12,600	11,856
Švédsko	1SEK	4,130	4,420	4,269
Švýcarsko	1CHF	23,460	24,460	23,882
USA	1 USD	34,110	36,050	35,066
EMU	1EUR	37,230	39,040	38,125
Slovensko	100 SKK	82,970	87,690	85,318
Polsko	1PLN			8,914
Maďarsko	100HUF			15,052

Tabulka 27 - 1 Pozn.: ČS - Česká spořitelna, ČNB - Česká národní banka

Sloupec „nákup" znamená, že by od vás Česká spořitelna 23. 3. 1999 koupila například americký dolar za 34,110 Kč. Sloupec „prodej" znamená, že by vám Česká spořitelna prodala americký dolar za 36,050 Kč.

Měny různých zemí se směňují na *měnovém* ***trhu.*** Jak vypadá měnový trh? Běžně se setkáváte s měnovým trhem jako turisté - když jedete do zahraničí, potřebujete zahraniční měnu v podobě bankovek. Podívejte se znovu na kurzovní lístek. První a druhý sloupec udávají, za kolik Česká spořitelna nakupuje, resp. prodává *valuty* ~ zahraniční bankovky. Manipulace s valutami je pro banku nákladná a právě rozdíl mezi nákupním a prodejním kurzem jí kryje tyto náklady.

Trh s valutami je však jen „tenkým okrajem" měnového trhu. Nás bude zajímat měnový trh, na kterém se kupují a prodávají rozhodující objemy měn a na kterém se skutečně utvářejí měnové kurzy (na kurzovním lístku odpovídají sloupci „střed"). Na tomto měnovém trhu obchodují jednak dovozci a vývozci zboží a služeb a jednak investoři, kteří investují do českých nebo do zahraničních aktiv. Měny se zde již obchodují ve velkém a **nemají podobu bankovek, ale bankovních vkladů** (v tom případě mluvíme nikoli o *valutách* nýbrž o *devizách).* Například nákup dolarů za koruny zde znamená nákup dolarových bankovních vkladů za korunové bankovní vklady.

Aktéři na měnovém trhu

Škoda Plzeň vyváží tramvaje do USA, kde je prodává za dolary. Dolary pak v bankách vyměňuje za koruny, protože své zaměstnance a akcionáře vyplácí v korunách a také ostatní své náklady platí v korunách. Škoda Plzeň a další vývoz ci zboží a služeb tak na měnovém trhu vytvářejí nabídku dolarů a poptávku po korunách.

Podnik Transgas dováží zemní plyn z Ruska a platí za něj americkými dolary. Dolary nakupuje v bankách za koruny, protože od svých českých odběratelů dostává za plyn koruny. Transgas a další dovozci zboží a služeb tak na měnovém trhu vytvářejí poptávku po dolarech a nabídku korun.

Jistý penzijní fond se rozhodl změnit strukturu svých aktiv - snížit podíl korunových dluhopisů a zvýšit podíl dolarových dluhopisů. Proto prodává korunové dluhopisy a za získané koruny pak nakupuje dolary, aby mohl kupovat dolarové dluhopisy. Tím vytváří na měnovém trhu poptávku po dolarech a nabídku korun.

Obrázek 27-1 schematicky znázorňuje, kdo vytváří nabídku a poptávku na měnovém trhu. **Vývozci českého zboží a služeb vytvářejí nabídku zahraničních měn a poptávku po českých korunách. Dovozci zahraničního zboží a služeb naopak vytvářejí nabídku korun a poptávku po zahraničních měnách.**

Dalšími aktéry na měnovém trhu jsou investoři, nakupující a prodávající česká a zahraniční aktiva (například bankovní vklady nebo dluhopisy a další cenné papíry). **Investoři, kteří nakupují česká (korunová) aktiva, vytvářejí nabídku zahraničních měn a poptávku po korunách. Naopak investoři, kteří nakupují zahraniční aktiva, vytvářejí nabídku korun a poptávku po zahraničních měnách.**

Obr. 27-1 Poptávka a nabídka na měnovém trhu - Poptávku po dolarech a nabídku korun vytvářejí čeští dovozci zboží a služeb a investoři nakupující dolarová aktiva za koruny. Poptávku po korunách a nabídku dolarů vytvářejí čeští vývozci zboží a služeb a investoři nakupující česká aktiva za dolary.

Změny poptávky a nabídky na měnovém trhu vyvolávají změnu měnového kurzu. Přečtěte si příklady.

Změny vývozu a dovozu

Na měnovém trhu převládá kurz 32 Kč za americký dolar. Co se stane, když se ve světě zvýší poptávka po našem zboží a zvýší se náš vývoz? Naši vývozci utrží

za své zboží dolary a budou je chtít směnit za koruny. Zvýší se tedy nabídka dolarů a poptávka po korunách. V důsledku toho koruna zhodnocuje vůči dolaru - kurz se změní například na 31 Kč za dolar.

Opět vyjděme z kurzu 32 Kč za dolar, ale nyní předpokládejme, že došlo ke zvýšení dovozu zahraničního zboží a služeb. V důsledku toho se zvýší nabídka korun a poptávka po dolarech. To má za následek znehodnocení koruny vůči dolaru - kurz se změní například na 33 Kč za dolar.

Původní rovnovážný kurz byl 32 Kč za dolar. Pak ale investoři začali upřednostňovat korunová aktiva (korunové bankovní vklady a korunové dluhopisy) před dolarovými aktivy. Aby mohli nakoupit korunová aktiva, nakupují koruny za dolary. Roste poptávka po korunách a nabídka dolarů. V důsledku toho koruna zhodnocuje vůči dolaru například na 30 Kč za dolar.

Opět vyjděme z kurzu 32 Kč za dolar, ale nyní předpokládejme, že investoři začali naopak „utíkat" od korun k dolarům. Jejich prodeje korun a nákupy dolarů znamenají zvýšení nabídky korun a poptávky po dolarech. Koruna vůči dolaru znehodnocuje - kurz se změní například na 34 Kč za dolar.

Když poptávka po určité měně vzroste oproti její nabídce, dochází k *apreciaci měny* **- k jejímu *zhodnocení* v poměru k zahraničním měnám. Když naopak nabídka měny vzroste oproti poptávce po ní, dochází k** *depreciaci měny* **- k jejímu** *znehodnocení* **vůči zahraničním měnám.**

Měnový kurz je dnes závislý spíše na chování investorů než na zahraničním obchodě. Když investoři očekávají, že ekonomika poroste, investují do její měny a ta apreciuje.

Proč roste dolar a klesá euro?

Na začátku roku 1999 vznikla společná evropská měna euro. Její kurz k americkému dolaru byl tehdy 1,18 dolarů za euro a zdálo se, že euro bude silnou světovou měnou. Evropská měna však začala vůči dolaru oslabovat a na konci roku 1999 se již euro prodávalo za jeden dolar. Depreciace eura vůči dolaru pokračovala i v roce 2000. V dubnu byl již dolar o plnou třetinu dražší než v době, kdy euro vzniklo.

Jak si vysvětlit toto oslabování evropské měny? Americká ekonomika roste rychleji než ekonomika Eurolandu. Americké hospodářství vykazovalo silný růst během celého posledního desetiletí, což nelze říci o Evropě. Není divu, že investoři začali považovat dolar za jistější investici než euro. Rostoucí důvěra investorů v dolar jde ruku v ruce s jejich důvěrou v americkou ekonomiku. Marná byla snaha Evropské centrální banky zastavit pokles eura vůči dolaru zvýšením evropských úrokových sazeb. Nepomohla ani prohlášení představitelů banky, že evrop-

ské hospodářství je v daleko lepším stavu, než ukazuje kurz eura. Investoři uvěřili více zprávě, že americkou ekonomiku čeká další růst, a dolar dále posiloval.

