

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/I/2015/1407234299

**Úloha a význam devízových intervencií v stratégii menovej
politiky**
(Diplomová práca)

Bratislava 2015

Bc. Tomáš Štefánik

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

**Úloha a význam devízových intervencií v stratégii menovej
politiky**
(Diplomová práca)

Študijný program: Bankovníctvo

Študijný odbor: Financie, bankovníctvo a investovanie

Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Vedúci záverečnej práce: Ing. Mária Širaňová, M.A.

Bratislava 2015

Bc. Tomáš Štefánik

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som záverečnú prácu vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum: 29.04.2015

.....

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa chcel pod'akovať Ing. Márii Vojtkovej, M.A., ktorá mi svojimi odbornými radami trpezlivo a ochotne dopomohla k vytvoreniu tejto záverečnej práce.

ABSTRAKT

ŠTEFÁNIK, Tomáš: Úloha a význam devízových intervencií v stratégii menovej politiky – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Mária Širaňová, M.A. – Bratislava: NHF EU, 2015, počet strán 82.

Diplomová práca sa zaoberá analýzou devízových intervencií vykonávaných Bank of Japan. Náplňou práce je charakteristika a následná analýza vplyvu devízových intervencií na ekonomiku a na vývoj devízového kurzu. Cieľom práce je v kontexte vykonávanej monetárnej politiky posúdiť typ, ziskovosť, efektivitu a úspešnosť vykonávaných devízových intervencií v období od 2. kvartálu 1991 do 4. kvartálu 2011. Na základe výsledkov zistených z kvalitatívnej a kvantitatívnej analýzy a komparáciou vybraných monetárnych ukazovateľov je prezentovaný výsledok a záver práce.

Kľúčové slová:

Monetárna politika, devízové intervencie, Bank of Japan, USD/JPY

ABSTRACT

ŠTEFÁNIK, Tomáš: The role and importance of foreign exchange interventions in the strategy of monetary policy. University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Supervisor: Ing. Mária Širaňová, M.A. – Bratislava: NHF EU, 2015, pages 82.

The diploma thesis analysis foreign exchange interventions that were carried out by Bank of Japan. The content of the thesis is characteristic and further analysis of effects of the fx interventions on economy and exchange rate. The aim of this thesis is to assess type, profitability, efficiency and success rate of the fx interventions, in the context of monetary policy, during period from 2Q 1991 to 4Q 2011. Conclusion and result of the thesis are formulated based on the results obtained from qualitative and quantitative analysis and comparison of particular monetary indicators.

Key words:

Monetary policy, foreign exchange interventions, Bank of Japan, USD/JPY

OBSAH

Úvod	8
1 Súčasný stav riešenej problematiky.....	9
1.1 Menová politika	9
1.2 Devízová politika centrálnej banky.....	10
1.3 Devízový kurz	11
1.3.1 Zmeny devízového kurzu	12
1.3.2 Regulácia devízového kurzu	13
1.3.3 Systémy devízových kurzov.....	14
1.4 Devízové rezervy a bilancia CB.....	19
1.4.1 Zložky hrubých devízových rezerv	21
1.5 Intervencie CB na devízovom trhu	25
1.5.1 Vplyv devízových intervencií na domácu ekonomiku	28
1.6 Vplyv zmeny devízového kurzu na ekonomiku.....	34
1.7 Manipulácia kurzu a menová vojna	37
1.7.1 Charakteristika menovej vojny.....	38
1.7.2 Dôvody k manipulácii s kurzom	40
1.7.3 Nástroje používané na manipuláciu kurzu	41
1.8 Vplyv Carry Trade investícií.....	43
2 Cieľ práce	44
3 Metodológia práce	45
4 Výsledky práce a diskusia	46
4.1 Ekonomický vývoj Japonska.....	49
4.2 Devízové intervencie Bank of Japan.....	54
4.3 Postavenie devízových intervencií v systéme menovej politiky.....	59
4.4 Analýza devízových intervencií BoJ.....	61
4.4.1 Profitabilita devízových intervencií	61
4.4.2 Typ vykonávaných devízových intervencií.....	63
4.4.3 Úspešnosť devízových intervencií	66
4.5 Diskusia.....	70
Záver.....	72
Zoznam použitej literatúry.....	74

Úvod

Devízové intervencie sú dôležitým nástrojom centrálnych bánk celého sveta. Vždy boli zdrojom diskusie, jednak v odbornej literatúre a jednak v praxi. Niektorí ekonómovia verili, že devízové intervencie nemôžu byť účinné, na základe populárneho monetárneho modelu stanovenia výmenného kurzu. Ďalší zase argumentovali, že veľkosť intervencie býva zanedbateľná v porovnaní s veľkosťou a silou trhu. Dominantný názor na efektívnosť intervencií sa však v posledných dekádach už niekoľko krát zmenil. Monetárne autority začali výrazne intervenovať na devízových trhoch počas prechodu zo systému fixných kurzov, ktorý sa zrútil v auguste 1971, na systém pohyblivých kurzov, začiatkom roku 1973.

Výmenné kurzy majú v súčasnom svete internacionalizácie a globalizácie významný vplyv na medzinárodné obchodné vzťahy krajiny. Okrem toho, že ich prostredníctvom sa prevádza zúčtovanie transakcií zo zahraničím, ich pohyby priamo ovplyvňujú očakávania a správanie sa investorov na trhu. V súčasnom svete je teda dôležitou činnosťou každej menovej autority dohliadať aj na vývoj domáceho výmenného kurzu a v prípade potreby vykonať primerané opatrenia, aby zmeny vo vývoji kurzu mali čo najmenší negatívny dopad na výkonnosť domácej ekonomiky.

Ako som už naznačil, v práci sa budeme zaoberať práve týmito opatreniami, konkrétne devízovými intervenciami vykonávanými japonskou centrálnou bankou, v období od druhého kvartálu 1991 do štvrtého kvartálu 2011. Cieľom tejto diplomovej práce je v kontexte vykonávanej monetárnej politiky posúdiť typ, ziskovosť, efektívnosť a úspešnosť vykonávaných devízových intervencií v sledovanom období.

Obsah práce je rozdelený do štyroch základných kapitol. Prvá kapitola sa venuje objasneniu základnej teoretickej problematiky týkajúcej sa devízových intervencií, spôsoby ich prevedenia, teoretická efektívnosť a vplyv na ekonomiku. Zameriame sa na charakteristiku viacerých druhov vykonávaných devízových intervencií. V kapitole sa taktiež nachádza časť, v ktorej bude vysvetlená problematika menových vojen a kurzových manipulácií. V druhej kapitole bude prezentovaný cieľ diplomovej práce a v tretej časti použitá metodika. V záverečnej, praktickej, časti práce vykonáme analýzu ziskovosti, efektívnosti a vplyvu devízových intervencií z pohľadu vývoja ekonomiky a vykonávanej monetárnej politiky.

1 Súčasný stav riešenej problematiky

V úvodnej kapitole tejto záverečnej práce sa oboznámime zo základnými pojmami, definíciami a charakteristikami z prostredia monetárnej a devízovej politiky, taktiež sa budeme zaoberať devízovým kurzom a intervenciami, ich efektívnosťou a opodstatnenosťou. V tejto kapitole si taktiež objasníme problematiku menovej vojny a kurzových manipulácií.

1.1 Menová politika

Menová (monetárna) politika je činnosť štátu, ktorá je zameraná na kontrolu množstva peňazí v ekonomike, na reguláciu úrokových mier a podmienok úveru. Táto politika je súčasťou hospodárskej a stabilizačnej politiky štátu.¹ Výhradným nositeľom monetárnej politiky je centrálna banka, ktorá ju vykonáva prostredníctvom kontroly zásoby nominálnych peňazí alebo pohybom úrokovej sadzby, čím ovplyvňuje makroekonomický vývoj. Monetárna politika reguluje trhovú ekonomiku. Aby mohla byť použitá, musí existovať rozvinutý trhovú mechanizmus, v rámci ktorého musia fungovať najmä peňažný obeh a peňažný trh, úverový systém a trh kapitálu. Na výkon menovej politiky používa centrálna banka určené nástroje. Tie sa môžu rozdeliť na priame (administratívne) a nepriame (trhovo orientované). Medzi priame nástroje monetárnej politiky podľa Kotlebovej zaradujeme úrokové a úverové limity a stropy, povinné vklady a pravidlá likvidity. K nepriamym nástrojom menovej politiky patria povinné minimálne rezervy bánk, operácie na voľnom trhu, devízové intervencie a diskontné nástroje.² Centrálna banka svojimi nástrojmi pôsobí na sprostredkujúce ciele, ktorými dosahuje svoje konečné ciele. Sprostredkujúcimi cieľmi sú peňažná zásoba, úroková miera a devízový kurz. Ku konečným cieľom menovej politiky patria nízka inflácia, hospodársky rast, nízka nezamestnanosť a vyrovnaná obchodná bilancia.

Kľúčovým cieľom monetárnej politiky býva najčastejšie udržanie cenovej stability alebo stability výmenného kurzu. Vnútornú menovú stabilitu vyjadruje miera inflácie, naopak vonkajšia menová stabilita sa odrazí na vývoji devízového kurzu. Pojem cenová stabilita si trochu odporuje, keďže nevyjadruje stabilitu v zmysle nemennosti, ale stabilitu ako mierny rast cien. Zmyslom však je zabezpečiť taký cenový rast, ktorý zodpovedá danému tempu rastu miezd. Veľké výkyvy cien – *vysoká inflácia*, má negatívne dopady na celkové hospodárstvo, keďže znehodnocuje dôchodky a úspory a prináša vyššie úrokové

¹ MISHKIN, F. *Monetary Policy Strategy*. Cambridge, MA – MIT Press, 2007. s. 7, ISBN 978-0-262-1342-8.

² KOTLEBOVÁ, J., SOBEK, O.; *Menová politika – stratégie, inštitúcie a nástroje*. Bratislava – Iura Edition, 2007. s. 159-163, ISBN 978-80-8078-092-0.

sadzby. Podmienky pre menovú stabilitu vytvoríme tak, že dosiahneme menovú rovnováhu. Jednoducho povedané dopyt po peniazoch sa bude rovnať ponuke týchto peňazí.

1.2 Devízová politika centrálnej banky

Devízová politika je úzko prepojená s monetárnou politikou centrálnej banky. Jej hlavným cieľom je udržiavanie vonkajšej stability meny, pretože zmeny vonkajšej rovnováhy alebo devízového kurzu ovplyvňujú taktiež vnútornú menovú situáciu. Devízová politika je cieľavedomé ovplyvňovanie ekonomických procesov pôsobením na tvorbu, rozdeľovanie a použitie devízových rezerv krajiny.³

Devízou je krátkodobá pohľadávka znejúce na cudziu menu a v cudzine splatná. Hlavnou formou devíz sú vklady tuzemských bánk v zahraničných bankách. Obchodovateľnou formou devíz sú rôzne formy príkazov k výplatám z týchto vkladov (tzn. korešpondentských účtov) v podobe šekov a iných príkazov k výplatám. K tomuto sa pridáva zásoba zmeniek znejúcich na cudziu menu so zahraničným akceptantom, ktoré boli v minulosti hlavnou formou devízových rezerv.

Valutami sú zahraničné zákonné platidlá (bankovky, štátovky, drobné mince).

Cieľom devízovej politiky je prispieť k udržaniu alebo obnove vonkajšej ekonomickej rovnováhy dosiahnutím vyrovnanosti resp. prebytkovosti platobnej bilancie pri nezhoršujúcej sa, alebo dokonca zlepšujúcej sa devízovej pozícii a stavu devízových rezerv. Túto úlohu devízová politika plní spolu so zahranično-obchodnou politikou, ako druhým úsekom štátnej hospodárskej politiky, ktorého doménou sú vonkajšie ekonomické vzťahy.

Je samozrejmé, že udržanie alebo obnovenie vnútornej a vonkajšej ekonomickej rovnováhy pri dosiahnutí vopred stanovených, hierarchicky usporiadaných, vyšších cieľov, musia byť podporované všetkými úsekmi hospodárskej politiky.

Na dosiahnutie svojich cieľov má devízová politika k dispozícii tieto hlavné prostriedky:

- zmena úrokových sadzieb (diskontná politiku),
- požičanie cudzích mien,
- intervenčné nákupy a predaje na voľnom trhu devíz (resp. zlata),
- zrušení, resp. obnovenie niektorých foriem konvertibility,

³ NĚMEČEK, E. *Úvod do studia finanční politiky*. 1. vyd. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1987. s. 37, ISBN 17-319-87.

- rôzne formy devalvácií, prípadne revalvácií,
- zavedení rôznych systémov diferencovaných kurzov,
- devízové obmedzenia,
- platobné dohody o clearingovom zúčtovaní,
- kurzový "floating".

Vplyv prostriedkov devízovej politiky na národné hospodárstvo je značný. Devízová politika je pomerne autonómnou oblasťou hospodárskej politiky, pretože si do istej miery môže vytvárať svojimi vlastnými prostriedkami predpoklady pre dosiahnutie svojich cieľov.⁴

Je to dané hlavne dvoma faktami:

1. Tým, že pohybom kapitálu v peňažnej forme sa vyrovnáva podstatná časť platobných bilancií a devízová politika je medzinárodný pohyb kapitálu schopná do značnej miery ovplyvniť (zmenou úrokových sadzieb, zárukami zahraničným vkladateľom, apod.).
2. Tým, že zmeny kurzu meny sa premietajú do domácej cenovej hladiny, domáca ekonomika je nútená ich vstrebať a tým sa nakoniec kurzové vzťahy, vytvorené devízovou politikou, samé od seba zvyrazňujú, určitým smerom sa mení štruktúra národného hospodárstva atď.

