

1. Kursová politika a kursové systémy

1.1. Základní východiska kursové politiky

Základním problémem kursové politiky na počátku procesu transformace je, jaký systém směnného kursu zvolit: vázaný, volně pohyblivý nebo jejich kombinaci? Volba vhodného kursového systému je mimořádně důležitá, protože směnný kurs přímo nebo nepřímo ovlivňuje podstatnou část ostatních cen v ekonomice a má vliv na výrobní, spotřební i investiční rozhodování ekonomických subjektů.¹ V obecné ekonomické teorii najdeme obháje volně pohyblivých směnných kursů mezi keynesiánci, kteří v jejich funkci vidí možnost změnit relativní ceny bez dopadu na nominální mzdy, ale také mezi monetaristy, kterým volně pohyblivý kurs umožňuje realizovat autonomní měnovou politiku k udržení kontroly nad měnovými agregáty.² Stejně tak najdeme zastánce fixních směnných kursů mezi ekonomy nové klasické ekonomie, kteří své stanovisko zakládají na teorii dokonale pružných cen a fixovaný směnný kurs potřebují v podobě měnové kotvy, ale také mezi intervencionisty, kteří v tomto systému spatřují vhodný stabilizační prvek.³ Rozhodně tedy neplatí pravidlo, že liberalizovaná tržní ekonomika je charakterizována volně pohyblivým směnným kursem, zatímco ekonomika založená na vysoké míře státního intervencionismu je typická také intervenováním směnného kursu národní měny.

Lze souhlasit s tím, že výchozí faktory determinant směnného kursu jsou zakotveny především ve výrobní oblasti. Právě zde se vytvářejí a prostřednictvím zhodnocovacích a produkčních vlastností kvantifikují hodnotové charakteristiky domácí měny, což vytváří základ mezinárodních směnných relací a komparací. Tržní momenty potom tyto relace modifikují. Z hlediska směnného kursu však ani tyto vazby nejsou vyčerpávající, neboť zde navíc vystupuje faktor míry použitelnosti domácí měny pro zboží procházející mezinárodním obchodem, cestovní ruch a kapitálové transfery. Krátkodobě působí na vývoj kursu především faktory doprovázející a motivující mezinárodní pohyb kapitálu, tedy především vývoj úrokového diferenciálu. V delším časovém období se začínají projevovat veličiny základní, především vývoj zahraničního obchodu a běžného účtu platební bilance. V dlouhém období je faktorem určujícím pohyb kursu vývoj cenových hladin v domácí a zahraniční ekonomice. A konečně v nejdelším období je možné jako hlavní faktor uvést systém, v němž se měnový kurs vyvíjí, tedy především jeho dlouhodobou fixaci či flexibilitu, případně formu mezinárodních kursových závazků.⁴

1.2. Klasifikace systémů směnného kursu

Směnnému kursu můžeme přiřadit dvě dimenze - kvantitativní a kvalitativní. Kvantitativní dimenzí máme na mysli hodnotu dané měny vyjádřenou v cizích měnových jednotkách - v praxi je toto vymezení označováno jako směnný či devizový kurs měny. Kvalitativní dimenzí rozumíme vlastní systém směnného kursu, tedy daný soubor pravidel podle nichž je kvantitativní vymezení realizováno. Obě tyto dimenze pak mají zcela zásadní význam pro národní hospodářství, jak v krátkodobém, tak v dlouhodobém měřítku. Každý

¹ srovnej např. [Jonáš, J. 1995] nebo [Williamson, J. 1983]

² srovnej [Dornbush, R. 1980] a [Pilbeam, K. 1994]

³ tamtéž

⁴ [Zahradník, P. 1997] s. 258

kursový systém působí jinak na makroekonomické ukazatele a jinak se jim přizpůsobuje. V různých kursových režimech budou jinak fungovat vyrovnávací procesy platební bilance, jinak bude probíhat mechanismus přizpůsobování vnitřních cen cenám zahraničním, jiná bude funkce a význam devizových rezerv, jiná bude koncepce měnové i fiskální politiky. Z národohospodářského hlediska je významná také souvislost mezi systémem směnného kursu a rozhodováním subjektů mikrosféry. V dalším textu se budeme zabývat klasifikací systémů směnných kursů jako nástrojů vnější hospodářské politiky a jejich národohospodářskými aspekty.

