

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

**DEVIZOVÉ INTERVENCE JAKO NÁSTROJ MĚNOVÉ
POLITIKY CENTRÁLNÍ BANKY**

**FOREIGN EXCHANGE INTERVENTIONS AS A MONETARY
TOOL OF CENTRAL BANK**

DP-PE-KFÚ-2006 19

JAN KUBÁT

Vedoucí práce: Ing. Markéta Dubová, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

Konzultant: Ing. Aleš Kocourek

Katedra ekonomie

Počet stran 73

Počet příloh 3

Datum odevzdání 13. květen 2006

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

Datum 13. květen 2006

Podpis

Poděkování

Rád bych tímto vyjádřil své poděkování těm, bez jejichž pomoci by tato práce nemohla vzniknout. V první řadě děkuji paní Ing. Markétě Dubové, Ph.D. za její podnětné rady, komentáře a odbornou pomoc, které mi umožnily práci vytvořit. Dále bych rád poděkoval svým blízkým, Janě Dvořákové a své rodině, za jejich podporu a pomoc v průběhu dlouhé cesty na jejímž konci je tato diplomová práce.

Resumé

Cílem diplomové práce je přispět k diskusi ohledně otázky efektivity devizových intervencí jako nástroje centrální banky. První část pojednává o devizovém kurzu z různých hledisek a je východiskem pro hlubší pochopení problematiky. Teoretický úvod a klasifikace devizových intervencí, které jsou obsaženy v druhé části, slouží jako základ pro analýzu efektivity intervencí. Rozdělení intervencí dokreslují reálné příklady. V následující části je popsána transformace systému devizového kurzu od fixního k flexibilnímu v průběhu let devadesátých. Výsledkem zkoumání závěrečné části je, že devizové intervence byly v českém prostředí částečně efektivní, avšak není možno identifikovat strategii, která by zajišťovala, že intervence přinese očekávané výsledky.

Summary

The aim of the diploma thesis is to contribute to a discussion concerning effectiveness of foreign exchange interventions serving as a monetary tool for the central bank. The initial section deals with exchange rate from various points of view and it constitutes a basis for further understanding of the subject. The theoretical introduction and classification of interventions, contained in the second section, offers a foundation for an analysis of the interventions' effectiveness. Classification is accompanied by exemplifications. A transformation of exchange rate system from the peg system to the current flexible system during the nineties is described in following part. A conclusion of final section is that foreign exchange interventions were in Czech experience partially effective. Nonetheless, it is not possible to identify a strategy, which would assure that the intervention brings the planned results.

Klíčová slova
Keywords

Devizové intervence

Foreign exchange interventions

Devizový kurz

Exchange rate

Efektivita devizových intervencí

Effectivity of foreign exchange interventions

Vývoj systému devizového kurzu české koruny

Development of Czech crown exchange rate system

Obsah

1	Devizový kurz jako ekonomická veličina	14
1.1	Jednotlivé teorie devizového kurzu	14
1.1.1	Zákon jedné ceny	15
1.1.2	Absolutní forma teorie parity kupní síly	16
1.1.3	Relativní forma teorie parity kupní síly	18
1.1.4	Platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení	21
1.1.5	Monetární přístup ke kurzu a nový pohled na vliv úrokových měr a reálného důchodu	21
1.1.6	Přístup založený na teorii portfolia a význam rizikové prémie	24
1.1.7	Úloha očekávání, dlouhodobé a krátkodobé determinanty kurzu	25
1.1.8	Shrnutí úvodu teorií devizového kurzu	25
1.2	Platebně bilanční přístup ke kurzu	26
1.3	Devizový kurz	27
1.4	Odvození křivky devizové poptávky a nabídky	28
1.5	Faktory ovlivňující devizový trh	31
1.6	Oscilace devizového kurzu	31
2	Teoretický úvod do problematiky devizových intervencí	33
2.1	Intervence jako nástroj měnové politiky centrálních bank	33
2.2	Klasifikace devizových intervencí	34
2.2.1	Časová působnost a pravidelnost	35
2.2.2	Vliv na devizový trh	36
2.2.3	Vliv na peněžní zásobu	37
2.2.4	Systém devizového kurzu	38
2.2.5	Provázanost intervenční politiky	39
2.2.6	Komunikace s veřejností a médii	40
2.2.7	Působnost vůči trendu vývoje devizového kurzu	41
2.2.8	Shrnutí klasifikace devizových intervencí	42
3	Vývoj systému devizového kurzu koruny	43
3.1	Teorie systému devizového kurzu a jeho klasifikace	43
3.2	Vývoj systému devizového kurzu v České republice	45
3.2.1	Období let 1989-1995	46
3.2.2	Období let 1995-1997	49

3.2.3	Období od roku 1997.....	50
3.2.4	Shnutí vývoje systému devizového kurzu.....	52
3.3	Současná situace devizového kurzu české koruny	53
4	Efektivita devizových intervencí prováděných v České republice.....	56
4.1	Obecný úvod do hodnocení efektivity devizových intervencí	56
4.2	Devizové intervence prováděné v ČR.....	59
4.2.1	Význam úrokové sazby	61
4.2.2	Transparentnost devizových intervencí v ČR.....	61
4.2.3	Sterilizační náklady	63
4.3	Efektivita devizových intervencí v ČR.....	64
4.4	Shnutí zkoumání efektivity devizových intervencí.....	67
5	Závěr.....	68

Seznam zkratek a symbolů

aj.	a jiné	
angl.	anglicky	
apod.	a podobně	
atd.	a tak dále	
ATS	Rakouský šilink	
CB	centrální banka	
CZK	Koruna česká	
ČNB	Česká národní banka	
ČR	Česká republika	
ČSSR	Československá Socialistická republika	
DEM	Německá marka	
ECU	"European Currency Unit" - evropská měnová jednotka	
EMS	"European Monetary System" - Evropský peněžní systém	
ER	"exchange rate" - devizový kurz	
ERM	"Exchange Rate Mechanism" - mechanismus měnového kurzu	
EU	Evropská unie	
EUR	Euro	
FED	"Federal Reserve System" - centrální banka USA	
FRF	Francouzský frank	
GBP	Britská libra	
HDP	hrubý domácí produkt	
CHF	Švýcarský frank	
IR	"interest rate" - úroková sazba	
JPY	Japonský yen	
Kč	Koruna česká	
Kčs	Koruna československá	
mil.	milión(ů)	
mld.	miliard(a)	
MMF	Mezinárodní měnový fond	
např.	například	
odd.	oddíl	
PZI	přímé zahraniční investice	
resp.	respektive	
SBČS	Státní banka Československá	
SDR	"Special Drawing Rights" - speciální práva čerpání	
SPB	saldo platební bilance	
tj.	tj.	
tzv.	tak zvané	
USA	Spojené Státy Americké	
USD	Americký dolar	

Úvod

Uplynulo něco málo přes 16 let od zlomového roku 1989, kdy se nejen v České republice, ale v celé východní Evropě radikálně změnil politický i ekonomický systém. Přechod od socialistického zřízení charakteristického centrálním plánováním k současnému stavu malé otevřené demokratické republiky nebyl ani plynulý, ani jednoduchý. Významným prvkem ekonomické transformace byla a je změna a vývoj systému devizového kurzu. Jestliže hlavním cílem České národní banky je snaha o dosažení a udržení cenové stability, pak bylo přirozeně potřeba v průběhu vývoje systému devizového kurzu činit opatření na dosažení tohoto úkolu. Důležitým prostředkem pro centrální banku v oblasti ovlivňování úrovně devizového kurzu jsou devizové intervence. Cílem diplomové práce je posoudit funkci a efektivitu devizových intervencí v konkrétním případě České republiky.

Problematika devizových intervencí není oblastí novou, byť v České republice nabyla na významu právě až v transformačním období. Ekonomové se tímto tématem zabývají podrobněji už od 70. let 20. století. Dosud však nebyla uspokojivě zodpovězena otázka, zda jsou devizové intervence v ovlivňování měnového kurzu efektivní a pokud ano, do jaké míry. Zkoumání devizových intervencí je přirozeně spjata s devizovým kurzem a devizovým trhem. Jedná se o provázané oblasti, jelikož existují různé systémy devizových kurzů a stejně tak rozlišujeme různé formy devizových intervencí.

Na tomto základě je diplomová práce rozdělena do čtyř celků, které se zaměřují na oblasti nutné pro provedení analýzy efektivnosti devizových intervencí prováděných Českou národní bankou. První dvě části mapují teoretické předpoklady tématu, a podávají informace nutné pro realizaci třetí a čtvrté části. Poslední dvě kapitoly jsou zaměřeny prakticky a vycházejí ze skutečné situace České republiky 90. let 20. a počátku 21. století.

Záměrem první části je vysvětlení existence devizového kurzu z různých hledisek. Stejně tak, jako jsou součástí prvního oddílu různé teorie a přístupy vysvětlující determinaci devizového kurzu, je potřeba také rozebrat samotný pojem „devizový kurz“, jako významnou ekonomickou veličinu, jeho vznik jako střetávání nabídky deviz s jejich poptávkou spolu s faktory, které mají vliv na úroveň devizového kurzu.

Další část by se měla zaměřit na provedení teoretického úvodu do oblasti devizových intervencí. Díky tomu, že se této otázce ekonomové již delší dobu věnují, je možné

provést klasifikaci devizových intervencí podle řady hledisek. Jednotlivé formy je vhodné doplnit praktickými příklady tak, aby bylo zřejmé jak se od sebe odlišují. Tato část je důležitá pro hlavní cíl diplomové práce, vyhodnocení efektivity devizových intervencí, jelikož funguje jako teoretický základ této analýzy.

Cílem třetí a čtvrté části je provést zhodnocení reálného vývoje těchto dvou ekonomických veličin – devizového kurzu a devizových intervencí – v České republice. **Poskytnout stručný rozbor vývoje devizového systému v průběhu transformačního období je smyslem třetí části.** Fixní systém devizového kurzu přešel postupně přes systém měny vázané na měnový koš, systém s oscilačním pásmem až k řízenému floatingu a nakonec k volnému floatingu, kdy Česká národní banka není vázána provádět korekce vývoje devizového kurzu. Budoucí vývoj systému není sice jistý, ale existence hlavních možností je zřejmá a tyto alternativy jsou také popsány. Součástí této části je i úvaha ohledně současné úrovně devizového kurzu koruny.

Poslední část diplomové práce obsahuje vyhodnocení efektivity devizových intervencí na základě minulých zkušeností České národní banky. Smyslem nebylo ekonometricky analyzovat veškeré dostupné údaje, jelikož to by přesahovalo rozsah této práce. **Cílem je dát odpověď na otázku, zda intervence prováděné v České republice měly smysl a byly efektivní.** Prostředkem pro tento závěr by měly posloužit údaje o objemu, trvání a směru intervencí spolu s vývojem měnového kurzu v daných obdobích. Důležitým aspektem je také komunikační otevřenost centrální banky spolu s tím jak intervence a monetární politiku vnímá devizový trh.

V závěru třetí a čtvrté části diplomové práce jsou shrnuty nejdůležitější závěry a vyvozena doporučení, týkající se měnového kurzu a devizových intervencí.

1 Devizový kurz jako ekonomická veličina

1.1 Jednotlivé teorie devizového kurzu

Teorií, které se snaží vysvětlit podstatu devizového kurzu je celá řada. Ekonomické zdroje uvádějí širokou škálu definic či teorií, které se pokoušejí určit jaká úroveň devizového kurzu by měla být přítomna na devizovém trhu. V důsledku neustálého vývoje měnových, ekonomických i politických podmínek, ve kterých se utváří a funguje devizový kurz, se mění intenzita působení objektivních a subjektivních faktorů, které v konkrétním čase a na konkrétním místě působí na devizový kurz. Tato dynamičnost a proměnlivost dala vzniknout celé řadě teorií devizového kurzu. Jednotlivé teorie jsou pochopitelně ovlivněny různými vlivy (např. hospodářskými, politickými apod.), a zároveň dobou kdy vznikaly.

Jedním z historicky prvních principů, kterým ekonomové vysvětlovali úroveň devizového kurzu, byla teorie absolutní parity kupní síly neboli zákon jedné ceny. Mírnější podobou této velmi striktní formulace je relativní parita kupní síly. Dalším zákonem vysvětlujícím pohyb devizového kurzu je zákon parity úrokových měr. Oba zákony mají své odůvodnění. První z nich je důsledkem procesů v oblasti mezinárodního pohybu zboží a služeb, druhý je důsledkem procesů působících v oblasti mezinárodního pohybu kapitálu.

Determinací devizového kurzu se zabývali ekonomové již v devatenáctém století (např. David Ricardo¹ - tvůrce teorie parity kupní síly). Změny měnových a ekonomických podmínek daly od té doby až do počátku 21. století podnět ke vzniku nových teorií, které jsou charakteristické zejména tím, že:

- pro formování celkové poptávky a nabídky deviz na devizovém trhu považují za významné jak toky zboží, tak toky kapitálu;
- rozlišují a zároveň kombinují stavové a tokové pohledy;
- rozlišují určení kurzu v dlouhém (rovnovážném) a krátkém (nerovnovážném) období;
- respektují očekávání jako důležitý faktor určení kurzu;
- sledují rozdílný vliv fiskální a monetární politiky;
- kladou důraz na reálné pohyby kurzů a nikoliv jen na jejich nominální změny. [3]

¹ Anglický ekonom David Ricardo, 1817.

V následujícím úvodu jsou stručně představeny jednotlivé přístupy (směry) rozvoje devizových teorií s tím, že jedna teorie je rozebrána podrobněji v další části.

1.1.1 Zákon jedné ceny

Předchůdcem absolutní parity kupní síly je zákon jedné ceny. Zákon jedné ceny vyjadřuje skutečnost, že na dokonale konkurenčním trhu a při neexistenci dopravních nákladů a ostatních překážek mezinárodního obchodu (např. celních aj.) musí být identická zboží prodávána v různých zemích za stejnou cenu, jsou-li ceny těchto zboží vyjádřeny ve stejné měně. Identická zboží se tedy podle zákona jedné ceny prodávají za stejnou cenu v celém světě. [7]

Příklad

Jestliže například litr balené vody stojí v USA P_{USD} dolarů, v Belgii P_{EUR} eur a kurz eura v dolarech je $E_{USD/EUR}$, potom podle zákona jedné ceny platí:

$$P_{USD} = E_{USD/EUR} * P_{EUR} \quad (1)$$

Slovně může být výše uvedená rovnice interpretovaná tak, že dolarová cena 1 litru balené vody je v USA a v Belgii stejná.

Podle této teorie platí uvedený zákon obecně, tj. pro každé zboží a pro každou zemi. Narušení tohoto zákona je vyrovnáno tzv. komoditními arbitrážery. Pokud je například balená voda v USA dražší, pak platí nerovnost:

$$P_{USD} > E_{USD/EUR} * P_{EUR} \quad (2)$$

To je signál pro komoditní arbitrážery, aby nakupovali eura za dolary, za eura balenou vodu v Belgii a aby tuto vodu dovezli do USA a zde ji se ziskem prodávali. Tyto akce arbitrážerů zvýší kurz eura a cenu balené vody v Belgii. Protože bude balené vodě v USA konkurovat voda z Belgie, dojde navíc ke snížení cen balené vody prodávané v USA. Tento proces bude probíhat tak dlouho, až dojde k obnově rovnice (1).

Při popisu arbitrážních procesů jsme neuvažovali náklady komoditní arbitráže, tedy náklady související s organizací obchodu arbitrážerů, náklady na výměnu peněz a hlavně přepravní náklady na dovoz zboží (např. balené vody). Pokud tyto náklady budeme uvažovat,

potom rovnice (1) bude splněna v určité toleranci a arbitráže začnou až v okamžiku, kdy dojde k výrazné odlišnosti cen v obou zemích.

Posuzujeme-li význam zákona jedné ceny z hlediska jeho empirické platnosti, dojdeme k závěru, že jde o teoretickou koncepci, která pro určité druhy zboží a služeb může empiricky platit, zatímco pro jiné – a těch je většina – nikoliv. Zboží pro které platí zákon jedné ceny musí splňovat několik kritérií. Čím lépe je splňuje, tím více se blíží ideálnímu příkladu statku, pro který maximálně platí zákon jedné ceny. Statek by měl být především homogenní, tak aby měl jednoduše definovatelné vlastnosti. Měl by být lehce transportovatelný a také všeobecně potřebný. Za příklad takového statku může být považována například ropa (celosvětově obchodovaná, relativně homogenní), zlato, diamanty, nebo třeba do určité míry například elektřina.

1.1.2 Absolutní forma teorie parity kupní síly

Absolutní forma parity kupní síly je jistým zobecněním zákona jedné ceny. Absolutní forma nepožaduje, aby každý druh zboží nebo služeb měl po kurzovém přepočtu jednu cenu, ale požaduje, aby peněžní vyjádření stejných spotřebních košů měla po kurzovém přepočtu stejnou cenu.

Jinými slovy absolutní forma teorie parity kupní síly vyjadřuje fakt, že měnový kurz mezi měnami dvou zemí je determinován poměrem cenových úrovní těchto dvou zemí.

To vše za striktního předpokladu, že neexistují dopravní náklady a jiné transakční náklady v mezinárodním obchodě, za předpokladu neexistence ostatních překážek mezinárodního obchodu (celních aj.), a při existenci dokonalé konkurenční (tržní) struktury.

Podle teorie parity kupní síly pokles kupní síly domácí měny způsobený zvýšením domácí cenové hladiny má za následek proporcionální depreciaci domácí měny na mezinárodním měnovém trhu. A naopak: zvýšení kupní síly domácí měny musí být provázeno proporcionální apreciací domácí měny.

Měnový kurz se podle absolutní formy teorie parity kupní síly rovná:

$$E_{CZK/USD} = \frac{P_{CR}}{P_{USA}} \quad (3)$$

Kde P_{CR} je korunová cena referenčního koše zboží prodáváného v ČR a P_{USA} je cena téhož koše v USD v USA. Předpokládejme tedy, že jednotný koš měří přesně kupní sílu peněz v obou zemích.

Příklad

Jestliže například referenční koš zboží stojí 24 588 Kč v ČR a 1000 USD v USA, podle teorie parity kupní síly je měnový kurz koruna/dolar 24,588 Kč za 1 americký dolar.

Pokud by rovnice (3) byla upravena do následujícího tvaru:

$$P_{CR} = E_{CZK/USD} * P_{USA} \quad (4)$$

Na levé straně rovnice (4) je korunová cena referenčního koše zboží v ČR a na pravé straně je korunová cena referenčního koše zboží, je-li prodáván v USA (tj. cena v dolarech násobená korunovou cenou dolaru). Platí-li absolutní forma teorie parity kupní síly, tyto dvě ceny jsou stejné.

Podle teorie parity kupní síly jsou tedy cenové úrovně všech zemí stejné, jsou-li vyjádřeny ve stejné měně.

Rozdíl mezi absolutní formou teorie parity kupní síly a zákonem jedné ceny může být na první pohled nezřetelný. Oba přístupy kalkulují se stejnou cenou zboží v různých zemích. Ale zatímco zákon jedné ceny se uplatňuje k jednotlivým zbožím (např. zboží i), zatímco teorie parity kupní síly se vztahuje k všeobecné cenové úrovni, jíž tvoří ceny všech druhů zboží, které vstupují do referenčního koše zboží. [7]

Jenom v případě, že zákon jedné ceny platí pro všechna zboží, platí automaticky absolutní forma teorie parity kupní síly (pokud referenční koše používané pro výpočet cenových hladin různých zemí jsou stejné).

Zastánci teorie parity kupní síly argumentují, že platnost této teorie (zvláště její platnost v dlouhém období) nevyžaduje, aby zákon jedné ceny platil pro všechna jednotlivá zboží. I když zákon jedné ceny neplatí pro všechna jednotlivá zboží, podle této argumentace se ceny a měnové kurzy nemohou příliš daleko odchýlit od relací daných (predikovaných) teorií parity kupní síly. Pokud zboží a služby jsou v jedné zemi dočasně dražší než v ostatních zemích,

poptávka po měně této země a po její produkci klesá, což tlačí měnový kurz a domácí ceny zpět k úrovni dané teorií parity kupní síly. Tvrzení platí i opačně.

Empirická ověřitelnost této teorie je ovšem komplikovaná. Příkladným je problém, jak stanovit standardní spotřební koš. Nejde jen o definici stejných položek v koši, ale také o to, aby jednotlivé zboží a služby byly na stejné kvalitativní úrovni, což je problematické zejména mezi nesterilně hospodářsky vyspělými zeměmi. [7]

1.1.3 Relativní forma teorie parity kupní síly

Problém standardizace spotřebního koše řeší relativní parita kupní síly tím, že ho nepotřebuje vytvářet. Relativní parita kupní síly řeší otázku vysvětlení devizového kurzu následujícím postupem:

1. Nevyjadřuje absolutní velikost devizového kurzu, ale jeho relativní změnu.
2. Relativní změna kurzu podle této teorie nezávisí na peněžních vyjádřeních standardizovaného spotřebního koše, ale na vývoji cen (relativních změnách cenové hladiny) v obou ekonomikách.

Relativní forma teorie parity kupní síly měny postuluje, že procentní změna měnového kurzu mezi dvěma zeměmi (během daného období), tj. míra jeho změny, se rovná rozdílu mezi procentními změnami národních cenových úrovní těchto dvou zemí.