1.3 Devízový kurz

Nominálny menový kurz je podľa Neumanna definovaný ako cena zahraničnej meny vyjadrenej v domácich menových jednotkách alebo ako cena domácej meny vyjadrenej v zahraničných menových jednotkách.⁵ Prvý uvedený spôsob sa označuje ako priama kotácia kurzu. Druhý spôsob zapisovania sa uvádza ako nepriama kotácia kurzu. Kubišta rozšíril definíciu menového kurzu ako numerickú premennú vyjadrujúcu vzťah dvoch mien, ktoré spolu tvoria tzv. menový pár. Ide teda o cenu jednej meny vyjadrenej v jednotkách druhej meny.⁶

Výpočet menového kurzu v priamej kotácii je podľa Ptatschekovej⁷ nasledujúci:

⁴ NĚMEČEK, E. *Úvod do studia finanční politiky*. 1. vyd. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1987. s. 45, ISBN 17-319-87.

⁵ NEUMANN, P., a kol. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 62, ISBN 978-80-247-3276-3.

⁶ KUBIŠTA, V. *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. s. 151, ISBN 978-80-738-0191-5.

⁷ PTATSCHEKOVÁ, J., DITTRICHOVÁ, J. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. s. 14, ISBN 978-80-247-4681-4.

$$ER_{A/B} = \frac{\text{počet jednotiek meny } A}{1 \text{ jednotka meny } B};$$

kde: $ER_{A/B}$ = menový kurz v priamej kotácii,

A = domáca mena,

B = zahraničná mena.

V rovnakej publikácii je taktiež uvedené, že tento zápis kurzu je používaný najčastejšie. V prípadoch, kde by pri uvedenom výpočte vyšiel kurz nižší než jedna, býva priama kotácia vzťahovaná k násobkom cudzej meny. Pre výpočet menového kurzu v nepriamej kotácii je podľa Ptatschekovej nasledujúci vzorec:

$$ER_{A/B} = \frac{\text{počet jednotiek meny } A}{1 \text{ jednotka meny } B};$$

kde: $ER_{A/B}$ = menový kurz v priamej kotácii,

A = zahraničná mena,

B = domáca mena.

V nasledujúcom texte budeme používať devízový kurz vyjadrený v priamej kotácii.

Reálny menový kurz je na rozdiel od nominálneho kurzu vypočítaný pomerom zahraničnej a domácej cenovej hladiny, prepočítaných na spoločnú menu.⁸

Neumann ďalej uvádza, že menový kurz patrí spolu s cenou peňazí - úrokovou mierou, medzi najdôležitejšie ceny v ekonomike. Tak ako úroková miera aj menový kurz, na rozdiel od iných cien, priamo ovplyvňuje všetky ostatné ceny v ekonomike. Menový kurz, teda významne ovplyvňuje vývoj cenovej hladiny a ekonomiky ako celku.

1.3.1 Zmeny devízového kurzu

Devízové kurzy zameniteľných mien podliehajú na devízovom trhu vplyvom interakcií medzi ponukou a dopytom. V prípade týchto zmien sa jedná o *trhový mechanizmus zmeny kurzu*. Ako uvádza Pavelka, pokiaľ vzrastie dopyt po domácej mene, za rovnakých podmienok dochádza k zhodnoteniu – **apreciácii** - domácej meny. Zhodnotenie meny znamená, že sa domáca mena stáva drahšou pre zahraničných

⁸ NEUMANN, P., a kol. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 62, ISBN 978-80-247-3276-3.

investorov. K znehodnoteniu – **depreciácii** – domácej meny dochádza, analogicky, pri poklese dopytu po danej mene.⁹

Neumann ďalej rozvádza zmeny menového kurzu v dôsledku rozhodnutia centrálnej banky alebo inej autority v režime pevného kurzu, posunúť centrálnu paritu a celé flukтуаčné pásmo, pokiaľ existuje, smerom hore pre zhodnotenie – **revalváciu** – domácej meny, prípadne smerom dole pre znehodnotenie – **devalváciu** – meny.¹⁰

Na rozdiel od cien jednotlivých komodít, ovplyvňuje cena devízového kurzu rozhodovacie procesy širokého spektra ekonomických subjektov. V otvorenej ekonomike, tak pôsobí priamo či nepriamo na efektívnosť väčšiny obchodných procesov.

Pohyb kurzu domácej meny môže mať značný vplyv aj na výšku bohatstva samostatných ekonomických subjektov, pretože časť ich bohatstva býva, zvyčajne, denominovaná v zahraničných menách. Zhodnotením či znehodnotením domácej meny dochádza k ovplyvneniu rozdelenia menových aktív v portfóliách domácich subjektov.¹¹

1.3.2 Regulácia devízového kurzu

Dosahovanie a udržiavanie cenovej stability je zverené do rúk nezávislej centrálnej banke, ktorá pri dosahovaní svojich konečných cieľov používa nástroje monetárnej politiky. Nezávislosť a postavenie centrálnej banky býva, spravidla, riešené v ústave danej krajiny a presnejšie určené špeciálnym zákonom o centrálnej banke. V týchto legislatívnych dokumentoch sú priamo špecifikované aj ciele centrálnej banky.

Stabilné a nízke miery inflácie sa dosahuje nepriamo, cez ovplyvňovanie agregátneho dopytu. Stratégiou je cieľovanie budúcej inflácie prostredníctvom súčasnej menovej politiky, pretože medzi akciou centrálnej banky a reakcií hospodárskych subjektov existujú značné oneskorenia. Inflačný cieľ by mal byť stanovený ako pozitívny, pretože by nemala byť zanedbávaná hrozba deflácie. Prípadný deflačný vývoj v podobe absolútneho medziročného poklesu cenovej hladiny môže generovať deflačnú špirálu, ktorá spôsobuje pokles tržieb firiem, odklad spotrebiteľských nákupov v dôsledku očakávaní ďalšieho poklesu cien, ktoré môže vyústiť až v recesiú. Okrem stanovenia

⁹ PAVELKA, T. *Makroekonomie: základní kurz*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2010. s. 160, ISBN 978-80-8673-055-4.

¹⁰ NEUMANN, P., a kol. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 63, ISBN 978-80-247-3276-3.

¹¹ REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. s. 367, ISBN 978-80-7261-240-6.

inflačného cieľa väčšina centrálnych bánk sleduje aj medzeru výstupu, respektíve jeho stabilitu, pretože prípadné výkyvy majú dopady na sledovaný cieľ.¹²

V režime inflačného cielenia je hlavným nástrojom monetárnej politiky krátkodobá úroková sadzba, ktorú sú centrálné banky schopné ovplyvniť operáciami na voľnom trhu. Mundell-Flemingov model ukázal, že pri podmienkach voľnej kapitálovej mobility je monetárna politika v režime fixných kurzov neefektívna, zatiaľ čo v režime floatingu plne efektívna. V režime inflačného cielenia je vplyv na devízový kurz, len sekundárnym efektom. Centrálna banka môže v ľubovoľnom množstve nakupovať, resp. predávať cudzie meny (v rozsahu devízových rezerv) s cieľom oslabenia, resp. posilnenia domácej meny. Ide teda o devízové intervencie. Nákup cudzej meny, však, prebieha neobmedzene a to preto, že centrálna banka domácu menu sama vydáva. Kotlebová uvádza, že centrálna banka vykonáva devízové operácie buď priamym prevodom medzi cudzou a domácou menou, alebo prostredníctvom tzv. *swapov*. Pri druhom spôsobe dochádza ku kombinácii termínovaných a spotových operácii, kedy dochádza len k dočasnému ovplyvneniu menovej bázy.¹³

1.3.3 Systémy devízových kurzov

Tvorbu devízového kurzu, taktiež, ovplyvňuje v akom kurzovom režime mena figuruje a či je voľne obchodovateľná.

Meny, ktoré nie sú obchodované na devízovom trhu sa nazývajú neobchodovateľné meny a ich kurz závisí od rozhodnutia príslušnej inštitúcie, to znamená, že nie je určovaný dopytom a ponukou po danej mene. V prípade neobchodovateľných mien je ekonomika štátu čiastočne izolovaná od okolitého sveta a môže dochádzať k neefektívnemu fungovaniu domácich firiem.¹⁴

Systémy devízových kurzov sa delia do dvoch základných skupín. Prvou skupinou sú fixné kurzy a tou druhou pohyblivé kurzy. Tieto skupiny sa dajú ďalej rozlišovať. V praxi je niekedy náročné určiť zvolený režim v prípade, keď je krajina oficiálne zaradená do jednej kategórie, ale reálne vykonáva kroky charakteristické pre iný kurzový

¹² ČÍŽEK, B. 2013. *Dopady měnové politiky na vybraná odvětví ekonomiky*: dizertačná práca . Praha: Česká Zemědělská Univerzita. s. 153.

¹³ KOTLEBOVÁ, J., SOBEK, O.; *Menová politika – strategie, instituce a nástroje*. Bratislava – Iura Edition, 2007. s. 162, ISBN 978-80-8078-092-0.

¹⁴ NEUMANN, P. a kol. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 64, ISBN 978-80-247-3276-3.

režim. Za základnú klasifikáciu sa považuje klasifikácia podľa Medzinárodného menového fondu. Nižšie uvedené delenie je spracované podľa metodiky dokumentu *MMF AREAER*.¹⁵

Hilbert¹⁶ uvádza, že zatiaľ čo v systéme fixných kurzov sú intervencie hlavným nástrojom menovej politiky, ktorá je na nich závislá, pri floatingu sú vylúčené.

1.3.3.1 Systémy pevných devízových kurzov

Tieto systémy kurzov sa vyznačujú stanoveným ústredným kurzom a pevne vymedzeným oscilačným pásmom. Jednotlivé varianty fixných kurzov sa líšia v pravidelnosti zmien ústredného kurzu alebo šírkou oscilačného pásma, pokiaľ je toto pásmo stanovené.

Režimy pevných kurzov – hard pegs

V prípade ak používa krajina ako zákonné platidlo národnú menu iného štátu alebo je súčasťou monetárnej či menovej únie, v ktorej sa zdieľa jednotná mena je tento devízový režim označovaný ako *devízový režim bez osobitného zákonného platidla*. V tomto režime sa menová autorita danej krajiny vzdáva možnosti kontroly domácej menovej politiky. Medzi krajiny, ktoré využívajú tento kurzový režim patria napríklad Ekvádor, Panama a San Maríno.

Režim s neodvolateľným ústredným pásmom (currency board) vyjadruje absolútne fixný kurz bez oscilačného pásma. Menová rada sa zaväzuje, že bude zamieňať domácu menu za zahraničnú pri pevnom kurze. Devízové rezervy plne pokrývajú veľkosť menovej bázy a každá ich emisia je podmienená prírastkom aktív centrálnej banky denominovaných v zahraničných menách. Tým sa eliminujú tradičné funkcie centrálnej banky ako je zabezpečovanie monetárnej politiky a veriteľ poslednej inštalácie. Centrálna banka nesterilizovanými intervenciami na devízovom trhu ovplyvňuje rozdiel medzi ponukou a dopytom na devízovom trhu, ktoré cez prebytok alebo deficit platobnej bilancie vyvolávajú apreciáciu alebo depreciaцию domácej meny. Currency board praktikuje Bulharsko, Hong Kong alebo Litva.

Režimy pevných kurzov – soft pegs

Konvenčný peg s väzbou na jednu menu alebo menový kôš je charakteristický naviazaním ústredného kurzu domácej meny na zahraničnú menu, prípadne na kôš mien,

¹⁵ IMF - *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. 2013. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.21.10] Dostupné na internete: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>. ISBN 978-1-47555-261-4.

¹⁶ HILBERT, L., *Currency Interventions, Fluctuations and Economic Issues*. New York: Nova Science Publisher, 2007. s.7-8, ISBN 978-1-60456-078-7.

a limitovanou fluktuáciou kurzu, ktorá je stanovená záväznými oscilačnými pásmami. Daný kôš zahraničných mien sa vytvára napríklad z mien hlavných obchodných a finančných partnerov a z mien, ktoré premietajú geografické rozloženie obchodu, služieb a kapitálových tokov danej krajiny. Monetárne autority sa pri tomto režime zaväzujú udržať fixnú paritu kurzu prostredníctvom priamych alebo nepriamych devízových intervencií. Centrálna banka nemusí dodržiavať presne určenú paritu. Devízový kurz by sa však mal pohybovať vo vytýčenom oscilačnom pásme $\pm 1\%$ okolo ústredného kurzu.¹⁷ Oscilačné pásma v tomto prípade predstavujú pre špekulantov psychologickú hranicu a varujú ich pred možnou intervenciou. V prípade, ak kurz dosiahne intervenčný bod, začne centrálna banka predávať alebo nakupovať devízy a ovplyvní tak ponuku a dopyt na devízovom trhu, čím zabráni prekročeniu oscilačného pásma. Intervenčné nákupy a predaje devíz ovplyvňujú výšku devízových rezerv. MMF tu zaradzuje napríklad Katar, Saudskú Arábiu, Kuvajt alebo Nepál.

Revenda vo svojej publikácii uvádza, že medzi rokmi 1945 – 1973 bol na princípe väzby kurzu domácej meny na jednu či viac národných mien založený tzv. *breton-woodsky menový mechanizmus*. Išlo o fixnú väzbu všetkých mien členských štátov MMF na kurz amerického doláru s pásmom oscilácie $\pm 1\%$ (neskôr $\pm 2,25\%$). Aj po rozpade tohto systému mnohé krajiny zachovali fixnú väzbu domácich mien na iné národné meny. Najčastejšie sa jedná o väzbu na USD, GBP a EUR.¹⁸

Neumann rozširuje definíciu fixného kurzu, kedy centrálna banka či iná autorita, stanoví hodnotu kurzu k určujúcej mene a túto úroveň dlhodobo udržiava pomocou devízových intervencií. K udržaniu centrálneho kurzu je stanovené fluktučné pásmo, ktoré je spravidla vyjadrené v percentách. V prípade, že dochádza k vychýleniu devízového kurzu z bankou stanoveného oscilačného pásma, je potrebná intervencia centrálnej banky kvôli zachovaniu kurzu v rámci daného pásma. Ak má domáca mena dlhodobú tendenciu k oslabovaniu nad rámec oscilačného pásma, vystavuje sa centrálna banka riziku vyčerpania devízových rezerv, ktorými kurz znižuje. V prípade, že centrálna banka už nie je schopná svojimi zásahmi udržať kurz v rámci pásma, je nútená devalvovať menu alebo prejsť na režim plávajúceho kurzu.

