

Konkurenčné depreciácie mien a aktivity MMF¹

Competitive depreciations of currencies and the activities of the IMF

Marián NEMEC, Jana KOTLEBOVÁ

Abstrakt

V období súčasnej hospodárskej krízy majú jednotlivé krajiny tendenciu prijímať opatrenia, ktoré nie sú v súlade s pravidlami korektnej súťaže. Oblasť výmenných kurzov je v tomto smere typická. Pomocou cieleného znehodnocovania meny je možné dosahovať rast medzinárodnej konkurencieschopnosti domácej výroby bez toho, aby krajina musela prijímať komplikované štrukturálne opatrenia. Výsledkom podobných postupov je narušenie medzinárodnej ekonomickej spolupráce a slabý hospodársky rast. Koordinované riešenie podobných tendencií patrí medzi najdôležitejšie úlohy Medzinárodného menového fondu. V dôsledku zložitých súvislostí ako v teoretickej, tak aj v praktickej rovine problému, sa doteraz nepodarilo nájsť všeobecne akceptované riešenie.

Kľúčové slová

výmenné kurzy, konkurenčné znehodnocovanie mien, menové vojny, Medzinárodný menový fond (MMF), medzinárodná koordinácia kurzovej politiky

Abstract

There is a tendency of adopting measures in the period of economic crises which are not in line with rules of fair competition. The exchange rates area is in this sense typical. It is possible to reach the growth of international competitiveness with the help of currency depreciation - without adoption of complicated structural measures. The violation of international economic cooperation and generally slow economic growth is the result of similar practices. Coordinated solution of such tendencies belongs to the most important tasks of the International Monetary Fund. Due to the tricky context of the problem both on the theoretical and practical sides there is no success in finding generally accepted solution.

Keywords: exchange rates, competitive depreciations, currency wars, International Monetary Fund (IMF), international policy coordination

¹ Príspevok bol vypracovaný v rámci riešenia výskumnej úlohy VEGA 1/0613/12 Intenzita vzťahov medzi finančným sektorom a reálnou ekonomikou ako zdroj ekonomického rastu SR v postkrízovom období.

Úvod

Hospodárska politika každej krajiny sa orientuje na dosahovanie určitých cieľov, ktoré zodpovedajú aktuálnej hospodársko-politickej situácii. Súčasne však má každá konkrétna podoba hospodárskej politiky aj medzinárodný rozmer - individuálne záujmy jednotlivých krajín sa stretávajú v rámci medzinárodnej konkurencie so záujmami iných krajín. Často dochádza k situáciám, keď ciele jednej krajiny sú v protiklade s cieľmi iných krajín, resp. ich plnenie priamo iné krajiny poškodzujú.

Kritickým obdobím, v ktorom dochádza k ostrému stretu domácich politík na medzinárodnom poli, je obdobie hospodárskej krízy. Práve v tomto období sa medzinárodná konkurencia vyostreje a jednotlivé krajiny majú tendenciu prijímať opatrenia, ktoré sú na hranici prípustnosti z hľadiska pravidiel férovej konkurencie.

Medzi oblasti, ktoré v tejto súvislosti najviac prichádzajú do úvahy, patrí aj oblasť výmenných kurzov. Pomocou cieleného znehodnocovania meny² je možné dosahovať rast medzinárodnej konkurencieschopnosti domácej výroby bez toho, aby krajina musela prijímať často komplikované a bolestivé opatrenia vedúce k štrukturálnej zmene ekonomiky. Takáto prax vedie k podobným opatreniam zo strany konkurentov a celkovým výsledkom je narušenie medzinárodnej ekonomickej spolupráce a nevyužívanie hospodárskeho potenciálu krajín. Podobné dôsledky sa prejavili vo veľkom rozsahu v minulom storočí v 30. rokoch - v čase Veľkej hospodárskej krízy (Great Depression) a boli jednou z najdôležitejších príčin založenia Medzinárodného menového fondu. V súvislosti s vypuknutím finančnej krízy v roku 2007 sa stala predmetná otázka znovu aktuálnou aj v súčasnom období a MMF zohráva opäť významnú úlohu pri medzinárodnej koordinácii hospodárskych politík a v rámci toho kurzovej politiky.