Pro zařazení do jednotlivých kategorií můžeme kursové systémy posuzovat z několika hledisek:

- z hlediska stupně konvertibility měny,
- podle toho, zda je vymežován ústřední kurs a jakým způsobem,
- jak probíhají změny tohoto kursu,
- zda dochází k intervencím centrální banky na devizovém trhu a jakým způsobem,
- zda a jak je stanoveno flukтуаční pásmo,
- a konečně zda je měna zařazena do regionálního kursového systému.

Na základě těchto kritérií vymezuje Mezinárodní měnový fond⁵ několik kategorií pro zařazení národních měn jednotlivých zemí, jak ukazuje příloha P.1.

⁵ IMF Yearbook 1998

1.2.1. Konvertibilita měny jako limitující faktor

Konvertibilita, tzn. stupeň směnitelnosti měny, je jedním z limitujících faktorů pro zařazení dané měny do adekvátního systému směnného kursu⁶. V podmínkách zlatého standardu byla směnitelnost spojována s právem konvertovat měnu do zlata přímo podle zlatého obsahu. Současný přístup spojuje směnitelnost s právem svobodně a bez omezení konvertovat měnu do jakékoli další měny za běžný směnný kurs. Volnou směnitelnost tak mohou využívat země, které mají zaveden jak flexibilní, tak fixní směnný kurs. Právě v souvislosti s rozlišením fixních a flexibilních směnných kursů bývá směnitelnost označována přívlastky měkký koncept nebo tvrdý koncept. Měkký koncept umožňuje směňovat měny za tržně determinovaný směnný kurs, zatímco tvrdý koncept umožňuje směnu za kurs fixní, vyhlášený. Zásadní rozdíl v obou koncepcích je v určení subjektu nesoucího devizové riziko; zatímco v podmínkách měkkého vymezení směnitelnosti nese riziko investor držící danou měnu, v podmínkách tvrdého vymezení směnitelnosti nese toto riziko centrální banka jako emitent měny a garant fixního směnného kursu.

Toto vymezení rizika je zvláště významné v období transformace ekonomiky, kdy rizika spojená s očekáváním a nejistotou budoucího vývoje jsou značná. Vezme-li na sebe toto riziko centrální banka, vytvoří tak první předpoklad pro příliv zahraničních investic, bez kterých je přechod na fungující tržní ekonomiku sotva možný. Naopak, zůstane-li toto riziko na investorech, bude příliv zahraničního kapitálu motivován pouze spekulálně; to se odrazí na nepředvídatelném chování investorů na devizovém trhu se sklonem k panikám. Nestabilita, způsobená primárně normálním fungováním devizového trhu za předpokladu volně pohyblivého kursu, by tak v tomto případě generovala destabilizační šoky, neboť vysoké riziko na straně investorů by způsobovalo neadekvátní destabilizační reakce. Z tohoto důvodu se zdá být pro první období transformace vhodnější systém vázaného kursu, který riziko přenáší na centrální banku a vede k hladšímu zavedení devizového trhu a k přílivu nezbytných dlouhodobých zahraničních investic.

Lze vymezit tři základní stupně směnitelnosti: (i) měny nesměnitelné, (ii) měny s vnitřní směnitelností a (iii) měny volně směnitelné, konvertibilní. Do těchto kategorií lze jednotlivé měny zařadit podle toho, zda a v jakém rozsahu jsou vytvořeny legislativní bariéry při provádění transakcí s nimi. Zatímco nesměnitelné měny nejsou obchodovány na devizových trzích a jejich cena, tzn. směnný kurs, tedy nemůže být tržní, měny směnitelné jsou obchodovány na devizových trzích a jejich cena je tedy tržní. Měny s vnitřní směnitelností jsou doprovázeny omezeními pohybů na finančním⁷ účtu platební bilance. Určitá omezení pohybů na finančním účtu jsou však znaky, které lze běžně nalézt v různé míře i u měn všeobecně považovaných za směnitelné. V režimu vnitřní směnitelnosti se mohou pohybovat měny používající různé systémy směnných kursů, u nichž není nutnou podmínkou tvorba ceny deviz na mezinárodním devizovém trhu (například volný floating by zřejmě s pouze omezenou směnitelností nemohl efektivně pracovat, naopak kursy zavěšené mohou fungovat i v režimu omezené směnitelnosti).

⁶ srovnej [Borensztein, E., Masson, P. R. 1993]

⁷ V souladu s metodikou MMF pro vykazování sald platební bilance z roku 1993 je v celé práci používán termín „finanční účet platební bilance“, i když po značnou část sledovaného období byl v českých statistikách používán termín „kapitálový účet“.