Za *stabilizované režimy* považuje MMF tie, v ktorých devízový kurz vydrží v oscilačnom pásme 2 % po dobu najmenej šiestich mesiacov a nenachádza sa v režime

¹⁷ Podľa de facto klasifikácie MMF AREAER musí devízový kurz fluktuovať v danom pásme najmenej 6 mesiacov.

¹⁸ REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. s. 380, ISBN 978-80-7261-240-6.

floatingu. Daná stabilita môže byť dodržiavaná voči jednej mene alebo určitému košu mien. Podmienkou pre označenie stabilizovaných režimov je splnenie štatistických kritérií a fakt, že stabilita kurzu je výsledkom oficiálnych aktivít menových autorít. Tento režim nevyžaduje definovanie akéhokoľvek záväzku menových autorít. V tomto devízovom režime operuje Ukrajina, Vietnam, Irak alebo Libanon.

Pri režime *crawling peg* sa devízový kurz upravuje pomocou malých zmien fixného kurzu. Tieto zmeny sú odozvou na zmeny vo vybraných kvantitatívnych indikátoroch. Miera zmien fixného kurzu môže byť stanovená na základe známych inflačných dát alebo je fixný kurz nastavený na predurčenú úroveň kurzu, projektovanej inflačnými diferenciálmi a pod. Pravidlá a parametre tohto režimu sú verejné a oznamované MMF. Intervaly pre zmenu ústredného kurzu sa pohybujú v rozmedzí jedného dňa až niekoľko mesiacov. Tento kurzový režim je kompromisom medzi voľne pohyblivým kurzom s neobmedzenou osciláciou a fixným kurzom. Využíva sa najmä v krajinách s vysokou mierou inflácie - v Bolívii, Nikarague a Botswane.

Režim crawl-like je založený na stabilite devízového kurzu okolo aktuálnych trendov. Kurz sa musí pohybovať v oscilačnom pásme 2% s ohľadom na štatisticky identifikovaný trend v období najmenej šiestich mesiacov. Kurz taktiež nesmie byť v režime floatingu. Charakterizuje sa minimálnymi zmenami kurzu a vyžaduje, aby ročná miera zmeny kurzu dosahovala minimálne 1% za predpokladu, že devízový kurz posilňuje alebo oslabuje dostatočne monotónnym a pokračujúcim tempom. Pod túto kategóriu MMG zaradzuje Čínu, Argentínu, Chorvátsku a Tunisko.

Ústredný kurz s fluktuácnym pásmom je charakteristický tým, že hodnota devízového kurzu sa pohybuje v určitom oscilačnom pásme minimálne o +/- 1% okolo ústredného kurzu. Udržiavanie devízového kurzu v stanovených hraniciach si vyžaduje uplatňovanie prísnej menovej politiky, pričom jej nezávislosť je daná hranicami pohybu tohto kurzu. Do tohoto režimu patrí aj systém ERM a jeho nástupca systém ERM II.

1.3.3.2 Systémy pohyblivých devízových kurzov

Free floating je systém voľne pohyblivého kurzu, ktorý sa vyznačuje neobmedzenou pohyblivosťou. Bez intervenčných zásahov sa prispôsobuje zmenám ponuky a dopytu na devízovom trhu, čím reaguje na vývoj makroekonomických veličín. Podmienkou pre uplatnenie voľne pohyblivého kurzu je zameniteľnosť meny. Tento režim nevyžaduje stanovenie ústredného kurzu, ani oscilačných pásiem. Z teoretického hľadiska nie je free floating spojený s intervenciami. Podľa AREAER klasifikácie sa, však,

intervencie vo free floatingu môžu vyskytovať, no iba výnimočne v dôsledku neštandardných trhových podmienok. Výhodou voľne pohyblivého kurzu je, že krajiny nemusia udržiavať vysoké zásoby devízových rezerv, ktoré sú potrebné na intervencie na devízových trhoch.¹⁹ Týmto režimom sú charakteristické najmä USA, Japonsko alebo celá EMU.

Riadený floating je systémom kurzu s riadenou pohyblivosťou. Režim nestanovuje ani ústredný kurz a ani oscilačné pásma, no môžeme ho označiť za kombináciu voľne pohyblivého a fixného kurzu. Na jednej strane umožňuje, aby sa kurz prispôboval devízovej ponuke, dopytu a ďalším faktorom, ktoré determinujú rovnovážny kurz. Na strane druhej tu existuje možnosť krátkodobej stabilizácie kurzu prostredníctvom devízových intervencií, v prípade, že hrozia neúmerne škodlivé výkyvy kurzu. Monetárna politika zameraná na udržanie určitého presného kurzu však nemôže byť klasifikovaná ako floating. V tomto režime pôsobí India, Južná Afrika, Island alebo Maďarsko.

Monetaristi sa domnievajú, že voľný pohyb kurzu zabezpečuje automatickú rovnováhu platobnej bilancie a napomáha odstrániť bariéry rozvoja zahraničného obchodu. Plávajúci kurz by mal zároveň zabrániť prenosu inflácie z jednej krajiny do druhej.

1.3.3.3 Ostatné riadené režimy devízových kurzov

Táto kategória zahŕňa všetky systémy devízových kurzov, ktoré nespĺňajú kritéria iných kategórií. Prístupy k devízovému kurzu, ktoré vykazujú časté zmeny politiky, sa kvôli svojej povahe môžu zaradiť do tejto skupiny. Krajiny, ktoré tu MMF kategorizuje sú Švajčiarsko, Rusko, Bielorusko, Irán a Singapur.

V nasledujúcej tabuľke si môžete pozrieť zastúpenie jednotlivých režimov devízového kurzu podľa klasifikácie MMF v percentách z celkového počtu členov MMF, od roku 2008 do roku 2013.

¹⁹ REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. s. 385, ISBN 978-80-7261-240-6.

Tabuľka 1: Režimy devízových kurzov

Režimy devízových kurzov	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pevný kurz - hard pegs:						
Prevzatá mena	5,3	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8
Currency board	6,9	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3
Pevný kurz - soft pegs:						
Konvenčný peg	22,3	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6
Stabilizované režimy	12,8	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9
Crawling peg	2,7	2,7	1,6	1,6	1,6	1,0
Crawl-like režime	1,1	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9
Ústredný kurz s fluktuálnym pásmom	1,1	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5
Floating:						
Voľný floating	19,7	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7
Riadený floating	20,2	24,5	20,1	18,9	18,4	18,3
Ostatné riadené režimy:	8,0	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa MMF AREAER 2013

V tabuľke si môžeme všimnúť, že v sledovanom období najviac svoj podiel oslabili voľné režimy devízových kurzov. Režim voľného floatingu oslabil počas piatich rokov o 4% a režim riadeného floatingu o takmer 2%. Aj z riadených režimov došlo k oslabeniu podielu a to najmä v prípade stabilizovaného režimu a režimu crawling peg. Na druhej strane podiel crawl-like režimu narástol až o 6,8% a režim prevzatej meny posilnil svoj podiel o 1,5%. Tento nárast bol spôsobený práve poklesom podielov vyššie spomenutých režimov.

1.4 Devízové rezervy a bilancia CB

Pojem devízové rezervy je aj napriek jeho častému používaniu verejnosťou a odborníkmi často rozdielne interpretovaný. Táto nejednotnosť vyplýva z rozdielneho vymedzenia položiek, ktoré sú do devízových rezerv zahrnuté. Môže sa jednať o tri druhy nejasností – subjektové, objektové a časové. Pri nejasnostiach z pohľadu subjektu sa pýtame na otázku či do devízových rezerv patria iba devízové aktíva centrálnej banky, alebo aj obchodných bánk. Pri nejasnostiach z pohľadu objektu rozlišujeme či do devízových rezerv patria iba aktíva vo voľne zameniteľných menách, alebo aj aktíva v clearingových menách. Pri čase rozlišujeme či ide o krátkodobé devízové aktíva, alebo aktíva z dlhšou dobou splatnosti.

V prílohe č.1 môžeme vidieť oficiálnu štruktúru devízových rezerv a ostatných aktív denominovaných v cudzej mene, tak ako ich uvádzajú centrálné banky.

Devízovými rezervami chápeme devízové aktíva centrálnej banky. Pre lepšiu názornosť si rozdelíme bilanciu CB do troch základných častí:²⁰

- domáce aktíva a pasíva CB (prvý okruh)
- devízové aktíva a pasíva nezahrňované do čistých devízových rezerv (druhý okruh)
- devízové aktíva a pasíva tvoriace čisté devízové rezervy (tretí okruh)

Tabuľka 4: Bilancia centrálnej banky a devízové rezervy

Aktíva		Pasíva	
1. Okruh			
Štátne CP	ŠP	Bankovky v obeh	BO
Diskontné úvery	DÚ	Rezervy bánk	RB
		Rezervy štátu	RS
		Depozitá zahraničných CB	RZ
2. Okruh			
Clearingové devízové aktíva	CDA	Clearingové devízové pasíva	CDP
Dlhodobé aktíva v zameniteľných menách	DZA	Dlhodobé pasíva v zameniteľných menách	DZP
3. Okruh			
Zlato	Z	Krátkodobé pasíva vo	
Cudzie voľne zameniteľné meny	CZM	voľne zameniteľných menách	KZP
Cudzie štátne CP	CCP		
Špeciálne práva čerpania	SDR		
Čistá rezervná pozícia v MMF	MMF		

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa Svobodu

Hrubé devízové rezervy (DR) sú tvorené devízovými aktívami CB v treťom okruhu tejto bilancie. To znamená, že celková výška devízových rezerv daného štátu sa rovná:

$$DR = Z + CZM + CCP + SDR + MMF$$

Čisté devízové rezervy (ČDR) získame ako rozdiel devízových aktív a devízových pasív v treťom okruhu bilancie CB:

$$ČDR = DR - KZP$$

²⁰ SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009. s. 140, ISBN 978-80-210-4976-5.

Devízová pozícia centrálnej banky (DPCB) je daná výsledným rozdielom všetkých devízových aktív a pasív CB v druhom a treťom okruhu jej bilancie:

$$\mathbf{DPCB = \check{C}DR + CDA + DZA - CDP - DZP}$$

Štruktúra devízových aktív a pasív, ako aj výška hrubých a čistých devízových rezerv sa neustále mení v súvislosti s operáciami CB. Ukazovateľ čistých devízových rezerv nie je objektívnym kritériom pre zhodnotenie devízového postavenia CB. Jeho výška môže napríklad vďaka dlhodobej pôžičke na kapitálových trhoch narastať. Čisté devízové rezervy sú však vhodné na vyhodnotenie krátkodobej devízovej pozície (likvidity) CB, pretože krátke devízové aktíva CB vo voľne zameniteľných menách sú v tomto prípade kompenzované krátkodobými splatnými záväzkami vo voľne zameniteľných menách.

Devízová pozícia CB zo všetkých ukazovateľov najobjektívnejšie vystihuje celkové dlhodobé postavenie CB vo vzťahu k zahraničným a domácim subjektom.

1.4.1 Zložky hrubých devízových rezerv

Ako vyplýva z bilancie CB, devízové rezervy sú tvorené voľne zameniteľnými menami, jednotkami SDR, rezervnej pozície v MMF, zlatom a ostatnými devízovými aktívami.²¹

Cudzie voľne zameniteľné meny sú hlavnou zložkou devízových rezerv CB. Ide o pomerne úzky okruh mien, ktoré plnia všetky funkcie peňazí v medzinárodnom peňažnom obehú a pre ktoré sa používa spoločný názov *medzinárodné rezervné meny*. Medzi hlavných predstaviteľov tých mien patrí *americký dolár, japonský jen, euro, švajčiarske franky* a niektoré menej významné meny.²² Tieto meny sú jednotlivými CB držané najmä vo forme zápisov na bežných alebo krátkodobých termínovaných účtoch v obchodných alebo zahraničných centrálnych emisných bánk. Menšie objemy držia CB aj vo forme valút.

Medzinárodné rezervné meny sú do medzinárodného peňažného obehú emitované prostredníctvom deficitných sald platobných bilancií príslušných krajín, najmä prostredníctvom deficitu výkonnej bilancie a deficitu bilancie dlhodobého kapitálu. Krajiny emitujúce medzinárodnú rezervnú menu teda vystupujú ako čistý importéri

²¹ IMF – *International reserves and foreign currency liquidity*. 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.22.10] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide.pdf>

²² HARTMANN, P. *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press, s. 164, ISBN 978-05-216-3273-7.

tovarov a služieb, alebo ako čistý vývozcovia kapitálu. Zásadný rozdiel medzi uvedenými spôsobmi emisie spočíva v tom, že v prvom prípade sa daná krajina dostáva do čistej dlžníckej pozície voči svetu, zatiaľ čo v druhom prípade sa dlžnícka pozícia krajiny mení na kreditnú. Emisia medzinárodnej rezervnej meny prostredníctvom deficitu výkonnej bilancie je od začiatku 80. rokov charakteristická najmä pre USA. Druhý spôsob emisie medzinárodnej rezervnej meny prostredníctvom deficitu bilancie dlhodobého kapitálu bol v rovnakom období charakteristický pre SRN a Japonsko. Do devízových rezerv CB sa medzinárodné rezervné meny dostávajú prostredníctvom ich priamych devízových intervencií, kedy príslušná CB nakupuje túto menu a súčasne predáva vlastnú menu na devízovom trhu.