Velký obchod a kurz koruny

V říjnu 2000 zaplatila německá firma Cmobil 700 milionů eur za akcie českého RadioMobilu. Aby mohla uskutečnit platbu, začala na českém devizovém trhu nakupovat koruny. Koruna posílila nejprve ze 35,40 Kč za euro na 35,25 za euro, ale pořád téměř nikdo koruny neprodával. Velcí „hráči" na trhu očekávali, že koruna dále posílí. Teprve když koruna posílila až na 34,90 Kč za euro, začaly se koruny více prodávat. Nakonec koruna posílila pod vlivem tohoto obchodu během jediného dne o 80 haléřů.

Měnový trh není trhem centralizovaným (jako například burza cenných papírů). Je rozptýleným trhem, kde se s měnami obchoduje na různých (často velmi vzdálených) místech - obvykle v bankách. **Přesto se blíží dokonale konkurenčnímu trhu.** Následující příklad objasňuje, proč.

Arbitráže na měnovém trhu

Kurz české koruny na měnovém trhu ve Vídni je 32 Kč za americký dolar. Je možné, aby byl kurz koruny v Londýně jiný - například 33 Kč za dolar? Představme si, že by tomu tak bylo. Pan Fiala, náš známý spekulant, opět rozezná svou ziskovou příležitost a ihned ji využije. Začne provádět arbitráž - bude za koruny nakupovat dolary ve Vídni, aby je pak prodal za koruny v Londýně. Má volný milion korun a nakoupí za ně ve Vídni 31 250 dolarů (1 000 000 : 32). Ty pak prodá v Londýně za 1 031 250 Kč (31 250 x 33). Jeho zisk **z** této arbitráže je 31 250 Kč.

Tak jako pan Fiala se budou chovat i ostatní finančníci na měnových trzích. Tyto arbitráže posléze začnou měnit kurz koruny ve Vídni i v Londýně. Ve Vídni budou nákupy dolarů za koruny zvyšovat nabídku korun, což bude korunu vůči dolaru zlevňovat nad 32 Kč za dolar. V Londýně naopak budou prodeje dolarů za koruny zvyšovat poptávku po korunách, což bude korunu vůči dolaru zdražovat pod 33 Kč za dolar.

Arbitráže tedy sbližují kurzy koruny na obou trzích. Budou pokračovat tak dlouho, dokud nebude kurz koruny ve Vídni i v Londýně stejný. Teprve potom ustanou, protože pak již na nich nebude možné vydělat.

Jak vidíte, **kurz koruny na všech měnových trzích bude díky arbitrážím stejný.** Totéž platí pro každou měnu, s níž je možné na měnových trzích volně obchodovat. Arbitráže na měnových trzích jsou přitom velmi rychlé a nevyžadují vysoké náklady. Účastníci měnových trhů dnes mohou rychle nakupovat a prodávat ohromné sumy měn na jakkoli velké vzdálenosti. **Proto můžeme mluvit o jednom globálním měnovém trhu.**

27.2
MĚNOVÝ KURZ A ÚROKOVÁ PARITA

V malé a otevřené ekonomice (jakou je česká ekonomika) s volně obchodovatelnou měnou je měnový kurz určen především chováním investorů. Ti jsou dnes největšími „hráči" na měnovém trhu. Investoři drží finanční aktiva (cenné papíry a bankovní vklady) v různých měnách. Rozhodují se mezi dolarovými, eurovými, jenovými, korunovými a jinými aktivy. Tito investoři svými nákupy a prodeji aktiv silně ovlivňují kurzy měn, se kterými se na měnovém trhu volně obchoduje.

Následující příklad ukazuje, jak se tito investoři rozhodují a jaký to má vliv na měnový kurz. Pro jednoduchost jako aktiva uvažujeme bankovní vklady.

Rozhodování mezi dolary a jeny

Předpokládejme, že kurz jenu k americkému dolaru je 100 jenů za dolar. Dále předpokládejme, že je úroková míra z amerických bankovních vkladů 6 % a úroková míra z japonských bankovních vkladů je jen 3 %. V tom případě je výhodnější uložit peníze v amerických bankách než v japonských bankách. Investoři budou proto nakupovat dolary a prodávat jeny. Na měnovém trhu vznikne nerovnováha - poroste nabídka jenů a poptávka po dolarech. To bude mít za následek depreciaci jenu vůči dolaru. Kurz už nebude 100 jenů za dolar ale více a více jenů za dolar. Kam až bude jen vůči dolaru depreciovat?

Musíme se podívat na trh zapůjčitelných fondů v USA a v Japonsku. Když budou investoři převádět peníze z japonských bank do amerických bank, poroste na americkém trhu nabídka zapůjčitelných fondů, což bude snižovat úrokovou míru z amerických bankovních vkladů. Naopak v Japonsku bude nabídka zapůjčitelných fondů klesat, což bude zvyšovat úrokovou míru z japonských bankovních vkladů. Úrokové míry z amerických a japonských vkladů se budou sbližovat. Jakmile budou tyto úrokové míry stejné, přestanou investoři převádět svůj kapitál z japonských bank do amerických.

Pak zavládne rovnováha také na měnovém trhu, kde přestane růst poptávka po dolarech a nabídka jenů. Kurz jenu k dolaru se tedy ustálí na takové úrovni, při které jsou úrokové míry z dolarových a jenových vkladů stejné. Dejme tomu, že to bude při 5% úrokové míře a při kurzu 120 jenů za dolar.

Příklad ukazuje, že **měnový kurz musí splňovat podmínku *úrokové parity* - měnový kurz se ustálí na takové úrovni, při které jsou** *očekávané míry výnosu* **z aktiv v obou zemích stejné.** Například kurz japonského jenu k americkému dolaru se ustálí na takové úrovni, při které jsou úrokové míry z amerických bankovních vkladů stejné jako z japonských bankovních vkladů.

Kurz eura

Na počátku roku 1999 začalo vytrvale depreciovat euro vůči dolaru. Podle ekonomických odborníků na tom měl vinu tehdejší německý ministr financí Oskar Lafontaine, který prosazoval snížení úrokových měr v Evropě. Lafontaine byl přesvědčen, že evropská ekonomika potřebuje růstový impulz v podobě snížení úrokových měr.

Očekávání poklesu úrokových měr v Evropě přimělo řadu investorů k tomu, aby nečekali a raději převáděli své peníze do dolarových aktiv. Proto euro vůči dolaru depreciovalo.

V březnu téhož roku se Lafontaine, po sporech s kancléřem Schröderem, vzdal funkce ministra financí. Po oznámení jeho rezignace euro okamžitě posílilo.

Centrální banka snížila úrokové sazby

„Bankovní rada České národní banky včera snížila své klíčové úrokové sazby. Přestože mnozí experti snížení úrokové sazby o půl procenta očekávali, na devizovém trhu nastala doslova panika. Koruna reagovala okamžitým propadem o 30 haléřů na 38,06 Kč za euro. Ještě hůř se vedlo koruně vůči dolaru, když se v průběhu dne propadla až o 60 haléřů a končila obchodování na 35,15 Kč za dolar, což je letošní minimum."

(Lidové noviny, 12. 3. 1999)

27.3

TEORIE PARITY KUPNÍ SÍLY - ABSOLUTNÍ VERZE

Podmínka úrokové parity nám objasňuje, proč a v jakém rozsahu dochází ke *změnám* měnových kurzů. Ale neobjasňuje *výši* měnových kurzů. Proč se kurz japonského jenu k americkému dolaru pohybuje kolem 120 jenů za dolar a ne třeba 12 jenů za dolar? Nebo proč se kurz české koruny k dolaru pohybuje kolem 35 Kč za dolar a ne třeba 10 Kč za dolar? Odpověď na tuto otázku dává *teorie parity kupní síly,* jejímž autorem je švédský ekonom Gustav Cassel (Teorie společenské ekonomie, 1919). Teorie parity kupní síly existuje ve dvou verzích - *absolutní* a *relativní.*

Absolutní verze **teorie parity kupní síly se snaží vysvětlit** *výši* **měnových kurzů.** Teorie vychází z působení **zákona jediné ceny,** se kterým jste se setkali již v kapitole „Tržní rovnováha a efektivnost". Připomeňme si, co tento zákon říká. Jestliže se nějaké zboží prodává na dvou trzích za odlišné ceny, bude docházet k arbitrážím: obchodníci budou nakupovat zboží na levnějším trhu a prodávat je na dražším trhu.