Volně směnitelná měna stimuluje ekonomické subjekty k jednání, jež odpovídá efektivní alokaci zdrojů. Mezinárodní kapitál se může volně pohybovat mezi zahraniční a domácí ekonomikou a umisťovat investice tam, kde jsou nejvýnosnější, tzn. kde jsou investované prostředky využity nejefektivněji. V zahraničním obchodě přispívá volná směnitelnost měny k jeho liberalizaci a umožňuje uplatnění komparativních výhod. Domácí ekonomika je vystavena účinné mezinárodní konkurenci na všech úrovních a to se může odrazit jak ve výkonnosti hospodářství, tak i v příznivém vývoji cenové hladiny. Volné toky zahraničního kapitálu mohou přispět k vyrovnanosti platební bilance, mohou ale také domácí ekonomiku destabilizovat. Toto nebezpečí bývá zřejmě hlavním argumentem, pokud se země uchyluje k omezení směnitelnosti své měny. Konvertibilní měna je také z povahy volné směnitelnosti náchylnější na náhlé a nepředvídatelné výkyvy kursu a stává se obětí spekulací. Na druhé straně právě volná směnitelnost dodává důvěryhodnost jak dané měně, tak celé ekonomice, což se pozitivně odrazí i v přílivu přímých zahraničních investic.

1.2.2. Způsob ukotvení ústředního kursu

U systémů směnných kursů, které instrumentálně neponechávají volnou tvorbu kvantitativní složky kursu (tedy jeho faktickou velikost) tržnímu mechanismu devizového trhu, je třeba stanovit ústřední kurs (resp. centrální paritu). Na tomto základě je pak postaven celý kursový systém a odtud se také odvíjí aplikovaná měnová politika. Významným faktorem je z tohoto hlediska způsob ukotvení ústředního kursu a následně stanovení jeho bazické úrovně. Ústřední kurs lze ukotvit několika zásadními způsoby:

- administrativním ukotvením,
- na základě zlatého obsahu měn,
- vazbou k jiné národní měně,
- vazbou na měnový koš.

1.2.2.1. Administrativní ukotvení

Administrativní vymezení ústředního kursu připadá v úvahu pouze u nesměnitelných měn, kdy z podstaty nesměnitelnosti, tzn. neobchodovatelnosti, národní měny, není možné jinak odvodit cenu devizy. Nesměnitelné měny nejsou obchodovány na devizových trzích a jejich cena, tzn. směnný kurs, tedy nemůže být tržní. Administrativní vymezování směnných kursů je průvodním znakem centrálně plánovaných ekonomik, kdy cena devizy byla stanovována často na základě politického rozhodnutí, bez ohledu na rovnováhu mezi devizovou nabídkou a poptávkou a často i bez ohledu na stav platební bilance a potřeby rozvoje národního hospodářství. Typickým průvodním jevem nesměnitelných měn s administrativně stanovenou cenou devizy je kursová pluralita, existence černého devizového trhu a neoficiálních kursů, devizová nedostatkovost a celková deformace zahraničních hospodářských vztahů. Tyto charakteristické důsledky dolehly v různé míře na všechny centrálně plánované ekonomiky a jejich náprava byla jedním z cílů hospodářské transformace.

1.2.2.2. Zlatý obsah

Vymezení centrální parity na základě zlatého obsahu měn ztratilo své uplatnění v souvislosti s procesem demonetizace zlata po rozpadu Bretton-Woodského systému. V období

zlatého standardu, při neomezené směnitelnosti měn do zlata, byl tento způsob vymezení nejjednodušší a také prakticky jediný možný. Zlatá centrální parita byla automaticky ústřední kursovou úrovní kolem níž aktuální směnný kurs osciloval mezi horním a dolním zlatým bodem. I když i někteří moderní ekonomové vyzdvihují přednosti zlatého standardu a diskutují možnosti jeho opětovného uplatnění, v současné době statut MMF svým členským zemím neumožňuje denominovat svoje měny zlatem a proto tuto možnost nebudeme dále uvažovat. Ve svém důsledku však jsou podobné principy jako u zlatého standardu obsaženy v kursovém systému postaveném na principu měnové rady⁸. Pro tranzitivní země by z tohoto systému plynuly výhody zejména v podobě devizové dostatečnosti a vysoké důvěryhodnosti v cenovou stabilitu a dále relativně nízkých nároků na odbornost a zkušenost centrálních autorit.