Formální vyjádření relativní formy teorie parity kupní síly je následující; předpokládejme, že míra růstu cenové hladiny v období t ve srovnání s obdobím $t - 1$ (tj. míra inflace) v ČR je $\pi_{CR}(t)$, a míra inflace v USA je ve stejném období $\pi_{USA}(t)$. Tedy

$$\frac{P_{CR(t)} - P_{CR(t-1)}}{P_{CR(t-1)}} = \pi_{CR(t)} \quad (5)$$

a

$$\frac{P_{USA(t)} - P_{USA(t-1)}}{P_{USA(t-1)}} = \pi_{USA(t)} \quad (6)$$

Potom pro relativní formu teorie parity kupní síly lze (přibližně) psát:

$$\frac{E_{CZK/USD(t)} - E_{CZK/USD(t-1)}}{E_{CZK/USD(t-1)}} = \pi_{CR(t)} - \pi_{USD(t)} \quad (7)$$

Procentní změna měnového kurzu se tedy bude přizpůsobovat velikosti procentního rozdílu mezi tempem růstu inflace v obou zemích. Je-li např. míra inflace v daném období v ČR 5 % a míra inflace v USA je 2 %, podle relativní formy teorie parity kupní síly bude měnový kurz CZK/USD depreciovat o 3 %. [7]

1.1.3.1 Empirické testování parity kupní síly

Významnější studií relativní verze parity kupní síly je stať Irvinga B. Kravise a Richarda E. Lipseye (1978). [5] Autoři používají dvě alternativní míry inflace:

- implicitní deflátor hrubého národního produktu – tj. cenový index, který měří vývoj cen finální produkce zboží a služeb, a
- spotřebitelský index – tj. index, který měří vývoj cen vybraného spotřebního koše průměrné městské rodiny.

Výrazný je závěr studie, že odchylky od relativní formy parity kupní síly mohou být velké a mohou trvat delší období. Přizpůsobení stavu rovnováhy (paritě kupní síly) je velmi pomalé. Zboží, které je častěji předmětem mezinárodní směny, vyhovuje paritě kupní síly více než zboží, které se na mezinárodním trhu obchoduje zřídka.

Důvody nerovnováhy – překážky působení teorie parity kupní síly

Při hlubším zkoumání začíná být zjevné, že teorie parity kupní síly nebude splňována. Důvody tohoto v podstatě nerovnovážného stavu jsou následující:

- restrikce na pohyb zboží
 - o přepravní náklady,
 - o cla, dovozní přírázky, aj.,
- mezinárodně neobchodovatelné produkty,
- rozdílná konstrukce cenových indexů. [5]

Restrikce na pohyb zboží

K restrikcím na pohyb zboží patří jednak přepravní náklady, jednak cla, případně dovozní přírážky nebo jiný systém dovozních omezení (např. dovozní depozita). Přepravní náklady existují objektivně. Jejich změny ovlivňuje v podstatě technologie přepravy a ceny vstupů do dopravního systému. Mohou být závažnou překážkou pro arbitráž, která se uskuteční až v okamžiku, kdy bude diference mezi cenami dostatečně velká. Cla, případně dovozní přírážky nebo dovozní depozita mají vliv na domácí inflaci. Teoreticky to platí pouze při jejich novém zavedení, na další přírůstky cen nepůsobí.

Mezinárodně neobchodovatelné produkty a cenové indexy

Největší překážkou plnění parity kupní síly je skutečnost, že do výpočtu cenových indexů vchází řada zboží a služeb, které nejsou mezinárodně obchodovány. Například budovy, půda, čerstvé mléko, ubytovací služby v hotelích a řada dalších. Pohyb jejich cen se neodrazí v pohybu devizového kurzu, a tak může vzniknout dlouhodobě odchylka od parity kupní síly.

Ovšem i zde existují jisté protisíly. Mimořádně rychlý růst cen mezinárodně neobchodovaného zboží vyvolá buď:

- náhradu podobným mezinárodně obchodovatelným druhem zboží, nebo
- příliv investic do odvětví, které vyrábí relativně drahé zboží a poskytuje větší zisk.

Oba procesy působí na snížení ceny, trvají však dlouho, a dlouho tedy trvá i přizpůsobení paritě kupní síly. [5]

Dalším problémem je praktická nemožnost konstrukce společného spotřebního koše, tj. vah cenového indexu. Každá země používá cenový index s vlastními vahami odrážejícími preference obyvatelstva. Jestliže se cena daného zboží doma i v zahraničí zvýší o stejné procento, inflace obecně o stejné procento vzrůst nemůže, protože dané zboží nemá stejný podíl na spotřebě. Problém by nevyřešilo ani použití standardizovaného spotřebního koše pro obě země, protože standardizovaný koš nemůže v obou zemích zároveň splnit důležitý požadavek odpovídajícího vyjádření spotřebitelských preferencí.

Ostatní faktory mající vliv na působení teorie parity kupní síly

Pro úplnost ještě uvedu další možné faktory, které ovlivňují devizový kurz. Pro jejich malý význam je však uvedu pouze heslovitě:

- vznik nových druhů produktů v některých zemích může vyvolat poptávku po měně této země (přes růst exportu);
- objevy nových druhů nerostných surovin mohou působit podobně, tedy způsobí apreciaci domácí měny.

1.1.4 Platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení

Platebně bilanční přístup reprezentovaný teorií platební bilance je založen na myšlence, že devizový kurz nezávisí pouze na vzájemném obratu zboží a služeb mezi zeměmi, ale na vývoji celé platební bilance, která vedle směny hmotných statků zahrnuje také neobchodní platby, mezinárodní pohyb kapitálu a úvěru, popřípadě ostatní položky. Změna devizového kurzu je podle teorie platební bilance funkcí salda platební bilance (SPB), které vyjadřuje vzájemný vztah poptávky a nabídky měny na devizovém trhu:

$$sr = f(SPB), \quad (8)$$

kde sr je relativní změna kurzu. [3]

Jestliže je saldo platební bilance určité země aktivní, poptávka po její měně na devizovém trhu roste a její kurz se zhodnocuje.

Teorie platební bilance sledující vliv salda platební bilance na devizový kurz je typickým tokovým přístupem, neboť bere v úvahu, jak mezinárodní toky zboží, služeb a kapitálu ovlivňují nabídku a poptávku po devizách a následně devizový kurz. [3]

1.1.5 Monetární přístup ke kurzu a nový pohled na vliv úrokových měr a reálného důchodu

Monetární modely devizového kurzu zaznamenávají s nástupem monetarismu v polovině sedmdesátých let minulého století bouřlivý rozvoj. Centrální banky si stanovují své monetární cíle v podobě tempa růstu měnových agregátů. Nejjednodušší monetární model pro dlouhé období s pružnými cenami vychází ze dvou základních předpokladů:

a) Vývoj cenové hladiny v různých zemích odráží vývoj peněžní nabídky (M^s), transakční poptávky po penězích $L(Y)$ a spekulativní poptávky po penězích $L(IR)$ v těchto zemích.

Z rovnice rovnováhy se musí reálná peněžní nabídka rovnat reálné poptávce po penězích:

$$\frac{M^s}{P} = L(Y, IR) \quad (9)$$

Můžeme tedy odvodit

$$P = \frac{M^s}{L(Y, IR)} \quad (10)$$

Platí, že transakční nabídka po peněžích roste s růstem reálného HDP (Y) a spekulativní poptávka po peněžích klesá s růstem úrokové míry (IR). Lidé a firmy poptávají více peněz, pokud je větší nabídka zboží a služeb na trhu. Lidé a firmy však poptávají méně peněz, pokud roste úroková míra, neboť klesá tržní cena cenných papírů a lidé preferují jejich nákup před držbou peněz. [3]

b) Poměr cenových hladin P dvou zemí (např. České republiky a Británie) se úzce vztahuje ke kurzu měn srovnávaných zemí:

$$SR = \frac{P_{CR}}{P_{VB}} \quad (11)$$

Lze učinit následující závěry:

1. cenové hladiny obou zemí se mění přímo úměrně s vývojem nabídky peněz;
2. cenové hladiny se mění nepřímo úměrně s vývojem reálných HDP;
3. cenové hladiny rostou s růstem nominálních úroků (růst úrokových měr způsobuje pokles poptávky po peněžích, který může při stabilním reálném HDP kompenzovat pouze růst cenových hladin).

Monetární model, na rozdíl od platebně bilančního přístupu, patří mezi stavové modely (peníze jako druh aktiva jsou stavovou veličinou).

Srovnání tokových a stavových modelů (hodnocení vlivu úrokových sazeb a reálného důchodu na pohyb kurzu) by vypadalo následovně:

Tradiční tokové modely platebně bilančního přístupu předpokládají následující souvislosti:

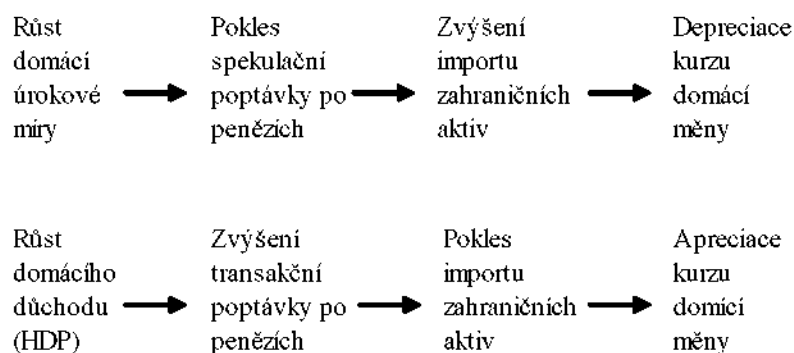
Obr. 1: Souvislosti tokového modelu



Zdroj: [3]

Naopak monetární stavový přístup tvrdí následující:

Obr. 2: Souvislosti stavového modelu



Zdroj: [3]

Který z přístupů lépe vysvětluje skutečné procesy, závisí na tom, který z uvažovaných transmisních kanálů je silnější. Nutno dodat, že výsledky empirických výzkumů jsou historicky podmíněné a nemohou tedy dát absolutní odpověď. [3]

1.1.5.1 Dornbuschův dynamický přístup a možnosti přestřelování kurzů

Standardní monetární přístup k devizovému kurzu předpokládá, že ceny, mzdy a kurzy se pružně přizpůsobují změnám peněžní zásoby, a proto reálný kurz je dlouhodobě stabilní. Další teorie si všimá toho, že ceny se sice přizpůsobují změnám v peněžní zásobě, ale s určitým časovým zpožděním. Základním výchozím bodem teorie přestřelování (overshooting) kurzů je myšlenka pomalu se měnících cen.

Teorie přestřelování kurzů se soustřeďuje na krátkodobé efekty zvýšení peněžní zásoby a jejího vlivu na kurz. Všimá si skutečnosti, že bezprostředně po zvýšení peněžní zásoby se ceny jen pomalu mění a začínají se zvyšovat s určitým časovým zpožděním. Pomalé přizpůsobování cen vede ke zvýšení reálné peněžní zásoby, což má podstatný význam pro úrokovou míru, která se následkem toho (likvidní efekt) sníží. Teprve později, až se ceny plně přizpůsobí zvýšené peněžní zásobě, se reálná peněžní zásoba i úroková míra vrátí na původní úroveň.

Dornbuschův model upozorňuje na následující skutečnosti:

- Dočasné znehodnocení kurzu může být větší než tempo růstu peněžní zásoby, což může být destabilizačním prvkem v ekonomice.
- Krátkodobě může docházet ke změnám reálných kurzů.
- V poslední fázi současně rostou ceny a zhodnocuje se kurz, což krátkodobě není v souladu s relativní verzí parity kupní síly.

1.1.6 Přístup založený na teorii portfolia a význam rizikové prémie

Tímto přístupem se z několika pohledů rozšiřuje monetární přístup. První aspekt rozšíření monetárního přístupu spočívá v tom, že teorie portfolia bere v úvahu větší počet aktiv – vedle domácích peněz minimálně domácí a zahraniční obligace.

Základní myšlenka přístupu založeného na teorii portfolia vychází na rozdíl od monetárního přístupu z předpokladu nedokonalé nahraditelnosti domácích a zahraničních aktiv. Pro preferenci cenných papírů jedné země před cennými papíry ostatních zemí není tedy rozhodující pouze výše úrokového diferenciálu a očekávaná změna kurzu, ale i rozdílný stupeň rizika spojený s investováním v jednotlivých zemích oceněný rizikovou premií. Riziková prémie je kladná, pokud jsou domácí aktiva považována za rizikovější než zahraniční, a naopak.

Riziková prémie rovněž umožňuje alespoň teoretické vysvětlení, proč se kurz nemění při existujícím úrokovém diferenciálu, resp. proč se kurz mění při stejných úrokových mírách doma a v zahraničí. Růst rizikové prémie při sterilizovaných intervencích proti apreciaci měny poskytuje jediné známé teoretické vysvětlení, proč by sterilizované devizové intervence mohly být účinné. České zkušenosti z období enormního přílivu kapitálu a tlaku na apreciaci kurzu české koruny v letech 1993-1996 však ukazují, že tento mechanismus obnovení rovnováhy může být nespolehlivý. Riziková prémie narůstala zřejmě příliš pomalu a příliv kapitálu

neustále pokračoval přes ohromný nárůst poukázek ČNB v oběhu (za 3 roky okolo 150 mld. Kč). [3]

1.1.7 Úloha očekávání, dlouhodobé a krátkodobé determinanty kurzu

Úloha očekávání při determinaci kurzu je rozvinuta v teorii efektivních trhů, která také pracuje s modelem založeným na trhu aktiv. Podstata tohoto přístupu k determinaci kurzu spočívá v tom, že měny jsou považovány za aktiva, která umožňují nákup finančních a reálných prostředků v příslušné zemi. Devizový kurz pak odráží zájem o držbu aktiv v jednotlivých zemích. Devizové kurzy jsou tedy určovány zprostředkovaně na základě zájmu o aktiva denominovaná v příslušné měně. Preference držby konkrétních aktiv závisí na očekávané výnosnosti aktiv v budoucnu.

Determinaci kurzu založenou na teorii efektivních trhů a modelu trhu aktiv vyložil Michael Mussa. Dle jeho výkladu je platný devizový spotový kurz považován za odraz nejlepšího tržního ocenění toho, co se pravděpodobně stane s devizovým kurzem v budoucnu. Tato teze je založena na předpokladu, že tržní subjekty zapracovávají svá očekávání o budoucím vývoji kurzu okamžitě již do dnešní hodnoty kurzu.

1.1.8 Shrnutí úvodu teorií devizového kurzu

V předchozí části byly představeny nejčastější teorie a přístupy k vysvětlení devizového kurzu. Avšak přístupů, které se pokoušejí odpovědět na otázku determinace devizového kurzu je mnohem více. Cílem této práce není analýza jednotlivých přístupů, a tak pro hlubší proniknutí do problematiky devizového trhu a devizového kurzu, které slouží jen jako úvod do oblasti devizových intervencí centrální banky, bude podrobněji popsána jen jedna teorie devizového kurzu. Protože každá teorie přináší jiný pohled na danou problematiku, není jednoduché vybrat univerzálně „nejlepší“ přístup.

Vzhledem k výše uvedenému bude následně popsán platebně bilanční přístup ke kurzu. Důvodů tohoto výběru je několik. Na této teorii považuji za důležité, že nevychází pouze z mezinárodní výměny zboží a služeb, ale bere v potaz vývoj celé platební bilance. Myslím si, že vzhledem k vývoji celosvětového obchodu s výrobky a službami, transfery kapitálu, ale i pohybu pracovních sil, bude narůstat význam druhých dvou jmenovaných. Teorie jedné ceny, nebo parity kupní síly jsou úzce zaměřeny na ceny (zboží, služeb), nebo přímo cenové hladiny.

Oproti tomu platebně bilanční přístup zohledňuje i další aspekty, které jsou součástí platební bilance (transfer důchodů apod.).

Zároveň by bylo vhodné upozornit, že vybrání jakéhokoliv přístupu je kompromisem. Jedině komplexní posouzení všech přístupů může dát nejširší odpověď na otázku, jaká úroveň devizového kurzu je za určitých podmínek optimální.

1.2 Platebně bilanční přístup ke kurzu

Veškeré vnější vztahy, které nabývají podobu peněžních, finančních nebo zbožových toků mezi domácí ekonomikou a vnějším světem, procházejí platební bilancí.

Platební bilanci lze chápat jako systematický účetní výkaz, který souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí (tedy mezi devizovými tuzemci a cizozemci), které se uskutečnily za určité období, zpravidla jednoho roku.

[3]

Tyto ekonomické transakce jsou spojeny s toky zboží, služeb, kapitálu a peněz mezi domácí ekonomikou a zahraničím a ve většině případů vyvolávají příliv nebo odliv deviz. Proto je v konečném důsledku platební bilance spojena s devizovým trhem. Veškeré položky, které jsou spojeny s tvorbou deviz, jsou kreditními položkami (nabídka deviz). Naopak ty transakce, které vedou k vynakládání deviz, jsou položky debetními (poptávka po devizách).

Základní kategorie platební bilance

Z hlediska významu platební bilance pro formování poptávky a nabídky deviz na devizovém trhu lze rozlišovat tři základní kategorie platební bilance:

- běžný účet platební bilance, který zachycuje toky zboží, služeb, výnosů a transferů;
- kapitálový a finanční účet platební bilance;
- účet vyrovnávacích položek:
 - a. účet oficiálních rezerv, který zaznamenává změny zlata a deviz v držbě oficiálních měnových institucí,
 - b. účet chyb a opomenutí.

Platební bilance jako faktor devizové poptávky a nabídky

Jak bylo uvedeno výše, tak kreditní položky vedou ke vzniku nabídky deviz, debetní položky platební bilance pak vytvářejí na devizovém trhu poptávku po devizách (viz tabulka 1). Střetáváním nabídky a poptávky je následně určena úroveň devizového kurzu.

Tab. 1: - Kreditní a debetní položky platební bilance jako faktor poptávky a nabídky deviz

Nabídka deviz (kredit +/-)	Poptávka po devizách (debet +/-)
Export zboží	Import zboží
Export služeb	Import služeb
Import důchodů	Export důchodů
Import transferů	Export transferů
Import kapitálu	Export kapitálu
Snížení devizových rezerv	Zvýšení devizových rezerv

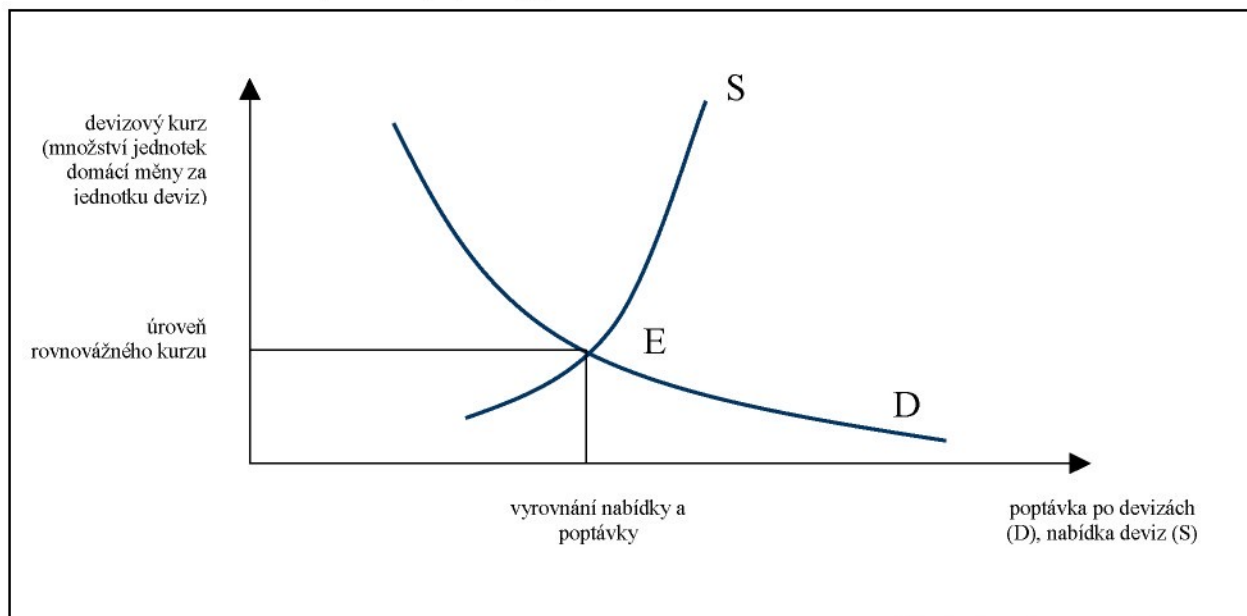
Zdroj: [3]

1.3 Devizový kurz

Devizový kurz je komponentou devizového trhu. Devizový trh je jednou částí měnového trhu. Příčina vzniku měnového trhu spočívá v rozvoji mezinárodního obchodu, směny zboží a služeb. Mezinárodní dělba práce a mezinárodní specializace (vycházející z nabídky komodit jedné země v jiné zemi a naopak) se začala ve světě rozšiřovat po druhé světové válce v oblasti zahrnující Severní Ameriku a Evropu a pokračuje v části Asie.

Na trhu se při směně jednotlivých statků střetává poptávka a nabídka a dochází tak k utváření ceny statků. Na devizovém trhu se střetává nabídka deviz s poptávkou po devizách. Utváří se tak devizový kurz, který představuje cenu jedné měny vyjádřenou v jednotkách jiné měny. Dále v textu se bude devizovým kurzem rozumět speciálně cena cizí měny vyjádřená v domácích peněžních jednotkách. Tak jak se průběžně mění poptávka a nabídka, utváří se nový devizový kurz. Vztah ceny deviz a poptávaného a nabízeného množství ukazuje schematicky Obrázek 3: Čím více domácí měny stojí jednotka deviz, tím je za jinak stejných okolností poptávané množství deviz menší; čím více domácí měny lze získat za jednotku deviz, tím je za jinak stejných okolností nabízené množství deviz větší.