1. Stručná história problému

Oblasť výmenných kurzov a podpora členských štátov v otázkach týkajúcich sa tejto problematiky je jedným zo základných úloh MMF už od jeho založenia. Analýza vývoja

² Forma znehodnocovania závisí od uplatňovaného režimu menového kurzu. V prípade fixného kurzu je možné znehodnotiť menu priamo, rozhodnutím príslušnej autority (centrálnej banky, resp. vládou poverenej inštitúcie), teda devalváciou, pri existencii flexibilného kurzu sa príslušná inštitúcia snaží o znehodnotenie meny nepriamo, najmä rôznymi podobami intervencií.

výmenného kurzu patrí medzi najdôležitejšie aspekty interpretácie hospodárskeho vývoja ekonomiky, jeho makroekonomickej i finančnej stránky.

V rámci plnenia svojich úloh vyplývajúcich zo štatútu MMF v oblasti výmenných kurzov sa v polovici 90. rokov minulého storočia vytvorila Konzultačná skupina pre výmenné kurzy (CGER – Consultative Group on Exchange Rate Issues). Táto skupina uskutočnila v záujme vytvorenia konzistentného prístupu v analýze otázok výmenných kurzov v rámci konzultácií ku článku 4 v členských krajinách sériu analýz vo vyspelých členských krajinách. Tieto analýzy dostali k dispozícii výkonní pracovníci MMF, ktorí sa zúčastňovali na pravidelných konzultáciách s členskými krajinami.

V súčasnom období svetovej hospodárskej krízy sa otázky vývoja výmenných kurzov stali ešte dôležitejšími. Jeden z najdôležitejších motívov založenia MMF v r. 1944, ktorým bola potreba koordinovať postupy v oblasti výmenných kurzov, vzhľadom na tendencie využívania praktík konkurenčných devalvácií v medzinárodných ekonomických vzťahoch, ktoré vážnym spôsobom narušili dynamiku obchodnej výmeny v období hospodárskej krízy v 30. rokoch minulého storočia, sa stal znovu aktuálnym. Konkurenčné depreciácie môžu podporiť tendencie k protekcionizmu v národných hospodárskych stratégiách orientovaných na prekonanie dôsledkov finančnej krízy.

2. Vývoj dohľadu MMF nad vývojom menových kurzov členských krajín

V Článoch dohody (Articles of Agreement) MMF [1] sa pôvodne uvádzalo, že členské štáty sú povinné konzultovať s MMF zamýšľané zmeny v menovom kurze svojej meny nad určitý limit. MMF súhlasil s takouto žiadosťou len vtedy, ak to bolo nevyhnutné z hľadiska korekcie „základnej nerovnováhy“ (fundamental disequilibrium). Zmena Článkov z roku 1978 tento postup zrušila a to znamenalo, že členské štáty získali v určení podoby rámca pre vývoj svojej meny značnú voľnosť. Prakticky to znamenalo, že sa ponechalo na voľnú úvahu krajín, či zvolia fixný, alebo flexibilný systém menového kurzu. Povinnosťou členských krajín však zostalo spolupracovať s MMF a ostatnými členskými štátmi v záujme zabezpečenia korektného rámca pre menové kurzy a stabilného kurzového systému.³

Okrem tejto všeobecnej deklarácie týkajúcej sa záväzkov členských krajín, boli sformulované aj ďalšie štyri špecifické povinnosti:

- snažiť sa o takú orientáciu hospodárskej a finančnej politiky, ktorej výsledkom bude podpora primeraného hospodárskeho rastu a cenovej stability,

³ Article IV, Section 1, Articles of Agreement of the IMF.