1.2.2.3. Vazba na zahraniční měnu

Snaha po stabilizaci vnějších ekonomických vztahů prostřednictvím stabilního směnného kursu vedla k vytvoření systému založeného na vazbě domácí měny na měnu cizí, na devizu. Tento systém našel uplatnění zejména jako alternativa k volně pohyblivému směnnému kursu po pádu Bretton-Woodsu. Základní ideou tohoto systému je stabilizovat měnu malé slabé ekonomiky pomocí měny ekonomiky silné. V tržních ekonomikách s konvertibilní měnou se zejména nabízí možnost vázat kurs na měnu země s nízkou mírou inflace. V podmínkách liberalizovaných kapitálových toků musí potom měnová politika následovat měnovou politiku země, na níž je měna vázána. Na rozdíly v měnové politice obou zemí by kapitálové toky rychle reagovaly a projevil by se v nerovnováze platební bilance.

Tento systém nebývá vždy považován za vhodný pro slabé, rozvíjející se ekonomiky nebo pro ekonomiky se silnými státními zásahy především proto, že měnová politika takové země by nemohla být sevřena vazbou na měnovou politiku některé rozvinuté tržní ekonomiky. V rozvojových zemích, které tento systém přesto aplikují⁹, je to dáno především nemožností zajistit efektivní fungování vnitřního měnového prostředí a faktickou rezignací na aktivní měnovou politiku. Přínosem pro stabilitu vnitřní ekonomiky může být tento systém v případě vazby na měnu dominantního obchodního partnera, zejména jedná-li se o silnou ekonomiku v celosvětovém nebo regionálním měřítku¹⁰.

1.2.2.4. Metoda měnového koše

Metoda vymezení základní parity pomocí měnového koše je v teorii směnného kursu relativně nová. Jejím základním posláním je eliminovat destabilizační výkyvy, které mohou směnný kurs výrazně ovlivňovat v případě vazby na jedinou měnu. K vytvoření měnového koše lze použít různé teoretické přístupy a sestavit měnový koš na míru dlouhodobým cílům hospodářské politiky. Obecně popisuje měnový koš vztah:

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

⁸ srovnej [Borensztein, E., Masson, P. R. 1993]

⁹ např. blok afrických frankofoních zemí vážících národní měny k francouzskému franku nebo „banánové republiky“ vážící měnu k americkému dolaru.

¹⁰ např. Bhútán vazbou na indickou rupii, Svazijsko s vazbou na jihoafrický rand nebo i bývalá Jugoslávie s vazbou na německou marku. viz. příloha P.1.

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. Je-li měna vázána na měnový koš, znamená to, že je vázána k několika měnám prostřednictvím směnných kursů v určitých proporcích. Měnový koš je tak konstruován jako vážený nebo geometrický průměr, který zachycuje proporcionalní změny a vlivy jednotlivých měn obsažených v koši na domácí měnu samotnou. Změna v hodnotě měnového koše se měří jeho indexem $I(t, v)$, který je v případě váženého průměru definován jako:

$$I(t, v) = \sum_{j=1}^n v_j \cdot (DK_j^t / BK_j)$$

kde v_j je váha určité cizí měny, přičemž platí $\sum v_j = 1$; dále DK_j^t je směnný kurs domácí měny k zahraniční měně j v čase t a BK_j je bazický směnný kurs domácí měny k zahraniční měně j v čase 0. Aby se směnný kurs domácí měny vázané na měnový koš držel jako stabilní, je nutné jej fixovat na index měnového koše¹¹. V tomto případě se index nesmí odchylovat od hodnoty $I(t, v) = 1$. V případě méně rigidního systému je povolena větší či menší odchylka v rámci předem dané tolerance. Tato tolerance je definována fluktuálním (oscilačním) pásmem, v jehož mezích se smí hodnota indexu pohybovat. Podle zvolené metodiky lze rozlišit čtyři zásadní typy měnového koše.

1.2.2.5. Standardní měnový koš

Za standardní měnový koš je považována jednotka SDR (Special Drawing Rights - Zvláštní práva čerpání). Koš pro SDR je v současné době sestaven z pěti měn nejvyspělejších zemí světa; jejich podílové zastoupení bylo stanoveno na základě více kritérií (podíl na světovém zahraničním obchodě, podíl na devizových rezervách v držení ostatních zemí, hospodářskopolitický význam dané země) a tento podíl bývá stanovován s platností na pět let.¹² Kurs SDR je stanovován podle váhového zastoupení. Využití SDR ve světové finanční soustavě zdaleka nedosáhlo úrovně předpokládané při jejím vytvoření a také význam SDR jako standardního měnového koše je omezený¹³. Přehled národních měn ukotvených k SDR uvádí příloha P.1. Ostatní měnové koše sestavené na základě jiné metodiky jsou označovány jako nestandardní.