V důsledku toho poroste poptávka i cena na levnějším trhu a zároveň bude růst nabídka a klesat cena na dražším trhu. Tím dojde k vyrovnání cen tohoto zboží na obou trzích.

Teorie parity kupní síly se ovšem netýká ceny jednoho zboží, ale týká se cenových hladin ve dvou zemích. Ukažme si logiku této teorie na příkladu.

Parita kupní síly dolaru

Předpokládejme, že franková cenová hladina ve Francii je šestkrát vyšší než dolarová cenová hladina v USA. Jinými slovy, ceny (ve francích) zboží a služeb na francouzském trhu jsou v průměru šestinásobné oproti cenám (v dolarech) zboží a služeb v USA. Například boty, které stojí ve Francii 300 franků, stojí v USA 50 dolarů.

Může být v takovém případě měnový kurz například 10 franků za dolar? Představme si, že by takový byl. Pak bylo by výhodné nakupovat zboží ve Francii a prodávat je v USA. Obchodník, který by koupil boty ve Francii za 300 franků, by je vyvezl do USA, prodal za 50 dolarů a tyto dolary by pak směnil za 500 franků (50 x 10). Vydělal by na jednom páru bot 200 franků.

Kdyby byl šestinásobný rozdíl mezi dolarovou a frankovou cenou pouze u bot, docházelo by k arbitrážím pouze na trhu bot. Vývoz bot z Francie do USA by vedl k poklesu dolarové ceny bot v USA a k růstu frankové ceny bot ve Francii. Ale když je šestinásobný rozdíl mezi dolarovou a frankovou cenou v průměru u všeho zboží a služeb, bude docházet ke změně měnového kurzu. Jak? Je-li franková cenová hladina v USA šestkrát vyšší než dolarová cenová hladina v USA, a přitom by byl měnový kurz 10 franků za dolar, vyplatí se obchodníkům vyvážet zboží z Francie do USA. Ale aby mohli ve Francii nakupovat zboží, potřebují franky. Proto poptávají obchodníci na měnovém trhu velké množství franků. Když francouzské zboží v USA prodají a utrží dolary, prodávají na měnovém trhu dolary opět za franky, aby mohli ve svých obchodech pokračovat. Tak na měnovém trhu roste poptávka po francích a nabídka dolarů. V důsledku toho frank apreciuje (zhodnocuje) vůči dolaru. Kurz již nebude 10 franků za dolar, nýbrž méně a méně.

Jakmile se kurz dostane na 6 franků za dolar, přestávají být arbitráže výhodné. Koupí-li obchodník ve Francii boty za 300 franků a prodá je v USA za 50 dolarů, smění tyto dolary zase jen za 300 franků. Kurz se bude udržovat přibližně na 6 francích za dolar.

Příklad ukazuje, že **kurz dvou měn bude tíhnout k takové úrovni, která odpovídá poměru cenových hladin v těchto zemích.** Lze to vyjádřit rovnicí:

$$E_{FR/USD} = \frac{P_{FR}}{P_{USD}}$$

kde E je měnový kurz (počet franků za dolar), P_{FR} je cenová hladina ve Francii a P_{USD} je cenová hladina v USA.

Jinak řečeno, **kurz bude tíhnout k** *paritě* ***kupní*** *síly.* Kupní síla měny je množství zboží a služeb, které lze za měnu koupit. **Parita kupní síly měny znamená, že lze za tuto měnu koupit stejné množství zboží a služeb doma i v zahraničí. Měna má stejnou kupní sílu doma i v zahraničí.**

Tak v našem příkladu, kde je franková cenová hladina ve Francii šestkrát vyšší než dolarová cenová hladina v USA, je parita kupní síly 6 franků za dolar. Při tomto kurzu lze koupit za dolar stejné množství zboží a služeb v USA i ve Francii.

Ve skutečnosti se však měnové kurzy od parity kupní síly odchylují, a to z několika důvodů. Jedním z důvodů jsou náklady arbitráže - náklady spojené s vývozem zboží z jedné země do druhé, jako jsou zejména dopravní náklady nebo náklady na pojištění. Dalším důvodem jsou obchodně politické překážky, jako jsou dovozní cla. Jak náklady obchodu, tak dovozní cla způsobují, že se zákon jediné ceny prosazuje v mezinárodním obchodě jen nedokonale. Francouzské boty mohou být ve Francii přece jen o něco levnější než v USA, protože jejich cenu na americkém trhu zvyšují dopravní náklady a americké dovozní clo.

Hlavním problémem teorie parity kupní síly je však existence ***neobchodovatelných*** *statků.* S pojmy *obchodovatelný statek* a *neobchodovatelný statek* jste se také setkali již v kapitole „Tržní rovnováha a efektivnost". Příkladem neobchodovatelného statku jsou služby kadeřníků nebo městská doprava. Neobchodovatelné statky neprocházejí mezinárodním obchodem a zákon jediné ceny se u nich neprosazuje, protože náklady na arbitráž jsou v jejich případě prohibitivně vysoké.

Neobchodovatelné statky

Navažme na předchozí příklad. Nyní ale budeme uvažovat neobchodovatelné statky jako například taxislužbu. Předpokládejme, že je franková cenová hladina neobchodovatelných statků ve Francii jen třikrát vyšší než dolarová cenová hladina stejných neobchodovatelných statků v USA. Například cena taxislužby ve Francii je 3 franky/km a v USA je 1 dolar/km. Může přesto kurz setrvat na 6 francích za dolar? Může. Když si američtí turisté smění dolar za 6 franků, budou ve Francii jezdit taxíkem dvakrát levněji než v USA. Jenže v tomto případě nebude docházet k podobným arbitrážím jako na trhu bot. Není možné nakupovat levnější taxislužbu ve Francii za účelem jejího „vývozu" do USA. Proto frank nebude apreciovat a dolar nebude depreciovat směrem k paritě kupní síly. Kurz setrvá na 6 francích za dolar. Dolar nebude mít stejnou kupní sílu v USA i ve Francii - bude mít (v našem příkladě) větší kupní sílu ve Francii. Tato větší kupní síla se ovšem bude týkat jen neobchodovatelných statků, jako je například taxislužba.

Příklad ukazuje, že **díky existenci neobchodovatelných statků se měnový kurz může odchylovat od parity kupní síly.** To je vážná námitka proti teorii parity kupní síly, protože podíl neobchodovatelných statků je značný. V České republice dosahuje jejich podíl na HDP (podle hrubých odhadů) téměř třetinu.

U některých měn byly zjištěny značné odchylky od parity kupní síly. Zejména měny méně vyspělých zemí bývají podhodnocené oproti paritě kupní síly, což znamená, že se za ně doma koupí více než v zahraničí. Česká koruna byla v roce 1996 podhodnocena (ve smyslu parity kupní síly) oproti americkému dolaru zhruba dvakrát, což znamená, že za dolar bylo možno koupit u nás v *průměru* dvakrát více zboží a služeb než v USA. Kdyby byl kurz závislý na paritě kupní síly, musel by tehdy být jen asi 14 Kč za dolar. (Tyto zjištěné odchylky od parity kupní síly je nutno ovšem brát s jistou rezervou, protože mohou být z velké části způsobeny rozdíly v kvalitě zboží.)