Tieto spôsoby emisie medzinárodných rezervných mien prostredníctvom deficitu platobnej bilancie sú obvykle kritizované z dvoch dôvodov. Emitujúce krajiny môžu touto cestou prerozdeľovať vo svoj prospech časť svetového produktu alebo svetového bohatstva. Druhým, závažnejším dôvodom je, že emisie medzinárodných rezervných mien sa vykonáva podľa potrieb platobných bilancií emitujúcich zemí a nie podľa potrieb medzinárodného peňažného obehu (medzinárodnej likvidity).²³

Ďalším spôsobom tvorby devízových rezerv je *proces multiplikácie devízových rezerv* prostredníctvom euromenového trhu. Klasickým príkladom multiplikácie dolárových devízových rezerv CB bolo možné sledovať na konci 60. rokov. V tomto období bola zaznamenaná silná špekulácia na devalváciu kurzu amerického doláru, ktorej sa európske CB snažili prostredníctvom intervenčných nákupov dolárov na devízovom trhu zabrániť. Takto získané dolárové aktíva potom uložili na euro - dolárovom trhu pri vyššom úročení než u porovnateľných štátnych CP americkej vlády. Obchodné banky potom na euro – dolárovom trhu v takto získaných zdrojoch od CB poskytovali eurodolárové úvery súkromným špekulantom. Tým dochádzalo k ďalším špekulačným predajom amerických dolárov európskym CB, ktoré sa opäť nakupovali v rámci svojich devízových intervencií a ukladali na euro – dolárovom trhu. Išlo o klasický multiplikačný proces tvorby dolárových devízových rezerv CB prostredníctvom euro – dolárového trhu.

Používanie *Special Drawing Rights* - *SDR*²⁴ bolo schválené na výročnej konferencii MMF konanej v Rio de Janeiru v roku 1967. Prvá bezhotovostná emisia

²³ PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovníctví*. Praha : Bankovní institut, 1996. s. 123-151, ISBN 80-902243-0-X.

²⁴ OFFICER, L.H. *Pricing Theory, Financing of International Organisations and Monetary History*. New York: Routledge, 2007. s. 288, ISBN 978-0-415-77065-1.

jednotiek SDR bola vykonaná v roku 1970. Dôvodom pre zavedenie SDR bola situácia, ku ktorej došlo koncom 60. rokov. V štruktúre devízových rezerv stúpala podiel národných mien, predovšetkým amerických dolárov. Rezervy v devízach tak po prvý raz v polovici 60. rokov prevýšili rezervy v zlate. Súčasne postupne klesal celkový objem devízových rezerv vo vzťahu k svetovému obchodu, a to zo 60% na začiatku 50. rokov na 30% koncom 60. rokov. Táto skutočnosť mala značný vplyv na pokles svetového obchodu. Vzhľadom k tomu, že rozširovanie medzinárodnej likvidity ďalším prílivom zlata bolo obmedzené a jej dopĺňovanie dolármi nebolo žiaduce z dôvodu chronického pasívneho salda platobnej bilancie USA, vznikla potreba zavedenia nového prvku medzinárodnej likvidity.

Podľa pôvodných zámerov mali SDR vylúčiť alebo čo najviac oslabiť závislosť rastu devízových rezerv na trhoch so zlatom a aj na stave platobnej bilancie USA. Taktiež mali prispieť k tomu, aby medzinárodná likvidita bola v súlade s potrebami svetového hospodárstva a obchodu. Príčinou zavedenia jednotiek SDR bola teda obava z globálneho nedostatku devízových rezerv, ktorý by mohol brániť rozvoju zahraničného obchodu. Taktiež schválenie ďalších emisií SDR je vždy naviazané na vznik globálneho nedostatku devízových rezerv.

SDR sú do obehu vydávané prostredníctvom jednorazových emisií, pričom rozsah emisie je závislý na celkovom stave a vývoji medzinárodnej likvidity, tj. plynulosti bežného medzinárodného platobného styku, bez diferencovaného prihliadania k menovej situácii jednotlivých krajín. Celková čiastka emisie SDR je rozdelená medzi jednotlivé členské krajiny MMF proporcionálne k ich členským kvótam a je im pripísaná na ich špeciálny účet (*Special Drawing Account*).²⁵ O výške takto emitovaných SDR sa zväčšuje celkový objem medzinárodných likvidných prostriedkov, pretože členské krajiny MMF majú možnosť obstarat' si za pridelené SDR cudziu voľne zameniteľnú menu, ktorú môžu použiť k vyrovnaní pasívneho salda platobnej bilancie. Krajiny s aktívnym saldom platobnej bilancie sú povinné prijať tieto SDR výmenou za svoju národnú menu. To znamená, že v dôsledku rozdielného hospodárskeho a menového vývoja medzi krajinami a v dôsledku menovej politiky MMF dochádza k prerozdeleniu pridelených SDR.

Pôvodným zámerom MMF bolo, aby sa jednotky SDR stali základným prvkom medzinárodnej likvidity a postupne vytlačili zlato a oslabili postavenie USD v štruktúre

²⁵ WILKIE, C. *Special Drawing Rights (SDRs): The First International Money*. Oxford: Oxford University Press, 2012. s. 45, ISBN 978-01-996-0646-7.

devízových rezerv. Tento zámer sa však nepodarilo zrealizovať a ich podiel na devízových rezervách zatiaľ nikdy nepresiahol 5%. Navyše, ako je napísané v správe MMF²⁶, jednotky *SDR* postupne strácajú na význame, predovšetkým z týchto dôvodov:

1. Zrušením pevnej ceny zlata došlo k zvýšeniu hodnoty zlatých devízových rezerv a tým tiež odpadla nutnosť vytvárať nové prostriedky medzinárodnej likvidity.
2. Po rozpade bretton-woodskeho menového systému a prechode na systém voľne pohyblivých devízových kurzov sa postupne znižovala potreba udržiavať veľké objemy devízových rezerv k intervenovaniu na devízových trhoch.
3. Funkciu rezervnej meny začínajú popri USD plniť aj iné národné meny.

Súčasťou devízových rezerv členských krajín Medzinárodného Menového Fondu je tiež tzv. **rezervná pozícia v MMF**. Základom rezervnej pozície každej členskej krajiny je časť jej členskej kvóty, ktorá sa skladá z voľne zameniteľnej mene.²⁷ Ide o 25% z celkovej výšky členskej kvóty, pretože zvyšných 75% je zložených z domácej meny. Rezervná pozícia sa ďalej zvyšuje o pôžičky poskytnuté Fondu. Tento prípad sa týka len niektorých hospodársky vyspelých krajín, ktoré poskytli MMF pôžičku nad rámec svojich členských kvót. Naopak rezervná pozícia sa znižuje o prijaté úvery od MMF.

Zlaté devízové rezervy tvoria približne 20 – 30 % z celkového objemu devízových rezerv.²⁸ Ich podiel na celkových devízových rezervách sa však dlhodobo znižuje. Aj keď má zlato stále významný podiel na devízových rezervách, platba za tovary alebo služby prostredníctvom zlata alebo zlatých certifikátov sú dnes už výnimkou. Príčiny demonetizačného procesu zlata spočívajú jednak vo vysokej nákladnosti a nepružnosti zlatého peňažného objemu a súčasnom nedostatku zlata z hľadiska potrieb dynamicky sa rozvíjajúcich medzinárodných hospodárskych vzťahov. Z hľadiska dlhodobého vývoja medzinárodného menového systému je demonetizačný proces zlata vo svojej záverečnej fáze. V auguste 1971 bola zrušená zameniteľnosť amerického doláru za zlato pre centrálnu banku, ktorým bola do tej doby garantovaná pri pevnej cene zlata 35 USD za 1 trójsku uncu. V januári 1976 Kingstonská menová dohoda právne potvrdila demonetizačný proces

²⁶ IMF - *Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR?* 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf>

²⁷ IMF – *Development of an international investment position and international reserve for the Euro area..* 1999. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/bopage/pdf/99-28.pdf>

²⁸ IMF – *Gold in the IMF.* 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>

v rámci *MMF* tým, že zakázala vyjadrovať parity národných mien a devízové kurzy v zlate. Taktiež bolo vylúčené používanie pevných oficiálnych cien zlata zo strany národných menových orgánov i *MMF*.

Zlato plní spolu s niektorými ďalšími vzácnymi kovmi v súčasnosti, najmä úlohu dlhodobého uchovávateľa hodnôt. Z hľadiska devízových rezerv zlato zohrávalo významnú úlohu predovšetkým pri optimalizácii portfólia CB, pretože jeho pohyb je v negatívnej korelácii s pohybom kurzu amerického dolára. Jeho aktívne využívanie je uskutočňované predovšetkým prostredníctvom tzv. *zlatých swapov*, pri ktorých dileri CB zlato promptne predávajú za niektorú voľne zameniteľnú menu, pri jeho súčasnom spätnom termínovanom nákupe. CB si touto cestou vytvárajú krátkodobé zdroje pre devízové intervencie počas doby trvania swapu. So zlatom je však možné prevádzať tiež termínované a promptné operácie. Pri týchto obchodoch nedochádza k skutočnému fyzickému pohybu zlata, mení sa iba jeho majiteľ. Zlato je najčastejšie uložené vo špecializovaných firmách tzv. *zlaté domy*, ktoré sídla najmä v Londýne a Zurichu.²⁹

Význam zlata pri optimalizácii portfólia CB mal s postupným presadzovaním spoločnej meny *EUR* do devízových rezerv klesajúci trend, pretože aj vývoj kurzu *EUR* je v negatívnej korelácii s pohybom kurzu *USD*. No v súčasnosti význam zlatých devízových rezerv začína opäť narastať kvôli oslabovaniu pozície amerického dolára a neistotám na akciových trhoch.

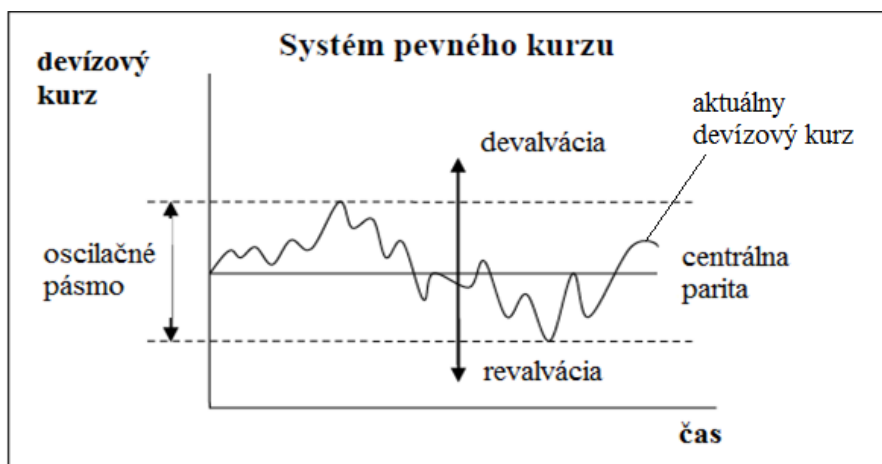
1.5 Intervencie CB na devízovom trhu

Možnosť centrálnych bánk intervenovať na devízovom trhu je jedným z podstatných prvkov pri klasifikácii systému devízových kurzov. Devízové intervencie môžu byť uskutočnené na základe medzinárodných dohôd nadregionálneho charakteru (Bretton-woodsky menový systém), regionálneho charakteru, v rámci G7 alebo individuálne podľa potreby a cieľov devízovej politiky.

Na grafe č. 1 je zachytený pohyb devízového kurzu v čase v systéme pevného kurzu. Centrálna parita je označená plnou čiarou a oscilačné pásmo je označené prerušovanou čiarou. Horné oscilačné pásmo sa nazýva devalvačné a dolné oscilačné pásmo sa nazýva revalvačné pásmo.

²⁹ BOTT, S. *The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late 19th Century to the Present*. Basingstoke: Palgrave Macmillan. 2013. s. 128, ISBN: 978-1-137-30670-8.

Graf 1: Systém pevného kurzu a intervencia na devízovom trhu



Zdroj: Vlastné spracovanie autora

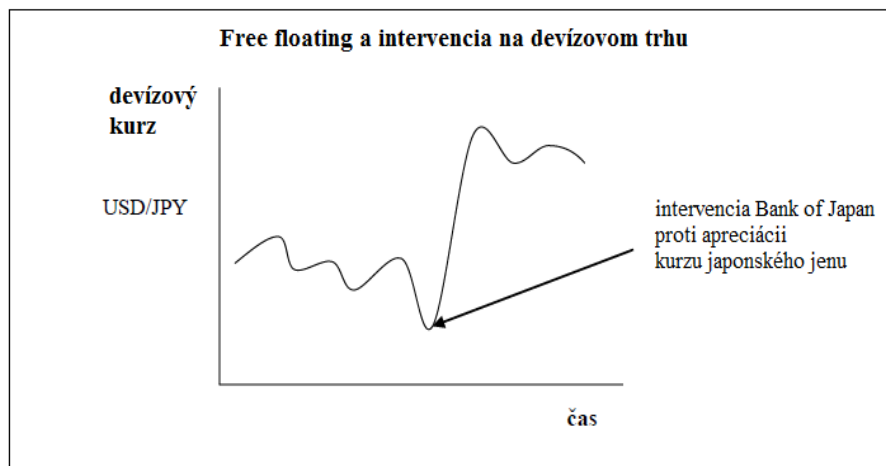
Z grafu je zrejmé, že kurz sa najprv pohybuje tesne nad centrálnou paritou. Neskôr môžeme vidieť ako došlo k znehodnoteniu kurzu až k hornému oscilačnému pásmu. To je moment kedy musí centrálna banka začať s devízovými intervenciami, aby nedošlo k ďalšiemu znehodnoteniu meny. Centrálna banka, teda, začne predávať devízy a nakupovať domácu menu, čím sa vyrovná ponuka a dopyt po devízach a zastaví sa znehodnocovanie kurzu.

V prípade, že kurz vykazuje tendenciu k svojmu zhodnoteniu a priblíži sa k revalvačnému pásmu (situácia v druhej polovici obrázku), musí centrálna banka opäť intervenovať. Intervenciu vykoná nákupom devíz za vlastnú menu, čím dôjde k nastoleniu rovnováhy medzi dopytom a ponukou devíz. Devízové intervencie sú v režime fixného kurzu povinnosťou centrálnej banky a banka je zodpovedná za udržanie kurzu v rozmedzí oscilačného pásma.