Obr. 3: Střetávání nabídky deviz a poptávky po devizách a utváření devizového kurzu

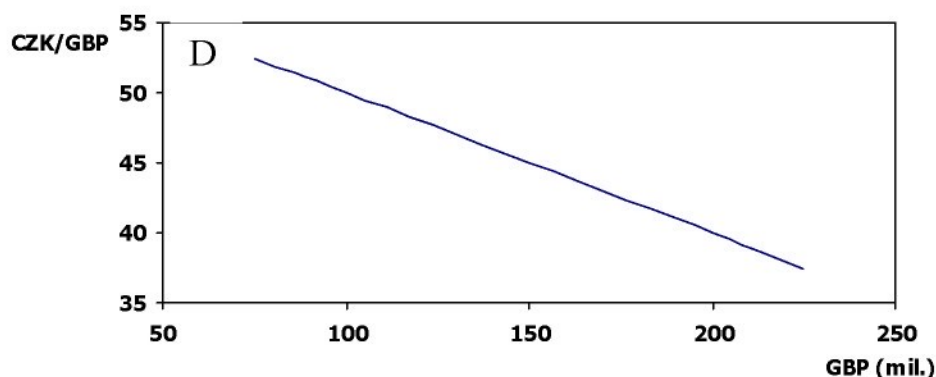


Zdroj: vlastní zpracování

1.4 Odvození křivky devizové poptávky a nabídky

Mezinárodní toky zboží a služeb lze uvažovat jako faktor devizové poptávky a nabídky. Křivka poptávky po devizách (D) vyjadřuje vztah mezi množstvím poptávaných deviz a jejich cenou za daný časový okamžik. Například poptávka po librách ze strany českých importérů se bude zvyšovat, jestliže cena libry v českých korunách bude klesat. Naopak poptávka po librách se bude snižovat, bude-li cena libry v českých korunách růst. Křivka poptávky po devizách je proto klesající zleva doprava (viz obrázek 4). Při kurzu 50 CZK/GBP činí poptávka po librách pouze 100 mil. GBP. Čím je libra lacinější, tím více roste poptávka po librách. Při kurzu 45 CZK/GBP se zvyšuje na 150 mil. GBP. Při kurzu 40 CZK/GBP je nákup českých importérů na britském trhu ještě výhodnější, proto dále roste i ochota nakupovat na devizovém trhu libry na 200 mil. GBP.

Obr. 4: Křivka devizové poptávky



Zdroj: [3]

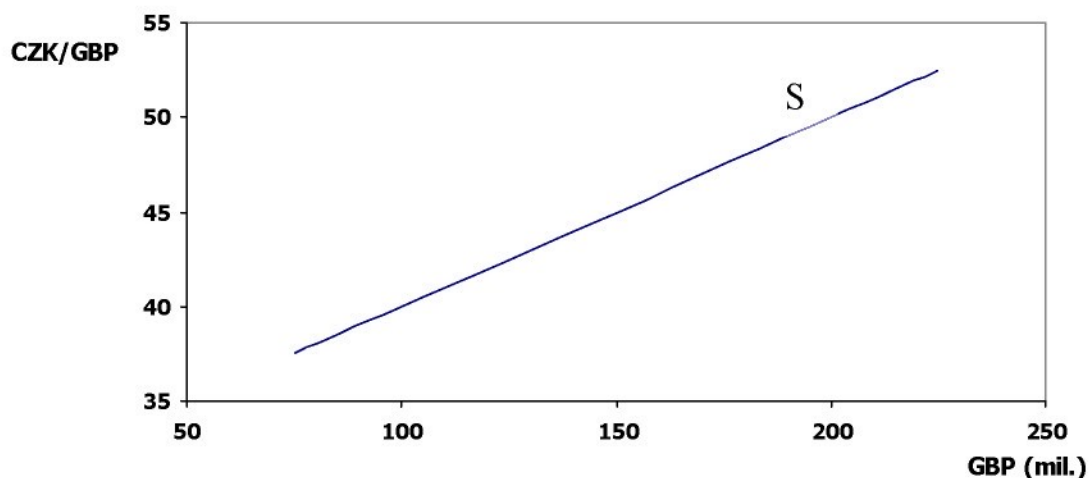
Čím bude kurz deviz (v tomto případě liber) pro české subjekty (například importéry) příznivější (čím bude pro ně libra lacinější), tím bude také zahraniční cena dováženého zboží vyjádřená v českých korunách nižší a zájem o import vyšší. Platí samozřejmě i opačné tvrzení.

Je zřejmé, že ochota importovat zboží (nakupovat a dovážet zboží ze zahraničí) závisí na třech aspektech:

- a) výši zahraničních cen v cizí zemi,
- b) výši cen v domácí zemi a
- c) ceně cizí měny v domácí měně.

Obdobně se utváří křivka nabídky deviz. Jestliže budou české firmy exportovat své výrobky na britský trh, budou vytvářet nabídku deviz – v našem případě liber. Křivka nabídky deviz (S) vyjadřuje vztah mezi množstvím nabízených deviz a jejich cenou za dané období. Zájem české exportní firmy o prodej výrobků v Británii poroste, pokud se cena libry v korunách bude zvyšovat. Platí opět i obrácené tvrzení. Křivka nabídky deviz je tedy rostoucí zleva doprava (viz obrázek 5). Obrázek ukazuje, že při kurzu 40 CZK/GBP je na devizovém trhu nabízeno pouze 100 mil. GBP. Při kurzu 45 CZK/GBP se nabídka zvyšuje na 150 mil. GBP, při relativně nejvyšším kurzu libry v korunách, tj. 50 CZK/GBP, dosahuje nabídka deviz také nejvyššího objemu 200 mil. GBP.

Obr. 5: Křivka devizové nabídky

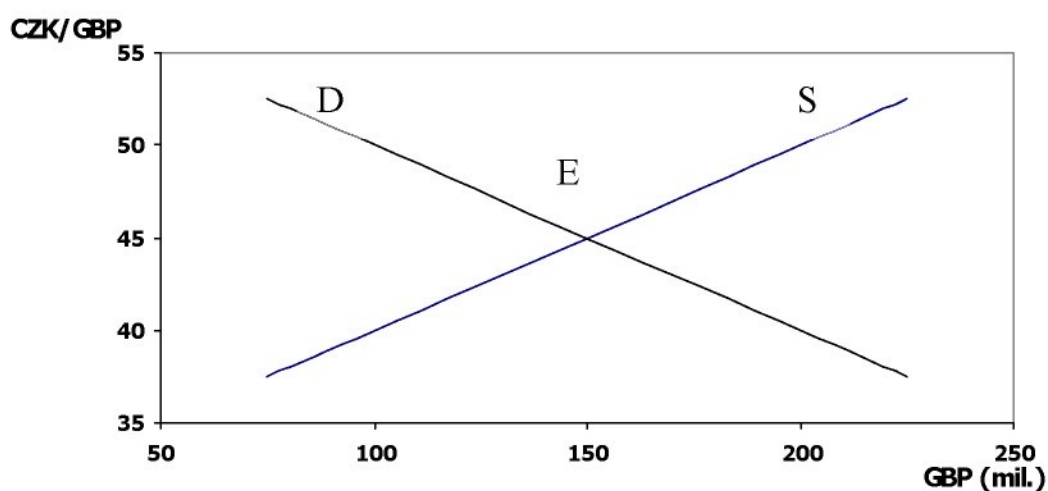


Zdroj: [3]

Čím bude kurz deviz (v tomto případě liber) pro české exportéry příznivější (čím bude pro ně libra dražší), tím bude také zahraniční cena vyváženého zboží vyjádřená v českých korunách vyšší a zájem o export vyšší. Platí samozřejmě i opačné tvrzení.

Obrázek 6 zobrazuje rovnovážnou situaci na devizovém trhu. Celkové množství poptávaných deviz je v rovnováze s celkovým množstvím nabízených deviz v bodě E při kurzu 45 CZK/GBP. Tento kurz je označován z pohledu modelu devizové poptávky a nabídky jako rovnovážný devizový kurz.

Obr. 6: Rovnováha na devizovém trhu



Zdroj: [3]

1.5 Faktory ovlivňující devizový trh

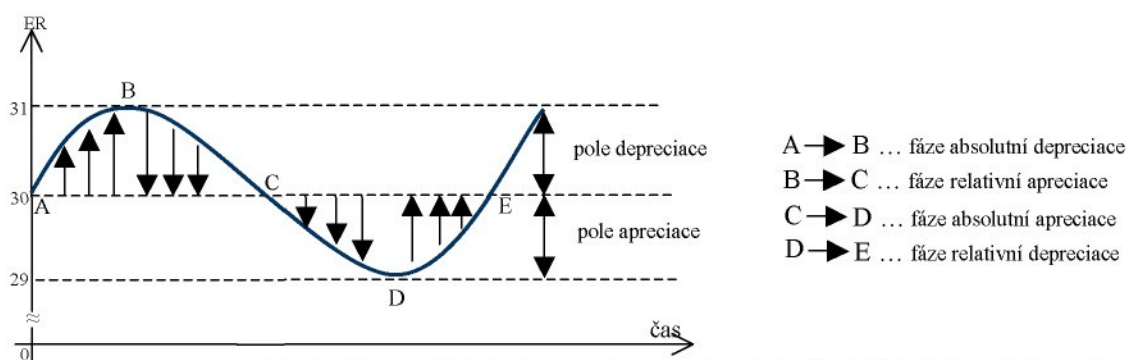
Jak vyplývá z předchozího odvození křivky poptávky a nabídky po devizách je devizový kurz ovlivněn tokem zboží a služeb v mezinárodním obchodě. Tento faktor je sice historicky prvním, ale v dnešní globální době jsou velmi důležité i další faktory mající vliv na utváření devizového kurzu.

Mohutným činitelem je také vývoz kapitálu, který plyne z rozdílnosti výnosu reálných i finančních aktiv v různých zemích (investoři inklinují k investování svých prostředků v zemích s vyšší výnosností aktiv). Za ideálních podmínek by toto přelévání kapitálu vedlo k vyrovnání výnosnosti aktiv v jednotlivých zemích, avšak realita je poněkud vzdálená od teoreticky ideální situace. Jestliže investice v zahraničí a investice ze zahraničí ovlivňují měnový kurz, ten zase zpětně ovlivňuje objem exportů a importů (při silici domácí měně a kontraktech dohodnutých ve fixní částce v cizí měně jsou importéři motivováni více a exportéři méně k mezinárodnímu obchodu). Dalším faktorem, který se spolupodílí na tvorbě měnového trhu je pohyb pracovních sil (a tím pohyb důchodů). Ten je však zatím v současném světě faktorem s nejmenší vahou.²

1.6 Oscilace devizového kurzu

Devizový kurz se jako kvantitativní veličina mění na základě faktorů, které jej ovlivňují. Tyto dynamické změny v průběhu času se nazývají oscilací devizového kurzu. Tento pohyb – oscilační cyklus - lze znázornit pomocí křivky blízké sinusoidě:

Obr. 7: Oscilační cyklus devizového kurzu



Zdroj: Bakule, V.: *Mezinárodní finance*. 1.vyd. Praha: 1983, 1301-4875, s. 111

² Zatímco pohyb kapitálu je v dnešní době elektronického platebního styku, rychlého přenosu dat a vysoké bezpečnosti otázkou několika okamžiků, a pohyb zboží je také relativně rychlý, tak z kulturně sociálních důvodů je zřejmé, že pohyb pracovní síly je do velké míry omezen (ať už geograficky, či časově, nebo obojí).

Při růstu devizového kurzu domácí měny ER hovoříme o tom, že domácí měna vůči měně zahraniční znehodnotila, tj. depreciovala. Při poklesu devizového kurzu domácí měny naopak hovoříme o apreciaci domácí měny vůči měně zahraniční, tedy o jejím zhodnocování. Pokud v poli depreciace dochází ke zlepšování postavení domácí měny k měně zahraniční, devizový kurz domácí měny klesá, jedná se o tzv. relativní zhodnocení domácí měny ve vztahu k zahraniční. Pokud se toto zlepšení realizuje v poli apreciaci, hovoříme o absolutním zhodnocení domácí měny k měně zahraniční.

Oscilace může být jednak zjevná anebo skrytá. Zjevná oscilace probíhá u externě směnitelných měn, jako je například Česká koruna v současnosti, euro, dolar aj. Jedná se o takový pohyb kurzu, kdy je kvantitativní veličina bezprostředně zjištělná v každém čase podle kótování na devizových trzích.

U externě nesměnitelných měn oscilace zůstává skrytá. Její průběh nelze zjistit na devizových trzích, kde nejsou operovány. Skrytá oscilace se týká především centrálně plánovaných ekonomik. Pomineme-li některé výjimky, které stále fungují s centrální řízenou ekonomikou (např. Kuba), jedná se o systém, který byl zaveden před rokem 1989 mimo jiné v celé východní Evropě, tedy i v České republice.

Jelikož je kurz v centrálně řízené ekonomice stanoven administrativně, neodráží skutečnou situaci na trhu (nabídku a poptávku po devizách). Skrytou oscilací je tedy myšlen pohyb takové úrovně měnového kurzu, který by byl stanoven na základě poptávky a nabídky po devizách a nikoliv úředním nařízením. Centrálně plánovaný kurz je však už z podstaty systému stabilní a nedochází u něj k jiným než skokovým, vládně daným změnám.

2 Teoretický úvod do problematiky devizových intervencí

2.1 Intervence jako nástroj měnové politiky centrálních bank

Jako hlavní úkol centrální banky lze chápat nikoliv zisk (i když je zpravidla generován), ale dohled nad vnitřní i vnější stabilitou měny, která je v zákonech definovaná jako stabilita cenová. Devizová intervence je jeden z nástrojů centrální banky, který slouží k ovlivňování monetární politiky a tím k snaze naplnit cíl centrální banky – cenovou stabilitu.

Politika devizového kurzu domácí měny je podřízena tomuto hlavnímu cíli centrální banky. Ovlivňování devizového kurzu centrální bankou a jeho používání jako aktivního nástroje měnové politiky je v praxi uskutečňováno prostřednictvím intervencí na devizovém trhu. Centrální banka se tak snaží uměle usměrnit úroveň devizového kurzu determinovaného na základě spolupůsobení činitelů na devizovém trhu, aby dosáhla svého prvotního cíle cenové stability. [18]

Zjednodušeně řečeno lze chápat devizovou intervenci jako operaci centrální banky, která nakupuje/prodává domácí měnu nebo devizy za účelem apreciac/depreciace měnového kurzu. Pro tyto obchody na devizovém trhu využívá centrální banka svých devizových rezerv³.

Devizové intervence jsou činností prováděnou určitou autoritou, centrální bankou, na devizovém trhu. Vznik možnosti intervenovat se váže na počátky centrálního bankovníctví. První centrální banky byly založeny až ke konci 17. století – švédská Sveriges Riksbank a anglická Bank of England. Největšího rozvoje však centrální bankovníctví dosahuje ve 20. století (částečně i v předcházejícím století).⁴

Největší rozvoj devizových intervencí nastává po rozpadu bretton-woodského měnového systému⁵ v 70. letech minulého století, kdy s přechodem některých zemí na systém floatingu došlo ke zvýšení pohybů měnových kurzů a úrokových sazeb - vzrostla jejich

³ Soubor cenných papírů, depozit v zahraničních bankách a dalších instrumentů, které má centrální banka k dispozici. Výše devizových rezerv v ČNB k 31.3.2006 byla 702728,4 milionů Kč.

⁴ Blíže viz např. Z. Revenda v knize Centrální bankovníctví.

⁵ Systém členských států Mezinárodního měnového fondu vzniklý v roce 1944. Obsahoval povolené rozpětí kurzů na $\pm 1\%$ od paritního kurzu k americkému dolaru směnitelnému za zlato pro centrální banky členských zemí (fixní kurz amerického dolaru ke zlatu byl stanoven 35 USD za trojskou unci zlata). [18]

volatilita. Navzdory tomu, že post-bretton-woodský systém je často označován za systém plovoucích kurzů, vlády odmítly již od počátku přenechat určování devizových kurzů devizovým trhům a významně intervenovaly ve snaze ovlivnit dráhy kurzů nebo omezit kolísání kurzů kolem těchto drah⁶. To svědčí o tom, že autority nejsou ani v systému plovoucích kurzů ochotny přenechat determinaci kurzů „volné hře tržních sil“, ale snaží se je ovlivňovat v souladu se svými záměry.

V soudobých podmínkách může být pružnost kurzu omezována devizovými intervencemi centrálních bank. Tyto devizové intervence se uskutečňují buď na základě mezinárodních dohod nadregionálního charakteru (např. brettonwoodský měnový systém v období 1946-1973), regionálního charakteru (např. EMS v období 1979-1998) nebo individuálně podle záměrů kurzové politiky jednotlivých zemí. [3]

Vyrovnaní nabídky deviz s poptávkou po devizách na úrovni horního intervenčního bodu je primární (avšak krátkodobý) devizový efekt intervencí. Ze střednědobého pohledu je důležitý efekt devizových intervencí na úrokovou míru a z dlouhodobého hlediska má rozhodující význam efekt devizových intervencí na peněžní zásobu.

V případě intervencí proti depreciazi měny znamená prodej deviz na devizovém trhu zároveň nákup domácí měny a snížení peněžní zásoby. Vzniká tedy převis poptávky po penězích nad peněžní nabídkou, který by měl vést k růstu domácí úrokové míry. Nižší množství peněz v rukou domácích subjektů by následně mělo vést ke snížení importu zboží a služeb, vyšší úroková míra pak k přílivu zahraničního kapitálu.

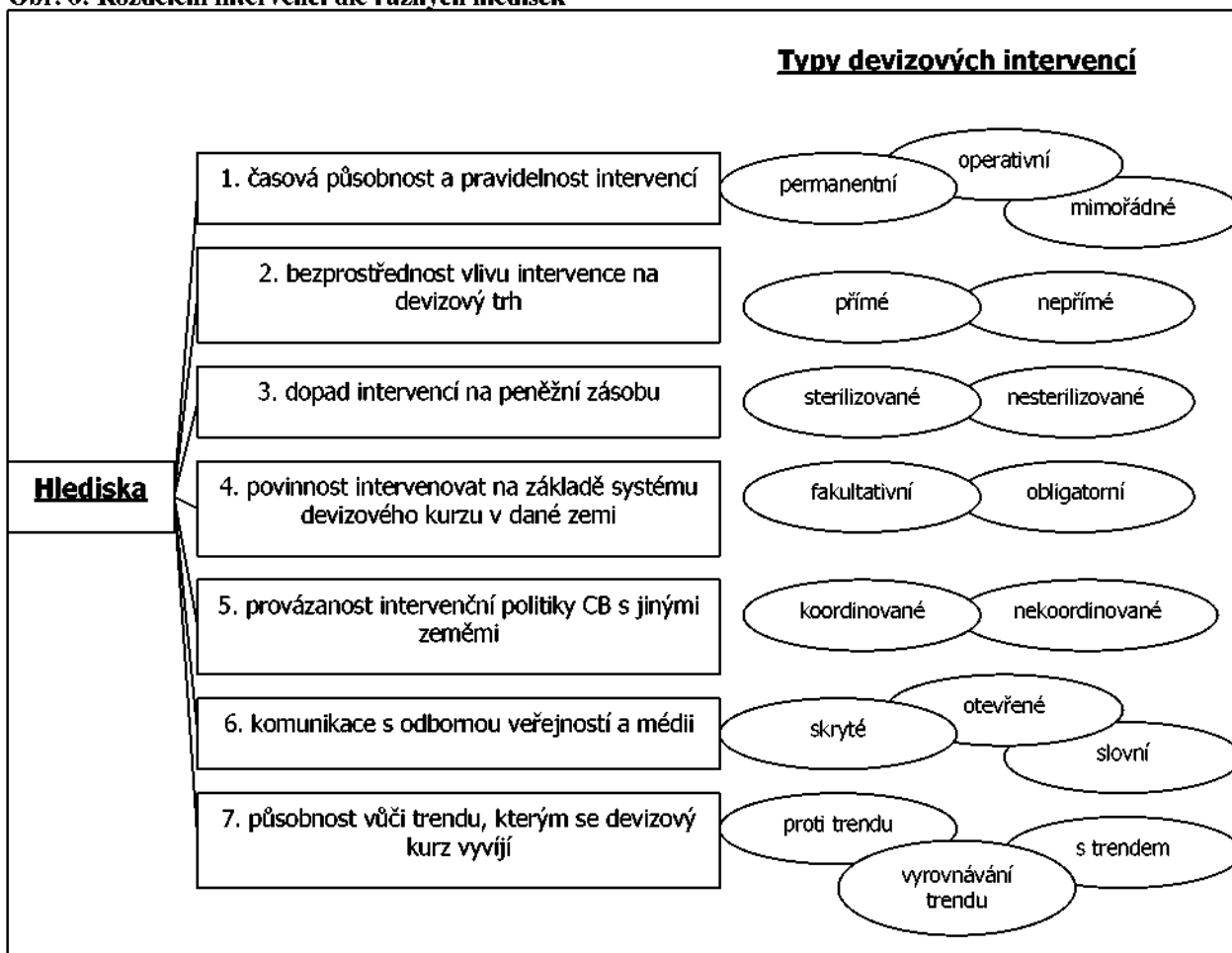
2.2 Klasifikace devizových intervencí

Devizové intervence nejsou homogenním nástrojem centrální banky. Naopak liší se v mnoha ohledech, například délkou trvání, nebo vlivem na peněžní zásobu. V tomto oddíle následuje rozdělení intervencí podle různých hledisek. V zájmu přehlednosti je rozdělení nejprve provedeno schématicky. Až v dalším textu následuje detailnější pohled na jednotlivé typy, spolu s příklady z praxe.

⁶ De Grauwe (1989) spočítal průměrné roční změny devizových rezerv průmyslově vyspělých zemí a defloval je změnami průměrného cenového indexu, aby získal změny ve srovnatelných cenách. Výsledek ukázal, že průměrné roční změny devizových rezerv v letech 1976-1986 jsou více než dvojnásobné oproti období 1960-1970.

Jak ukazuje obrázek lze dělit intervence z různých pohledů:

Obr. 8: Rozdělení intervencí dle různých hledisek



Zdroj: [18], vlastní zpracování

Na základě výše uvedených hledisek lze nalézt různé typy, nebo formy intervencí. Některé jsou běžné a lze nalézt jejich příklad v každodenní praxi mnoha CB, jiné jsou bližší teoretické rovině, anebo byly častější v minulosti.

2.2.1 Časová působnost a pravidelnost

Intervence můžeme dělit dle prvního hlediska na **permanentní**, **operativní** a **mimořádné**. Centrální banka může ve své monetární politice deklarovat úmysl pravidelně intervenovat na devizovém trhu. Potom dané intervence můžeme považovat za permanentní.