1.2.2.6. Měnový koš regionálního měnového systému

Měnový koš může být konstruován pro potřeby specifického mezinárodního systému, v rámci něhož jsou zvláštním způsobem upraveny kursové vazby měn zúčastněných států. V postbrettonwoodské době existoval jediný měnový koš vytvořený na bázi regionální měnové spolupráce - ECU (European Currency Unit). ECU byla vytvořena v roce 1979 jako základ Evropského měnového systému (EMS). Měnový koš ECU obsahoval všech 12 národních měn členských zemí Evropských společenství, jejichž váhové zastoupení bylo odvozeno od ekonomického postavení daných zemí v rámci Společenství. Váhy jednotlivých měn byly

¹¹ srovnej např. [Kočenda, E. 1998]

¹² podrobně [Kvizda, M. 1998] ss. 106-110

¹³ SDR se uplatňuje zejména jako rezervní měna a v úvěrovém mechanismu MMF

revidovány v pravidelných pětiletých intervalech. Přestože prošel EMS v posledních letech několika vážnými krizemi, zůstávala ECU pevným základem jeho struktury.¹⁴

ECU měla jako měnový koš přísně regionální charakter a byla používána pouze v rámci Evropské unie, nelze ji proto označit jako standardní koš. Vzhledem ke specifické konstrukci ECU, kdy zúčastněné měny systému byly k tomuto koši vázané a zároveň jej samy tvořily, bylo by použití ECU jako měnového koše pro nezúčastněné země komplikované. Třetí země své měny vázaly přímo k jednotlivým měnám členských zemí Evropské unie nebo ke košům z nich vytvořených. Po zahájení činnosti Evropské měnové a hospodářské unie počátkem roku 1999 vznikla v podstatě z ECU nová měnová jednotka euro. Vzhledem ke své očekávané stabilitě a kredibilitě Evropské centrální banky by euro mohlo efektivně plnit úlohu silné měny, na kterou je možno ukotvit domácí měnu. V tomto případě už se však samozřejmě nejedná o měnový koš.

1.2.2.7. Individuální měnový koš sestavený na základě běžného účtu platební bilance

Celá řada zemí používá k vymezení kursu své měny vlastní individuální měnový koš (viz. příloha P.1.). Obvyklým kritériem pro výběr měn, jež se mají stát součástí koše, je jejich podíl na zahraniční obchodní výměně dané země, tj. měn, v nichž jsou oceňovány položky běžného účtu platební bilance. Je zřejmé, že platby za importy stejně jako inkasa za exporty, budou uskutečňovány převážně v kvalitních konvertibilních měnách. Tyto měny je potom vhodné využít pro konstrukci koše. Měnový koš sestavený podle této metodiky má předpoklady dlouhodobě harmonizovat a stabilizovat zahraniční obchod země a může se stát i klíčovým faktorem dlouhodobé vyrovnanosti běžného účtu platební bilance.

1.2.2.8. Individuální měnový koš sestavený na základě portfolia světových měn

Tento systém je v současné době zřejmě považován za nejprogresivnější. Logicky vychází z předpokladu, že rozhodující část mezinárodních plateb a finančních toků se uskutečňuje prostřednictvím několika světových obchodních měn (zejména americký dolar, japonský jen a německá marka, kterou od ledna 1999 vystřídal euro a stalo se favoritem světových devizových rezerv¹⁵). Je-li pak měnový koš sestaven z takových měn ve vzájemném pevném poměru, může být nezměněn používán po dlouhou dobu bez ohledu na vývoj domácí ekonomiky. Jeho změnu by mohly vyvolat jen změněné vnější podmínky, např. výrazné dlouhodobé rozkolísání košové měny nebo její extrémní znehodnocení či zhodnocení apod., což je však s ohledem na charakter košových měn málo pravděpodobné. Nespornou výhodou tohoto systému je, že košové měny lze vybrat tak, aby se jejich vzájemné zhodnocování a znehodnocování na světovém finančním trhu pohybovalo protisměrně, např. americký dolar a německá marka. Ústřední kurs měny vázané na takto sestavený koš vykazuje dlouhodobou stabilitu, což se ukazuje jako vhodný stabilizační prvek například pro tranzitivní ekonomiky.