Neobchodovatelné zboží, dopravní náklady, obchodně politické překážky - to vše znamená, že **parita kupní síly objasňuje výši měnových kurzů jen velmi přibližně. Odchylky kurzů od parity kupní síly mohou být významné, a to nejen v krátkém, ale i v dlouhém období.** Z toho důvodu začali mnozí ekonomové místo absolutní verze parity kupní síly upřednostňovat její relativní verzi.

27.4 TEORIE PARITY KUPNÍ SÍLY - RELATIVNÍ VERZE

***Relativní** verze* **teorie parity kupní síly vychází rovněž ze zákona jediné ceny.** Má však menší ambice než její absolutní verze. **Nesnaží se vysvětlit *výši* měnových kurzů, nýbrž pouze *změny* měnových kurzů.**

Měnový kurz a růst cenové hladiny

Předpokládejme, že rovnovážný kurz francouzského franku je 6 franků za americký dolar. Pak dojde ve Francii ke zvýšení cenové hladiny o 10 %, zatímco cenová hladina v USA zůstává nezměněna. Bude to mít vliv na změnu kurzu?

Zvýšení cenové hladiny ve Francii znamená, že francouzští výrobci požadují nyní za své zboží a služby v průměru o 10 % vyšší frankové ceny. Například boty, které dříve stály 300 franků, stojí nyní 330 franků. Při původním kurzu 6 franků za dolar to znamená, že francouzské zboží zdraží oproti americkému - například oproti americkým botám, jejichž dolarová cena zůstala 50 dolarů. Jinak řečeno, francouzské zboží ztrácí svou původní konkurenční schopnost ve srovnání s americkým zbožím.

V důsledku toho poroste dovoz amerického zboží do Francie. Když Francouzi vidí, že jsou francouzské boty o 10 % dražší než stejné (nebo velmi podobné) boty americké, přestávají kupovat francouzské boty a kupují raději americké. Aby

mohli obchodníci dovážet americké boty do Francie, poptávají na měnovém trhu více dolarů a nabízejí více franků.

Naopak francouzský vývoz bude klesat. Američané přestávají kupovat nyní drahé francouzské zboží a dávají přednost domácímu - americkému. Pokles francouzského vývozu do USA znamená, že francouzští vývozci nabízejí na měnovém trhu méně dolarů a poptávají méně franků.

Na měnovém trhu tedy roste poptávka po dolarech a zároveň roste nabídka franků. Proto dolar apreciuje a frank depreciuje. Jakmile kurz dosáhne 6,60 franků za dolar, stane se opět francouzské zboží konkurenceschopné. Francouzské boty stojí sice 330 franků, ale protože Američané nyní dostanou za dolar 6,60 franku, koupí francouzské boty zase za 50 dolarů jako dříve (50 x 6,60 = 330). Teprve pak přestane francouzský dovoz růst a francouzský vývoz klesat, a frank přestane dále depreciovat.

Příklad ukazuje, že ***změna* měnového kurzu je způsobena *změnou* cenových hladin.** Když cenová hladina ve Francii vzroste o 10 %, zatímco cenová hladina v USA se nezmění, dojde k depreciaci franku vůči dolaru o 10 %. Kdyby cenová hladina ve Francii vzrostla o 10 % a cenová hladina v USA by vzrostla o 4 %, frank by deprecioval vůči dolaru o 6 %. Lze to vyjádřit rovnicí:

$$d_{FR/USD} = p_{FR} - p_{USD}$$

kde $d_{FR/USD}$ je procentní změna kurzu franku vůči dolaru, p_{FR} je procentní změna cenové hladiny ve Francii a p_{USD} je procentní změna cenové hladiny v USA.

Pokud domácí cenová hladina vzroste více než zahraniční cenová hladina, dojde k depreciaci domácí měny. Pokud naopak více vzroste zahraniční cenová hladina, dojde k apreciaci domácí měny. Přitom rozsah změny kurzu je dán rozdílem ve změně cenových hladin.

Všimněte si, že relativní verze teorie parity kupní síly neaspiruje na vysvětlení *výše* měnového kurzu. V našem příkladě jsme prostě předpokládali, že výchozí rovnovážný kurz byl 6 franků za dolar, aniž bychom se pokoušeli vysvětlit, proč byl právě takový. Vysvětlili jsme pouze jeho *změny*.

27.5 INTERVENCE STÁTU DO MĚNOVÉHO KURZU

Až dosud jsme vycházeli z toho, že se měnové kurzy vytvářejí na měnovém trhu volně, aniž by do tohoto procesu zasahoval stát. Dnes skutečně mnoho zemí světa (více než 50) má *volně pohyblivý* měnový kurz. Patří mezi ně USA i Japonsko. Také ČR má volně pohyblivý kurz koruny.

V mnoha zemích ale **stát na měnovém trhu intervenuje** ve snaze stabilizovat měnový kurz. Ukažme si, *proč* to dělá *a. jak* to dělá.

Měnový kurz je dosti nestálý, protože investoři na měnovém trhu neustále přesouvají peníze mezi různé měny. Pokud jsou změny měnového kurzu malé, nemají významný vliv na ekonomiku. Pokud však dochází k větším změnám kurzu, má to na ekonomiku někdy nepříjemné dopady. Proto **centrální banky na měnovém trhu *intervenují,* aby zabránily větším výkyvům měnového kurzu. Ke svým intervencím využívají** *devizové rezervy.*

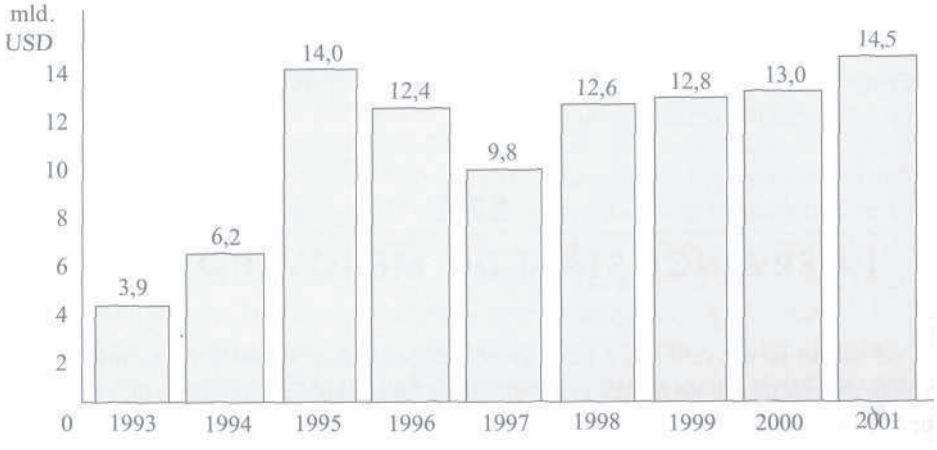
Intervence na měnovém trhu

Představme si, že investoři zvýšili depreciační očekávám u koruny a začali se zbavovat korunových vkladů. Rostoucí prodeje korun na měnovém trhu tlačí na depreciaci koruny. Naše centrální banka se ale obává, že depreciace vyvolá inflaci. Aby tornu zabránila, rozhodne se intervenovat na měnovém trhu. Jak?

Centrální banka udržuje devizové rezervy - rezervy takových měn, jako je americký dolar nebo euro. Využije svých devizových rezerv k tomu, že na měnovém trhu kupuje koruny za dolary a eura. Tím zvyšuje poptávku po koruně a brání její depreciaci.