Permanentní intervenování má nejdlejší časový rámec (přesto, že délka každé intervence tím není určena). Jsou prováděny centrální bankou za účelem udržení devizového kurzu v určitém pásmu, nebo na předem specifikované úrovni. Oproti tomu operativní intervence jsou časově omezenější, prováděné se smyslem korigovat náhlý výkyv, turbulenci měnového kurzu. Ale oproti mimořádných intervencím lze ještě u operativních vysledovat určitý trend. Mimořádnými intervencemi mohou být jednorázové akce centrální banky při určitém výkyvu devizového kurzu, který se pravidelně neopakuje. Operativní a mimořádné intervence nejsou součástí oficiálně deklarované politiky centrální banky, tak jako permanentní intervence.

Jako příklad mimořádné devizové intervence lze použít operace ČNB následující po mimořádném zasedání bankovní rady ze dne 21. ledna 2002. Na tomto zasedání se rada rozhodla provést intervenci jak přímou (operace na devizovém trhu), tak také nepřímou (snížení úrokových sazeb), jak je patrné z následující citace: „Bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB o 0,25 procentního bodu na 4,50 % a současně snížit diskontní a lombardní sazbu o 0,25 procentního bodu na 3,50 %, resp. 5,50 % s účinností od 22.1.2002. Bankovní rada zároveň rozhodla jednomyslně o provádění intervencí na devizovém trhu“ [20]

2.2.2 Vliv na devizový trh

Rozdělení intervencí na přímé a nepřímé určuje právě jakým způsobem působí na devizový trh. **Přímé devizové intervence** centrální banky spočívají v nákupech a prodejkách domácí měny za měny zahraniční na domácím devizovém trhu (především domácím komerčním bankám, případně zahraničním bankám působícím v domácí bankovní soustavě), nebo na zahraničním devizovém trhu (zahraničním bankám a jiným subjektům působícím na devizových trzích ve světových finančních centrech).

Je-li cílem centrální banky vzestup měnového kurzu domácí měny (apreciace), využívá nákupů domácí měny za měnu zahraniční, nebo nabízí a prodává zahraniční měnu za měnu domácí. V opačném případě postupuje centrální banka opačně (prodává domácí měnu, nebo nakupuje zahraniční měnu za měnu domácí). Úspěch přímých devizových intervencí záleží kromě jiného na množství jejích devizových rezerv, které má k dispozici. Zabránit zhodnocení domácí měny je proto snazší, neboť nabídku domácí měny může centrální banka zvýšit snadněji.

Intervence prováděné ČNB jsou často přímého charakteru. Jednou z nich může být rozhodnutí intervenovat z 25. října 2001 učiněné na jednání bankovní rady. Ze záznamu z jednání je zřejmé, že se ČNB rozhodla intervenovat na devizovém trhu: „Z důvodu náhlé a výrazné apreciacie nominálního i reálného kurzu koruny v minulých týdnech bankovní rada diskutovala formu optimální reakce ČNB na tento krátkodobý vývoj. Byl znovu potvrzen konsensus na tom, že využití devizových intervencí s cílem omezit krátkodobé zvýšení volatility kurzu je legitimní“. [20]

Nepřímé intervence využívá centrální banka za stejným účelem – ovlivnění devizového kurzu. Jen prostředky jsou odlišné. Např. zvyšování domácích úrokových sazeb může vést ke zhodnocování domácí měny (příklad viz odd. 2.2.6 této kapitoly). Princip této operace spočívá v tom, že spolu s růstem úrokové sazby určitého finančního aktiva denominovaná v domácí měně roste motivace investorů k jejímu nákupu. Nákupem instrumentů dochází ke zvyšování poptávky po koruně a tím k její apreciaci. Snižování úrokových sazeb centrální bankou může mít opačný vliv na devizový kurz domácí měny. Významnou úlohu má např. diskontní sazba, jejíž změny jsou signálem ohlašujícím zásadní změny v měnové politice atd. Devizové intervence regulují zprostředkovaně fungování celého tržního mechanismu – ovlivňují zaměstnanost, hrubý domácí produkt, platební bilanci, inflaci atd., tedy fundamentální ukazatele výkonnosti ekonomiky. [18]

2.2.3 Vliv na peněžní zásobu

V případě, že centrální banka připustí plný dopad devizových intervencí na peněžní zásobu, mluvíme o tzv. **nesterilizovaných devizových intervencích**. Znamená to tedy, že pokud se centrální banka rozhodne pro intervenci, tak svou činností snižuje/zvyšuje nabídku peněz v ekonomice v případě nákupu/prodeje domácí měny za měnu zahraniční.

Pokud se centrální banka rozhodne neutralizovat dopad devizových intervencí na peněžní zásobu prostřednictvím operací na volném trhu, mluvíme o tzv. **sterilizovaných devizových intervencích**. V případě, kdy centrální banka „bojuje“ proti znehodnocení domácí měny tím, že prodává devizy z devizových rezerv, by šlo o sterilizaci prostřednictvím nákupu státních cenných papírů v rámci operací na volném trhu. Pokles domácí peněžní zásoby, způsobený prodejem deviz ze strany centrální banky, by tedy byl kompenzován růstem peněžní zásoby v důsledku nákupu státních cenných papírů. [3]

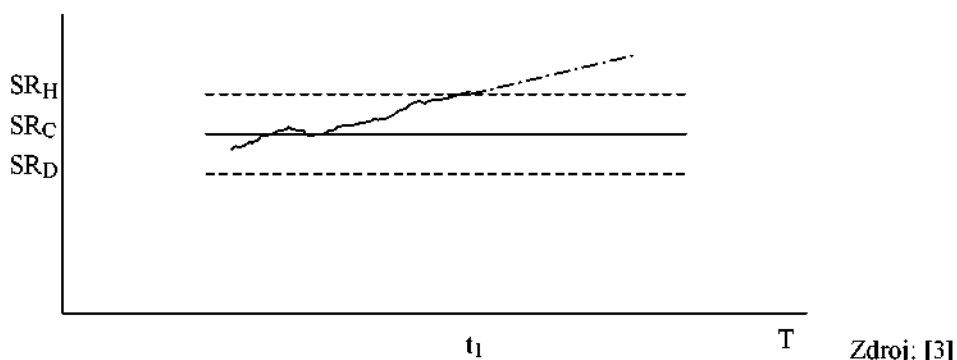
Důvodem pro sterilizaci devizových intervencí (intervence namířené proti znehodnocování domácí měny) obvykle bývá snaha centrální banky nepřipustit růst domácí úrokové míry, pokles agregátního výstupu a růst nezaměstnanosti. Svoji roli mohou sehrát i obavy o likviditu bankovní soustavy.

Převážná většina ekonomů však považuje efekt devizových intervencí na peněžní zásobu za rozhodující pro konečnou stabilizaci měnového kurzu. Z tohoto důvodu nejsou sterilizované intervence proti znehodnocování domácí měny obvykle považovány za příliš účinné. Centrální banka je při sterilizovaných intervencích sice schopna krátkodobě vyrovnat nabídku deviz s poptávkou po devizách. Zároveň však prostřednictvím nákupu státních obligací obnovuje v ekonomice původní výši peněžní zásoby, která bude znovu vyvolávat převis devizové poptávky nad devizovou nabídkou. Lze dojít k závěru, že sterilizované intervence mají oproti nesterilizovaným pouze krátkodobou efektivitu (pokud vůbec dojde k ovlivnění měnového kurzu).

2.2.4 Systém devizového kurzu

Z hlediska povinnosti, vyplývající ze systému devizového kurzu v dané zemi, lze rozlišit devizové intervence fakultativní a obligatorní. Pokud je v zemi zaveden systém pevného devizového kurzu, řízený floating, nebo je měna zavěšena na referenční měnu je nezbytné, aby CB intervenovala (prováděla **obligatorní intervence**) na udržení kurzu na dané úrovni, nebo ve specifikovaném pásmu. Naopak pokud je v zemi zaveden systém volného floatingu, pak se jedná o **fakultativní intervence**, jelikož jejich provádění není vyžadováno systémem devizového kurzu.

Obr. 9: Obligatorní devizové intervence v systému pevného kurzu



Na obrázku 9 je zachycen pohyb devizového kurzu v čase t v systému pevného kurzu. Předpokládejme, že ústřední kurz má hodnotu SR_C , horní (devalvační) pásmo oscilace je značeno SR_H , zatímco dolní (revalvační) pásmo oscilace je značeno SR_D . Představme si hypotetickou tržní situaci, že sledovaná měna má tendenci se znehodnotit v čase t_1 nad horní (devalvační) pásmo oscilace (pohyb je naznačen čerchovanou čarou). Centrální banka musí v tomto případě začít provádět devizové intervence proti dalšímu znehodnocení své měny prostřednictvím prodeje deviz na devizovém trhu. Prakticky to znamená, že dealeři centrální banky musejí vytvořit nekonečně pružnou nabídku deviz při horním limitu oscilace a nepřipustit znehodnocení měny nad povolenou mez. [3]

Jak bylo uvedeno výše, mohou obligatorní intervence souviset mimo jiné s fixním devizovým kurzem. Proto jako příklad tohoto druhu intervence lze použít činnost CB v centrálně řízené ekonomice, konkrétně operace SBČS před rokem 1989. Jelikož systém devizového kurzu byl fixní, bylo povinností SBČS intervenovat na měnovém trhu na udržení centrálně stanoveného kurzu. Stejně tak pokud přistoupí ČR k režimu ERM II. (viz kapitola 3), pak bude nutné udržet kurz koruny k euru v rozmezí $\pm 15\%$, nejspíše pomocí intervencí, které tím pádem bude možné považovat za obligatorní (přesto, že režim ERM II. obligatorní není). Avšak v současné době není ČNB povinna intervenovat na ovlivnění devizového kurzu a proto veškeré intervence provedené za současných podmínek jsou intervencemi fakultativními.

2.2.5 Provázanost intervenční politiky

Z hlediska toho, zda se CB zavázala sladit svou politiku s intervencemi CB jiných zemí, rozlišujeme intervence koordinované a nekoordinované. **Koordinované intervence** jsou takové, které provádějí centrální banky více zemí společně za účelem dosažení společného cíle. Koordinované intervence mohou pozitivně působit v tom smyslu, že naznačují ochotu zemí koordinovat své politiky a tím napomáhají přesvědčení soukromých obchodníků o tom, že signál, který je centrálními bankami vyslán je skutečně pravdivý. Nebo potřeba koordinovaných intervencí opět vychází ze systému měnového kurzu, který je v daných zemích zaveden.

Pokud je více zemí zapojeno do společného systému měnového kurzu (měnových kurzů), pak by měly provádět intervence v souladu s operacemi ostatních členů společenství. Například účastnické země v bretonwoodském systému prováděly koordinované intervence. Tento systém byl udržován členskými státy Mezinárodního měnového fondu do roku 1971, kdy se rozpadl. Ke změnám základní parity docházelo nepravidelně a jen v tom případě, že v zemi

vznikla tzv. základní nerovnováha. Změny parity větší než 10 % musela každá země předem konzultovat – koordinovat – s Mezinárodním měnovým fondem. Tím bretton-woodský systém napomáhal až do počátku sedmdesátých let minulého století k vytváření stabilních podmínek pro ekonomické subjekty účastníci se mezinárodních ekonomických vztahů a stabilního mezinárodního finančního systému, jenž podporoval rozvoj mezinárodního obchodu a investiční činnosti. [18]

Oproti tomu **nekoordinované intervence** jsou intervence prováděné v jedné konkrétní zemi, bez návaznosti na okolní prostředí za účelem splnění monetárních cílů dané země. Jelikož ČNB se dosud nezavázala ke sladění své monetární politiky s jinými státy, lze v jejím případě hovořit o nekoordinovaných intervencích.

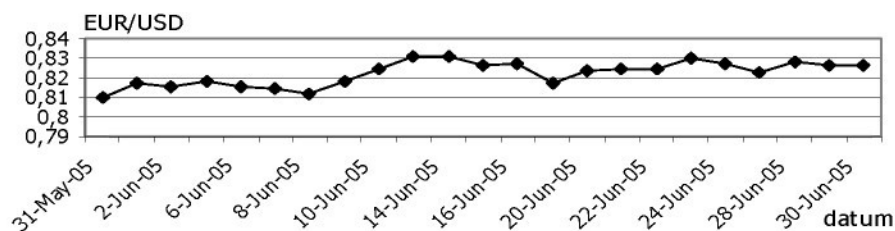
2.2.6 Komunikace s veřejností a médii

Hledisko „mediální otevřenosti“ rozděluje intervence na **otevřené** a **skryté**. V případě, že CB předem informuje veřejnost prostřednictvím tiskových zpráv o plánované intervenci, pak se jedná o otevřené intervenování. Avšak CB může mít v zájmu i zatajit začátek intervence, nebo její faktickou existenci a pak nijak veřejnost neinformuje. Mluvíme pak o skrytých intervencích.

Z hlediska komunikace CB s veřejností lze odlišit ještě speciální typ tzv. **slovní intervence**. Jestliže dosud byla řeč nejčastěji o nakupování či prodeji měny, nebo ovlivňování úrokových sazeb jako o podstatě intervencí, slovní intervence nezahrnuje žádnou operaci CB. Jedná se o situaci, kdy se čelní představitelé CB vyjádří do médií k úrovni devizového kurzu či k jinému faktoru, který má vliv na vývoj kurzu.

Jako příklad může sloužit tisková zpráva americké centrální banky FED z 31. května 2005, kde se uvádí, že 3. května 2005 byla zvýšena diskontní sazba z 3,75 na 4 %. V dané době začal USD proti EUR mírně posilovat z 0,8098 EUR/USD 31.5.2005 na 0,8266 EUR/USD o měsíc později. Lze předpokládat, že vliv na kurz byl dvojitý: slovní intervence spojená s otevřenou nepřímou intervencí (zvýšení diskontní sazby). [22]

Obr. 10: Apresiasi dolaru po slovní intervenci v květnu 2005



Zdroj: *Foreign Exchange Rates – Historical Data* [online]. Last update: May 1, 2006 [cit. 2006-05-08].
Dostupné z <http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.txt>.

2.2.7 Působnost vůči trendu vývoje devizového kurzu

Devizové intervence na ovlivnění měnového kurzu lze také rozlišit dle hlediska jakým směrem působí na tři typy:

- a) Postupování proti trendu, kterým se kurz vyvíjí – intervence centrální banky jsou vedeny za účelem obrátit nebo zpomalit trend apreciacie/depreciace kurzu. Jinými slovy pokud kurz depreciuje (apreciuje) v období před intervencí, pak centrální banka provádí nákupy (prodeje) domácí měny, aby měna apreciovala (depreciovala). Tato strategie se do anglického jazyka překládá jako „Leaning against the wind“.
- b) Vyrovnávání fluktuací měnového kurzu – centrální banka intervenuje na zpomalení apreciacie nebo depreciace domácí měny. To je prováděno tak, že centrální banka nakupuje (prodává) domácí měnu a tím způsobuje, že měnový kurz depreciuje méně (apreciuje méně) v období po intervenci v porovnání s obdobím před intervencí. (Angl.: „Smoothing exchange rate movements“).
- c) Následování trendu, kterým se kurz vyvíjí – nákupy (prodeje) domácí měny by měly způsobit, že měnový kurz apreciuje (depreciuje) více jako následek intervence. Jelikož většina centrálních bank usiluje především o provádění strategií a) a b), může tato strategie naznačovat pochybení v systému devizových intervencí.

2.2.8 Shrnutí klasifikace devizových intervencí

Přestože byly vymezeny jednotlivé druhy devizových intervencí podle různých hledisek, je potřeba zmínit, že v praxi lze konkrétní intervenci posuzovat z více hledisek. Proto v textu zmiňované příklady reprezentují více druhů intervencí podle různých hledisek (nikoliv však různé intervence podle stejného hlediska). Z toho důvodu mohou být výsledkem politiky CB jak intervence mimořádná-přímá, tak také mimořádná-nepřímá, jak bylo uvedeno v části 2.2.1 o intervenci ČNB v lednu 2002.

3 Vývoj systému devizového kurzu koruny

V této kapitole bude popsán vývoj systému devizového kurzu české koruny v transformačním období ČR až po současnost, tedy v období od roku 1989 do roku 2006. Tato perioda se velmi liší od celého předcházejícího 20. století, jelikož v transformačním období prošel systém změnou od nepohyblivého oficiálního kurzu se skrytou oscilací až k řízenému floatingu.

3.1 Teorie systému devizového kurzu a jeho klasifikace

Neexistuje jediná univerzální definice systému měnového kurzu. Jak uvádí například P. Samuelson o měnovém systému; *systém měnových kurzů je soubor pravidel, mechanismů a institucí, podle nichž se provádějí a inkasují platby v rámci transakcí, které přesahují hranice zemí.*⁷

V. Bakule vymezuje kritéria, podle kterých lze charakterizovat jednotlivé systémy devizových kurzů:

- způsob odvozování devizového kurzu (zda je devizový kurz determinován nabídkou a poptávkou, určován centrálně, nebo na základě koše měn);
- způsob vymezení základní parity a podmínky jejich změn (je základní parita vymezena, popřípadě jakým způsobem);
- jak často lze, nebo je CB povinná měnit základní paritu;
- způsob oscilace měnového kurzu (volná oscilace, nebo je dáno pásmo pro oscilaci);
- charakter oscilace kurzu (pokud kurz osciluje, zda zjevně, nebo skrytě);
- způsob ovlivňování oscilace devizového kurzu (zda CB intervenuje na změny kurzu, popřípadě jestli jsou intervence obligatorní nebo fakultativní);
- korigování devizového kurzu (zda je potřeba kurz korigovat k odstranění diference mezi proklamovaným a skutečným kurzem);
- koordinace v oblasti devizové politiky s okolními ekonomikami (zda je kurz součástí společné politiky, nebo naopak pouze záležitostí CB);

⁷ Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: *Ekonomie*. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995, 2. vydání, ISBN 80-205-0494-X, s. 941

- uplatnění devizového kurzu v hospodářské politice země (zda je kurz využíván pro ekonomické rozhodování, např. vývozců a dovozců, nebo slouží jen k formálnímu převodu ekonomických veličin dané měny na zahraniční). [2]

Na základě výše uvedených kritérií lze vymezit hlavní typy systémů devizových kurzů. Jak je uvedeno na schématu, které je uvedeno v příloze č. 1, je klasifikace systémů devizových kurzů dle V. Bakuleho rozčleněna primárně na systémy pružné a nepružné. Pružné devizové kurzy vystupují jako systém kurzu s neomezenou oscilací a jako systém kurzu s omezenou oscilací. Oproti tomu nepružné devizové kurzy jsou členěny na nepohyblivé a diferencované devizové kurzy. Na tyto základní, hlavní systémy pak navazují příslušné podsystemy.

Pro analýzu vývoje systému devizového kurzu v transformačním období v České republice poslouží detailnější pohled pouze na hlavní systémy kurzu.

V systému **nepohyblivého devizového kurzu**, který byl charakteristický pro plánovanou ekonomiku (u nás před rokem 1989), sloužil kurz především jako koeficient, dle kterého se přepočítávaly ekonomické veličiny. Výhody takto fixního kurzu jsou odolnost proti kurzovým turbulencím, neexistence spekulací, žádné ztráty pro exportéry a importéry v důsledku pohybu kurzu. Avšak nevýhody jsou značné, jak bude vidět dále v popisu situace v ČSSR v roce 1989. Fixní kurz neodráží přesně kupní sílu měny, tedy množství jednotek potřebných k získání jednotky cizí měny což vede k deformaci vnímání cen.

Systém diferencovaného devizového kurzu lze chápat jako dvoustranné nebo vícestranné znázornění kurzu. V tomto režimu může být vymezena základní (oficiální) parita, ale zároveň se transakce se zahraničím mohou uskutečňovat podle kurzů vymezených odlišně.

Jako představitele **pružného systému devizového kurzu s neomezenou oscilací** lze uvést přední světové měny po rozpadu brettonwoodského systému (GBP, JPY, CHF apod.). Nejedná se o systém bez jakékoliv oscilace, avšak má se za to, že oscilace je neomezená – nejsou vymezeny žádné limity či hranice oscilace. Principem tohoto systému je skutečnost, že devizový kurz se mění na základě hospodářských vlivů a odráží tak úroveň domácích výrobních nákladů a cen v porovnání se zahraničím. Přináší ovšem riziko kurzových ztrát (či možnost kurzového zisku) pro mezinárodní obchodníky při svém pohybu.

Další formou pružného devizového kurzu je **systém s omezenou oscilací kurzu**. U těchto kurzů je **hranice horního pásma** oscilace dána tzv. horním intervenčním bodem, a **hranice dolního pásma** oscilace analogicky tzv. dolním intervenčním bodem. V současné praxi se jedná o systém řízeného **floatingu**, kdy je kurz udržován centrální bankou v určitém pásmu (popřípadě je kurz navázán na stanovenou referenční měnu v určitém poměru). Dalším příkladem může být i režim **ERM II.**, který je nutno dodržovat po dobu dvou let pro přijetí společné měny Evropské unie. Tento systém zahrnuje určitou jistotu pro účastníky trhu podobně jako systém fixního kurzu, na druhou stranu se však přizpůsobuje změnám na měnovém trhu a odráží tak lépe hospodářskou situaci země podobně jako pružný devizový kurz.

Velmi podobně klasifikuje systémy devizového kurzu i Frankel⁸ a kolektiv. Čtvrtletní databáze režimů devizového kurzu spravovaná Mezinárodním měnovým fondem obsahuje 10 kategorií, z nichž byly vytvořeny 3 širší (hlavní) režimy: **fixní** (zavěšení na referenční měnu), **střední** a **pružný** (volný floating). První dvě kategorie se dále dělí následujícím způsobem:

Fixní režim – zavěšení na americký dolar, francouzský frank a na ostatní měny (zahrnující indickou rupii, jihoafrický rand, britskou libru), zavěšení na SDR⁹ (koš MMF) a zavěšení na koš měn (včetně tzv. Bretton-woodského systému).