- usilovať sa o podporu stability presadzovaním vhodných hospodárskych a finančných podmienok,
- vyhýbať sa manipulovaniu menových kurzov alebo medzinárodného menového systému za účelom dosiahnutia nečestných konkurenčných výhod oproti iným členským krajinám,
- snažiť sa o dosiahnutie stabilného systému menových kurzov pomocou uplatnenia vhodnej politiky menového kurzu a hospodárskej politiky.⁴

Je zrejmé že zmena Článkov dohody znamenala v oblasti menových kurzov značné uvoľnenie pôvodných povinností.

Článok IV ustanovuje aj povinnosti pre MMF. Podľa neho je MMF povinný⁵

- dohliadať na medzinárodný menový systém za účelom zabezpečenia jeho efektívneho fungovania a
- dohliadať na plnenie záväzkov každého z jeho členov vyplývajúcich z odseku 1 článku IV,
- vykonávať prísny dohľad na politiku menového kurzu svojich členov.

MMF tak dostal dvojité povinnosti výkonu dohľadu ako nad medzinárodným menovým systémom, tak aj nad politikou menového kurzu a celkovou domácou hospodárskou a finančnou politikou svojich členov. Článok IV tiež ukladá Fondu zaviesť špecifické princípy výkonu politiky menového kurzu. Prvý variant týchto princíпов bol vydaný v rozhodnutí o dohľade Výkonnej rady MMF v roku 1977, ktoré vstúpilo do účinnosti súčasne s Druhým dodatkom (k Článkom dohody). Okrem iného sa v ňom uvádza, že

- dohľad nad politikou menového kurzu sa prispôsobí aktuálnym medzinárodným potrebám,
- prístup Fondu ku kurzovej politike jednotlivých členov bude založený na zhodnotení vývoja platobnej bilancie krajiny vrátane rozsahu a udržateľnosti kapitálových tokov v kontexte s vývojom devízových rezerv a zahraničnej zadlženosti.

K ďalšiemu spresneniu prístupov MMF v tejto oblasti došlo v roku 1999 v súvislosti s diskusiou o režimoch menového kurzu v stále viac sa integrujúcej svetovej ekonomike. Na záver diskusie sa konštatovalo, že Fond by mal ponúkať svoje názory pri pomoci jednotlivým štátom v rámci formovania ich politiky menového kurzu a usilovať sa o zabezpečenie konzistentnosti voľby režimu menového kurzu s podmienkami v krajine.⁶

⁴ Article IV, Section 1, Articles of Agreement of the IMF.

⁵ Article IV, Section 3(a), Articles of Agreement of the IMF.

⁶ Pozri tiež štúdiu [6].

Niektoré základné zásady postupy Fondu možno odvodiť z článku IV a z rozhodnutia o dohľade z roku 1977. Možno ich zhrnúť nasledovne:

- neexistuje taký kurzový režim, ktorý by vyhovoval za každých okolností všetkým krajinám [pozri tiež 5],
- každý členský štát si môže vybrať režim menového kurzu ktorý mu umožní plniť záväzky podľa článku IV,
- pri tomto výbere sa MMF snaží poskytovať každému členskému štátu objektívne podklady, ktoré umožnia optimálne rozhodnutie s ohľadom na vhodnosť príslušného režimu vo vzťahu k daným podmienkam v ekonomike, stratégie jeho hospodárskej politiky a záväzkom krajiny podľa Článkov dohody.

Korektnosť odporúčaní MMF na základe uvedených zásad si vyžaduje analýzu dvoch úzko spätých oblastí:

- výber režimu menového kurzu a jeho vhodnosti daným podmienkam a
- vhodnosti konkrétnej veličiny kurzu.

Na to je zasa potrebné:

- presne identifikovať a popísať existujúci kurzový režim v krajine, čo je podmienkou pre korektný kontext odporúčaní. Na druhej strane je povinnosťou príslušnej krajiny informovať MMF o podrobnostiach využívaného režimu a o uskutočnení eventuálnych zmien,
- posúdiť vhodnosť zvoleného kurzového režimu v kontexte s cieľmi hospodárskej politiky a podmienkami v ekonomike s využitím určitých kritérií. Od pracovníkov MMF sa očakáva, že upozornia na nevhodnosť príslušného režimu v prípade, keď ohrozuje makroekonomickú stabilitu,
- posúdiť vhodnosť konkrétnej veličiny menového kurzu bez ohľadu na uplatňovaný kurzový režim s dôrazom na dôkladné zhodnotenie konkurencieschopnosti krajiny v medzinárodnom kontexte,
- zhodnotiť konzistentnosť kurzového režimu a kurzu voči cudzím menám vo vzťahu k hospodárskej politike krajiny, jej domácich a externých cieľov a vonkajšej stabilite ekonomiky.