¹⁴ podrobně tamtéž ss. 189-210

¹⁵ Veškeré devizové rezervy centrálních bank (např. i České národní banky) znějící na měny zemí Eurolandu byly převedeny na euro; o převedení podstatné části svých ohromných devizových rezerv na euro uvažuje Čína apod.

1.2.3. Změny ústředního kursu a intervence centrální banky

Režim, podle kterého dochází ke změně vymezeného ústředního kursu je významný z mikroekonomického, stejně jako z makroekonomického hlediska. V prvním případě souvisí s mírou očekávaného kursového rizika, ve druhém případě souvisí se stabilizační úlohou kursu.

Z časového hlediska můžeme rozlišovat změny, k nimž dochází pravidelně nebo nepravidelně, a v jakých časových intervalech. V rámci bretton-woodského systému prováděly členské země změny centrální parity podle dohody, která stanovila, že ke změně parity může dojít, pokud nastane stav základní nerovnováhy¹⁶. Toto opatření bylo sice systémové, ale nikoli pravidelné. Z hlediska systémového můžeme rozlišovat, zda ke změně ústředního kursu dochází plynule nebo skokově. Prakticky veškeré změny v současném světovém kursovém uspořádání probíhají skokově. K modifikovaným plynulejším změnám ústředních kursů docházelo v rámci Evropského měnového systému, kde se v podstatě každodenně měnil kursový poměr ke koši - ECU. Mimo tento mechanismus však docházelo nepravidelně ke skokovým devalvacím, resp. revalvacím¹⁷.

Intervence CEB jsou jedním ze základních kritérií pro posouzení systému dané měny. Směnný kurs se může zcela neomezeně pohybovat a jeho velikost být tvořena výhradně na základě nabídky a poptávky jako tržní cena devizy. V takovém případě centrální banka kursu přímo neintervenuje; je však zřejmé, že vývoj na devizovém trhu reflektuje počínání CEB a tak vývoj kursu bude vždy odrazem měnové politiky CEB, i když v jejím zájmu budou jiná kritéria. Pokud není v hospodářském zájmu ponechat kurs tržnímu vývoji, zasahuje CEB prostřednictvím intervencí. Intervence lze rozlišit na obligatorní (povinné) a fakultativní (příležitostné). Obligatorní intervence je nucena CEB používat, pokud to vyplývá z mezinárodních závazků (tzn. pokud je země členem regionálního systému směnných kursů jako je EMS) nebo pokud uplatňuje některý ze systémů vázaného směnného kursu, jehož základem je kursová stabilita. Fakultativní intervence uplatňuje CEB nepravidelně a do jisté míry i neočekávaně v případě, že se rozhodne zabránit kursovému výkyvu, aniž by byla členem regionálního systému nebo udržovala systematicky stabilní kurs.

Z hlediska vnitřní rovnováhy je důležité, zda centrální banka intervenuje směnný kurs přímo a nebo nepřímo. Přímá intervence znamená nákup nebo prodej devizy za domácí měnu. Tato intervence má přímý dopad na peněžní zásobu v národní ekonomice a její nežádoucí změnu musí CEB vyrovnávat protisměrným opatřením (např. operacemi na volném trhu). Nepřímá intervence znamená nákup nebo prodej devizy za zlato, SDR, apod. a nemá tak vliv na změnu peněžní zásoby. Mimo nadnárodní kursový systém (jako byl EMS) je však nepřímá intervence prakticky těžko aplikovatelná.

¹⁶ Stav základní nerovnováhy znamenal jinak než změnou kursu neodstranitelnou nerovnováhu v platební bilanci země. To je situace typická právě pro země na počátku hospodářské transformace, kdy směnné kursy neodpovídají nové realitě postupně liberalizovaných zahraničních ekonomických vazeb a pokud by byly zachovány, způsobily by popsání stavu základní nerovnováhy.

¹⁷ Např. v roce 1992, kdy došlo k devalvaci franku, k vystoupení libry ze systému a také k rozšíření oscilačního pásma většiny měn na $\pm 15\%$.

Pokud centrální banka využívá systém fixního kursu s pásmem fluktuační, je významný způsob, jak přistupuje k chování kursu uvnitř pásma. I v tomto případě můžeme rozlišit (i) aktivní přístup založený na tom, že CEB intervenuje kurs i uvnitř pásma, a (ii) přístup pasivní, kdy se intervence omezují pouze na situace, kdy aktuální kurs dosáhne mezní hodnoty na hranici pásma¹⁸.