Na grafe č. 2 je znázornená hypotetická situácia, vývoj kurzu USD/JPY, behom ktorej došlo k intervencii Bank of Japan, proti ďalšej apreciácii japonského jenu. Mechanizmus intervencií je v tomto prípade rovnaký ako v predošlom príklade. Bank of Japan nakupuje USD a predáva JPY, a to v hodnote stoviek miliárd jenov. Výsledkom intervencie je okamžité zvýšenie volatility kurzu spojenou s prudkou depreciaiou JPY voči USD. Odlišnosť oproti predchádzajúcemu prípadu je, že Japonsko rovnako ako USA používajú systém pohyblivých kurzov. Bank of Japan, teda, nie je povinná intervenovať, devízový kurz sa prispôsobuje dopytu a ponuke na devízovom trhu, ktorého účastníci nevedia, kedy centrálna banka pristúpi k intervencii. Centrálna banka môže intervenovať pri rôznych úrovniach kurzu a nie je povinná udržiavať fixný kurz. Dôvodom pre

intervenciu bol vývoj kurzu, ktorý by mohol mať negatívne dopady na japonskú ekonomiku.

Graf 2: Free floating a intervencia na devízovom trhu

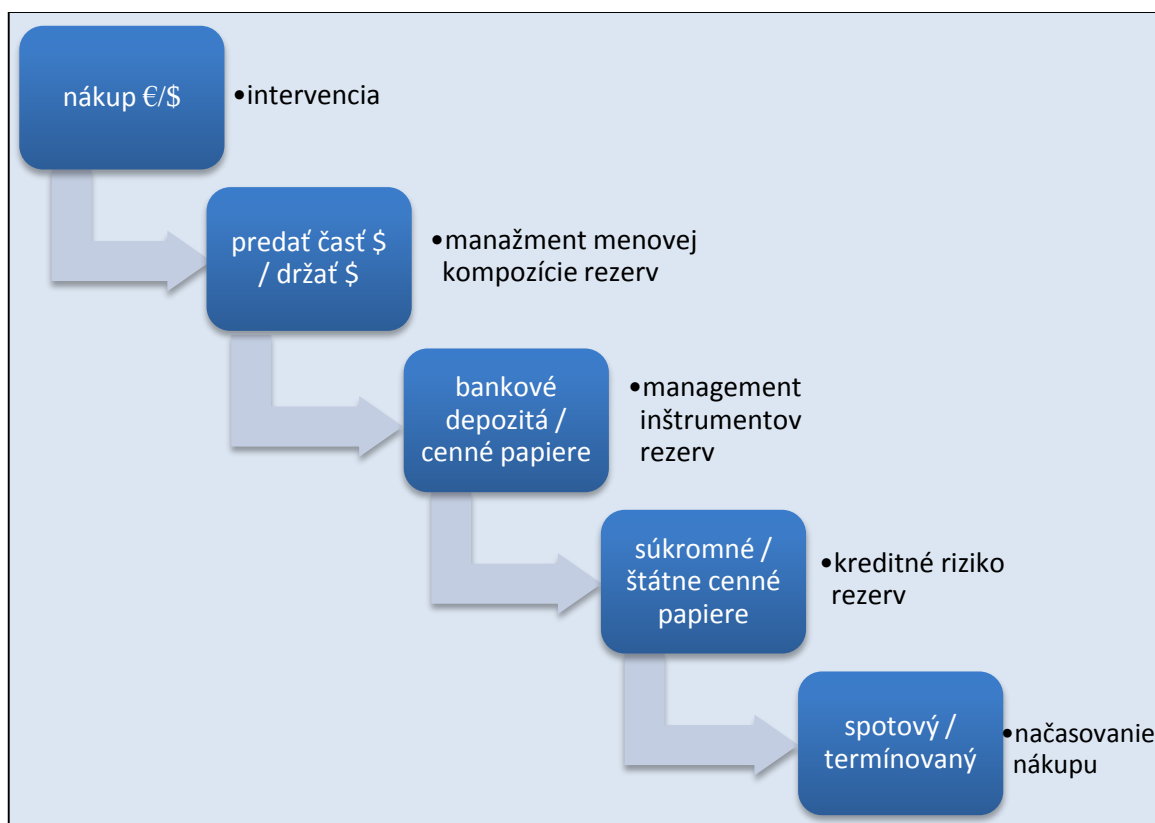


Zdroj: Vlastné spracovanie autora

V prípade intervencií na oslabenie meny si musí zodpovedná inštitúcia zvoliť, na ktorom menovom páre bude túto intervenciu vykonávať - ktorú menu nakúpi výmenou za domácu menu. Pri tomto výbere veľmi záleží aj na geografických a ekonomických väzbách daných krajín. Po uskutočnení intervencie je potrebné získaný objem prostriedkov alokovať do určitých aktív. Priebeh intervencie sprevádza niekoľko rozhodnutí, ktoré musí centrálna banka vykonať.

Ako už bolo povedané centrálna banka sa musí rozhodnúť pre menu, prostredníctvom ktorej bude intervenovať. V druhom kroku nasleduje management z pohľadu menovej štruktúry. Aj keď centrálna banka vykonáva intervencie väčšinou v jednej mene, vplyvom diverzifikácie je pravdepodobný predaj časti objemu práve zakúpených devíz za iné meny. Tretím rozhodnutím je výber aktíva, teda voľba medzi alokáciou do cenných papierov či bankových depozít. V štvrtom kroku sa manažéri devízových rezerv rozhodujú aké cenné papiere nakúpia. Väčšinou sa preferujú štátne dlhopisy, ktoré nesú menšie riziko ako tie korporátne. Posledným rozhodnutím je v akom časovom horizonte prebehne konečná alokácia. Jednotlivé kroky alokácie devízových rezerv sú znázornené aj na diagrame nižšie.

Schéma 1: Diagram krokov alokácie devízových rezerv



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa Gerlach-Kristen, McCauley, Ueda

1.5.1 Vplyv devízových intervencií na domácu ekonomiku

Vyrovnanie ponuky a dopytu po devízach, poprípade iná úprava výšky kurzu je primárnym efektom devízových intervencií. Jedná sa však len o krátkodobý efekt. V prípade nesterilizovaných intervencií je ich ďalším efektom vplyv na strednodobé úrokové miery.

Ich dopady si znázorníme na príklade intervencií proti depreciácii domácej meny, kedy centrálna banka vstupuje na devízový trh a predáva devízy, za ktoré nakupuje domácu menu. Tým dochádza k zvýšeniu dopytu po domácej mene a zastaveniu depreciácie, prípadne k apreciacii domácej meny. Nákup domácej meny spôsobí zníženie menovej bázy. Banky si však väčšinou môžu likviditu zabezpečiť cez iný kanál, a preto majú intervencie na posilnenie meny len málokedy dopad na rast domácej úrokovej miery. Jedným z predpokladov na vykonanie účinnej intervencie proti oslabeniu meny je obmedzenie iných zdrojov likvidity pre banky, čo však môže byť v rozpore s udrжанím finančnej stability.

Pri intervenciách proti apreciacii meny dochádza k zvýšeniu menovej bázy. Zvýšenie menovej bázy pôsobí expanzívne čo môže spôsobiť pokles krátkodobých

úrokových sadzieb a ovplyvniť inflačný vývoj. Centrálna banka teda ovplyvňuje tak vonkajšiu ako aj vnútornú rovnováhu. Vonkajšiu prostredníctvom devízového kurzu a vnútornú prostredníctvom spotreby a cenovej stability. V tomto prípade majú intervencie dopad na menovú bázu a hovoríme o nesterilizovaných devízových intervenciách.

Pokiaľ chce centrálna banka zabrániť vplyvu devízových intervencií na menovú bázu pristúpi k sterilizácii. V prípade snahy o zastavenie depreciácie domácej meny začne centrálna banka predávať devízy z devízových rezerv. Túto intervenciu sterilizuje banka na voľnom trhu prostredníctvom nákupu štátnych cenných papierov. Pokles menovej bázy spôsobený predajom devíz je neutralizovaný rastom menovej bázy v dôsledku nákupu štátnych cenných papierov. Dôvodom pre túto sterilizáciu býva snaha centrálnych bánk o zamedzenie vplyvu intervencií na úrokovú mieru a následne na agregátny produkt a nezamestnanosť. V prípade intervencií proti apreciacii meny, predáva centrálna banka domácu menu a tak navyšuje menovú bázu. Pokiaľ chce zabrániť dopadu na domácu monetárnu politiku pristúpi ku sterilizácii a likviditu z trhu sťahuje naspäť pomocou predaja aktív zo svojej bilancie.

Problémom sterilizovaných intervencií je práve v obmedzení ich vplyvu na monetárnu bázu, ktorý sa považuje za kľúčový pre nastolenie rovnovážneho devízového kurzu. Kvôli tomuto dôvodu sú sterilizované intervencie menej účinné. Umožňujú len krátkodobé ovplyvnenie dopytu a ponuky po devízach. Navrátením menovej bázy na pôvodné hodnoty sú účinky intervencií sterilizácie odstránené. Centrálna banka môže taktiež zvoliť strednú cestu a sterilizovať iba časť vplyvu intervencií. Prínos intervencií by nebol príliš významný pokiaľ by mali len krátkodobý efekt na vývoj kurzu a neovplyvňovali by aj iné veličiny. No aj plne sterilizované intervencie môžu ovplyvniť reálne veličiny prostredníctvom dvoch kanálov – rovnováhy a očakávaní.

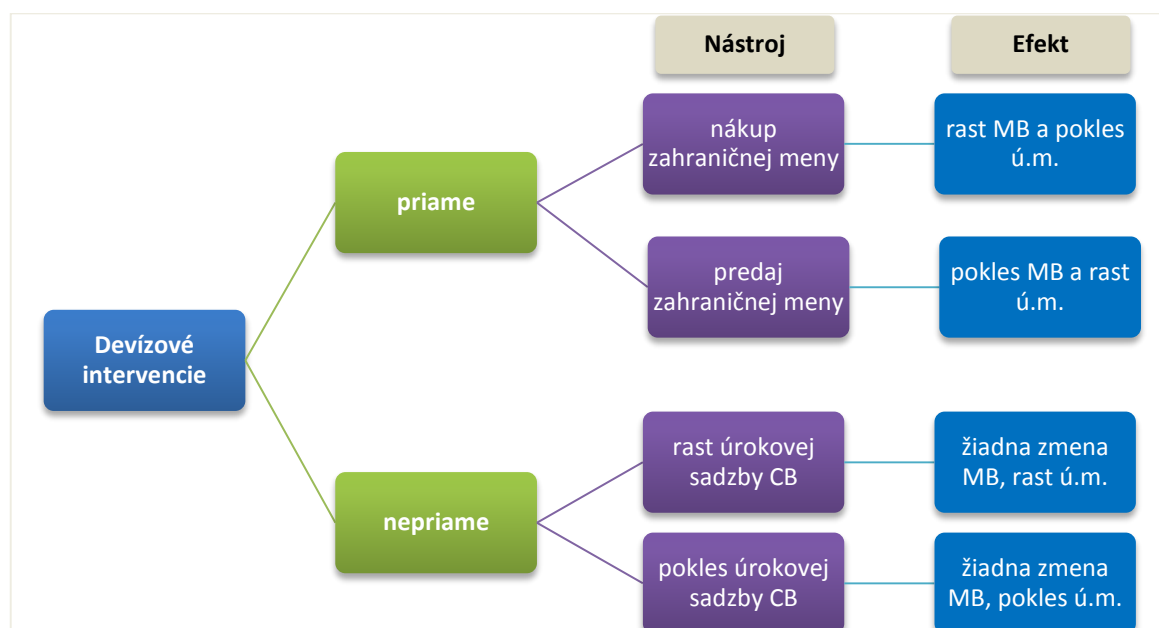
Kanál rovnováhy portfólia sa zakladá na predpoklade, že domáce a zahraničné aktíva nie sú dokonalými substitútmi a investori sú averzní voči riziku.³⁰ Subjekty na trhu budú držať aktíva iba v prípade ak ich výnos kompenzuje podstúpené riziko. Riziková prémie je závislá na menovej štruktúre aktív, ktoré subjekty majú v držbe. Pokiaľ centrálna banka pri intervencii proti posilneniu domácej meny nakupuje zahraničnú menu a domácu predáva, pri sterilizácii potom bude centrálna banka predávať domáce dlhopisy zo svojej bilancie, čím zvyšuje celkový objem domácich dlhopisov v držbe trhových subjektov.

³⁰ JÍLEK, J. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 365, ISBN: 978-80-247-4516-9.

Riziková prémie sa vďaka tomu zvýši a trhové subjekty budú meniť štruktúru portfólia smerom k zahraničnej mene. To vyvolá tlak na depreciáciu domácej meny.³¹

Kanál očakávaní alebo *signalizačný kanál* je založený na asymetrii informácií. Monetárne authority disponujú informačnou výhodou o súčasnom a očakávanom vývoji trhových fundamentov a môžu ovplyvniť devízový kurz tým, že tieto informácie poskytujú trhu prostredníctvom intervencií. Trhové subjekty považujú intervencie za signál o budúcej politike centrálnej banky. Zmena trhových očakávaní tak ovplyvní súčasnú hladinu devízového kurzu.³²

Schéma 2: Vplyv devízových intervencií



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa Kotlebovej

Intervencie na devízovom trhu sa vykonávajú v objeme potrebnom k ovplyvneniu trhového dopytu a ponuky. Po intervencii nasleduje skoková reakcia devízového kurzu. Uskutočnený objem intervencií môže rovnako ovplyvniť domáce rovnako ako aj zahraničné veličiny. Dochádza k tomu pri alokácii rezerv do preferovaného aktíva. Pokiaľ sa za intervenčné prostriedky nakúpia vládne dlhopisy v jednej krajine, môže dôjsť k ovplyvneniu úrokových sadzieb v danej krajine. Takéto zníženie výnosov sa potom

³¹ HUMPAGE, O.F. 2003. *Government Intervention in the Foreign Exchange Market*. Federal Reserve Bank of Cleveland [online]. 2003. vol 15. [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: http://www.researchgate.net/publication/5029282_Government_intervention_in_the_foreign_exchange_market et. SSRN:1026265.