Otázky praktickej implementácie uvedených zásad boli zhrnuté do operatívnych dokumentov MMF, ktoré slúžia ako praktická pomôcka pracovníkom MMF pri výkone dohľadu. Zatiaľ čo v prvých verziách týchto dokumentov sa zdôrazňovala potreba orientovať správy misií MMF

na základné otázky kurzovej politiky, v nasledujúcich aktualizáciách sa dôraz presunul na ostatné relevantné makroekonomické a štrukturálne politiky ako rovnako dôležité oblasti. Sem patria napr. otázky udržateľnosti externej pozície krajiny, náchylnosť ekonomík ku krízam platobnej bilancie a medzinárodné dôsledky hospodárskej politiky veľkých krajín. Za kritické oblasti dohľadu v kurzovej oblasti sa považuje jasná identifikácia de facto kurzového režimu⁷, systematické využívanie širokého spektra indikátorov a analytických nástrojov na posúdenie medzinárodnej konkurencieschopnosti ekonomík, ako aj objektívna prezentácia dialógu misií MMF a inštitúcií jednotlivých členských krajín. Prehľad o systéme dohľadu MMF v oblasti výmenného kurzu je uvedený v tabuľke 1.

Tabuľka 1 Dohľad MMF v oblasti výmenného kurzu

	Analýzy a hodnotenia			Spôsob komunikácie	Následné aktivity
Bilaterálne aktivity	Informácie od jednotlivých krajín	Hodnotenie úrovne výmenného kurzu	Formulácia názoru MMF na kurzovú politiku jednotlivých krajín	Dôverné diskusie s jednotlivými krajinami	Celkové hodnotenie týkajúce sa jednotlivých krajín
		Hodnotenie kurzového režimu a jeho udržateľnosti			
Multilaterálne aktivity	Údaje získané na trhoch a z iných zdrojov	Hodnotenie globálneho systému výmenných kurzov	Formulácia názoru MMF na pôsobenie výmenného kurzu v globálnom kontexte	Komunikácia s trhmi	Celkové hodnotenie na globálnej úrovni
		Výkonná rada MMF			

Prameň: [7].

Dohľad sa realizuje rôznym spôsobom, predovšetkým však v rámci pravidelných konzultácií podľa článku IV.⁸ Dohľad je nepretržitý, jeho podoba sa však mení s ohľadom na aktuálnu situáciu. Z tabuľky vyplýva, že proces dohľadu má tri stupne, pričom každý stupeň má ako bilaterálnu, tak aj multilaterálnu zložku a zo strany MMF zahrnuje aj aktívnu účasť Výkonnej rady MMF (okrem bloku získavania údajov):

- analýza a hodnotenie,
- komunikácia záverov MMF s príslušnou krajinou, resp. so svetovou verejnosťou,
- následné aktivity, ktoré zahŕňujú nepretržité monitorovanie vývoja.

⁷ V praxi sa často skutočný výkon kurzovej politiky odlišuje od oficiálne deklarovaného.

⁸ Tieto konzultácie sa uskutočňujú obvykle raz za rok.