Střední režim - omezená pružnost vzhledem ke koši měn, vzhledem ke konkrétní měně a vzhledem ke kooperativní dohodě (včetně Evropského měnového systému), řízený floating, následování referenční měny a oscilační rozpětí.

3.2 Vývoj systému devizového kurzu v České republice

Jestliže cílem této kapitoly je analyzovat vývoj devizového systému v ČR, bude toto období rozděleno na tři různě dlouhé periody. Nejprve se zaměříme na období od roku 1989 do roku 1995. Druhá část vývoje probíhala v letech 1995-1997. Od roku 1997 do současnosti pokračuje třetí, a zatím poslední, část vývoje systému devizového kurzu v **transformačním** období v České republice.

⁸ FRANKEL, J. et al.: Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime. *Journal of International Money and Finance*, 2004, 23, pg. 701-733.

⁹ SDR (Special Drawing Rights) je devizové úvěrová facilitata emitovaná Mezinárodním měnovým fondem. Zároveň slouží jako uměle vytvořený mezinárodní koeficient, který by měl v případě velkých výkyvů dolarové ceny zlata a devizových kurzů národních měn přispět ke stabilnějšímu vyjadřování hodnotových veličin.

3.2.1 Období let 1989-1995

První perioda začíná změnou politických poměrů v naší republice v roce 1989. Jako důsledek centrálně plánované ekonomiky, trvajících v ČR od roku 1948, byl kurz charakteristický několika aspekty:

- devizový kurz koruny mohl vykazovat jen omezené výkyvy od oficiálně stanovené parity, navíc pouze krátkodobě;
- jelikož koruna neměla vnitřní ani vnější směnitelnost, tak nebyla předmětem běžných nákupů a prodejů na mezinárodním devizovém trhu;
- neexistoval takřka žádný vliv devizového kurzu na hospodářskou politiku země;
- stále přetrvávala velice významná role státu jako devizového monopolu, z čehož plynula velmi omezená nabídka deviz;
- počátky národního devizového trhu byly představovány pravidelně se konajícími aukcemi, kde se obchodovalo pouze ve standardizovaném množství jednotlivých měn,¹⁰
- administrativně stanovené oficiální devizové kurzy koruny díky své nepružnosti nevyjadřovaly kupní sílu národní měny, čímž zároveň nevyjadřovaly ani reálné množství domácích peněžních jednotek nutných k získání měny zahraniční.

Dále k počátkům transformace ČR v souvislosti s devizovým kurzem koruny A. Landorová uvádí: „Nereálnost oficiálního devizového kurzu, nazývaného také devizový koeficient, vedla již v roce 1987 k rozhodnutí zavést jednosložkový kurz od 1. 1. 1989. Jeho úroveň se odvozovala z nákladů na získání zahraničních měn při vývozu a s přihlédnutím k některým záměrům hospodářské politiky (podpora vyrovnanosti zahraničně ekonomických vztahů, efektivní využívání mezinárodní dělby práce aj.). Kurz schvalovala vláda po projednání s řídicími centrálními orgány (banka, ministerstvo financí, zahraničního obchodu atd.). Změny kurzu měly rozpětí $\pm 5\%$ od schválené úrovně, mohly je provádět jednotlivé řídicí stupně podle rozpětí změny. Ve vztahu k směnitelným měnám byla použita metoda měnového koše, tj. souboru vybraných měn, jejichž podíly byly stanoveny na základě podílu měny na obratu obchodních a neobchodních inkas a platů v československém platebním styku se zahraničím. Operativní změny kurzů směnitelných měn se řídily jejich vývojem na devizových trzích vypočtených pomocí křížových kurzů (crossrates). Neobchodní a turistické kurzy byly určovány odděleně ministerstvem financí.“ [6]

¹⁰ Devizy byly obchodovány v tzv. lotech, přičemž lot činil 10 tisíc Kčs v protihodnotě devizového depozita přepočteného kurzem aukčního dne. Na devizových aukcích se kurz utvářel podle poptávky a nabídky deviz, která však byla značně limitovaná. Aukční devizový kurz koruny ve vztahu k USD se na jednotlivých aukcích zhodnocoval od počátečních 114,35 na 39,4 Kčs/USD.

Tento **fixní systém devizového kurzu** koruny podporující politiku centrálně plánované ekonomiky před rokem 1989 byl zcela nevyhovující pro podstatu nově nastupujícího tržního hospodářství a proto byla jeho změna jedním z hlavních úkolů centrální banky.

První období do roku 1995 je období přechodu od nesměnitelné koruny ke směnitelné. Tento proces bylo nutné provádět postupně. Ekonomika tehdejšího Československa nebyla natolik silná, aby mohla unést přímou konfrontaci s konkurencí z vyspělých zemí. Úplná liberalizace kapitálových toků by totiž v podmínkách prvních let ekonomické transformace znamenala buď vysoké nároky na zvýšení zadluženosti ve volně směnitelných měnách nebo značnou devalvaci koruny a s tím související tlak na zvýšení vnitřní cenové hladiny, která již v té době byla relativně vysoká. [19]

Po roce 1989 začaly být vztahy mezi jednotlivými měnami vyjadřovány jedinou absolutní veličinou. Kurzové relace jednotlivých měn se pružně přizpůsobovaly vývoji předních směnitelných měn na mezinárodních devizových trzích. Kurz koruny byl již od roku 1981 vázán na individuální měnový koš složený z pěti měn, které měly rozhodující váhu na struktuře československého platebního obratu ve směnitelných měnách (USD, DEM, ATS, GBP a FRF).

V průběhu roku 1990 byl zaveden jednotný kurz pro obchodní a neobchodní platby a byly provedeny devalvační úpravy kurzu Kčs ke směnitelným měnám tak, aby se jeho úroveň přiblížila realistickým východiskům pro formování kurzu v tržních podmínkách. Po přechodné období byl vyčleněn turistický kurz.

Vnitřní směnitelnost koruny byla zavedena 1.1. 1991 a znamenala uvolnění operací na běžném účtu platební bilance (tzn. především vývoz a dovoz zboží a služeb) a částečně i uvolnění kapitálových transferů směřujících do ekonomiky. Stále však byla podstatná část kapitálových toků ponechána pod státní kontrolou. Systém kurzu koruny po roce 1991 bylo možno charakterizovat jako systém kurzu **interně směnitelné měny vázané na individuální měnový koš**. Jeho struktura (od 2.1.1992) byla tvořena souborem 5 měn, které měly rozhodující úlohu v československém platebním obratu: 49,07 % USD; 36,15 % DEM; 8,07 % ATS; 3,79 % CHF a 2,92 % FRF. Kurz koruny se pak stanovil podle následujícího předpisu:

$$\begin{aligned}
&0,491 \frac{CZK / USD 27,9}{USD / USD} + 0,362 \frac{CZK / DEM 18,4}{USD / DEM} + 0,807 \frac{CZK / ATS 2,6}{USD / ATS} + \\
&+ 0,379 \frac{CZK / USD 20,6}{USD / CHF} + 0,292 \frac{CZK / FRF 5,4}{USD / FRF} = XCZK / USD
\end{aligned}
\tag{12}$$

Od září 1992 v souvislosti se zahájením devizového fixingu stanovuje SBČS kurz Kčs ke směnitelným měnám podle nové metody. Vlastní vazba na měnový koš není již pevně fixována, jak tomu bylo dříve, ale pro pohyb kurzu k měnovému koši je zavedeno úzké oscilační pásmo v rozsahu $\pm 0,5 \%$. K 1.4.1993 byl měnový koš omezen na dvě měny – americký dolar (váha 35 %) a německou marku (váha 65 %). Důvodem bylo technické zjednodušení, neboť se na historických datech zjistilo, že se propočty podle dvouměnového koše chovají téměř stejně jako kurzy vypočítané podle původního pětiměnového koše. Úzké oscilační pásmo $\pm 0,5 \%$ zaručovalo značnou stabilitu devizového kurzu, což mělo pozitivní vliv na zahraniční obchod. Zároveň se ukázalo, že docházelo ke stabilizaci devizového kurzu koruny, jelikož apreciační tlaky dolaru byly vykompenzovány depreciačními tlaky německé marky a naopak.

Poté co bylo dosaženo plné liberalizace operací běžného účtu platební bilance, následovalo postupné uvolňování kapitálových toků a vytváření předpokladů pro zavedení plné směnitelnosti koruny. Aby se mohla koruna stát plně směnitelnou, bylo nutné zvýšit otevřenost české ekonomiky, modifikovat strukturu exportu a importu a tím postupně zvyšovat konkurenceschopnost českých podniků na mezinárodním trhu. Spolu s těmito kroky bylo nezbytné splnit podmínku makroekonomické stability, tedy dosáhnout úrovně vyspělých států v makroekonomických veličinách (HDP, inflace, nezaměstnanost, saldo zahraničního obchodu). Zároveň disponovat stabilní měnou, která by přispívala k rozvoji zahraničního obchodu a zvyšovala šanci na úspěch českým exportérům.

V roce 1995 byl uskutečněn další významný krok v liberalizačním procesu české ekonomiky přijetím nového devizového zákona č. 219/1995 Sb. (s platností od 1. října 1995), kterým se Česká republika přihlásila k článku VIII Dohod Mezinárodního měnového fondu. Tento článek požaduje směnitelnost národní měny minimálně na úrovni směnitelnosti pro devizové cizozemce a pro běžné položky platební bilance. Ve skutečnosti nový devizový zákon vymežil směnitelnost české koruny daleko za touto úrovní. Zákon explicitně stanovil pouze omezený okruh operací, ve kterých koruna není nadále směnitelná. Zejména šlo o portfoliové

investice pro rezidenty, otevírání účtů rezidentů v zahraničí, poskytování finančních úvěrů nerezidentům a nákup nemovitostí rezidenty.

Tímto krokem byla definitivně ustanovena vnější směnitelnost české měny, což znamenalo pro domácí ekonomiku mnohé příležitosti, ale i hrozby. Mezi kladné efekty vnější směnitelnosti patří například volný příliv zahraničního kapitálu a s tím rozvoj domácího průmyslu, otevření zahraničního trhu pro české podnikatele, nebo urychlení integrace do EU. Mezi záporné důsledky lze mimo jiné zařadit příliv krátkodobého spekulativního kapitálu, přesun aktivit českých podniků do zahraničí a s tím spojená vyšší míra domácí nezaměstnanosti, větší volatilita devizového kurzu znamenající také vyšší míru rizika pro podniky vyvážející svou produkci do zahraničí. [19]

3.2.2 Období let 1995-1997

Systém devizového kurzu koruny lze od roku 1995 charakterizovat jako **pružný systém interně i externě směnitelné měny s pevnou vazbou na měnový koš**, od kterého se kurz koruny mohl vychylovat v rozmezí $\pm 0,5$ %. Z důvodu silícího přílivu zahraničního kapitálu a tím inflačních tlaků rozhodla bankovní rada v únoru 1996 o rozšíření **fluktuačního pásma** oscilace z $\pm 0,5$ % na $\pm 7,5$ %. Toto opatření mělo vést k větší volatilitě kurzů české koruny, ke zvýšení kurzového rizika a k následnému omezení přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu, jehož příliv byl motivován vysokými domácími úrokovými sazbami.

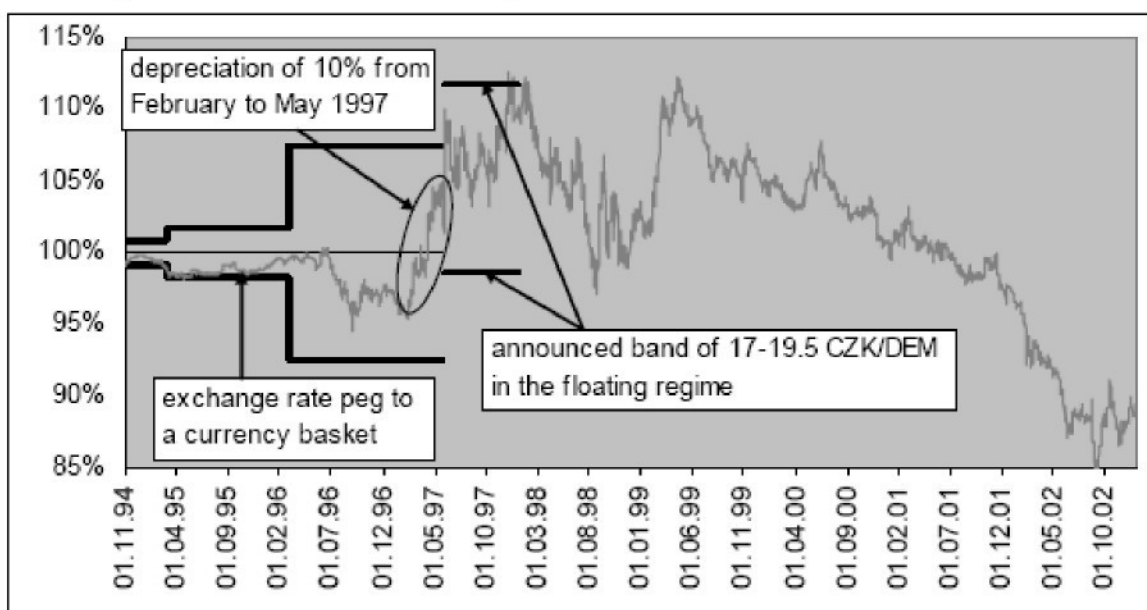
Zejména z důvodu ohromného deficitu běžného účtu (7,4 % HDP v roce 1996) a nárůstu zahraničního dluhu ČR na „citlivou“ mez (zahraniční závazky ČR činily 40 % HDP) se v polovině května 1997 dostala česká koruna pod silný tlak stabilizační spekulace. Jako spouštěcí mechanismus zřejmě zafungovala měnová a bankovní krize v některých zemích východní Asie a následný odchod investorů z rizikových oblastí. Svoji roli mohla sehrát i tehdejší politická konfrontace mezi stranami vládní koalice.

V této druhé periodě vývoje systému devizového kurzu v transformačním období ČR došlo k rozšíření **fluktuačního pásma** oscilace a tím k dalšímu kroku k řízenému floatingu v budoucnu.

3.2.3 Období od roku 1997

Jako shrnutí předchozích období a zároveň jako úvod do poslední části transformace systému devizového kurzu poslouží následující obrázek, na kterém jsou zachyceny všechny fáze vývoje systému měnového kurzu od roku 1993 do 2002 (a tím i do současnosti). Osa x slouží jako časová osa, oproti tomu osa y vyjadřuje procentní změnu měnového kurzu, kde báze je rok 1993 (100 %). V úvodu je vidět systém zavěšení měnového kurzu na koš měn („exchange rate peg to a currency basket“), následuje deprecie kurzu o 10 % v roce 1997 v režimu širšího oscilačního pásma („depreciation of 10% from February to May 1997“). Poslední poznámka se vztahuje k oznámenému rozpětí 17 – 19,5 Kč/DEM v systému plovoucího kurzu – toto rozpětí je v grafu vyznačeno a kurz se podařilo udržet v tomto pásmu.

Obr. 11: Systém měnového kurzu v České republice v období 1993 - 2002



Zdroj: [15]

Poznámka: Měnový kurz je brán jako kurz koruny proti měnovému koši a poté jako kurz koruny k marce (následně k euru) v systému řízeného floatingu.

Česká národní banka provedla v roce 1997 mnohá zásadní rozhodnutí a tím učinila tento rok dalším zlomovým okamžikem. Počátek roku 1997 se vyznačoval útlumem výkonnosti celé ekonomiky, vysokým meziročním zhoršením obchodní bilance, snížením devizových rezerv celé bankovní soustavy a politickou nestabilitou (demise vlády), což potvrzoval snížený rating České republiky. Postupně vzrůstala nedůvěra v českou měnu, která i přes nepříznivý vývoj základních makroekonomických ukazatelů na konci roku 1996 a počátkem roku 1997 zaznamenala rychlé zhodnocení a jevila se proto jako nadhodnocená. Situace vyvrcholila v

květnu tohoto roku měnovou krizí, kdy se koruna stala předmětem spekulací zahraničních investorů. Došlo k prodeji velkého objemu korunových aktiv a nákupu aktiv devizových. Česká národní banka reagovala restriktivní měnovou politikou. Konkrétně učinila tato opatření:

- provedla nepřímou intervenci zvýšením úrokových sazeb (lombardní sazba ze 14 % na 50 %, a jednotýdenní repo sazba na její prozatím historickou hranici 75 % od roku 1989);
- provedla přímou intervenci na devizovém trhu v celkovém objemu 2,32 mld. USD na zhodnocení české koruny, avšak i přesto nebyla schopna udržet korunu v oscilačním pásmu.

Jako důsledek nepříliš úspěšných intervencí zrušila ČNB oscilační pásmo $\pm 7,5\%$ a zrušila pevnou vazbu koruny na koš měn. Oficiálně deklarovala, že nadále bude používat **systém řízeného floatingu** s orientací na kurz české koruny k německé marce (později k euru).

Od konce května roku 1997 lze tedy systém devizového kurzu koruny charakterizovat jako pružný systém interně a externě směnitelné měny bez pevné vazby na jinou měnu a bez pásem oscilace, kdy Česká národní banka může ale nemusí intervenovat na vývoj kurzu. Tento systém, který je využíván do současnosti, má mnohé výhody, stejně tak jako nevýhody. Shrnutí k výhodám patří:

- možnost flexibilně a včas přizpůsobovat úroveň domácích výrobních nákladů a cen cenám a nákladům zahraničním;
- neexistence povinnosti udržovat kurz měny v rámci oscilačního pásma umožňuje centrální bance snižovat objem držených devizových rezerv.

Avšak tento systém devizového kurzu také zahrnuje jisté nevýhody:

- roste pravděpodobnost kurzové ztráty v důsledku častých, nebo neočekávaných změn kurzu v případě investování v zahraničí, čímž narůstá riziko zahraničního obchodu;
- vzrůstá pravděpodobnost spekulací na vývoj měnového kurzu, což může znamenat další rizika pro malou otevřenou ekonomiku ČR;
- zároveň by fungování v tomto systému znamenalo nemožnost přijetí eura z důvodu nesplnění konvergenčních kritérií, která jsou stanovena představiteli EU.

Jak je patrné z obrázku 12, dochází od roku 1999 k postupnému posilování koruny vůči euru (s výjimkou v období roku 2004, kdy koruna krátkodobě oslabovala). Tento trend je způsoben současnými i budoucími ekonomickými vztahy se zeměmi Evropské unie a souvisí

s očekávaným vstupem ČR mezi tyto státy. Nejprudší posilování koruny vůči euru zaznamenala koruna v období dvanácti měsíců od poloviny roku 2001, kdy posílila o 11,5 %. [15] Tento vývoj zformoval v tehdejší době velké množství exportujících firem (do dubna 2002 až 180 podniků), jejichž cílem mimo jiné bylo, aby ČNB razantně zasáhla proti silné koruně. Pokud by však ČNB jejich přání vyhověla, došlo by pouze umělému udržování podmínek nižší konkurenceschopnosti našich podniků.

Obr. 12: Vývoj měnového kurzu od roku 1999 do současnosti



Zdroj: Česká národní banka, vlastní zpracování

3.2.4 Shrnutí vývoje systému devizového kurzu

Krátce lze říci, že v průběhu prvních sedmi let transformace se hledala správná cesta k zavedení nového a kvalitnějšího systému. V této době došlo postupně k tomu, že se kurz stal pružným a více odrážel reálnou situaci na devizovém trhu. V současné době je systém české koruny flexibilní a umožňuje tak vývoj na základě nabídky a poptávky na devizovém trhu s občasnými intervencemi ČNB. Jelikož došlo k připojení ČR k Evropské unii, bude během několika let česká koruna opět fixována, tentokrát na euro. Tím bude učiněn mírný krok zpět a bude záležet na fiskální politice, zda tato fixace v době před přijetím eura přinese spíše pozitiva nebo spíše negativa.

3.3 Současná situace devizového kurzu české koruny

V době vytváření této práce, tedy na jaře 2006, pokračuje stále trend posilování koruny vůči dolaru i euru. Přestože není možné přesně predikovat vývoj devizového kurzu, mnozí odborníci alespoň vyjadřují svůj názor na očekávaný vývoj měny. Jak je patrné z odborných periodik mnozí experti předpokládají další posilování koruny. Například dle odhadů odborníků z ČNB a analytiků z PPF Asset Management se lze domnívat, že koruna bude v následujících letech posilovat ročně o 80 haléřů až korunu. Odhadují také, že kurz CZK/EUR by počátkem roku 2007 mohl zahájit na úrovni 28,2 koruny za euro. Tímto tempem by koruna do roku 2010, kdy by podle plánů vlády mělo být zavedeno euro, posílila až na 25,7 koruny za euro. ČNB počítá však s posilováním podstatně pozvolnějším. Člen bankovní rady Jan Frait nedávno uvedl, že v roce 2010 by měl být kurz „výrazně vyšší“ než 25 korun za euro. Reakce ČNB na posilování kurzu koruny v průběhu března 2006 byla zdrženlivá a nakonec neuskutečnila plánované snížení úrokových sazeb. Důvodem byla obrát v politice Evropské centrální banky, která naopak úrokové sazby zvýšila. Zvyšovat úroky se chystá i FED, centrální banka USA. Obě tyto skutečnosti vedou k dočasnému zklidnění posilování koruny. [12]

Tento vývoj není vítán českými exportéry, především těmi drobnými, kteří mají potíže i bez silné koruny. Jejich podnikání je posilující korunou negativně ovlivňováno, jelikož při využití kontraktů v cizí měně klesá hodnota, kterou dostanou od odběratele za exportované výrobky. Jak uvádí J. Grund, předseda Asociace exportérů; „*je současný kurz koruny nadhodnocen asi o pět procent*“. [12] Na rostoucí kurz koruny má významný vliv svižný růst ekonomiky a zejména příliv zahraničních investic. Jedná se často o továrny postavené na zelené louce, které nezdědka využívají vládou dotovaných pobídek včetně daňových prázdin. Řešení pro malé firmy by mělo být stejné jaké využívají velké společnosti. Bankovní trh nabízí produkty umožňující se zajistit proti pohybům měnového kurzu, především obchody typu forward, futures a termínové opce.¹¹ Řešením individuálních problémů malých podnikatelů totiž nemůže být reakce CB a její případná intervence. Takový postup by pouze dále zvyšoval jejich nekonkurenceschopnost.