Tyto intervence připravují centrální banku o část devizových rezerv. Ale banka má devizové rezervy právě proto, aby je používala k takovýmto intervencím. Účelem těchto intervencí je překlenout období náhlé ztráty důvěry investorů v korunu. **Intervence centrální banky na měnovém trhu má dát investorům signál, že jejich ztráta důvěry v měnu není odůvodněná.**

Někdy bývají tyto intervence úspěšné - investoři si uvědomí, že zbytečně podlehli panice a vracejí se k měně. V tom případě se centrální bance podařilo kurz měny sta-



Obr. 27-2 Devizové rezervy České národní banky (ke konci roku). Pramen: ČSÚ, ČNB

bilizovat. Někdy je však „útěk" investorů od měny tvrdošíjný a centrální banka se marně snaží svými intervencemi zabránit depreciaci. **V takovém případě by měla centrální banka raději s intervencemi přestat a nechat měnu depreciovat. Jinak zbytečně vyčerpá všechny své devizové rezervy a měnu od depreciace stejně nezachrání.**

27.6
REŽIMY STABILNÍHO KURZU

Až dosud jsme vycházeli z předpokladu, že je **měnový kurz *volně pohyblivý*** *(flexibilní, pružný, plovoucí).* Ale některé země stabilizují měnový kurz (pomocí intervencí centrální banky na měnovém trhu) podle předem stanoveného režimu. V tom případě mluvíme o ***režimu stabilního kurzu*** *(pevného, fixního).* Ve skutečnosti nejde o zcela „pevný" kurz. Kurz se pohybuje, avšak jen v určitém omezeném rámci. *Stabilní kurz je* z mnoha důvodů pro ekonomiku výhodný. Především představuje jakousi protiinflační „kotvu" (depreciace totiž vyvolává inflaci). Je výhodný také pro zahraniční obchod, protože časté změny měnového kurzu pro obchodníky představují rizika, proti kterým se musí pojišťovat. Proto se mnoho zemí snaží udržovat stabilní kurz.

Režim stabilního měnového kurzu mívá často podobu kurzového fluktuačního pásma. ***Kurzové fluktuační pásmo*** znamená, že **centrální banka vyhlásí horní a dolní limit, v němž ponechá kurz měny volně „plavat".** Jakmile by však kurz chtěl překročit horní nebo dolní limit kurzového pásma, centrální banka začne na měnovém trhu intervenovat, aby vrátila kurz do pásma.

Kurzové pásmo koruny

Česká národní banka uplatňovala až do května 1997 režim stabilního kurzu. Vyhlásila centrální kurz koruny vůči dolaru a marce a pak nechala korunu volně „plavat" v kurzovém pásmu.

Pokud koruna depreciovala „ven" z pásma, centrální banka začala na měnovém trhu nakupovat koruny za své devizové rezervy (dolary, marky), čímž vrátila korunu do pásma. Pokud naopak koruna začala apreciovat „ven" z pásma, centrální banka začala koruny na měnovém trhu prodávat, čímž zvyšovala nabídku korun a bránila apreciaci koruny.

Do roku 1996 bylo kurzové pásmo poměrně úzké: jen 5 *%,* tj. 2,5 % pod a 2,5 % nad centrálně vyhlášeným kurzem. V roce 1996 banka zvětšila kurzové pásmo z 5 % na 15 %, tj. nechávala korunu volně plavat v pásmu 7,5 % nad a 7,5 % pod centrálním kurzem.

V květnu 1997 došlo k útoku měnových spekulantů na korunu a centrální banka nebyla již schopna zabránit depreciaci a udržet korunu v kurzovém pásmu. Proto kurzové pásmo zrušila a vyhlásila režim volně plovoucího kurzu. Od té doby koruna „volně plave".

Když se podíváte znovu na obrázek 27 - 2, který ukazuje vývoj devizových rezerv ČNB, vidíte, že se devizové rezervy dosti měnily v letech 1993 - 1997, kdy ještě centrální banka uplatňovala režim stabilního kurzu. Ale po roce 1997, kdy je již kurz koruny volně pohyblivý (i když centrální banka ještě tu a tam intervenuje), je výše devizových rezerv poměrně stabilní.

Tabulka ukazuje procentní změnu kurzu koruny (depreciace -, apreciace +).

Rok	1992	1993	1994	1995	1996	1997
změna kurzu	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,8	-6,7

Tabulka 27-2

Režim kurzového pásma znamená, že **kurz měny je vázán obvykle na určitý** *koš* ***zahraničních*** *měn*. Když naše centrální banka ještě uplatňovala režim kurzového pásma, vázala kurz koruny na koš dvou měn: německé marky a amerického dolaru, přičemž dolar měl v koši váhu 35 % a marka měla váhu 65 % (tento poměr zhruba odpovídal vahám marky a dolaru, jakožto používaných měn v našem zahraničním obchodě).

Tento kurzový režim má přesvědčit investory, že měna se nevychýlí z vyhlášeného kurzového pásma, a aby tomu přizpůsobili svá depreciační a apreciační očekávání. Úspěch této kurzové politiky však není vždy zaručen. Jakmile investoři a měnoví spekulanti dojdou k závěru, že centrální banka nebude schopna měnu v kurzovém pásmu udržet, intervence centrální banky se minou účinkem. Dokladem toho je i vývoj kurzu koruny v květnu 1997 (viz dodatek).

Evropský měnový systém

V roce 1979 se země Evropského hospodářského společenství dohodly, že budou udržovat stabilní kurzy svých měn. Vůči jiným světovým měnám se jejich měny volně pohybovaly, avšak vůči sobě navzájem se pohybovaly jen v úzkém fluktuačním pásmu. Prakticky to znamenalo, že se tyto evropské měny pohybova ly vůči americkému dolaru nebo japonskému jenu společně, navzájem „svázané". Tomuto systému se říkalo Evropský měnový systém (EMS).

V osmdesátých letech fungoval tento systém dobře. Ale na začátku 90. let začaly problémy vyvolané zejména německým sjednocením. S tím, jak německá vláda investovala do hospodářské rekonstrukce východních německých zemí, přestalo být Německo vývozcem kapitálu a stalo se jeho dovozcem. Marka

v důsledku toho nezadržitelně a permanentně posilovala, což nutilo jiné země EMS, aby bránily své národní měny před znehodnocováním buď intervencemi na měnovém trhu (prodejem svých devizových rezerv), nebo zvyšováním svých úrokových měr. Francie, Itálie a Velká Británie nakonec raději devalvovaly své měny vůči marce, než aby zvyšovaly své úrokové míry a vystavovaly tím své ekonomiky hrozbě hospoďářské recese. Systém stabilních kurzů v Evropě tehdy prožíval vážnou krizi.

Jinou formou stabilizace měnového kurzu měny je její „zavěšení" na některou ze silných a stabilních měn. *Zavěšení měny* **například na dolar znamená, že centrální banka nedovolí, aby se kurz měny vůči dolaru odchýlil od určité hodnoty.** Kdyby měnový trh tlačil na změnu kurzu, centrální banka svými intervencemi tyto tlaky odráží. Měna se tedy pohybuje na měnovém trhu společně s dolarem. Například Thajsko a některé další asijské země měly až do roku 1997 (kdy došlo k asijské měnové krizi) své měny „zavěšeny" (pegged) na americký dolar.

Nejznámějším příkladem úspěšného zavěšení měny je rakouský šilink, který byl dlouho „zavěšen" na německou marku.

Zavěšení rakouského šilinku na marku

Rakouská ekonomika je jak zahraničním obchodem, tak kapitálovými toky intenzivně spojena s německou ekonomikou. Kdyby Rakousko nechalo svůj šilink napospas živelnosti měnového trhu, docházelo by k častým změnám kurzu šilinku k marce. Zahraniční obchod mezi oběma státy by ztratil část své stability a jistoty. Stálý kurz šilinku k marce byl výhodným nástrojem ke stabilizaci rakouské ekonomiky.

Německá marka je velmi pevná měna. Proto Rakousko „zavěsilo" svůj šilink na marku a rakouská centrální banka deklarovala, že bude na měnovém trhu intervenovat, kdykoli by se šilink chtěl odchýlit od vyhlášeného kurzu k marce.