V rámci prvého stupňa hodnotia výkonní pracovníci MMF vhodnosť a udržateľnosť systému výmenného kurzu v príslušnej krajine, a to pokiaľ ide o samotný režim, ako aj konkrétnu úroveň výmenného kurzu. Do úvahy sa pritom berie kontext súvisiaci s celkovou hospodárskou politikou krajiny, ako aj s vonkajšími podmienkami. Analyzujú sa tiež regionálne a globálne dôsledky domácej politiky v prípade ekonomicky významných krajín, ako aj ich dopady na jednotlivé členské krajiny. Bilaterálne a multilaterálne hodnotenia vyjadrujú duálne poslanie MMF v tomto procese – ako subjektu, ktorý kontroluje postupy jednotlivých krajín a ako gestora medzinárodného finančného systému. Tento prístup vyžaduje konzistentnosť obidvoch druhov hodnotení. Hodnotenia operatívnych pracovníkov MMF posudzuje Výkonná rada MMF a až jej závery sú vyjadrením oficiálneho stanoviska MMF. Kľúčovým prvkom procesu, ktorý zásadne podmieňuje objektivitu a kvalitu hodnotení, sú príslušné informácie, ktoré poskytujú jednotlivé štáty. Rovnaký význam má však aj správna identifikácia situácie výkonnými pracovníkmi MMF.

Druhým stupňom procesu je vhodná komunikácia záverov MMF s relevantnými subjektmi. Uskutočňuje sa rôznymi spôsobmi – od bilaterálnych diskusií na úrovni výkonných zložiek, diskusií na úrovni Výkonnej rady, cez diskusie na národnej a medzinárodnej úrovni so širokým okruhom zúčastnených až po ovplyvňovanie verejnej mienky a spoliehanie sa na disciplinizujúcu úlohu trhov. Za najúčinnnejšiu sa však považuje komunikácia s príslušnými subjektmi krajín, najmä s centrálnou bankou a ministerstvom financií, ktoré obvykle zastupuje vládu. Do úvahy sa musia brať aj ďalšie skutočnosti, najmä to, že niektoré údaje majú dôverný charakter a môžu ovplyvniť správanie sa trhu. Takisto to, že prípadné chybné závery, ktoré môžu vyplývať aj z objektívnych problémov spojených s pochopením ekonomickej reality z dôvodu nedokonalosti analytických nástrojov a údajovej základne, môžu tiež poškodiť ekonomiku krajiny.

V rámci tretieho stupňa procesu sa monitoruje, ako krajina zohľadňuje odporúčania MMF vo svojej praktickej politike. Zistenia v tejto fáze majú význam pre ďalší cyklus konzultácií, ale môžu mať vplyv aj na špecifické vzťahy MMF s príslušnou krajinou, napr. pri poskytovaní technickej alebo finančnej pomoci.

3. Aktuálne problémy medzinárodnej koordinácie kurzovej politiky

Napriek uvedenému podrobnému rámcu koordinácie kurzovej politiky realizovanému v činnosti MMF, v súčasnom období dochádza k zvyšovaniu napätia v medzinárodných

ekonomických vzťahoch tiež v dôsledku špecifickej podoby kurzovej politiky jednotlivých krajín.

Trvale kontroverznou je kurzová politika Číny, ktorá podľa niektorých obchodných partnerov, najmä USA, uskutočňuje politiku podhodnotenej meny. Japonsko sa v rámci snahy o oživenie ekonomiky („abonomics“) otvorene usiluje aj o znehodnocovanie svojej meny. USA svojou politikou kvantitatívneho uvoľňovania tiež prakticky realizuje politiku oslabovania kurzu USD. Rovnakým smerom sa uberá menová politika ECB a Spojeného kráľovstva. Uvedené aktivity najvýznamnejších ekonomických mocností zvyšujú obavy z možnej recidívy beggar-thy-neighbour politík, známych z obdobia Veľkej depresie z 30. rokov minulého storočia, charakterizovaných konkurenčnými depreciami mien a následnými protekcionistickými opatreniami, ktoré vážne poškodili medzinárodnú ekonomickú spoluprácu.