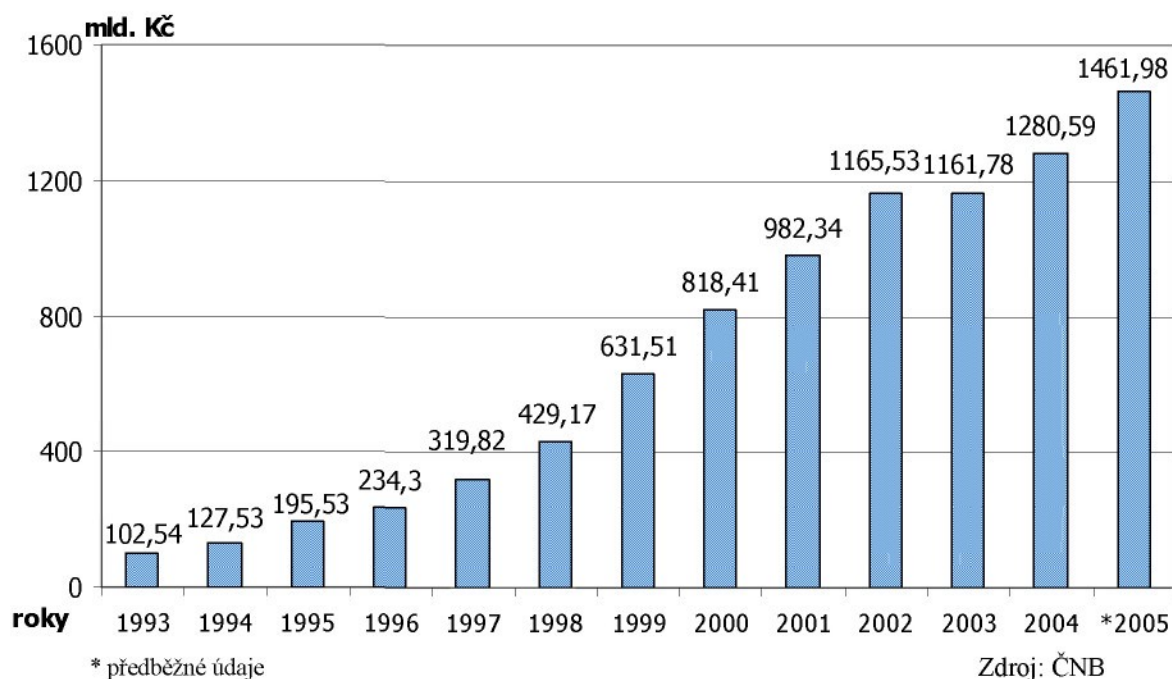
Přímé zahraniční investice je možné nejjednodušeji definovat jako investice, při nichž domácí investoři získávají takový podíl na základním kapitálu zahraničního podniku, který jim umožňuje jeho plnou kontrolu. V České republice přesně definuje přímé zahraniční investice (PZI) zákon č. 219/1995 Sb. PZI může být realizována buď výstavbou nového podniku, tzv. „na

¹¹ Pro bližší pojednání o těchto zajišťovacích prostředcích například: Kodera, J.: *Devizové obchody*. 1. vyd., Bankovní institut vysoká škola, a.s., Praha 1998, 134 s.

zelené louce“, nebo převzetím celého, nebo pouze části podniku již existujícího. Přímé investice nemusí být vždy nutně spojeny s „viditelným“ pohybem kapitálu z jedné země do druhé, protože zahraniční společnosti mohou zakládat a dále rozvíjet své pobočky či zvyšovat vlastnický podíl prostřednictvím svých reinvestovaných zisků nebo také prostřednictvím zdrojů získaných na úvěrovém trhu té země, kde působí. [18]

Vývoj PZI je vidět na obrázku 13, který znázorňuje kumulovaný příliv PZI. Je zjevné, že PZI stále rostou s výjimkou roku 2003, kdy mírně poklesly.

Obr. 13: Kumulovaný příliv PZI



Jistěže investice ze zahraničí přinášejí mnohá pozitiva. Nejdůležitější jsou přínos know how, západní styl manažerského řízení, růst důvěryhodnosti země, zapojení ekonomiky do mezinárodních produkčních a prodejních sítí, nová pracovní místa atd. S ohledem na téma vývoje systému devizového kurzu, potažmo devizového kurzu samotného by bylo třeba zmínit také jejich nevýhody. PZI představují riziko pro budoucí vývoj kurzu. Toto riziko je představováno dvěma základními faktory. Prvním je výplata dividend tuzemskou firmou zahraničnímu vlastníkovi. Často se jedná o veliké sumy. Jako příklad může posloužit dividenda vyplacená firmou Škoda Auto, a.s. své mateřské společnosti Volkswagen v půlce roku 2004 ve výši tří miliard Kč. V předchozích letech se koncern dividendy zřekl a ponechal prostředky firmě na investice. Přestože se jedná o jednu z největších dividend české průmyslové firmy, existují i další příklady firem, jejichž dividendy jsou v řádech miliard. Jsou to elektrárenská společnost

ČEZ, Český Telecom a Philip Morris. Větší jsou dividendy placené bankami. Ve stejném roce vyplatila ČSOB své mateřské společnosti 9,7 mld. Kč. Takovéto transakce mohou zapříčinit pokles kurzu, jelikož převod větších částek peněz do zahraničí snižuje kurz koruny.

Stejně tak nebezpečné je, pokud se firmy u nás rozhodnou fungovat jen po několik let (využití daňových prázdnin) a následně se odstěhují dále na východ nebo do Asie. Stává se dokonce, že i vládou dotované firmy zkrachují (továrna LG. Philips v Hranicích ukončila výrobu v roce 2006). Jak přesun továrny do jiné země, tak případný krach společnosti, které zde investovaly značné částky vede k podobné situaci jako u transferu dividend a tím k oslabení koruny. Stačí, aby několik významných investorů souběžně rozhodlo o přesunu svého dosavadního působení do oblastí s levnější pracovní silou, či aby bylo rozhodnuto o vysoké výplatě dividend z dříve akumulovaných prostředků a takovýto rychlý a zejména nečekáný odliv prostředků může v ekonomice velikosti České republiky vyvolat znatelné měnové turbulence.

Na základě mnou prostudovaných materiálů si myslím, že **v současné době je kurz české koruny vůči euru nadhodnocen a v budoucnu pravděpodobně dojde k depreciaci měnového kurzu české koruny.¹² Toto budoucí oslabení může přinést problémy, především pokud v té době bude ČR v systému ERM II, kde je nutné udržet kurz v daném oscilačním pásmu. Vzhledem k tomu je nezbytné, aby ČNB určila takovou paritu při vstupu do systému ERM II, která nebude odrážet současný nadhodnocený stav, ale bude v sobě zahrnovat i vliv pravděpodobných odlivů dividend a dalších důsledků přímých investicích v ČR.**

¹² Devizový kurz k 9. květnu 2006 byl 28,29 koruny za euro.

4 Efektivita devizových intervencí prováděných v České republice

Poslední část diplomové práce přináší více světla do oblasti efektivity devizových intervencí v konkrétním příkladě malé otevřené ekonomiky. Česká národní banka volí pro vnitřní i vnější cenovou a ekonomickou stabilitu flexibilní systém devizového kurzu a režim cílování inflace. Tento režim znamená, že ČNB vytváří cíle (hodnoty míry inflace), kterých se následně snaží monetární politikou dosáhnout. Analýza intervencí v českém prostředí je analýzou monetární politiky, která funguje v tomto režimu. Stejně tak jako předchozí část pojednávala o vývoji systému devizového kurzu v transformačním období, tak i tato část má stejný časový rámec – od roku 1989 do současnosti.

4.1 Obecný úvod do hodnocení efektivity devizových intervencí

Předtím než bude zahájen rozbor situace v ČR, bude stručně zmíněna teorie posuzování intervenční efektivity. Zkušenosti z intervenční politiky v 70. letech ve světě naznačovaly, že sterilizované intervence sice měnové kurzy ovlivnit mohou, ale jejich efekt je pouze krátkodobý, pokud nedojde zároveň k celkové změně makroekonomické politiky. Na počátku 80. let proto začaly být sterilizované intervence zpochybňovány jako nezávislý nástroj hospodářské politiky, což na summitu zemí G7 vyústilo v roce 1982 v sestavení pracovní skupiny, jejímž úkolem bylo zkoumat míru efektivity intervencí po roce 1973. O rok později byla podána výsledná, tzv. Jurgensenova zpráva (Jurgensen, 1983). Ta sice nepodávala žádné explicitní závěry, ale naznačuje, že vliv sterilizovaných intervencí je velmi malý a pouze krátkodobý. Konkrétní závěry komise byly tyto: *„(1) sterilizované intervence jsou jednoznačně méně efektivní než intervence nesterilizované, (2) sterilizované intervence mohou být účinné v krátkém období, (3) sterilizované intervence mají nevýznamný dlouhodobý účinek, (4) koordinované intervence mají větší pravděpodobnost účinnosti než intervence jednostranné, (5) sterilizované intervence mohou být stěžejním nástrojem nezávislým na monetární politice.“* [10]

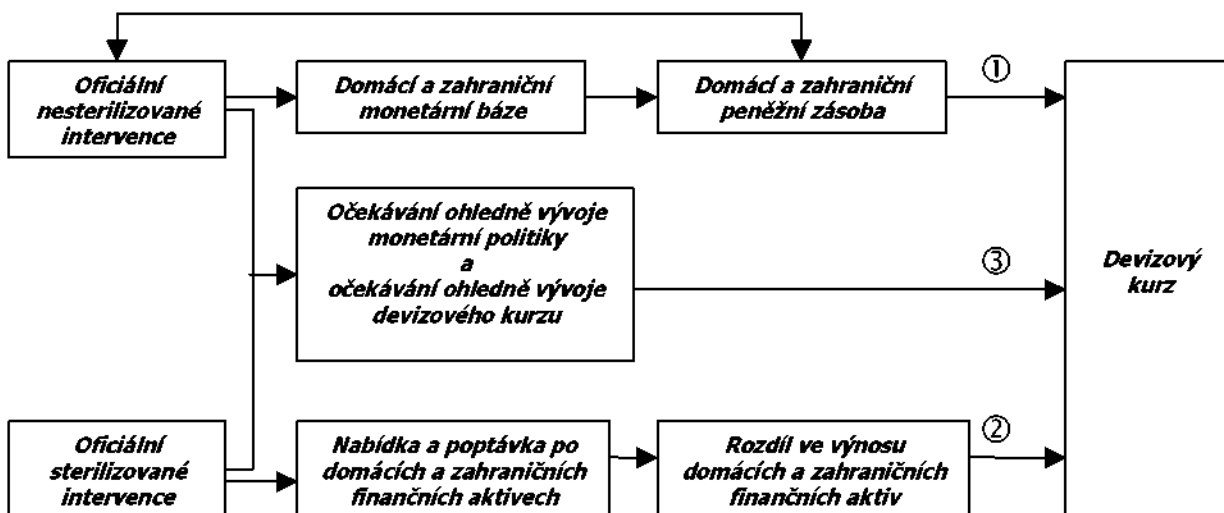
90. léta jsou poznamenána částečným návratem optimizmu ohledně účinnosti sterilizovaných intervencí. Po nové vlně intervenčních zásahů ve druhé polovině 80. let a úspěchu koordinovaných intervencí spojených s dohodami v hotelu Plaza a v Louvru vznikla nová vlna zájmu o intervence a o analýzu jejich účinnosti. Tento zájem byl rovněž podpořen úspěšností EMS (Evropský měnový systém) v období 1987-1992. V teoretické rovině je tento

stav vyvolán mimo jiné zpochybněním efektivnost devizových trhů a novými empirickými studiemi. Zásadní otázkou, na kterou se nové studie snažily odpovědět, bylo to, zda lze empiricky identifikovat kanály jejichž prostřednictvím by mohly mít devizové intervence významný, trvalý a předvídatelný vliv na měnové kurzy. Ekonomická teorie nabízí v podstatě tři takovéto kanály:

1. monetární efekt
2. portfoliový efekt
3. signalizační efekt (informační). [10]

Následující obrázek ukazuje tyto tři efekty a kanály, prostřednictvím kterých působí devizové intervence na devizový kurz. Pokud provedeme základní zjednodušující rozdělení intervencí na sterilizované a nesterilizované, pak lze vysledovat tři směry vlivu intervencí (podrobnější rozdělení a vysvětlení různých forem intervencí viz část 2.2). **Nesterilizované intervence** ovlivňují kurz prostřednictvím domácí peněžní zásoby (nákup/prodej domácí měny/zahraniční měny), což nazýváme **monetární efekt**. Oproti tomu **sterilizované intervence** působí na devizový kurz přes trh finančních aktiv (nabídka a poptávka po domácích a zahraničních finančních instrumentech). Intervenci se zvyšuje/snižuje motivace investorů investovat do instrumentu denominovaného v domácí/zahraniční měně (**portfolio efekt**). Sterilizované i nesterilizované intervence ovlivňují devizový kurz také díky signalizačnímu (informačnímu) efektu. Tento efekt vychází z tržních očekávání ohledně budoucího vývoje monetární politiky a devizového kurzu. Jinými slovy pokud účastníci trhu (banky, zahraniční investoři apod.) předpokládají pohyb devizového kurzu, mohou svými aktivitami tento pohyb vyvolat, podpořit, nebo zvrátit.

Obr. 14: Kanály vlivu oficiálních devizových intervencí



Zdroj: [4]

1. **Monetární efekt** se týká **nesterilizovaných intervencí** a v monetárních modelech determinace měnového kurzu je mu připisována stejná role jako jiným nástrojům monetární politiky (např. operacím na volném trhu). Analýza efektivity devizových intervencí provedená v této kapitole se však zaměřuje na sterilizované intervence. Tento efekt není významný, jelikož jeho využitím je sice ovlivňován devizový kurz, ale i cenová hladina a nepomáhá tak cenové stabilitě (cíl CB). V 70. a 80. letech spoléhaly proto CB především na existenci portfoliového efektu, zatímco v současnosti spíše na účinnost signalizačního efektu. [10]

2. **Portfoliový efekt** – Portfoliový model determinace měnového kurzu vychází z toho, že **sterilizované intervence** ovlivňují devizový kurz prostřednictvím různě denominovaných finančních aktiv, které veřejnost nakupuje v závislosti na jejich atraktivitě.¹³ Sterilizované intervence by měly fungovat tak, že by změnily nabídku vnějších aktiv, které musejí investoři držet. To by mělo následně vést ke změně nominální úrokové sazby v důsledku změny rizikové prémie, a tím i ke změně měnového kurzu.¹⁴ Portfoliový kanál byl v průběhu 70. a 80. let podroben rozsáhlému ekonometrickému výzkumu, který však narážel na podstatné problémy (neochota CB zveřejňovat přesná data o intervencích, měření očekávaných výnosů aj.). Navzdory problémům s ekonometrickým výzkumem došli autoři k závěru, že vliv portfoliového kanálu na devizový kurz je dlouhodobě zanedbatelný. [10]

3. **Signalizační efekt (informační efekt)** – Jelikož empirický výzkum portfoliového efektu se shledal s neúspěchem, došli odborníci k názoru, že i při nulovém vlivu sterilizovaných intervencí na rizikovou prémii mohou tyto intervence fungovat prostřednictvím signalizačního efektu. Ten vzniká tehdy, pokud rozsah a směr intervencí poskytují trhu **nové informace o ekonomických podmínkách** a budoucích hospodářských politikách nezávisle na současných politikách, které ovlivní kurzová očekávání devizových obchodníků. Signalizační efekt funguje pouze tehdy, pokud poskytuje trhům relevantní informaci, která dříve nebyla známa nebo která dříve nebyla zcela zahrnuta do determinace současného měnového kurzu. [10]

V teorii lze nalézt trojí zdůvodnění signalizačního efektu. První spoléhá na to, že na devizových trzích existuje **informační asymetrie** ve prospěch autorit. Úkolem CB je v tomto případě zlepšovat tok informací, a tím ovlivňovat očekávání soukromých subjektů. Druhým zdůvodněním signalizačního efektu je teorie **informační neefektivnosti**. Podle ní existuje mnoho důležitých informací, které devizové trhy neumějí přenášet, vyhodnocovat nebo je

¹³ Pro podrobnější analýzu zahrnující rizikovou prémii, viz Frait, J. *Finance a úvěr*, 47, 1997, č. 10, s. 627 – 639. ISSN 0015-1920.

¹⁴ Autorem portfoliového modelu měnového kurzu je Branson (1976). Pro podrobnější diskuzi viz (Frait 1994 a 1995).

ziskávají draze. Třetím argumentem pro obhajobu signalizačního efektu je **informační nejistota**. Tvůrci hospodářské politiky mají pouze neúplné informace o **fundamentálních ekonomických determinantách**. [10]

Zastánci vlivu signalizačního efektu argumentují tím, že intervence mohou doplňovat monetární politiku posilováním důvěryhodnosti CB ve vztahu k jí vyhlášeným záměrům. Devizové intervence mohou působit jako signál posilující důvěryhodnost monetární politiky zejména tehdy, pokud jsou prováděny koordinovaně větším počtem zemí. Koordinované intervence mohou pozitivně působit v tom smyslu, že naznačují ochotu zemí sladit své politiky. Na druhou stranu argumentem proti vlivu signalizačního kanálu je časté utajování intervencí. CB obvykle nejsou ochotny poskytnout odborné veřejnosti denní časové řady o svých intervencích. Je sice pochopitelné, proč tak činí v době provádění intervencí, není ale zřejmé, proč mnohé CB tyto informace neuvolňují alespoň se zpožděním¹⁵.

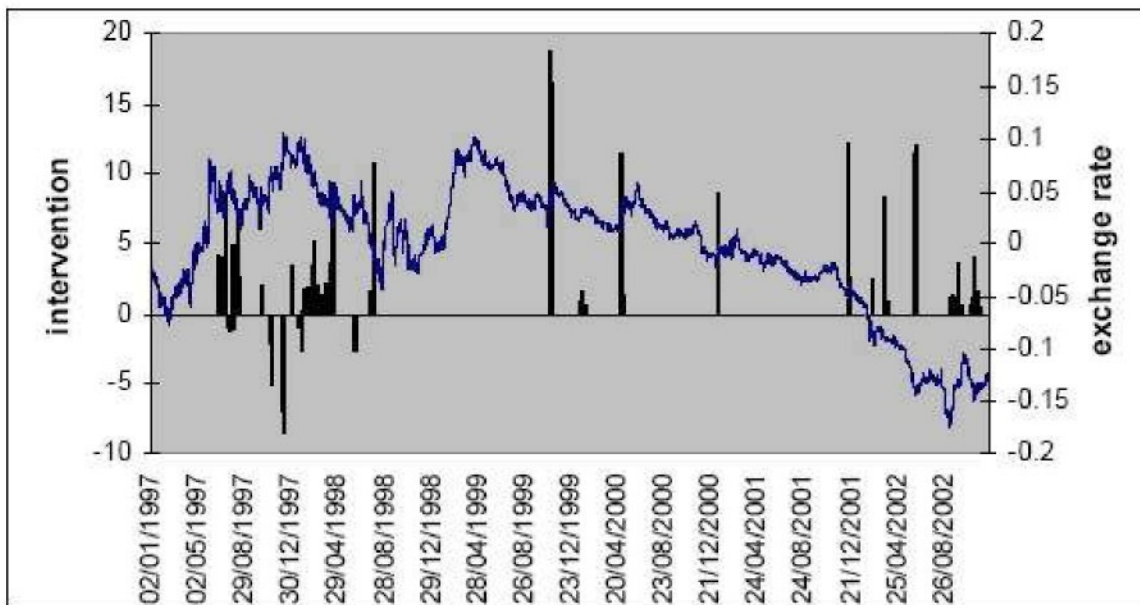
4.2 Devizové intervence prováděné v ČR

Intervencemi v této části jsou myšleny pouze **přímé intervence**. Slovní intervence by měly sledovat stejné principy, které fungují pro přímé intervence. Existuje samozřejmě jeden přirozený rozdíl, ve smyslu komunikační otevřenosti, jelikož slovní intervence jsou už ze své podstaty sděleny veřejnosti a jsou tudíž zcela transparentní (při předpokladu principu „sdělovat pravdu“), zatímco přímé intervence mohou být skryté.

V souladu se zavedením systému řízeného floatingu ČNB příležitostně intervenovala na devizovém trhu. S výjimkou turbulentního roku 1997 se intervence v podstatě zaměřovaly na nákup cizí měny za účelem zpomalení posilování měnového kurzu. Graf na obrázku 14 zobrazuje intervenční aktivitu v období od roku 1997 do roku 2002. Jak je z grafu patrné, ČNB jak nakupovala tak prodávala domácí měnu následkem nepříznivých okolností roku 1997. Přestože jsou patrné drobné intervence nákupem korun ještě v roce 1998, následující období byly využívány prodeje korun na vyhlazení apreciacie, nebo dokonce na její oslabení. ČNB neintervenovala na devizovém trhu od roku 2003 do poloviny roku 2005. Stejná data jsou uvedena formou tabulky v příloze č. 3. [15]

¹⁵ Rada guvernérů FED poskytuje s ročním zpožděním časové řady svých intervencí proti DEM a JPY od roku 1985. Do té doby se jako aproximace intervencí při výzkumu používaly často zprávy z novin či jiných médií.