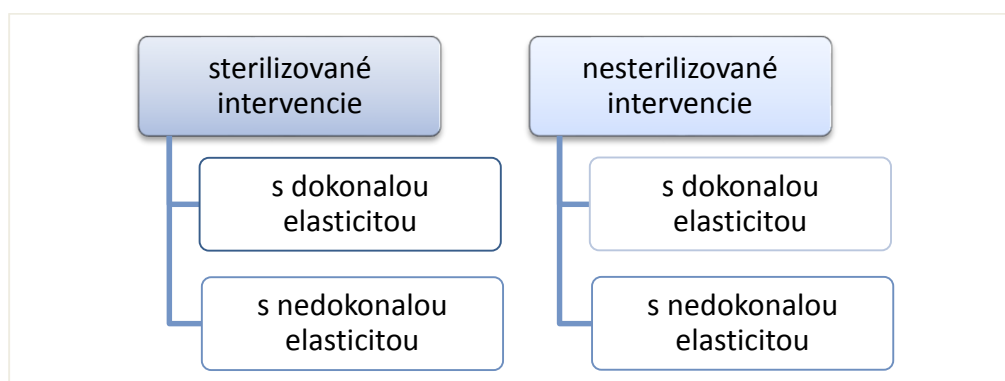
³² JÍLEK, J. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 366, ISBN: 978-80-247-4516-9.

postupne prelieva aj do ostatných krajín. No globálny efekt intervencií na úrokové sadzby sa očakáva iba v prípade intervencií veľkých ekonomík.

1.5.1.1 Efektívnosť sterilizovaných a nesterilizovaných intervencií

Centrálne banky často využívajú tzv. sterilizáciu efektov devízových intervencií, aby tak zvrátili ich vplyv na peňažnú zásobu. Sterilizáciu vykonávajú centrálne banky prostredníctvom operácií na voľnom trhu. Pokiaľ sa jedná o účinnosť nesterilizovaných intervencií, môžeme skonštatovať, že sú efektívne v želanom smere intervencie. O účinnosti sterilizovaných intervencií však existujú pochyby.

Schéma 3: Rozdelenie investícií podľa elasticity kapitálových tokov vzhľadom na úrokovú mieru



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa Vissera

V nasledujúcom texte si porovnáme sterilizované a nesterilizované intervencie, v podmienkach dokonalej a nedokonalej elasticity kapitálových tokov vzhľadom na úrokovú mieru.³³

1. nesterilizované intervencie s dokonalou elasticitou

Prestavme si situáciu zvýšenia ponuky zahraničnej meny pri pohyblivom výmennom kurze. Táto situácia by bez zásahu centrálnej banky, viedla k apreciácii domácej meny. Ak však centrálna banka vykoná intervenciu nákupom zahraničnej meny, no nesterilizuje ju, vyvolá tak tlak na nárast peňažnej zásoby. Tento nárast spôsobí vo všeobecnosti zvýšenie verejných výdavkov, domácich cien, tlak na nárast importov, a teda aj dopyt po zahraničnej mene. No na druhej strane sa pri daných podmienkach vyvolá tlak na pokles domácej úrokovej sadzby, ktorý sa okamžite presunie do dopytu po zahraničnej

³³ VISSER, H.: *A guide to international monetary policy: Exchange rate theories, systems and policies*. 3. vyd. Edward Elgar Pub, 2005. s. 153, ISBN: 978-1843765950.

mene. Tým pádom sa intervencia stáva efektívna, keďže pomohla zľaviť tlak na výmenný kurz.

2. sterilizované intervencie s dokonalou elasticitou

Pomocou sterilizácie sa peňažná zásoba vráti na hodnoty z pred vykonania devízových intervencií. Pri plne elastických kapitálových tokoch vzhľadom na úrokovú mieru, môže cena domácich dlhopisov na trhu klesať a ich výnos stúpať. No obchodníci na trhu sú indiferentní voči domácim alebo zahraničným dlhopisom a v danej situácii začnú predávať domáce dlhopisy. Účastníci na trhu očakávajú napríklad apreciáciu alebo revalváciu domácej meny a domácej úrokovej sadzby, spolu s očakávaným ziskom z apreciácie zahraničnej sadzby. Ak sa menovým autoritám podarí presvedčiť trh, že odolajú akémukoľvek tlaku na apreciáciu resp. revalváciu meny, špekulatívne kapitálové toky do krajiny prestanú tiecť a aj takáto sterilizovaná intervencia sa stane efektívnou. V opačnom prípade sú sterilizované intervencie úplne neefektívne.

3. nesterilizované intervencie s nedokonalou elasticitou

Pri nesterilizovaných intervenciách môžeme aj v podmienkach nedokonalej elasticity kapitálových tokov na úrokovú mieru uvažovať o ich ekonomickom vplyve, vyvolanom nárastom peňažnej zásoby. Zvýšenie ponuky peňazí môže zvýšiť dopad nielen po domácich, ale aj po zahraničných dlhopisoch, čo následne spôsobí rast ich ceny a zníženie ich úrokovej miery. Bohatí investori začnú dopytovať zahraničnú menu, aby si mohli nakúpiť zahraničný dlh. Bez vykonania intervencií by sme v danom prípade mohli zaznamenať apreciáciu domácej meny, teda môžeme konštatovať, že intervencie sú v tomto prípade efektívne.

4. sterilizované intervencie s nedokonalou elasticitou

Ak centrálna banka nakupuje zahraničnú menu a nechcený nárast peňažnej zásoby sterilizuje operáciami na voľnom trhu, spôsobuje, že podiel domáceho dlhu držaného veľkými investormi sa zvyšuje. Cena dlhu klesá a domáca úroková sadzba stúpa. Vyvolaný prílev kapitálu, však v prípade nedokonalej elasticity, nemusí neutralizovať efekt intervencií, pretože zahraničná a domáca úroková miera sa môžu v závislosti od rizikovej prémie, líšiť.

Z vyššie napísaného môžeme usúdiť, že nesterilizované intervencie sú omnoho efektívnejšie ako sterilizované, pretože trhovým účastníkom dávajú jasný signál

o potrebnej korekcii úrokovej sadzby k vyrovnaníu nedostatkov devízového trhu, vyvolaných zmenami v peňažnej zásobe.

Symetrické alebo koordinované nesterilizované intervencie prevádzané globálne, nemajú takmer žiaden efekt na svetovú ponuku peňazí. Vykonávajú sa tak, že deficitná krajina predáva zahraničnú menu a znižuje svoju ponuku peňazí. V rovnakom čase menové authority z prebytkovej krajiny nakupujú zahraničnú menu a zvyšujú ponuku peňazí v krajine. Peňažná zásoba, teda v jednej krajine klesá a zvyšuje sa v druhej. Ak by deficitná krajina nevykonala sterilizáciu a prebytková krajina ju vykonala svetová ponuka peňazí by poklesla. V opačnom prípade by ponuka vzrástla. Tieto vplyvy môžu mať negatívny vplyv na cenový vývoj na svetových trhoch.

Na prvý pohľad by malo byť zrejmé, že neúspešné intervencie sú pre centrálnu banku nákladné. Ak sa centrálna banka snaží zabrániť devalvácii predajom zahraničnej meny pri nižšej cene, špekulanti na trhu sa neskôr budú tejto centrálnej banke snažiť predat zahraničnú menu späť, no už pri vyššej cene. Neúspešné intervencie sú taktiež nákladné v prípade zvýšenej ponuky zahraničnej meny, ktorú sa centrálna banka snaží kúpiť pri relatívne vysokej cene, len aby ju mohla neskôr predat za nižšiu cenu.

Čo však na prvý pohľad nemusí byť úplne jasné je, že aj úspešne vykonaná sterilizácia môže byť pre menové authority nákladná. Centrálna banka sa zbavuje prebytku likvidity predajom vládnych dlhopisov alebo investuje zahraničnú menu do nákupov likvidných zahraničných aktív. Úroková miera takéhoto aktíva je vo všeobecnosti nižšia ako úroková miera domácich dlhopisov. V takomto prípade platí centrálna banka viac za novo emitované dlhopisy, ako dostáva za novo nadobudnuté aktíva.

Centrálnu banku by namiesto sterilizovania intervencií pomocou operácií na voľnom trhu mohli používať manipulovanie s požadovanou likviditou alebo tým, že prikážu komerčným bankám držať bezúročné vklady zaistené krátkodobými zahraničnými pôžičkami. To však môže vyvolať zmenu vypožičiavania si od bánk nebankovým finančným inštitúciám a tým pádom oslabiť efektívnosť monetárnej politiky. Centrálna banka má dostupné alternatívy priamych devízových intervencií. Namiesto intervencií na *spotovom* trhu môžu operovať aj na *forwardovom* trhu. Externú hodnotu svojej meny by mohla podporiť predajom forwardov zahraničnej meny.³⁴

³⁴ VISSER, H.: *A guide to international monetary policy: Exchange rate theories, systems and policies*. 3. vyd. Edward Elgar Pub, 2005. s. 157, ISBN: 978-1843765950.

1.6 Vplyv zmeny devízového kurzu na ekonomiku

Aby sme si objasnili vplyv apreciácie resp. depreciaácie na domácu ekonomiku musíme si vysvetliť určité pojmy. Reálny výmenný kurz (RER) medzi dvoma krajinami môže byť definovaný ako podiel ceny koša tovarov jednej krajiny, s rovnakým košom tovarov druhej krajiny. RER vyjadruje efekt zmeny nominálneho kurzu (ER) a zmeny cien doma (PD) a v zahraničí (PF), čím vyjadruje skutočnú konkurencieschopnosť domácich tovarov a služieb na zahraničných trhoch.³⁵ Podľa Krugmana môžeme RER vyjadriť pomocou nasledujúcej rovnice:

$$RER = E * \frac{P_f}{P_d}$$

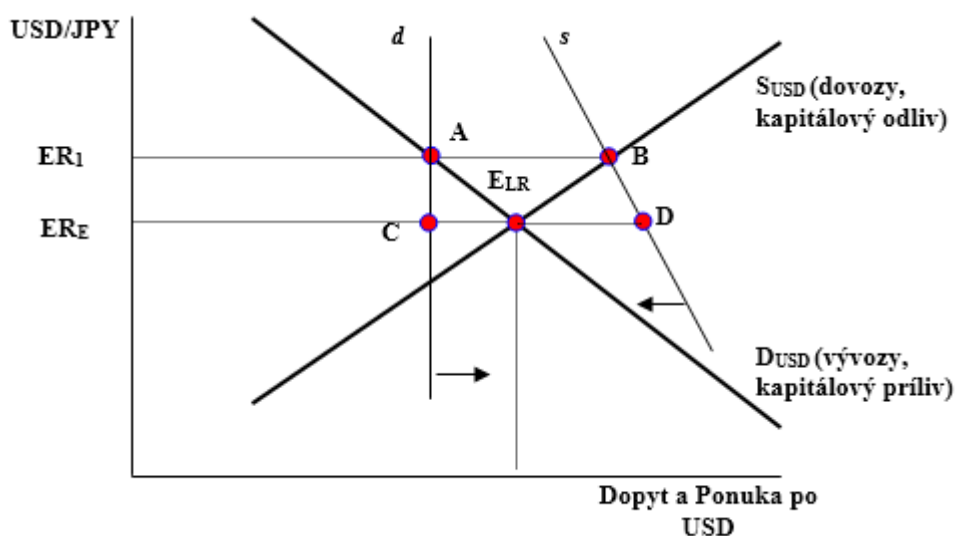
Táto rovnica nám vyjadruje, že domáca mena sa reálne znehodnotí, teda reálny kurz vzrastie, pokiaľ sa zvýši nominálny výmenný kurz, alebo ak zahraničná cenová hladina porastie rýchlejšie ako domáca. Domáca mena, naopak reálne posilní v prípade ak sa nominálny kurz zníži a taktiež v prípade ak domáca cenová hladina porastie rýchlejšie ako zahraničná.

Z predchádzajúceho výkladu vieme, že znehodnotenie domácej meny vedie k relatívnemu zlacneniu domáceho tovaru oproti zahraničnému, čo vedie k rastu vývozov a poklesu dovozu. Výsledkom oslabenia meny je teda zlepšenie platobnej bilancie a rast domáceho dôchodku. No musíme sa zamyslieť či znehodnotenie vždy vyvolá zvýšenie rovnovážnej úrovne produkcie a zlepšenie platobnej bilancie, alebo či môže byť tento efekt z nejakých dôvodov potlačený. Pozrime sa teraz na krátkodobý výmenný kurz a situáciu, kedy CB drží kurz domácej meny voči zahraničnej na nadhodnotenej úrovni. Situácia je znázornená na príklade USD/JPY na grafe č.3.

Ak centrálna banka drží domácu menu (v našom prípade USD) nadhodnotenú nad dlhodobým rovnovážnym kurzom, potom nutne vznikne deficit na bežnom účte platobnej bilancie, a to v rozmere vzdialenosti bodov A a B. Rovnováha bežného účtu je dlhodobo dosiahnutá pri rovnovážnom menovom kurze (ER_E). Nadhodnotenie kurzu povedie k zdraženiu vývozov domácej krajiny a zlacnenie dovozov. Tento kurz je dlhodobo neudržateľný. Aké teda budú dôsledky devalvácie na saldo bežného účtu platobnej bilancie (NX)?

³⁵ KRUGMAN, P. a kol. *International economics: Theory and policy*. 9. vyd. New Delhi: Pearson Education India, 2011. s. 247, ISBN: 9780132961646.