Pokud centrální banka přijme politiku aktivních intervencí v rámci pásma, můžeme algoritmus intervencí postavit na dvou teoretických východiscích:

- na principu náhodných zásahů¹⁹. V tomto případě CEB intervenuje směrem ke zhodnocení nebo znehodnocení kursu (ovšem pouze v rámci vymezeného pásma) na základě náhodného výběru. V některých případech půjde intervence ve směru momentálního pohybu kursu, někdy půjde proti tomuto pohybu, aniž by tento směr banka plánovala. Systém kdy CEB intervenuje někdy „po větru, někdy proti větru“²⁰ vnáší do systému vázaného kursu znáhodňující prvky typické pro chování volně pohyblivých kursů a umožňují tak lepší fungování celého systému, protože fakticky podporují uvnitř pásma tržní vývoj kursu.²¹
- na principu vývoje poptávky a nabídky deviz. Tento systém znamená, že centrální banka sleduje vývoj na devizovém trhu a v rámci predikce dalšího vývoje zasahuje směrem ke zhodnocení nebo znehodnocení kursu ještě před dosažením mezní hodnoty. Není zde tedy obsažena náhodná složka.

Aktivní kursová politika uvnitř pásma fluktuační však předpokládá, že celé pásmo není zpochybněno vývojem fundamentálních makroekonomických veličin; tzn. zejména (i) saldo běžného účtu, jako základní dlouhodobý determinant směnného kursu, ani (ii) stav devizových rezerv, jako základní předpoklad pro kredibilitu kursové politiky centrální banky, nebudou vytvářet expektace neudržitelného zhodnocení nebo znehodnocení měny.²² Proti přesvědčení finančních trhů o neudržitelnosti vymezeného pásma by se kursová politika nemohla svými aktivními intervencemi prosadit.

1.2.4. Stanovení pásma fluktuační

S obligatorními intervencemi CEB také úzce souvisí vymezení fluktuačního pásma. Kurs může zcela volně reagovat na tržní faktory, jež určí jeho rovnovážnou úroveň, ale jeho volnost je omezena, spoutána vymezením fluktuačního pásma. V určitém fluktuačním pásmu se pohybovaly měnové kursy i v podmínkách zlatého standardu. Hranice fluktuačních pásem byly dány přirozeně v souvislosti s volnou směnitelností měn do zlata a zároveň volným pohybem zlata samotného. Pokud bylo v daném momentě výhodnější platit zahraniční závazky zlatem, než nakupovat na devizovém trhu příslušnou devizu za znehodnocující se kurs, zastavil se růst poptávky po nich a kurs se stabilizoval na úrovni horního zlatého bodu. Obdobně se ustavil dolní zlatý bod, pokud příliš vysoká nabídka deviz a tedy znehodnocující se kurs měny stimuloval zahraniční dlužníky k platbám ve zlatě.

¹⁸ Tento způsob bývá běžně označován jako funkce hlídání pásma.

¹⁹ v anglické literatuře používaný termín „random walk“

²⁰ viz. [Čihák, M. 1997b]

²¹ srovnej [Dědek O., Derviz, A. 1996] ss. 34 a n.

²² blíže [Andersen, T. M., Risager, O. 1991]

V současné době se používají uměle vytvořená flukтуаční pásma pro dosažení stabilního kursu jednotlivých zemí nebo v rámci regionálního měnového systému jako doplněk systému fixního směnného kursu. V rámci pevných kursů bretton-woodského systému bylo zavedeno oscilační pásmo $\pm 1\%$, což se však později ukázalo jako příliš úzké a vedlo k dlouhodobým nerovnováhám platebních bilancí. Na systému oscilačních pásem byl také založen kursový mechanismus Evropského měnového systému a počítá se s ním v ERM II.