„Zavěšení" rakouského šilinku na marku bylo úspěšné. Obě země mají totiž obdobnou ekonomickou strukturu, jsou stejně hospodářsky vyspělé, prožívají obdobný růst ekonomiky, technického pokroku a produktivity práce. Obchod mezi oběma zeměmi je intenzívní a stabilní, jejich míry inflace se neliší. Rozhodnost, s jakou rakouská centrální banka udržovala šilink „zavěšen" na marku, přesvědčila investory o tom, že se kurz šilinku vůči marce nezmění. Tento kurz se posléze natolik „zabudoval" do očekávaní investorů, že začali považovat obě měny za pevně svázané a podle toho s nimi na měnovém trhu obchodovali.

V některých případech se však „zavěšení" měny neosvědčilo. Například zavěšení thajské měny na americký dolar bylo jednou z hlavních příčin thajské měnové krize. Když dolar v roce 1997 posiloval vůči německé marce a dalším světovým měnám, thaj-

ský baht, zavěšený na dolar, posiloval vůči jiným měnám také, ačkoli tomu situace thajské ekonomiky vůbec neodpovídala. Investoři na měnovém trhu poznali, že je thajská měna nadhodnocena, podlehli depreciačním očekáváním a začali se jí zbavovat. Thajská centrální banka brzy neměla dost rezerv, aby mohla intervenovat na udržení kurzu. Nakonec došlo k mnohem hlubšímu pádu thajské měny, než kdyby byl její kurz býval volně pohyblivý.

SHRNUTÍ

□ *Měnový kurz je* cena měny vyjádřená v zahraničních měnách.

□ Vývozci českého zboží a služeb vytvářejí nabídku zahraničních měn a poptávku po českých korunách. Dovozci zahraničního zboží a služeb naopak vytvářejí nabídku korun a poptávku po zahraničních měnách.

□ Dnes jsou nejvýznamnějšími aktéry na měnovém trhu investoři. Investoři, kteří nakupují česká (korunová) aktiva, vytvářejí nabídku zahraničních měn a poptáv ku po korunách. Naopak investoři, kteří nakupují zahraniční aktiva, vytvářejí nabíd ku korun a poptávku po zahraničních měnách.

□ Když poptávka po určité měně vzroste oproti její nabídce, dochází k *apreci aci měny* - k jejímu *zhodnocení* v poměru k zahraničním měnám. Když naopak nabídka měny vzroste oproti poptávce po ní, dochází k *depreciaci měny* - k jejímu *znehodnocení* vůči zahraničním měnám.

□ Účastníci měnových trhů dnes mohou rychle nakupovat a prodávat ohrom né sumy měn. Proto můžeme mluvit o jednom globálním měnovém trhu.

□ Měnový kurz splňuje podmínku *úrokové parity* - ustálí se na takové úrovni, při které jsou *očekávané míry výnosu* z bankovních vkladů v obou zemích stejné.

□ *Absolutní verze* teorie parity kupní síly se snaží vysvětlit *výši* měnových kurzů. Vychází z působení zákona jediné ceny. Podle této teorie kurz dvou měn bude tíh nout k takové úrovni, která odpovídá poměru cenových hladin v těchto zemích. Tuto úroveň kurzu nazýváme paritou kupní síly.

□ Parita kupní síly měny znamená, že lze za měnu koupit stejné množství zboží a služeb doma i v zahraničí (měna má stejnou kupní sílu doma i v zahraničí).

□ Díky existenci neobchodovatelných statků se však měnový kurz může i dlouhodobě odchylovat od parity kupní síly. Parita kupní síly tedy objasňuje výši měnových kurzů jen přibližně.

□ *Relativní verze* teorie parity kupní síly se nesnaží vysvětlit *výši* měnových kurzů, ale pouze *změny* měnových kurzů. Podle ní *změna* měnového kurzu je způ sobena *změnou* cenových hladin. Pokud domácí cenová hladina vzroste více než zahraniční cenová hladina, dojde k depreciaci domácí měny. Míra depreciace odpoví dá rozdílu v mírách inflace.

□ Centrální banky často na měnovém trhu *intervenují ve snaze stabilizovat měnový kurz.* Ke svým intervencím využívají *devizové rezervy.*

□ Režim stabilního kurzu může mít podobu *kuriového fluktuačního pásma* nebo *zavěšení měny* na některou pevnou světovou měnu.

KLÍČOVÉ POJMY

Měnový kurz • měnový trh • apreciace (zhodnocení) měny • depreciace (znehodnocení) měny • úroková parita • parita kupní síly • absolutní verze teorie parity kupní síly • relativní verze teorie parity kupní síly • režim stabilního kurzu • kurzové fluktuační pásmo • „zavěšení" měny • intervence stabilizující kurz.

OTÁZKY

Otázka 1.
Guvernér centrální banky vystoupil v televizi s prohlášením, že centrální banka hodlá v příštím roce podporovat ekonomický růst snížením úrokové míry. Jaký to bude mít vliv na měnový kurz?

Otázka 2.
Bude mít zvýšení nájemného z bytů vliv na měnový kurz?

Otázka 3.
V zemi dochází k rychlému růstu peněžní zásoby (vyššímu než v zahraničí). Centrální banka přitom nechává měnový kurz volně „plavat".
a) Co to udělá s měnovým kurzem?
b) Bude docházet k inflaci? Pokud ano, popište jak.

Otázka 4.
V zemi dochází k rychlému růstu peněžní zásoby (vyššímu než v zahraničí). Centrální banka přitom udržuje pevný měnový kurz.
a) Bude docházet k inflaci? Pokud ano, popište jak.
b) Jaké nebezpečí vyvolává tato politika?
c) V jakém případě by politika udržování pevného kurzu neohrozila devizové rezervy země?

Otázka 5.
Když koruna depreciuje, jaký to bude mít dopad
a) na cenu francouzské kosmetiky na českém trhu?
b) na cenu francouzské kosmetiky na francouzském trhu?
c) na cenu českých aut na německém trhu?
d) na cenu českých aut na českém trhu?

Otázka 6.
Před rokem 1997 udržovala naše centrální banka kurz koruny ve fluktuačním pásmu. Přitom vázala kurz z jedné čtvrtiny na americký dolar a ze tří čtvrtin na německou marku. Rakouský šilink byl „zavěšen" pouze na marku. Thajský baht byl zase „zavěšen" pouze na dolar.

Když americký dolar aprecioval vůči marce,
a) co se stalo s kurzem koruny vůči rakouskému šilinku?
b) co se stalo s kurzem koruny vůči thajskému bahtu?

Otázka 7.
Centrální banka zvýšila růst peněžní zásoby (v porovnání s peněžním růstem v zahraničí).
a) Jaký to mělo dopad na kurz koruny v krátkém období? Vysvětlete.
b) Jaký to mělo dopad na kurz koruny v dlouhém období? Vysvětlete.

Otázka 8.
Na podzim roku 1998 Česká národní banka několikrát snížila úrokové míry v odezvu na snižující se inflaci. Přes snížení úrokových měr nedošlo k depreciaci koruny. Proč?

DODATEK: MĚNOVÁ KRIZE

***Měnová** krize* **je náhlý a hluboký „pád" měny, způsobený „útěkem" investorů od této měny.** Investoři ztratí z nějakého důvodu důvěru v měnu, podlehnou dojmu, že měna bude v brzké budoucnosti depreciovat a začnou hromadně převádět kapitál do jiných měn. Pokud se takto zachová většina investorů, nabídka této měny prudce vzroste a poptávka po ní se blíží nule. Důsledkem je její hluboká depreciace.

Měnové krize jsou poměrně mladým jevem. **Možnost měnových krizí je dána tím, že v posledních desetiletích došlo ke značné liberalizaci pohybu kapitálu ve světovém měřítku a s mnoha měnami se začalo volně obchodovat na světovém měnovém trhu.** Měnový trh se enormně zvětšil a dochází na něm denně k obrovským přesunům peněz mezi různými měnami. Měnová krize však nevznikne náhodně. Má své příčiny. Podívejme se blíže na největší měnovou krizi poslední doby - asijskou krizi.