Graf 3: Krátkodobý výmenný kurz, příklad USD/JPY



Zdroj: Vlastné spracovanie autora

Deficit sa z dôvodu neelastických krátkodobých kriviek dopytu a ponuky dolárov (krivky d , s) krátkodobo prehĺbi. Krivka d vyjadruje krátkodobý dopyt po vývozo. Objemy vývozov sú dopredu dohodnuté na určitú dobu a ceny sú dohodnuté v dolároch, čiže devalvácia doláru nebude mať vplyv na dolárové vyjadrenie vývozov. Krivka s vyjadruje krátkodobú ponuku dolára, čiže krátkodobé dovozy vyjadrené v dolároch. Objem dovozov je taktiež dohodnutý na určitú dobu dopredu, avšak ceny sa dohadujú v zahraničnej mene. Ich prepočet na doláre po devalvácii povedie k tomu, že dolárové vyjadrenie dovozov bude vyššie pri rovnakom fyzickom objeme dovozov. Deficit bežného účtu sa teda krátkodobo zvýši (rozmer úsečky C-D). V dlhom období sa ceny dovozov a vývozov prispôbia novej úrovni menového kurzu a dôjde k vyrovnaní bežného účtu platobnej bilancie.

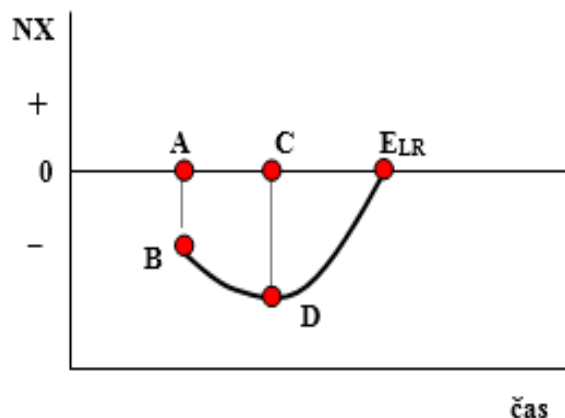
Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (NX) po znehodnotení kurzu v čase ukazuje nasledujúci graf. Prispôsobovacia cesta má tvar tzv. J-krivky. Body na J-krivke odpovedajú bodom na predchádzajúcom grafe. Čisté vývozy sa po depreciácii hodnoty menového kurzu najskôr krátkodobo zhoršujú a k ich zlepšeniu dôjde až v dlhšom období.³⁶

Na splnení Marshall-Lernerovej podmienky závisí či oslabenie meny zlepši bežný účet platobnej bilancie. Podmienka hovorí, že znehodnotenie domácej meny zlepši bežný účet platobnej bilancie len ak súčet elasticít dopytov po dovozoch a vývozoch je väčší ako jedna. Pokiaľ bude súčet elasticít menší ako jedna, znehodnotenie povedie k zhoršeniu

³⁶ KENNETH, A. a kol. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. Princeton: Princeton University Press, 2010. s. 713, ISBN: 9781400830404.

bežného účtu. Pokiaľ bude súčet elasticít práve jedna, bežný účet platobnej bilancie sa nezmení.³⁷

Graf 4: J-krivka



Zdroj: Vlastné spracovanie autora

Podľa tejto podmienky stoja proti sebe po deprecii meny dva efekty.

1. **Cenový efekt** - pôsobí na zhoršenie - vyplýva z krátkodobého fixného fyzického objemu dovozu a prepočte na domácu menu podľa nového kurzu.
2. **Efekt rastu objemov** - pôsobí na zlepšenie čistého exportu - vyplýva zo zlepšenia exportnej pozície domácej ekonomiky vplyvom znehodnotenia domácej meny.

Aj keď nám Marshall-Lernerova podmienka dáva základný rámec, kedy deprecia meny spôsobí nastolenie rovnováhy platobnej bilancie, vychádza zo zjednodušených predpokladov. Prvým nedostatkom je, že táto teória ráta s tým, že krajina má v čase pred vykonaním deprecie vyrovnanú platobnú bilanciu. Ak by bola krajina vo výraznom obchodnom deficite, s importmi prevyšujúcimi exporty, potom môže deprecia meny spôsobiť, že náklady na importy sa zvýšia viac ako platby za importy, aj keď suma elasticít bude vyššia ako jedna. Analýza ďalej uvažuje o nemennosti cien predajcov v ich domácej mene čo nemusí platiť stále. Aby si zahraniční predajcovia udržali svoju konkurencieschopnosť na zahraničných trhoch môžu znížiť ceny zahraničných výrobkov a zvýšiť ceny na domácich trhoch, čím sa depreciačný efekt plne neprejaví. Nič však

³⁷ KENEN, P. *The International Economy*. 4. vyd. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. s. 323, ISBN: 9780521644358.

nevyvracia základnú podstatu tejto podmienky a to, že oslabenie domácej meny funguje najlepšie pri vysokej úrovni elasticity dopytu.³⁸

S čistým exportom súvisí pojem importovaná inflácia. So zvyšujúcou cenou importov, ktoré sa používajú v domácej výrobe, prichádza nárast cien výrobkov a služieb závislých na týchto importoch. Importovaná inflácia môže byť spôsobená zvýšením cien v zahraničí alebo oslabením domácej meny. Autori Toulaboe a Terry prišli na to, že domáca a zahraničná inflácia sú silne korelované, a to bez ohľadu na voľbu menového režimu.³⁹ So znehodnotením meny prichádza okrem možných pozitívnych dopadov práve k importovaniu zahraničnej inflácie, ktorá znižuje reálne dôchodky. Aby nedošlo k znehodnoteniu kúpnej sily, budú odbory požadovať zvýšenie nominálnych miezd. Rovnováha bude tentoraz dosiahnutá pri nižšom HDP a vyššej cenovej hladine. Z uvedeného môžeme konštatovať, že vplyv znehodnotenia nominálneho kurzu má iba dočasný vplyv na zlepšenie konkurencieschopnosti. V dlhom období, kedy dochádza k rastu domácich cien sa pozitívny efekt zo znehodnotenej meny vyčerpá. Úspešnosť celého procesu bude závisieť od rýchlosti reakcie odborov na pokles reálnych miezd.⁴⁰

Na druhej strane apreciacia meny vedie k znižovaniu infláciu. Ceny importov sa stávajú lacnejšími, teda aj ceny výrobných faktorov zo zahraničia sú lacnejšími čo spôsobuje pokles miery inflácie. Ceny exportov sa naopak zvýšia, čo spôsobí zníženie ich dopytu a zvýšenie dopytu po importoch. Ak uvažujeme, že agregátny dopyt je relatívne elastický, apreciacia spôsobí zníženie agregátneho dopytu čo povedie k nízkejšiemu nárastu inflácie a taktiež ekonomického rastu.

Podľa Fisherovho efektu vyjadruje nominálna úrokovú sadzba hodnotu reálnej úrokovej sadzby a očakávanej miery inflácie. To znamená, že rozdiel medzi nominálnou a reálnou úrokovou sadzbou predstavujú inflačné očakávania. Z toho vyplýva, že ak sa v ekonomike očakáva deflačný vývoj, môže to spôsobiť pokles nominálnej úrokovej sadzby.

1.7 Manipulácia kurzu a menová vojna

Pokiaľ sú devízové intervencie používané výnimočne, napr. pri veľkom a náhlom prísune finančného kapitálu alebo pri špekulatívnom útoku na menu, nemôžeme vnímať

³⁸ CARBAUGH, R., *International Economics*. 14. vyd. Mason: Cengage Learning, 2012. s. 450, ISBN: 9781133947721.

³⁹ TOULABOE, TERRY. *Exchange Rate Regime: Does it Matter for Inflation?* [online]. 2013, vol. 14, no. 1 [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: http://www.na-usinesspress.com/JABE/ToulaboeD_Web14_1_.pdf.

⁴⁰ LACINA, L., a kol.: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. s. 29-31, 35-41, ISBN 978-80-7179-560-5.

tieto intervencie a ďalšie obmedzenia pre prísun kapitálu ako akt ekonomickej agresie. Tento zásah je z pohľadu ostatných krajín a obchodných partnerov vnímaný ako relevantný a potrebný krok k ochrane stability devízového kurzu. Existujú však prípady kedy niektoré štáty využívali devízové intervencie pomerne často a systematicky, a to konkrétne k trvalému oslabeniu svojej meny, bez prítomnosti deficitu platobnej bilancie, poprípade iných znakov nadhodnotenia meny. Tieto systematické snahy sú vnímané z pohľadu obchodných partnerov danej krajiny veľmi negatívne. Najsilnejšie ekonomické krajiny sa na základe obáv z neprimeraného a jednostranného zvýhodnenia, spôsobeného protiapreciačnými alebo dokonca depreciačnými opatreniami, obviňujú z manipulovania devízového kurzu. Podobné praktiky využíva množstvo krajín, ktoré navzájom kritizujú svoje kroky v monetárnej politike a poukazujú na fakt, že tieto systematické kroky porušujú podmienky obchodných dohôd a môžu prispievať ku globálnej ekonomickej nerovnováhe.⁴¹

1.7.1 Charakteristika menovej vojny

Za menovú vojnu sú považované prostriedky monetárnej politiky či už v agresívnom, obrannom, alebo odvetnom poňatí, prostredníctvom ktorých dochádza k získaniu alebo udržaniu konkurenčnej výhody smerujúcej k obmedzeniu dovozných položiek a zvyšovaniu exportného výkonu na vyšších hodnotách ako by tomu bolo za normálnych okolností. Menová vojna sa môže vyznačovať devalvovaním meny, menovou politikou vedúcou k oslabeniu hodnoty meny alebo intervenciami na devízovom trhu, ktoré majú zabrániť apreciacii kurzu. Taktiež tu patrí zavedenie určitých obmedzení kapitálových tokov zo zahraničia so zámerom obmedziť alebo ovplyvniť prítoky finančného kapitálu, ktoré by inak viedli k apreciacii kurzu.

K nekonvenčným nástrojom menovej politiky, ktoré prinášajú tlak na oslabenie meny patrí taktiež politika kvantitatívneho uvoľňovania, ktorá bola v minulosti využívaná americkým *FED-om* alebo Japonskou centrálnou bankou (*BOJ*). V situáciách, kedy sa bežná monetárna politika javí ako neúčinná, môže centrálna banka poskytnúť dodatočnú likviditu prostredníctvom programu nákupu aktív (predovšetkým štátnych dlhopisov), čím pôsobí na rast ich ceny a zníženie ich výnosnosti pri súčasnom zvýšení menovej bázy.⁴²

⁴¹ BIRD, G., WILLET, T. *Currency Wars, Rhetoric and Reality. World Economics*. [online]. 2011, vol. 12, no. 4 [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: <http://www.world-economics-journal.com/ArticleDetails.details?AID=498>, ISSN 1468-1838.

⁴² FAWLEY, B., NEELY, C. *Four stories of quantitative easing*. [online]. 2013, vol.95, no.1 [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>,

Medzi ďalšie neštandardné nástroje menovej politiky patria devízové intervencie, ktorým často predchádza obdobie slovných intervencií. Centrálna banka tým dáva najavo svoj pohľad na súčasný stav a pripravuje trh na budúce využitie týchto intervencií. V niektorých prípadoch môže vhodne použité slovné intervencie napomôcť k realizácii menovo-politických záujmov, bez toho aby bolo nutné použiť devízové intervencie.

Podľa článku IV., sekcia 1, odsek iii, dohody MMF sa mimo iného každý člen zaväzuje, že sa zdrží manipulácie s devízovým kurzom alebo medzinárodným monetárnym systémom, tak aby bránil efektívnemu prispôsobeniu platobných bilancií alebo tak, aby získal nespravodlivú konkurenčnú výhodu nad ostatnými členmi fondu.⁴³ Dalo by sa to chápať tak, že sa členovia fondu už zaviazali k nevykonávaniu týchto praktík a nevykonávaniu menových vojen, resp. že sa zdržia manipulácii s menou. Svetová obchodná organizácia (WTO) reguluje prostriedky vedúce k protekcionistickému nastaveniu obchodnej politiky. Medzi tieto prostriedky patria obmedzenie dovozu vo forme cla a dovozných kvót a taktiež podpora vývozu prostredníctvom dotácií.

Z menovej vojny bolo obvinených už mnoho krajín. *Brazília, Čína, India, Indonézia, Izrael, Japonsko, Švajčiarsko, Kórea, Malajzia, Filipíny, Singapur, Južná Afrika, Taiwan a Thajsko*, všetky tieto krajiny boli obvinené zo zásahov obmedzujúcich apreciáciu svojich vlastných mien.⁴⁴ O USA sa, pre zmenu, hovorí v kontexte prospechárskej monetárnej politiky vo forme kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré má za úlohu depreciovať hodnotu dolára.

Proti zaradeniu devízových intervencií medzi nástroje merkantilistickej politiky vystupuje Staiger a Sykes, ktorí uvažujú o potrebe detailnejšieho vnímania danej problematiky.⁴⁵ V teoretickom modeli plne flexibilných cien sa zníženie hodnoty meny do značnej miery rovná dani z dovozu tovaru a súčasne aj podpore exportu dotáciami, avšak za predpokladu flexibilných cien nemá žiaden vplyv na reálne obchodné veličiny. Ak však uvažujeme o nepružných cenách, závisia konečné dôsledky deprecie meny na reálnych

⁴³ IMF - *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*. [online]. 2011 [cit. 12.12.2014]. Dostupný z internetu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>. ISBN: 978-1-61635-104-5.

⁴⁴ BERGSTEN, C. *Currency wars, the economy of the United States and reform of the international monetary system*. [online]. 2013 [cit. 12.12.2014]. Dostupný z internetu: <http://www.iie.com/publications/papers/bergsten201305.pdf>.

⁴⁵ STAIGER, R. a kol. *Currency Manipulation' and World Trade*. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* [online]. 2008, no. 363. [cit. 12.12.2014]. Dostupný z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1344833_code170891.pdf?abstractid=1151942&mirid=1.

obchodných veličinách. Ďalej uvádzajú, že kurzové odchýlky nepodrývajú záväzky WTO a to ani za podmienok tak flexibilných, ako rigidných cenových predpokladov.