Moderní teoretikové se v současné době přiklánějí v případě fixního kursového systému k variantám operujícím s více či méně širokým flukтуаčním pásmem. Přestože bývá běžně argumentováno, že tento systém plně kombinuje výhody kursu volně pohyblivého a pevně fixovaného bez fluktuace a stojí tak někde uprostřed mezi nimi, není to úplně pravda. Pokud vyloučíme případy s absurdně širokými pásmy fluktuace v dlouhém období, bude vždy nějakým způsobem vázaný kurs působit na ekonomiku podobně jako kurs pevně fixovaný a naprosto odlišně od volně pohyblivého kursu.²³ Bude-li mít flukтуаční pásmo kredibilitu, kterou lze předpokládat, bude velmi silně působit na aktuální směnný kurs a fixovat jej, protože bude značně posilovat zpětné vazby. Pokud se tržní kurs přiblíží horní hranici flukтуаčního pásma, trh bude předpokládat mnohem větší pravděpodobnost poklesu směrem k ústřednímu kursu, než pokračování vzestupu, a trhy se přizpůsobí podle očekávání poklesu kursu. Naopak, přiblíží-li se tržní kurs k dolní hranici flukтуаčního pásma, předpokládaná pravděpodobnost jeho návratu k ústřednímu kursu způsobí očekávání jeho pozitivní změny. Výsledkem by tak měla být poměrně silná stabilizace kursu. Základní podmínkou ovšem v tomto případě je, aby centrální banka nepodléhala požadavkům na změnu centrální parity vyvolané krátkodobými vlivy. Problémem je, že stanovené flukтуаční pásmo v sobě může skrývat snahu po udržení chybně nastaveného ústředního kursu nebo se stát terčem spekulativního útoku. Pokles kredibility vlády (neschopnost čelit deficitu platební bilance, inflaci; nesystémová opatření, extrémní intervencionismus apod.) se velmi rychle projeví vzestupem kursu k devalvační hranici flukтуаčního pásma v důsledku prudké změny očekávání.

Pružnost kursu v rámci oscilačního pásma záleží na velikosti vymezení tohoto pásma a také na tom, zda jsou hranice pásma stanoveny měkce nebo tvrdě. Při tvrdém vymezení hranic oscilačního pásma zasahuje CEB vždy, pokud aktuální kurs dosáhne mezní hodnoty. Intervenční mechanismus centrální banky bývá založen na interně stanovených mezních hodnotách kursu - intervenčních bodech, při jejichž dosažení začíná banka intervenovat ještě před dosažením hranice pásma.²⁴ Na tuto skutečnost také často spekulují devizoví spekulanti, neboť kursově riziko je tímto způsobem přesně ohraničeno. Při měkkém vymezení pásma oscilace CEB nemusí kauzálně zasáhnout ani při překročení dané meze a do kursového vývoje tak vnáší větší míru rizika a nejistoty.²⁵ Smyslem měkce vymezeného oscilačního pásma je omezit aktivitu spekulantů, ale na druhé straně vnést určitou jistotu do dlouhodobých investic a do zahraničněobchodních vztahů.

Rozsah (šíře) oscilačního pásma je důležitým faktorem ovlivňujícím nutnost držby určitého objemu devizových rezerv. Čím úžeji je oscilační pásmo vymezeno, tím větší objem

²³ srovnej např. [Pilbeam, K. 1994]

²⁴ Systémově propracovaný algoritmus intervenční politiky fungoval v rámci ERM. podrobně viz. [Kvizda, M. 1998] s. 195-98

²⁵ Záleží na podmínkách v dané ekonomice, zda je preferována stabilita kursu nebo je třeba eliminovat destabilizující účinky spekulativních kapitálových pohybů.

devizových rezerv je třeba, aby CEB držela v pohotovosti pro intervence kursu a tím také častěji k intervencím zřejmě bude docházet. Pokud je oscilační pásmo vymezeno příliš široce, ztrácí z krátkodobého hlediska svůj význam.

Problém úzkého fluktuačního pásma s vysokými nároky na objem devizových rezerv lze řešit v počátcích hospodářské transformace v součinnosti s mezinárodními měnovými institucemi. Mezinárodní měnový fond pro tyto případy poskytuje překlenovací úvěry, které kromě zajištění dostatku deviz pro pokrytí platebně-bilančních operací může sloužit i pro pokrytí intervencí centrální banky nutných pro fungování systému fixního kursu. Tím je tranzitivním zemím, pro něž je jinak zejména v počáteční fázi transformace nedostatek devizových prostředků typickým jevem, umožněno zavedení fixního kursu i z technického hlediska (viz. tabulka 3.1.).

Význam a princip fungování fluktuačního pásma můžeme posoudit z různých hledisek:²⁶

- z hlediska technicko-operačního lze chápat fluktuační pásmo jako nástroj standardního mechanismu intervencí centrální banky. Z tohoto úhlu pohledu jde o prostředek k dosažení stanoveného cíle.
- z hlediska hospodářskopolitického je možné pohlížet na fluktuační pásmo, resp. na celý systém pevného kursu s fluktuačním pásmem, jako na formu hospodářské politiky. V širším kontextu je vymezení fluktuačního pásma a udržování aktuálního směnného kursu v jeho mezích národohospodářským cílem.

²⁶ srovnej [Dědek, O., Derviz, A. 1996] s. 25