Asijská měnová krize

Měnová krize v jihovýchodní Asii byla pro ekonomickou veřejnost překvapením, nikdo ji neočekával (alespoň ne v takových rozměrech). Země jihovýchodní Asie - Jižní Korea, Thajsko, Malajsie a Indonésie - měly do té doby impozantní ekonomické výsledky, některé z nich (Jižní Korea, Thajsko) byly řazeny k „asijským ekonomickým tygrům". V 90. letech (až do vypuknutí krize v roce 1997) patřil tento region k ekonomicky nejdynamičtějším oblastem světa. Tempa ekonomického růstu se blížila dvouciferným hodnotám. Inflace v těchto zemích nebyla vysoká, deficity veřejných rozpočtů rovněž ne. Země měly sice schodky zahraničněobchodních bilancí, což však u rychle rostoucích ekonomik bývá považováno za normální jev.

Rychlý ekonomický růst těchto zemí byl do značné míry podporován dovozem zahraničního kapitálu. Zahraniční investoři ochotně nakupovali aktiva těchto zemí, čímž financovali značnou část jejich investic. Úrokové míry tam byly vysoké, depreciační očekávání nízká. V letech 1991 -1996 připlynulo do pěti zemí regio-

nu (Filipíny, Indonésie, Jižní Korea, Malajsie a Thajsko) přes 260 miliard dolarů soukromého zahraničního kapitálu.

K nízkým depreciačním očekáváním ovšem do velké míry přispělo to, že většina asijských zemí měla režimy stabilního kurzu - „zavěsily" své měny na americký dolar. Zahraniční investoři tak nepociťovali riziko z depreciace asijských měn, neboť věřili, že tamní vlády a centrální banky nedovolí depreciaci. Právě to se však těmto zemím a jejich měnám nakonec stalo osudným a přispělo k měnové krizi.

Obrovský příliv zahraničního kapitálu do těchto zemí proudil převážně přes tamní banky. Banky přitom požívaly implicitní státní garance - všem bylo jasné, že dostanou-li se do finančních potíží, jejich vlády je nenechají padnout a budou je sanovat. To ještě více upevňovalo důvěra zahraničních investorů a jejich ochotu půjčovat těmto ekonomikám. Zahraniční investoři podlehli dvojí iluzi, která uměle snižovala riziko jejich investic do tohoto regionu - že tamní vlády nedovolí depreciaci svých měn a že nedovolí pád svých bank.

Banky, požívající implicitní státní garance, podléhají „morálnímu hazardu" a ochotně půjčují i na spekulativní a vysoce rizikové investiční projekty. Příliv zahraničního kapitálu a „snadné půjčování" bank vedly nakonec k tomu, že začala narůstat „spekulační bublina" na trhu aktiv (cenných papírů a nemovitostí), jejichž ceny šplhaly do nereálných výšek. Domácí podnikatelé a spekulanti věřili, že asijský hospodářský zázrak bude pokračovat a že své půjčky snadno splatí z budoucích výnosů svých investic. A zahraniční investoři byli ukolébáváni iluzí o vládami garantované pevnosti měn a bank.

Asijská „bublina" praskla v roce 1997. Nejprve započala finanční krize - když investoři ztratili důvěru v asijská aktiva a začali se jich hromadně zbavovat, ceny akcií a nemovitostí začaly padat volným pádem. Následovala měnová krize, neboť investoři, převádějící své peníze převážně do dolarových vkladů, nakupovali na měnovém trhu dolary a prodávali asijské měny. Nebylo již moci, která by mohla zabránit hluboké depreciaci asijských měn. Měnová krize naplno propukla v červnu 1997, kdy deprecioval thajský baht (poté, co se jej thajská centrální banka nějakou dobu marně pokoušela zachránit prodejem svých devizových rezerv). Vzhledem k intenzivní ekonomické propojenosti zemí tohoto regionu se finanční a měnová krize rychle šířila do dalších zemí regionu. Během krátké doby došlo k depreciaci thajské měny vůči americkému dolaru o 80 %. Následovaly hluboké depreciace měn Jižní Koreje, Malajsie, Filipín a Indonésie. Všechny tyto země opustily fixní kurzy svých měn (jejich „zavěšení" na dolar) a nechaly je volně „plavat".

Ukázalo se, jak silně byl tento ekonomický region závislý na zahraničním kapitálu. Po odlivu zahraničního kapitálu a po pádu cen akcií došlo k prudkému zvýšení úrokových měr, což následně vyvolalo ekonomickou depresi a nezaměstnanost. Vysoké úrokové míry již nelákaly zahraniční investory, protože důvěra v aktiva a měny jihoasijských zemí byla ta tam. Zato způsobily

neschopnost domácích dlužníků splácet dluhy a vznikla hrozba sérií bankovních krachů. Vlády byly nuceny požádat o pomoc Mezinárodní měnový fond. Ten poskytl zemím jihovýchodní Asie půjčky v řádu desítek miliard dolarů. Ani tato pomoc však nezabránila hluboké hospodářské depresi celého regionu, která se nakonec přenesla i na jejich velké obchodní partnery - Japonsko a Austrálii.

Asijská měnová krize je velkým mementem. Pod dojmem této krize **mnoho ekonomů začalo ztrácet důvěru ve svobodné finanční a měnové trhy a začalo volat po jejich regulaci.** Je pravda, že globalizace finančních a měnových trhů zvyšuje zranitelnost mladých tržních ekonomik a jejich měn. Na druhé straně je pravda, že globální finanční trhy umožnily a umožňují rozvíjejícím se ekonomikám získávat kapitál pro svůj ekonomický růst. Tyto trhy ovšem trestají špatnou hospodářskou politiku. **Vlády zemí jihovýchodní Asie se tolik snažily přilákat zahraniční kapitál, že mu uměle snižovaly rizika.** Implicitní záruky státu za pevnost domácích bank a umělé udržování stabilních kurzů tamních měn (jejich „zavěšením" na dolar) vedlo k podhodnocení rizika investování do těchto ekonomik a k nadhodnocení jejich měn. **Nešlo ani tak o selhání trhů, jako spíše o selhání politiky, která vytvářela umělé iluze. Když se iluze rozplynuly, krize byla nevyhnutelná.**

Turbulence na měnovém trhu prožila v roce 1997 i česká koruna.

Depreciace české koruny

Česká republika udržovala od roku 1991 stabilní kurz koruny vůči německé marce a americkému dolaru. Centrální banka udržovala kurz koruny v úzkém fluktuačním pásmu 5 %. Stabilní kurz byl považován za hlavní „kotvu" dosud křehké a zranitelné ekonomiky, procházející tržními reformami, privatizací a intenzivními strukturálními změnami.

Od roku 1993 se obnovil hospodářský růst, který nabýval na intenzitě a vrcholil v roce 1995. Investice rychle rostly, nezaměstnanost byla velmi nízká, růst mezd akceleroval. V této situaci hrál stabilní kurz úlohu „protiinflační kotvy" - bránil rozpoutání větší inflace.