Obr. 15: Devizové intervence v období let 1997-2002



Zdroj: [15]

Pozn.: Intervence jsou v mld. Kč. Negativní (pozitivní) hodnoty představují nákupy (prodeje) korun. Devizový kurz je vyjádřen jako odchylka od tehdejšího průměrného kurzu koruny k euru (německé marce před rokem 1999).

Období s mnoha intervencemi byla následována poměrně dlouhými periodami bez intervencí. Nejvíce aktivní období z hlediska intervencí byla tato tři:

- červen roku 1998 – červenec 1998;
- říjen 1999 – březen 2000;
- říjen 2001 – srpen 2002.

V prvním a třetím případě se tato období shodovala s obdobím relativně vysoké krátkodobé volatility měnového kurzu. Ve druhém případě koruna apreciovala proti euru, ale zároveň ve stejné době silně depreciovala proti americkému dolaru, zásluhou vývoje kurzu EUR/USD. Výsledkem toho bylo, že nenastala žádná nominálně efektivní apreciacie měnového kurzu. To může být interpretováno jako nepřímá „konfirmasi“ role eura jako referenční měny v českém systému řízeného floatingu.

Mimo přímých intervencí na devizovém trhu přijala ČNB také další opatření reagující na vývoj měnového kurzu. Jmenovitě se jedná o zřízení speciálního účtu v ČNB na začátku roku 2000, určeného pro vládní cizoměnové příjmy z privatizace. Toto opatření mělo omezit vliv ohromných privatizačních prodejů, jako jednorázového faktoru na devizovém trhu. Přes

počáteční obtíže s fungováním tohoto instrumentu se nakonec podařilo ČNB s vládou dohodnout a od ledna 2002 byly veškeré vládní devizové příjmy drženy mimo trh. Až dosud nakoupila ČNB od státu přes 4,2 mld. EUR. [16]

4.2.1 Význam úrokové sazby

Je důležité zmínit, že devizové intervence nemohou být sledovány izolovaně od změn hlavního nástroje monetární politiky, tj. krátkodobé úrokové míry. Úroková míra se v ČR držela sestupného trendu od zavedení systému cílování inflace (počátek 1998), s výjimkou tří menších zvýšení úrokové míry (o 0,25 % v březnu 1998, červenci 2001 a červnu 2004). První období snižování úrokové míry započalo v červenci 1998 a trvalo do konce roku 1999. V podstatě tak následovalo první vlnu devizových intervencí (počátek snižování úrokové míry splýval s devizovou intervencí v červenci 1998) a její poslední stupeň se shodoval se začátkem druhé intervenční vlny. Další perioda snižování úrokových sazeb byla zahájena v listopadu 2001 a pokračovala až do poloviny roku 2003, čímž se shodovala (a dokonce přesahovala) poslední období intervenčních aktivit. [16]

Otázkou tedy je, zda se změna devizového kurzu projeví pouze jako důsledek devizové intervence, nebo protože další faktory násobí jejich vliv. Úrokové sazby mají v tomto ohledu významné postavení. Intervence se totiž jeví efektivně částečně protože jsou podporovány změnou úrokových sazeb. Zejména v případě, kdy jsou nákupy (prodeje) domácí měny doprovázeny zvýšením (snižením) domácích úrokových sazeb, nebo snížením (zvýšením) zahraniční úrokové míry, se intervence jeví jako efektivní.

Tab. 2: Změny úrokové míry konzistentní s devizovými intervencemi

Devizové intervence	Domácí úroková míra	Zahraniční úroková míra
Prodej domácí měny	Pokles	Růst
Nákup domácí měny	Růst	Pokles

Zdroj: [15]

4.2.2 Transparentnost devizových intervencí v ČR

Vzhledem k signálnímu (informačnímu) efektu je potřeba uvažovat také míru informovanosti trhu ohledně devizových intervencí prováděných ČNB. Někdy byla skutečnost, že ČNB intervenuje, oznámena okamžitě (např. 31. března 1998, 4. října 1999, 21. ledna 2002, nebo 10. dubna 2002; viz tabulka 3), ale při jiných příležitostech prováděla ČNB „skryté“ intervence (jako například v prosinci 2001 nebo v červenci až září 2002). Diskuze ohledně

otázek měnového kurzu se objevily v zápisech z pravidelných jednání Bankovní rady, nebo mimořádných jednání Bankovní rady, na kterých se rozhodovalo o úrokových sazbách. Nicméně pouze v některých případech obsahovaly zápisy z jednání také zřejmé informace o intervencích. Toto se stalo jednak v případě mimořádných jednání svolaných kvůli vývoji měnového kurzu (jako například 21. ledna 2002, nebo 11. července 2002), nebo v případě některých pravidelných jednání (například těch z 4. října 1999, 30. března 2000, a 25. října 2001). Avšak informace o hlasovacích poměrech byla zveřejněna pouze v některých z těchto případů, když bylo hlasování jednomyslné¹⁶. ČNB také publikovala dohody s vládou, včetně alternativ, které byly zvažovány; v tomto výjimečném případě byla měnová politika velmi transparentní. [16]

Tab. 3: Komunikace a zveřejňování informací o intervencích

Počáteční měsíc	Konečný měsíc	Krátký popis
02/1998	04/1998	Otevřená intervence 31.března oznámená tiskovou zprávou (avšak intervence prováděné již v únoru), žádný zápis z rady.
06/1998	07/1998	Otevřený vstup na trh 14.července, uvedeno v zápise z jednání Bankovní rady ze dne 16. července.
10/1999	10/1999	Otevřené intervence 4.října, publikované v zápisu (detailní vysvětlení, jednomyslné hlasování).
12/1999	12/1999	Zápis z jednání pouze zmiňuje souhlasný postoj ohledně nutnosti zabránění nadměrné aprece (+ varování proti intervencím bylo učiněno již v listopadu).
03/2000	03/2000	Otevřené intervence 30.března, oznámené tiskovou zprávou, vydanou v zápisu z jednání rady (jednomyslné rozhodnutí).
10/2001	01/2002	25.říjen: pravidelné jednání bankovní rady, rozhodnutí intervenovat bylo publikováno v zápisu z jednání (jednohlasné rozhodnutí); 20.prosinec: pravidelné jednání, intervence diskutovány, ale nebylo oznámeno žádné rozhodnutí; 21.leden 2002: mimořádné jednání, intervence oznámeny a publikovány v samostatném zápisu (jednohlasné hlasování).
04/2002	04/2002	4.duben: mimořádné zasedání rady, intervence oznámeny tiskovou zprávou; 10.duben: intervence oznámeny tiskovou zprávou.
07/2002	09/2002	11.červenec: mimořádné zasedání rady, žádné rozhodnutí nebylo oznámeno okamžitě, zápis z jednání obsahuje rozhodnutí intervenovat (žádný hlasovací podíl); následné intervence nebyly přímo uveřejněny.

Zdroj: [16]

Měsíční objem intervencí je zveřejněn s časovým zpožděním dvou měsíců (od července 1998), což je nejčastější pravidelný způsob pro komunikování intervencí. Jak je uvedeno v práci Canales-Kriljenka (2003), objemy intervencí jsou publikovány pouze 25 % centrálních bank, které reagovaly na otázky výzkumu ohledně transparentnosti jejich intervenční politiky. To znamená, že ČNB patří do menšinové skupiny transparentnějších centrálních bank v tomto

¹⁶ V polovině roku 2001 se Bankovní rada ČNB rozhodla publikovat kompletní přepis svých jednání o monetární politice se zpožděním šesti let. To znamená, že detaily rozhovorů ohledně intervencí se také stanou veřejnými. Nicméně přepisy budou publikovány pouze z těch zasedání, na kterých byla diskutována otázka změn úrokových sazeb.

ohledu (přestože některé jiné banky publikují denní objemy intervencí, což je jistě další krok k vyšší transparentnosti). Může být proto učiněn závěr, že určité minimální komunikační standardy jsou na místě, pokud jde o rozhodnutí ČNB ohledně devizových intervencí, ale v této oblasti stále zůstává významný prvek mlčenlivosti ve srovnání s rozhodnutími týkající se úrokových sazeb. [16]

Ostatní institucionální aspekty intervencí se také liší od rozhodnutí, které se týkají úrokových sazeb. Zatímco úrokové sazby jsou upravovány na základě porovnávání předpovědi inflace s jejím skutečným cílem v předem specifikovaném časovém horizontu, žádné podobné jednoznačné procesy neexistují pro devizové intervence. Žádný dostatečně srozumitelný písemný názor nebyl vysloveně poskytnut – ať externě, nebo alespoň interně – podle jakých okolností jsou devizové intervence konzistentní se současnou monetární politikou. Na rozdíl od situačních zpráv, které jsou používány na pravidelných jednáních ohledně monetární politiky týkajících se rozhodování o úrokových sazbách, žádné standardizované materiály neexistují pro diskusi Bankovní rady ohledně intervencí¹⁷. Toto všechno může někdy vyvolávat napětí v systému monetární politiky. [16]

4.2.3 Sterilizační náklady

Přestože vládne všeobecný konsensus, že cíle monetární politiky nesmí být podřízené uvažování o zisku, bude okrajově zmíněn i vliv nákladů na intervence. Devizové intervence a nákupy od vlády v souladu se speciální dohodou vyústily v růst devizových rezerv ČNB. Objem devizových rezerv rychle rostl v průběhu období s fixním měnovým kurzem a rychlým kapitálovým přílivem do roku 1996. Po poklesu v průběhu roku 1997 zahájily znovu pozvolný růst, kvůli příležitostným intervencím od roku 1998 do počátku roku 2000. Od konce roku 2001 vzrostly rezervy značně až na úroveň přesahující 22 miliard eur (700 mil. korun). Celkové náklady na sterilizaci mohou být odhadnuty jako rozdíl mezi výnosem z čistých devizových rezerv a výnosem, který by centrální banka mohla vydělat, pokud by stejné množství peněz v domácí měně investovala na domácím peněžním trhu (nebo omezením objemu zpětných repo operací ve stejné hodnotě). [16]

České zkušenosti dokládají, že tyto náklady mohou mít důležité důsledky na efektivitu devizových intervencí. Mohou totiž podlomit důvěryhodnost devizových intervencí za těch

¹⁷ Pouze slovní vyjádření ohledně motivace k intervencím a převažující tržní podmínky jsou poskytnuty Bankovní radě od Oddělení finančních trhů v ČNB.

okolnosti, kdy sterilizační náklady jsou relativně vysoké, a to je může paradoxně dále zvýšit. Neúspěšné intervence jsou spíše nákladnější než úspěšné (existuje tzv. element seberealizace v oblasti finanční důvěryhodnosti intervencí). Pokud je finanční důvěryhodnost nízká, může pomoci jejímu posílení, když centrální banka učiní intervenci trvalejší. Například se zvýšila hodnověrnost devizových intervencí ČNB, když se stala úroková marže vůči eurozóně negativní, což vedlo k tomu, že trh začal vnímat intervence jako užitečný nástroj. [16]

4.3 Efektivita devizových intervencí v ČR

Exaktní posouzení efektivit devizové intervence a jejího vlivu na změnu devizového kurzu by vyžadovalo detailní ekonometrickou analýzu, včetně zkoumání situace krátce před intervencí. Zároveň by bylo vhodné porovnat zjištěná fakta s tím co by se stalo bez intervencí (tj. znát opačnou situaci). Jelikož toto přesahuje rozsah této práce, tak bude efektivita zkoumána zjednodušeným způsobem – na základě pohybů devizového kurzu.¹⁸

Některé příklady naznačují, že intervence měly viditelný okamžitý vliv na měnový kurz. Typickým příkladem je březen 2000, kdy byly provedeny intervence za o něco méně než 400 mil. korun. Měnový kurz deprecioval téměř o 2 % a zůstal na této slabší pozici až do poloviny roku 2000. Další podobný příklad je období od února do dubna 1998, přestože tentokrát mělo oslabování koruny krátkodobější dopad (jen do začátku května 1998), navzdory relativně vysokým objemům intervencí. V říjnu 1999 dosáhly intervence téměř 1 mld. euro a měnový kurz deprecioval o více než 3 % a zůstal slabý do poloviny prosince 1999. Avšak v některých dalších situacích byl vliv intervencí mnohem méně zřetelný. Například v období červen – červenec 1998 nakoupila ČNB okolo 500 mil. EUR, ale koruna depreciovala jen s určitým zpožděním, což se shodovalo s propuknutím krize v Rusku. Byly také případy, ve kterých byl krátkodobý dopad intervencí značně oslabený a netrval dlouho, jako například v prosinci 1999 nebo koncem roku 2001 (třebaže může být pravdou, že bez těchto intervencí by mohl kurz appreciovat mnohem více).

Pro dokreslení těchto údajů slouží tabulka 4, která obsahuje informace o jednotlivých intervencích, jejich objemu v mil. EUR a vývoj devizového kurzu. Jsou zobrazeny hodnoty průměrného kurzu 3 měsíce a 1 měsíc před zahájením intervence; analogicky průměrný kurz 1 a 3 měsíce po ukončení intervenční aktivity. Z těchto údajů je patrné jak se kurz vyvíjel.

¹⁸ Pro detailní ekonometrickou analýzu viz. Balázs, É., Komárek, L.: *Foreign Exchange Interventions and Interest Rate Policy in the Czech Republic: Hand in Glove?* Výzkumná práce ekonomického institutu ČNB. Praha, 2005. 31 s.

Tab. 4: Efektivita devizových intervencí – vybraná fakta¹⁹

Začátek intervence	Konec intervence	Celkový objem	CZK/EUR (ECU před rokem 1999)									
			(t)	(T)	mil. EUR	t-3M průměr	t-1M průměr	Začátek "t"	Min (t,T)	Konec "T"	T+1M průměr	T+3M průměr
02/1998	04/1998	1 285				37,87	38,50	38,37	36,30	36,46	36,11	35,11
06/1998	07/1998	508				36,95	36,11	36,49	34,35	34,35	35,47	35,17
10/1999	10/1999	966				36,52	36,36	35,72	35,68	36,62	36,40	36,03
12/1999	12/1999	229				36,36	36,40	36,08	35,83	36,13	36,03	35,60
03/2000	03/2000	394				36,05	35,71	35,65	35,53	35,63	36,31	36,02
10/2001	01/2002	643				33,86	34,19	33,91	31,46	31,92	31,79	30,36
04/2002	04/2002	1 009				32,08	31,39	30,62	30,06	30,63	30,56	29,75
07/2002	09/2002	954				30,36	30,30	29,25	28,97	30,30	30,65	31,19

Zdroj: ČNB

Na základě výše uvedených faktů se okamžitý dopad intervencí jeví jako neurčitý, ale příležitostně může podle českých zkušeností trvat až 2 nebo 3 měsíce. Na první pohled nelze identifikovat žádnou konkrétní „ideální“ intervenční strategii (např. otevřená vs. skrytá intervence; velká vs. malá; atp.). Cokoliv, co funguje v jedné situaci může mít malý efekt v jiné. Kromě toho dokonce mnoho „úspěšných“ intervencí nebylo schopno zabránit relativně dlouhým periodám nadhodnocení měnového kurzu v letech 1998 nebo 2002. Klíčová otázka pro efektivitu devizových intervencí se zdá být to, jak se intervence vzájemně ovlivňují s tržními očekávanými, což se může mezi obdobími velmi lišit. To je naneštěstí velmi obtížně definovatelné před uskutečněním intervence; a termín „tržní očekávání“ může ve skutečnosti sloužit jen jako ex post vysvětlení v případě, že původní předpoklady o efektech devizové intervence se nesplnily.

Pokud jde o zkušenosti z konce roku 2001 a průběhu roku 2002, tak tyto zapadají poměrně dobře do tohoto vysvětlení. Když začal měnový kurz náhle apreciovat v druhé polovině roku 2001, bylo to účastníky trhu a analytiky považováno za reakci na očekávání budoucích devizových příjmů z privatizace. ČNB se snažila odolávat těmto tendencím pomocí devizové intervence v říjnu 2001 (240 mil. EUR) a prosinci 2001 (100 mil. EUR). Ve stejné době, tedy od října 2001 ČNB naznačovala trhu svůj záměr dosáhnout dohody s vládou ohledně privatizačních příjmů. Nicméně trh neprojevil důvěru v tuto informaci a tržní očekávání zůstala zkreslená směrem k apreciaci. Když byla dohoda s vládou uzavřena dne 16. ledna 2002, mělo to na trh překvapivě malý efekt, i když mechanismus této dohody byl poměrně silný (bezprecedentní) a odstranil hlavní údajný zdroj apreciace. Hlavní vysvětlení pokračujícího

¹⁹ Pro pochopení relativního rozsahu intervencí ČNB, je dobré poznamenat, že průměrný denní obrat koruny na devizovém trhu byl v roce 2002 okolo 700-800 mil. dolarů (800-820 mil. euro).

posilování se přesunulo z privatizačních příjmů na dlouhodobý trend reálné apreciacie české koruny.

Z toho důvodu se 21. ledna 2002 uskutečnila mimořádná schůzka rady ČNB. Na této schůzce se rozhodlo o provedení otevřené devizové intervence (dohromady 305 milionů EUR v lednu 2002) a snížení úrokové míry o 0,25 %. Koruna toho dne oslabila o méně než 1,5 %, ale vrátila se zpět na úroveň před intervencí v průběhu čtyř dní a pokračovala v posilování v dokonce rychlejším tempem až do konce dubna 2002. ČNB proto započala 4. dubna opět otevřeně intervenovat. Celkově dosáhl objem intervencí až 1 mld. EUR v průběhu dubna 2002. Měnový kurz zakončil v dubnu na stejné úrovni jako na začátku měsíce (viz tabulka 4), což bylo možná poněkud zklamáním s ohledem na objem intervence, třebaže byla tendence k apreciaci zastavena až do pozdního června 2002. Tato zkušenost naznačuje, že dokonce relativně objemné intervence mohou mít mírný efekt pokud jsou tržní očekávání nastavena v určitém směru a centrální banka se snaží „postupovat proti větru“ (lean against the wind).

Přesto však měly „skryté“ intervence, které ČNB použila v období červenec-srpen 2002 (dohromady zhruba 1 mld. EUR), významný efekt. Devizový kurz CZK/EUR skončil toho roku o 9 % slabší v porovnání se svou rekordní výškou z 10 července 2002 a zůstal relativně slabý i po celý rok 2003. Očividná efektivita této intervence může být vysvětlena kombinací několika faktorů. Tyto zahrnují:

- změnu v tržních očekáváních, podporovanou určitými špatnými makroekonomickými zprávami;
- negativní úrokovou marži, činící korunu méně atraktivní pro investory;
- změnu v tom jak trh vnímá sterilizační náklady poté co se úroková marže stane negativní;
- zavedení dohody mezi ČNB a vládou do praxe v kombinaci s pozdržením další privatizace.

Změněná tržní očekávání byla pravděpodobně tím nejdůležitějším faktorem. Jakmile se tržní očekávání přestala klonit k apreciaci a jednostranné vklady přestaly být pro investory zajímavé v důsledku kombinace nulové úrokové marže s větší nejistotou měnového kurzu, bylo pouze otázkou času kdy jakékoliv negativní fundamentální zprávy iniciují korekci. A to do té míry, že opatření této politiky (snížení úrokové míry, intervence a dohoda), které přispěly ke změně očekávání, mohly mít střednědobý dopad na měnový kurz. Tento střednědobý efekt byl – možná překvapivě – silnější, než okamžitý efekt daných opatření. Toto podtrhuje signální roli devizových intervencí jako protiklad jejich efektu „tržního rovnovážného bodu“. Zároveň je

obtížné vyhodnotit přínos intervence izolovaně od dalších faktorů a systémových kroků (jako změny úrokové míry) a není proto možné dosáhnout jednoznačně pozitivního názoru na jejich roli v kontextu českého monetárního systému.

4.4 Shrnutí zkoumání efektivity devizových intervencí

Výše uvedené skutečnosti vedou k následujícímu závěru ohledně efektivity intervencí. Devizové intervence nebyly významně efektivní v období měnové krize od roku 1997 do roku 1998. Zdá se, že nákupy korun byly téměř vždy neefektivní, zatímco prodeje korun vyústily ve vyhlazování trendu, nebo dokonce obrácení trendu ve velmi krátkém období. Nicméně od poloviny roku 1998 do roku 2002 byly prováděny intervence pouze proti apreciaci koruny – prodeje domácí měny. Tyto se jeví jako účinnější ve svém působení proti apreciaci v krátkém období a zmírnění vývoje devizového kurzu v delším horizontu.

Zároveň bych vyzdvihl roli tržních očekávání. Pokud jsou účastníci devizového trhu přesvědčeni o správné (nesprávné) úrovni devizového kurzu, je pro centrální banku velmi obtížné dlouhodobě ovlivnit kurz pomocí devizových intervencí. Pomocí může dostatečná otevřenost ohledně monetární politiky a potažmo přiměřená komunikace ohledně intervencí.

Domnívám se také, že efektivita devizových intervencí je úzce spojena s politikou úrokových sazeb, jelikož intervenční aktivita se jeví jako výrazně méně účinná bez koordinace se změnami úrokových sazeb. To vede k závěru, že spolupráce politiky úrokových sazeb s politikou devizových intervencí vede k mnohem uspokojivějším výsledkům, než pokud jsou obě prováděny separátně, bez jakékoliv vazby.

Celkově docházím k závěru, že ČNB byla schopna změnit úroveň devizového kurzu, speciálně v případě tlumení apreciačních tlaků (spíše než v případech boje proti depreciační měny) v druhé části období (od roku 1998). Avšak tento úspěch vyžadoval pečlivou kooperaci devizových intervencí se změnami úrokových sazeb.

5 Závěr

Cílem diplomové práce jako celku bylo učinit rozbor monetárního nástroje – devizových intervencí. Tento hlavní cíl v sobě obsahoval dva praktické úkoly: (i) prozkoumat vývoj systému devizového kurzu v transformačním období v České republice a s tím související (ii) otázku efektivity devizových intervencí. K dosažení těchto dílčích úkolů bylo třeba provést teoretický úvod jak do oblasti devizového kurzu, tak také do problematiky devizových intervencí.