Otázkou zostáva, či menová, resp. kurzová politika spomenutých krajín protirečí zásadám Článkov dohody MMF. Pri posudzovaní tohto problému dochádza k rozporným hodnoteniam. Okrem už spomínaného, viac-menej prevládajúceho názoru, že ide o neférovú politiku voči obchodným partnerom, existujú aj názory, že ide o legitímnu snahu zlepšiť ekonomickú situáciu krajiny na základe špecifických opatrení, vhodných pre danú krajinu [Frankel 2]. Poukazuje sa tiež na rozporný vplyv znehodnocovania príslušnej meny: Na jednej strane znehodnotená mena zlepšuje cenovú konkurencieschopnosť krajiny, čím dochádza k zlepšovaniu vývoja na bežnom účte, na druhej strane však domáca expanzia, ktorá je sprievodným javom tejto politiky, vedie k rastu domácich príjmov, čo pôsobí opačným smerom - na rast dovozu, a teda k zhoršovaniu vývoja na bežnom účte.

Dochádza však aj k pohybu kapitálu medzi krajinami, v rámci ktorého sú znevýhodnené krajiny so slabším kapitálovým vybavením a to je dôvodom pre to, že najmä niektorí predstavitelia tzv. emerging krajín vyslovujú názor o poškodzovaní ich krajín menovou expanziou a znehodnocovaním mien ekonomických mocností [4]. Zatiaľ sa v tejto oblasti nepodarilo, a to ani napriek veľkému úsiliu MMF, dosiahnuť konsenzus. Ani v teoretickej oblasti, napriek mnohým pokusom o sofistikované vysvetlenie diania v oblasti výmenných kurzov [napr. 2, 3] neexistuje jednoznačný názor na podstatu prebiehajúcich procesov.

Záver

Kritickým obdobím, v ktorom dochádza v rámci medzinárodnej konkurencie k ostrému stretu domácich politík na medzinárodnom poli, je obdobie hospodárskej krízy. V tomto období sa medzinárodná konkurencia vyostreňuje a jednotlivé krajiny majú tendenciu prijímať opatrenia,

ktoré nie sú v súlade s pravidlami férovej súťaže. Oblasť výmenných kurzov je v tomto smere typická. Pomocou cieleného znehodnocovania meny je možné dosahovať rast medzinárodnej konkurencieschopnosti domácej výroby bez toho, aby krajina musela prijímať komplikované štrukturálne opatrenia. Výsledkom podobných postupov je narušenie medzinárodnej ekonomickej spolupráce a slabý hospodársky rast. Koordinované riešenie podobných tendencií patrí medzi najdôležitejšie úlohy Medzinárodného menového fondu. V dôsledku zložitých súvislostí ako v teoretickej, tak aj v praktickej rovine problému, sa doteraz nepodarilo nájsť všeobecne akceptované riešenie.

Literatúra

- [1] Articles of Agreement of the International Monetary Fund, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/AA/>
- [2] Cheung, Yin-Wong, Menzie Chinn and Eiji Fuji, "China's Current Account and Exchange Rate," in [China's Growing Role in World Trade](#) (University of Chicago Press), edited by Rob Feenstra and Shang-Jin Wei, 2010.
- [3] Cline, W., Williamson, J., "[Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of the Renminbi?](#)" in [Debating China's Exchange Rate Policy](#), edited by M. Goldstein and N. Lardy ([Peterson Institute for International Economics](#), Washington DC, 2008), 155-165.
- [4] Dyer, G., Leahy, J.: Rouseff seeks US support in currency war, Financial Times, April 9, 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4e942712-826a-11e1-9242-00144feab49a.html#axzz2nfij3l8w>
- [5] Frankel, J.A.: No Single Currency is Right For All Countries or at All Times, NBER Working Paper Seriesing Paper 7338 NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, September 1999, <http://www.nber.org/papers/>
- [6] Mussa, M. and others: Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper No. 193, IMF 2000.
- [7] Takagi, S. – Hicklin, J. IMF exchange rate policy advice, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2007.

Ing. Marián NEMEC, PhD.,
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií,
NHF EU v Bratislave,
Dolnozemska cesta 1 ,
852 35 Bratislava;
e-mail: nemec@euba.sk

Doc.Ing. Jana Kotlebová, PhD.,
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií,
NHF EU v Bratislave,
Dolnozemska cesta 1 ,
852 35 Bratislava;
e-mail: jana.kotlebova@euba.sk