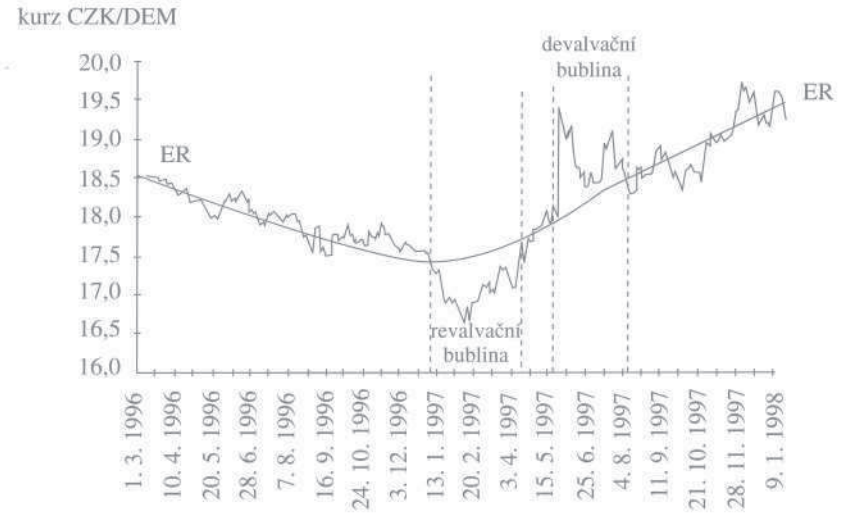
I když v roce 1996 centrální banka rozšířila kurzové fluktuační pásmo na 15 %, koruna kupodivu neoslabovala. V té době ještě investoři věřili v její stabilitu a depreciační očekávání byla nízká. Vysoký úrokový diferenciál (rozdíl mezi českou a zahraniční úrokovou mírou) lákal zahraniční investory, poptávka po koruně rostla a koruna dále posilovala.

Zlom přišel v roce 1997. Tehdy se zastavil hospodářský růst a víra investorů v českou ekonomiku se začala vytrácet. Příliv zahraničního kapitálu ustal. Investoři začali hromadně převádět kapitál z korunových vkladů do zahraničních měn. Když potom v květnu měnoví spekulanti „zaútočili" na korunu, centrální banka již

marně na měnovém trhu intervenovala v naději, že důvěru v korunu obnoví. Když se její devizové rezervy začaly povážlivě ztenčovat, zrušila fluktuační pásmo a nechala korunu volně „plavat". Graf na obrázku 27-3 ukazuje vývoj kurzu koruny k německé marce v průběhu roku 1997. Povšimněte si prudké depreciace koruny po 15. květnu, kdy vrcholily útoky měnových spekulantů na korunu.

Centrální banka ve snaze zabránit překotnému odlivu kapitálu do zahraničí značně zvýšila úrokové míry. Vysoké úrokové míry přesvědčily část investora, aby drželi korunová aktiva. Avšak nemohly být takto vysoké dlouho, protože by zcela potlačily investice a znemožnily podnikům splácet úvěry.

Měnovým turbulencím u nás nepředcházela taková finanční krize na trzích aktiv jako v jihovýchodní Asii. Přesto asijskou krizi připomínaly. Úroková míra byla u nás značně vyšší než v USA a v zemích západní Evropy, přitom však riziko depreciace koruny bylo uměle sníženo režimem stabilního kurzu koruny. Dnes si mnoho ekonomů myslí, že jsme měli opustit stabilní kurz a zrušit fluktuační pásmo dříve než v roce 1997. Koruna by depreciovala dříve, ale depreciace by neměla podobu panického „útěku" investorů od koruny.



Obr. 27-3 Graf ukazuje vývoj kurzu české koruny k německé marce. Křivka ER ukazuje trend změny kurzu. Každodenní hodnoty kurzu kolem tohoto trendu značně kolísají.

Pramen: K. Janáček - M. Čihák - H. Frýdmanová - T. Holub - E. Zamrazilová: Česká ekonomie v roce 1998, Politická ekonomie 3, 1998

Tyto zkušenosti ukazují, že udržování stabilních měnových kurzů je riskantní, neboť může být zdrojem měnové krize. Země, jejíž měna volně „plave", může prožívat období depreciací, ale tyto depreciace málokdy nabývají podoby ničivých měnových krizí.

Známe i další příklady měnových krizí z poslední doby. K nejznámějším patří mexická krize z roku 1994 a brazilská krize z ledna 1999.

Mexická měnová krize

Podobně jako v jihovýchodní Asii, i v Mexiku bylo možno hledat zdroj finanční a měnové krize v bankovním systému. Mexické banky byly chráněny vládními garancemi a systémem rozsáhlého pojištění bankovních vkladů. Od roku 1988 udržovalo Mexiko stabilní měnový kurz v rámci kurzového pásma. Garance bankovních vkladů i udržování stabilního kurzu pesa uměle snižovalo rizika zahraničnímu kapitálu, který rychle proudil do Mexika a financoval mexický hospodářský růst v první polovině 90. let. Podobně jako v jihovýchodní Asii, i v Mexiku byla důvěra investorů založena do velké míry na iluzi v pevnost mexické měny a mexických bank.

V roce 1994 došlo v Mexiku k lokálním politickým nepokojům, které zažehly jiskru nedůvěry zahraničních investorů. Jejich předchozí důvěra v mexickou ekonomiku se přes noc změnila v panický útěk. Odliv zahraničního kapitálu ze země donutil mexickou centrální banku v prosinci 1994 devalvovat peso o 15 % a dva dny nato jej nechat volně „plavat". Peso pak během krátké doby znehodnotilo vůči americkému dolaru na polovinu své původní hodnoty. „Útěk" kapitálu z Mexika v krátké době vyvolal finanční a měnovou krizi a poté hospodářskou depresi.

Brazilská měnová krize

Jednou z posledních měnových krizí byla brazilská krize. Brazílie po dlouhou dobu udržovala stabilní kurz své měny. Ten byl hlavním nástrojem protiinflační politiky brazilské vlády. Brazílie byla totiž v osmdesátých letech sužována hyperinflací dosahující tisíce procent ročně.

V roce 1994 provedl nově zvolený president Cardosa měnovou reformu a vyhlásil inflaci boj, jehož hlavním nástrojem se měl stát pevný kurz brazilského reálu. Během několika let se inflace v Brazílii snížila z 3000 % na dvě procenta. Nízká inflace, stabilní kurz měny a vysoké úrokové míry přilákaly během krátké doby do Brazílie mnoho zahraničního kapitálu a země prožívala slibný hospodářský růst.

Ukázalo se však, že pevný kurz měny sám o sobě nestačí k tomu, aby udržel prosperitu brazilské ekonomiky a důvěru zahraničních investorů. Bazilské vládě se nepodařilo udržet „na uzdě" rostoucí vládní výdaje, deficit státního rozpočtu rychle narůstal a vláda se stále více zadlužovala. Bylo jen otázkou času, kdy investoři ztratí důvěru v brazilskou ekonomiku a měnu.

Signálem panického útěku investorů od brazilského reálu bylo prohlášení neschopnosti brazilského státu Minais Gerais splácet své dluhy vůči brazilské federální vládě. Investoři se vyděsili a začali se zbavovat brazilských aktiv a brazilské měny. Centrální banka byla nucena opustit pevný kurz reálu, který vzápětí začal rychle depreciovat. Začala měnová krize.

Měnové krize ukazují, že **udržování stabilního kurzu je v dnešním světě globalizovaných finančních a měnových trhů riskantní.** Je-li kurz volně pohyblivý, jeho výše je dána trhem a investoři věří, že kurz odráží nabídku a poptávku po měně. **Je-li však kurz intervencemi státu stabilizován na určité výši, je jen otázkou času, kdy investoři dojdou k názoru, že výše kurzu je umělá a neodpovídá skutečné tržní nabídce a poptávce po měně.** Pak stačí málo k podlomení důvěry investorů v měnu a výsledkem je měnová krize.

I když jsou příčiny měnových krizí hlubší, udržování stabilních kurzů je rizikovým faktorem, který může krizi prohloubit a změnit i mírný pokles v prudký pád.

SHRNUTÍ DODATKU

□ *Měnová krize* je náhlý a hluboký „pád" měny, způsobený „útěkem" investorů od této měny. Možnost měnových krizí je dána značnou liberalizací pohybu kapitálu ve světovém měřítku.

□ Měnové krize ukazují, že udržování stabilního kurzu je ve světě globalizovaných finančních a měnových trhů riskantní. Je-li kurz stabilizován na určité výši, mohou investoři dojít k názoru, že je měna uměle nadhodnocena.