V současné době existuje mnoho různých přístupů k vysvětlení determinace úrovně devizového kurzu. Jinými slovy nebyl dosud vytvořen univerzální model, který by devizový kurz vysvětloval ze všech možných pohledů. Naopak v současné teorii převládá větší množství názorů na tuto komplexní otázku. Je to dáno mimo jiné komplikovaností devizového kurzu a velkým množstvím faktorů, které ho ovlivňují, spolu s faktem, že v průběhu vývoje světového hospodářství ve 20. století se tyto faktory průběžně měnily, nebo vyvíjely a výsledkem je pestrost teorií snažících se odpovědět na otázku: „Jaká výše devizového kurzu je optimální?“ Neméně důležitou podkapitolou je vysvětlení samotného devizového kurzu, jeho utváření střetáváním devizové nabídky s poptávkou na devizovém trhu a také jeho oscilací. První část tedy poskytuje teoretický fundament pro části následující, jelikož bez znalosti informací uvedených v této části by nebylo možné přistoupit k následujícím kapitolám.

Stejně tak jako je první kapitola vstupem do tématu devizového kurzu, slouží druhá část diplomové práce jako brána do užší oblasti devizových intervencí. Převážně od 70. let 20. století je diskutována otázka efektivnosti intervencí. Je nevyvratitelnou skutečností, že oblast devizových intervencí není homogenní a existuje mnoho faktorů, které ovlivňují výsledný efekt intervencí. Je třeba zmínit, že existují různé formy intervencí. Členění podle různých hledisek je proto nezbytné pro vstup do problematiky a proto je klasifikace devizových intervencí nosnou částí druhé kapitoly. Jednotlivé typy intervencí jsou v práci doplněny skutečnými příklady intervencí. Jak je vidět z uvedených příkladů, centrální banky často v praxi provádějí soubor opatření na ovlivnění devizového kurzu, tak aby byla zajištěna nejvyšší pravděpodobnost úspěchu. Proto je možné vidět přímé i nepřímé intervence dohromady přesto, že se jedná o dva poněkud odlišné nástroje. Nicméně je evidentní, že kombinací nástrojů centrální banka umocní jejich efekt (synergický efekt). Popisem a rozčleněním devizových intervencí je splněn cíl druhé části práce, která se, spolu s první částí, více opírala o teoretické znalosti, skutečnosti a odbornou literaturu.

Cílem třetí části je stručně popsat vývoj systému devizového kurzu koruny od počátku transformačního období v České republice až do současnosti, tedy do poloviny první dekády 21. století. Na počátku je stručně pojednáno o teorii systému devizového kurzu, jak jen nabízí odborná literatura. V transformační období od roku 1989 do současnosti prošel kurz koruny vývojem od administrativně determinovaného fixního kurzu (počátek období), přes interně směnitelnou měnu vázanou na individuální koš měn (do 1995), systém s oscilačním pásmem (do 1997) až k řízenému floatingu uplatňovanému do současnosti, ČNB tak může, ale nemusí intervenovat na jeho ovlivnění.

Jelikož v plánu České politiky je přistoupit ke společné měně euro, jako logického dalšího kroku v evropské integraci, je nezbytné uvažovat nad dalším vývojem devizového kurzu v budoucnu. Důvodem proto jsou podmínky přijetí eura, které stanovují, že měna musí být navázána na euro po dobu minimálně dvou let, bez vybočení z oscilačního pásma $\pm 15\%$. Strategickým rozhodnutím v této otázce je určení parity, kurzu koruny k euru v době přijetí tohoto systému (ERM II). **Na základě mnou prostudované literatury a aktuálních informací o devizovém kurzu koruny se domnívám, že kurz koruny je v současnosti nadhodnocený.** Důvody pro tento závěr jsou v masivním přílivu přímých zahraničních investic do oblastí, které neposkytují významnou přidanou hodnotu a mohou být relativně jednoduše zase přesunuty jinam. Prvním stupněm je tedy apreciacie devizového kurzu při růstu objemu zahraničních investic. Nevyhnutelný je ale, dle mého názoru, druhý stupeň, kdy lokální pobočky zahraničních společností zahájí objemný přesun prostředků do zahraničí ve formě výplaty dividend, což se do jisté míry dějí již nyní. Takovéto transfery vytvářejí silný tlak na pokles kurzu koruny. Stejný efekt mohou mít i krachy zahraničních firem, či jejich přemístění do jiné země. **Česká národní banka, by měla na tuto situaci reagovat, ne protože si to přejí drobní exportéři, ale protože při špatném nastavení úvodní parity při vstupu do systému ERM II bude o to těžší udržet kurz koruny v oscilačním pásmu.**

Záměrem závěrečné části diplomové práce bylo posoudit míru efektivity devizových intervencí prováděných Českou národní bankou v průběhu transformačního období. Kapitola je zahájena stručným teoretickým úvodem do zkoumání efektivity devizových intervencí, který je následován přehledem intervenční aktivity prováděné ČNB v letech 1997-2002. Efektivita přímých devizových intervencí dle mého soudu závisí na těchto hlavních faktorech – očekávání trhu, konzistence se změnami úrokových sazeb a na komunikační otevřenosti centrální banky.

Z těchto hledisek je efektivita devizových intervencí v ČR v poslední části zkoumána. Závěrem však nemůže být žádné striktní tvrzení, nebo přesný návod na to, jak provést efektivní intervenci. Je to způsobeno tím, že faktorů je mnoho a to co fungovalo v jednom případě se ukázalo jako nefunkční v jiném. **Dilčím závěrem, ke kterému jsem po analýze informací z ČNB dospěl je, že zásadní je koordinace devizové politiky s politikou úrokových sazeb. Konkrétní vyhodnocení efektivity přináší poznatek, že ČNB byla v prvních letech intervenování spíše neúspěšná, a to až do konce roku 1997. V druhé části periody (1998-2002) však bylo dosaženo dobrých výsledků při tlumení apreciačních tlaků.**

Je zřejmé, že tato problematika si ještě zaslouží hlubší zkoumání. Především empirická analýza efektů intervencí by mohla přinést další poznatky. Zároveň se po vstupu české měny do systému ERM II znovu projeví nutnost udržet kurz v daném oscilačním pásmu. Budou to náročné dva roky pro politiku centrální banky, ale devizové intervence s vhodnou úrokovou politikou by mohly přispět k jejich úspěšnému překlenutí.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

KNIHY:

- [1] **APPLEYARD, D.R., FIELD, A.J.** *International Economic Payments, Exchange Rates, Macro Policy*. 2. vydání, New York, USA: Irwin, Inc., 1995.
- [2] **BAKULE, V.:** *Mezinárodní finance*. VŠE, Praha 1984, 1. vydání, číslo publikace 1301 – 4875, s. 111, 222 s.
- [3] **DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M.** *Mezinárodní finance*. Management Press, Praha 2000, 1. vydání, 392 s. ISBN 80-7261-017-1.
- [4] **FRAIT, J.:** *Mezinárodní peněžní teorie*. VŠB – TUO, Ostrava 1996. 196 stran. ISBN 80-7078-395-8.
- [5] **KODERA, J.** *Devizové obchody*. 1. vydání, Bankovní institut vysoká škola, a.s., Praha 1998, 134 s.
- [6] **LANDOROVÁ, A. - JÁČOVÁ, H. - NESLÁDKOVÁ, M.:** *Centrální bankovníctví*. Technická univerzita v Liberci, 1. vydání, ISBN 80-7083-699-7, 226 s.
- [7] **MACH, M.:** *Makroekonomie II: Pro magisterské (inženýrské) studium. 1. a 2. část*. Melandrium, Praha, 2001, 3. vydání. ISBN 80-86175-18-9.
- [8] **MANDEL, M., TOMŠÍK, V.** *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Management Press, Praha 2003, 1. vydání, 287 s. ISBN 80-7261-094-5.
- [9] **SAMUELSON, P.A. - NORDHAUS, W.D.:** *Ekonomie*. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995, 2. vydání, ISBN 80-205-0494-X.

ODBORNÉ ČLÁNKY:

- [10] **FRAIT, J.** Intervence na devizových trzích v teorii a empirii. *Finance a úvěr*, 47, 1997, Č. 10, s. 627 – 639. ISSN 0015-1920.
- [11] **FRANKEL, J. et al.:** Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime. *Journal of International Money and Finance*, 2004, 23, pg. 701 -733.
- [12] **PATOČKOVÁ, M.** Korunu čeká silný rok. *Mladá fronta DNES*, 8. března 2006, s. B.
- [13] **PERTOLD, F.** Zahraniční investice zlobí. *Ekonom*, Č. 48, 2004, s. 32 – 33.
- [14] *Hospodářské noviny*. Č. 92. Praha: Economia, 2006. ISSN 0862-9587.

SBORNÍKY A KOLEKTIVNÍ DÍLA:

- [15] **BALÁZS, Ě. – KOMÁREK, L.:** *Foreign Exchange Interventions and Interest Rate Policy in the Czech Republic: Hand in Glove?* Výzkumná práce Institutu ekonomie ČNB, č. 7, Praha, 2005. 31 p.

[16] **HOLUB, T.:** *Foreign exchange interventions under inflation targeting: The Czech Experience.* Výzkumná práce Institutu ekonomie ČNB, č. 1, Praha, 2004.

OSTATNÍ PRAMENY:

[17] **MACH, P.:** *Kurzový a monetární vývoj české ekonomiky po roce 1989 ve vztahu k inflaci a hrubému domácímu produktu.* (diplomová práce), VŠE Praha, 1999

[18] **NESLÁDKOVÁ, M.:** *K problematice devizového kurzu jako obecně ekonomické kategorie a jako nástroje hospodářské politiky.* (disertační práce), TUL 2004, 156 s.

[19] **NESLÁDKOVÁ, M.:** *Systémy devizového kurzu koruny v transformačním období České republiky.* (konference), TUL 2003, 6 s.

INTERNETOVÉ ZDROJE:

[20] <http://www.cnb.cz>

stránky České národní banky

[21] <http://www.czso.cz>

stránky Českého statistického úřadu

[22] <http://www.federalreserve.gov>

stránky Federal Reserve System, USA

SEZNAM TABULEK A OBRÁZKŮ

SEZNAM TABULEK:

Tab. 1 – Kreditní a debetní položky platební bilance jako faktor poptávky a nabídky deviz [3]

Tab. 2 – Změny úrokové míry konzistentní s devizovými intervencemi [15]

Tab. 3 – Komunikace a zveřejňování informací o intervencích [16]

Tab. 4 – Efektivita devizových intervencí – vybraná fakta [20]

SEZNAM OBRÁZKŮ:

Obr. 1 – Souvislosti tokového modelu [3]

Obr. 2 – Souvislosti stavového modelu [3]

Obr. 3 – Střetávání nabídky deviz a poptávky po devizách a utváření devizového kurzu

Obr. 4 – Křivka devizové poptávky [3]

Obr. 5 – Křivka devizové nabídky [3]

Obr. 6 – Rovnováha na devizovém trhu [3]

Obr. 7 – Oscilační cyklus devizového kurzu [2]

Obr. 8 – Rozdělení intervencí dle různých hledisek [18]

Obr. 9 – Obligatomi devizové intervence v systému pevného kurzu [3]

Obr. 10 – Apresiasi dolaru po slovní intervenci v květnu 2005 [22]

Obr. 11 – Vývoj systému měnového kurzu v České republice v období 1993 – 2002 [15]

Obr. 12 – Vývoj měnového kurzu od roku 1999 do současnosti [20]

Obr. 13 – Kumulovaný příliv PZI v období 1993 – 2005 [20]

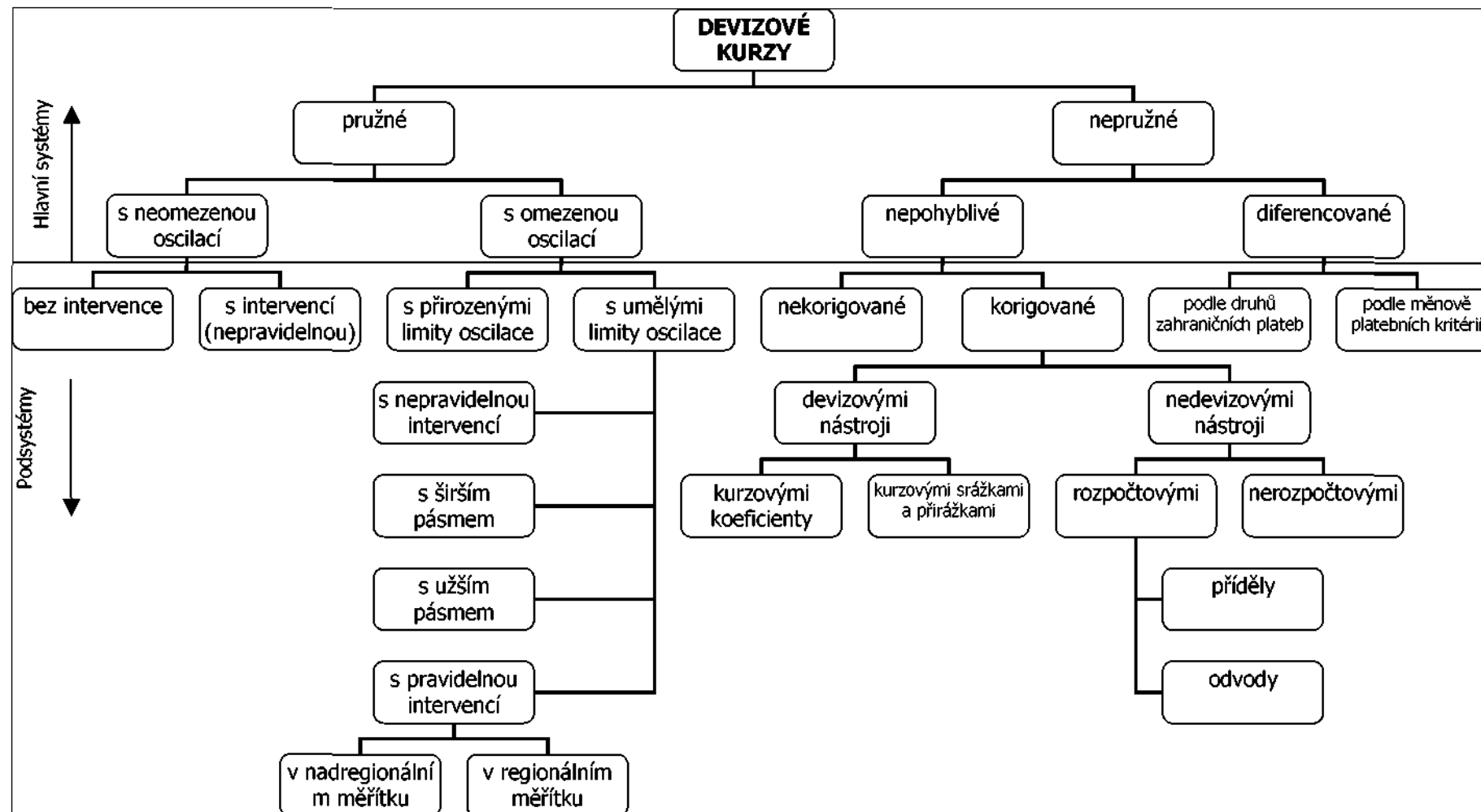
Obr. 14 – Kanály vlivu oficiálních devizových intervencí [4]

Obr. 15 – Devizové intervence v období let 1997 – 2002 [15]

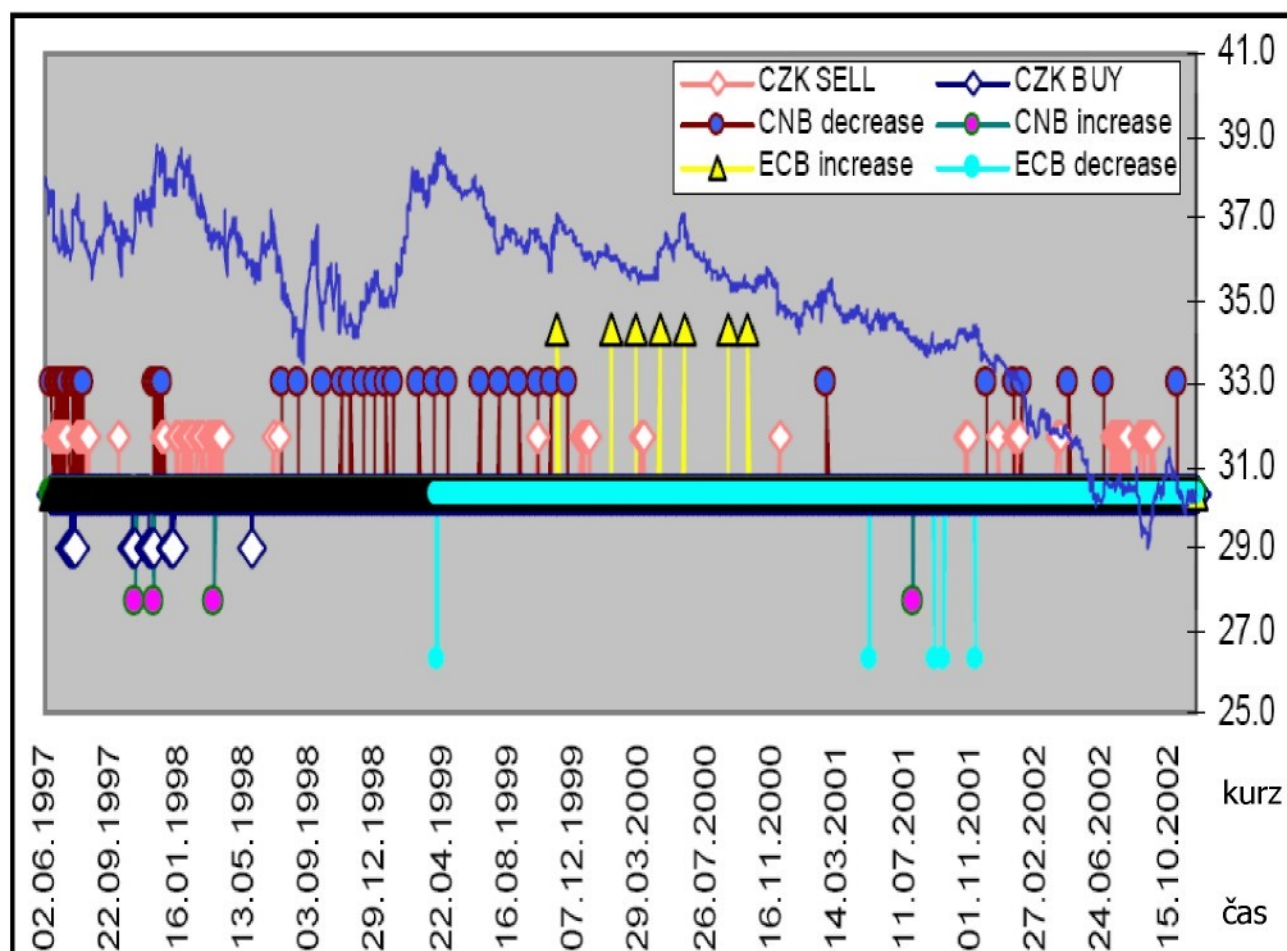
SEZNAM PŘÍLOH

- PŘÍLOHA Č. 1 PODROBNÁ KLASIFIKACE SYSTÉMŮ DEVIZOVÉHO
KURZU
- PŘÍLOHA Č. 2 SOUVISLOST DEVIZOVÝCH INTERVENČNÍCH SE ZMĚNAMI
ÚROKOVÝCH SAZEB
- PŘÍLOHA Č. 3 SHRNTÍ INTERVENČNÍCH AKTIVIT ČESKÉ NÁRODNÍ
BANKY V OBDOBÍ 1997 – 2002

PŘÍLOHA Č. 1 – PODROBNÁ KLASIFIKACE SYSTÉMŮ DEVIZOVÉHO KURZU



Zdroj: [2]



Zdroj: [15]

Poznámky:

CZK SELL – devizové intervence na oslabení kurzu; prodej korun ČNB na devizovém trhu

CZK BUY – devizové intervence na posílení kurzu; nákup korun ČNB na devizovém trhu

CNB decrease – pokles domácích úrokových sazeb (sazby ČNB)

CNB increase – růst domácích úrokových sazeb (sazby ČNB)

ECB increase – růst zahraničních úrokových sazeb (sazby ECB)

ECB decrease – pokles zahraničních úrokových sazeb (sazby ECB)

PŘÍLOHA Č. 3 SHRUTÍ INTERVENČNÍCH AKTIVIT ČESKÉ NÁRODNÍ
BANKY V OBDOBÍ 1997 – 2002

mld. Kč

Období		Střední hodnota	Medián	Minimum	Maximum	Směrodatná odchylka	Počet dní po které intervence probíhala
1997	Celkem	2,88	2,42	0,18	8,69	2,03	40
	Prodeje	2,81	2,52	0,18	8,59	1,82	27
	Nákupy	3,03	2,13	0,95	8,69	2,49	13
1998	Celkem	1,94	1,46	0,19	10,75	2,26	37
	Prodeje	1,95	1,46	0,19	10,75	2,38	33
	Nákupy	1,84	1,83	0,99	2,72	0,99	4
1999	Celkem	4,10	0,81	0,22	18,76	7,16	10
	Prodeje	4,10	0,81	0,22	18,76	7,16	10
	Nákupy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
2000	Celkem	4,45	1,27	0,36	11,49	5,24	5
	Prodeje	4,45	1,27	0,36	11,49	5,24	5
	Nákupy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
2001	Celkem	5,64	2,52	2,33	12,08	5,57	3
	Prodeje	5,64	2,52	2,33	12,08	5,57	3
	Nákupy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
2002	Celkem	1,91	0,91	0,10	12,06	2,84	37
	Prodeje	1,91	0,91	0,10	12,06	2,84	37
	Nákupy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
1997-2002	Celkem	2,56	1,43	0,10	18,76	3,24	132
	Prodeje	2,53	1,42	0,10	18,76	3,37	115
	Nákupy	2,75	2,13	0,95	8,69	2,26	17

droj: [15]