1.7.2 *Dôvody k manipulácii s kurzom*

Ako sme už uviedli, použitie menových nástrojov brániacich apreciacii alebo spôsobujúcich depreciačiu meny nemusí stále znamenať ekonomickú agresiu. No je to možné posúdiť pomocou porovnania súčasného reálneho efektívneho kurzu a fundamentálne rovnovážneho kurzu. Monetárne nástroje, ktoré majú zamedziť posilňovaniu meny za predpokladu, že je táto mena v porovnaní so svojou fundamentálnou rovnovážnou hodnotou už nadhodnotená, sa nemôže chápať ako manipulácia alebo akt menovej vojny. Podobne sa môžu klasifikovať aj snahy o minimalizáciu negatívnych vplyvov veľkého prítoku krátkodobého kapitálu. V tomto prípade je však problematické odhadnúť či ide o tok krátkodobý, alebo dlhodobý. Na druhej strane kroky zamedzujúce podhodnotenej mene k návratu kurzu smerom k fundamentálne rovnovážnej hodnote sa v spomínanom kontexte môžu chápať ako kurzová manipulácia a ekonomicky nepriateľský krok. Problém je, ale v stanovení fundamentálneho rovnovážneho kurzu a teda aj v rozlíšení povahy zásahov do devízového kurzu.⁴⁶

Stratégie k dosiahnutiu ekonomického rastu sa odlišujú na základe špecifik jednotlivých krajín. Mohli by sme ich rozdeliť do dvoch skupín na:

- 1) krajiny, ktoré svoj ekonomický rast opierajú o zahraničný dopyt a sú teda exportne orientované a na
- 2) krajiny, ktoré vďačia za svoj rast domácomu dopytu a sú teda orientované na spotrebu.

Toto rozdelenie neznamená, že sa ekonomika opierajúca o domáci dopyt nesnaží podporovať svoj export. Exportne zameraný rast pomáha vyrovnávať nerovnováhu platobnej bilancie, spôsobenú výraznou domácou spotrebou zahraničného dovozu. Môže, ale nastať obdobie kedy ekonomiku ťahanú domácou spotrebou zasiahne kríza a hlavný pilier ekonomiky sa zrúti. Ako príklad môžeme uviesť dvojicu krajín, ktoré sa v debatách o menových manipuláciách vyskytujú najčastejšie.

⁴⁶ BIRD, G., WILLET, T. *Currency Wars, Rhetoric and Reality*. *World Economics*. [online]. 2011, vol. 12, no. 4 [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: <http://www.world-economics-journal.com/ArticleDetails.details?AID=498>, ISSN 1468-1838.

Po roku 2000 zažívala Čína rast ťahaný exportom, zatiaľ čo Spojené štáty americké vďačili za svoj rast hlavne domácejmu dopytu. S príchodom krízy v roku 2008 sa v USA prepadla domáca spotreba, recesia prinútila spotrebiteľov menej utracať, čo vyústilo v poklese ekonomického rastu. Rozsiahly dlh USA obmedzil možnosti fiškálneho stimulu. V tejto situácii sa pozornosť obrátila aj na podporu exportnej výkonnosti so zámerom využiť zahraničný dopyt rýchle rastúcich rozvojových krajín. Globálna konkurencia v boji o zahraničný dopyt sa prejavila tým, že sa jednotlivé krajiny snažili brániť rôznymi prostriedkami proti apreciacii svojej meny, ba dokonca podstúpili kroky vyvolávajúce jej depreciačiu, a to aj napriek tomu, že apreciácia znižuje dovozné ceny.

1.7.3 Nástroje používané na manipuláciu kurzu

Vyššie sme si uviedli aké sú dôvody k manipulácii s devízovým kurzom. Teraz si uvedieme nástroje, ktoré môžu krajiny využiť ak sa pre manipuláciu rozhodnú. Prvým nástrojom sú intervencie na devízovom trhu, kedy centrálna banka vstúpi na trh a zvýši dopyt po cudzej mene jej nákupom a zvýši ponuku domácej meny jej predajom. Tento nástroj však nie je perfektný a prináša vedľajšie pridružené efekty. Zvýšená ponuka domácej meny – monetárna expanzia – sa prejaví v podobe inflačných tlakov a tým pádom môže dôjsť k apreciacii reálneho devízového kurzu. V krátkom období by mohla centrálna banka monetárne efekty intervencií sterilizovať vydaním dlhopisov. Sterilizácia však nemusí vždy fungovať. Napríklad v prípade, že trh s dlhopismi nie je dostatočne hlboký a predaj dlhopisov vyvolá tlak na rast úrokových sadzieb. V období ekonomického rastu s očakávaním, že mena môže ďalej posilňovať, vyvolá rast úrokových sadzieb ďalší príliv finančného kapitálu, ktorý opäť zvyšuje tlak na apreciaciu meny. Sterilizáciou sa môže centrálna banka dostať do situácie, kedy bude platiť väčší výnos zo svojich pasív než dosahuje zo svojich aktív investovaných v zahraničí. Ako môžeme vidieť intervencie nepredstavujú bezproblémové riešenie a nezaradzujú sa medzi nástroje dlhodobu udržateľnej menovej politiky. Pre tento nástroj je veľmi dôležité, najmä, jeho presné načasovanie a dôveryhodnosť inštitúcie, ktorá ich vykonáva. Reštrikcie kapitálových tokov pomocou rôznych nástrojov prinášajú, taktiež, okrem pozitívnych následkov aj tie negatívne.

Kroky vedúce k odvráteniu výrazných odchýlok od rovnovážnej úrovne devízového kurzu nebudú mať výrazné globálne nepriaznivé dôsledky. Väčšiu pozornosť, však, priťahujú krajiny, ktoré akumulujú veľké množstvo devízových rezerv pri súčasnom vykazovaní prebytku bežného účtu platobnej bilancie. Určitá akumulácia devízových

rezerv je považovaná za zdravú, pretože ich dostatočný stav môže byť účinnou prevenciou alebo nástrojom na riešenie menových kríz. Pokiaľ je ale neustála akumulácia rezerv pravidelne spojená s prebytkom bežného účtu platobnej bilancie, ukazuje to na nadmernú akumuláciu devízových rezerv spôsobenú stratégiou exportne ťahaného ekonomického rastu. Konkurenčný boj o zahraničný dopyt ohrozuje medzinárodnú finančnú stabilitu a prehĺbuje globálnu ekonomickú nerovnováhu. Spomínaná nerovnováha spočíva v tom, že vybraná krajina pristúpi k oslabeniu svojej meny s vidinou podpory svojej exportnej výkonnosti. Krajiny s oslabenou menou sa dostávajú do prebytku bežného účtu platobnej bilancie. Táto nerovnováha je vyrovňovaná prílivom cudzej meny do krajiny s oslabenou menou. Zahraničná mena je vymenená za domácu menu čo vytvára dodatočnú ponuku.

Globálne platobné bilancie by mali byť vyrovnané a krajiny s prebytkami očakávajú, že ich prebytku budú vyrovnané deficitmi platobnej bilancie v iných častiach sveta. Tieto prepojenia však môžu narážať na nerovnováhu medzi agregátnymi dopytmi a agregátnymi ponukami naprieč jednotlivými krajinami. Stabilita týchto vzťahov závisí na tom či budú krajiny na oboch stranách barikády rešpektovať svoje postavenie. Deficitné krajiny, tak musia byť pripravené k vybudovaniu zahraničnej zadlženosti a musia opierať svoj rast o domácu spotrebu. Prebytkové krajiny zase musia v dostatočnej miere pôsobiť ako globálni veritelia. Štáty s podhodnotenými menami tak prijímajú záväzok v podobe globálneho financovania. Tento stav tolerancie, však, môže byť narušený, pokiaľ sa štáty s deficitom rozhodnú redukovať svoj deficit pomocou krokov vedúcich k deprecii svojich mien a následne sa prebytkové štáty rozhodnú odmietnuť vzdať sa svojej konkurenčnej výhody a bránia svoju menu voči jej apreciacii. Z povahy globálnej platobnej bilancie, ktorá musí byť vyrovnaná a z faktu, že pokiaľ jedna mena oslabuje v porovnaní s druhou, tak druhá mena voči prvej posilňuje, vyplýva jednoduchý záver: Nie každý účastník menovej vojny môže byť víťazom a vďaka vedľajším negatívnym efektom je možné, že určitá ujma postihne všetkých. Finančnú krízu nemusí priamo vyvolať menová vojna, ale už obavy, že k niečomu takému môže dôjsť, spôsobujú významné zmeny v očakávaniach racionálnych, voči riziku averzných, investorov a s tým aj výrazné zmeny v kapitálových tokoch.

Menová manipulácia sa objavuje v globálnom meradle. Ako ju určiť sme si už popísali v závislosti k rovnovážnemu menovému kurzu. Cline a Williamson vo svojej publikácii vypočítali fundamentálne rovnovážne devízové kurzy (*FEER*), tak aby pri týchto kurzoch boli krajiny schopné generovať udržateľné bilancie bežného účtu. Tieto vypočítané kurzy potom porovnali so súčasnými a určili, ktoré meny môžeme považovať

za nadhodnotené, podhodnotené alebo blízko svojej fundamentálnej rovnovážnej úrovni. Potom pristúpili ku krokom monetárnych politík jednotlivých krajín z pohľadu či tieto kroky vedú k vytváraniu alebo udržiavaniu rozdielov súčasného a rovnovážneho kurzu. Napríklad krajiny, ktoré podnikajú kroky, ktoré majú zabrániť apreciácii svojej meny by nemali byť obviňované z devízovej manipulácie, pokiaľ sú ich meny nadhodnotené.⁴⁷

Tabuľka 5: Rozdelenie krajín podľa menových manipulácií

Intervenciami manipulujú svoju menu			Nepristúpili k intervenciám	
podhodnotená mena	blízko rovnovážnej hodnoty	nadhodnotená mena	blízko rovnovážnej hodnoty	nadhodnotená mena
Čína	Argentína	Brazília	USA	Eurozóna
Hong Kong	Indonézia	India	Kanada	Austrália
Malajzia	Izrael	Japonsko	Mexiko	Čile
Singapur	Južná Kórea	Južná Afrika	Švédsko	Kolumbia
Taiwan	Filipíny	Thajsko	Veľká Británia	Maďarsko
Švajčiarsko		Turecko		Poľsko

Vlastné spracovanie autora podľa Clinea a Williamsona

1.8 Vplyv Carry Trade investícií

Aby sme posúdili efektívnosť vykonávaných investícií musíme si taktiež vysvetliť pojem carry trade. Keď si investor požičia prostriedky za nízku úrokovú mieru a tieto prostriedky investuje niekde inde za vyššiu úrokovú mieru, dosiahne tým zisk, ktorý sa rovná úrokovému diferenciu. Na princípe takejto bezrizikovej arbitráže je založený carry trade. Menový carry trade je špecifický tým, že pri ňom si investor požičiava prostriedky v mene s nízkou úrokovou sadzbou a tieto prostriedky prevedie do aktív v mene s vyššou úrokovou sadzbou, pričom okrem zisku z úrokového diferenciu, môže dosiahnuť zisk aj z apreciácie meny, v ktorej má finančné aktíva uložené. Na druhej strane, depreciaция tejto meny o vyššiu hodnotu ako je úrokový diferenciu, zavini stratovosť tejto investície. V praktickej časti práce sa budeme venovať japonskej ekonomike a teda si musíme špecifikovať japonský jen. Ten je charakteristický nízkou úrokovou mierou a svojou vysokou volatilitou. Podľa Laídi (2009) sa prudká depreciaция jenu spája s akumuláciou carry trades a prudká apreciaция s ich odlivom, čo má dopad na efektivitu vykonávaných devízových intervencií.

⁴⁷ CLINE, W., WILLIAMSON, J. *Estimates of fundamental equilibrium Exchange rates. Policy Briefs in International Economics* [online]. 2010, no. 10-15. 4 [cit. 2014-12-18]. Dostupný z internetu: <<http://www.piie.com/publications/pb/pb10-15.pdf>>.

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom predloženej diplomovej práce je posúdiť úlohu a opodstatnenie použitia devízových intervencií v rámci stratégie vykonávanej monetárnej politiky. K dosiahnutiu hlavného cieľa boli vytýčené čiastkové ciele.

Keďže je rozoberaná téma veľmi široká, budem aplikovať poznatky z teoretickej časti na prípad Japonska, ktoré patrí k najaktívnejším krajinám vykonávajúcich devízové intervencie. Počas sledovaného obdobia sme v Japonsku navyše mohli spozorovať používanie štandardných a neštandardných nástrojov menovej politiky. Prvým čiastkovým cieľom práce je teda posúdenie problematiky efektivity devízových intervencií vykonávaných Bank of Japan na menovom páre USD/JPY, v období od 2. kvartálu 1991 do 4. kvartálu 2011. Zmyslom tohto cieľa je na základe dostupnej odbornej literatúry, vedeckých prác a empirických štúdií dôjsť k potenciálnym výstupom, ktoré by sme mali dosiahnuť analýzou vykonaných intervencií.

Druhým čiastkovým cieľom je priblíženie ekonomického vývoja Japonska. V teoretickej časti práce sme si opísali aký vplyv môžu mať intervencie na ekonomiku krajiny: Je nutné si priblížiť situáciu v Japonsku počas sledovaného obdobia vykonávaných intervencií, aby sme mohli lepšie posúdiť celkovú efektívnosť intervencií v rámci vykonávanej monetárnej politiky.

V kontexte priebehu vývoja devízového kurzu USD/JPY je ďalším čiastkovým cieľom, charakteristika vykonaných devízových intervencií, v období od 2Q 1991 po 4Q 2011. V nadväznosti na ekonomický vývoj, má tento cieľ vysvetliť aké devízové intervencie boli vykonávané a aká monetárna politika bola v čase ich vykonávania práve aplikovaná. Tento cieľ opisuje postupný priebeh vykonávaných intervencií na základe dostupných údajov a finančných správ.

Posledným čiastkovým cieľom práce bola kvantitatívna analýza profitability, efektívnosti a účinnosti devízových intervencií. Na základe vedeckých a empirických štúdií, je zmyslom tohto cieľa vykonať vlastnú analýzu a posúdiť úlohu a význam devízových intervencií v stratégii monetárnej politiky Bank of Japan.

3 Metodológia práce

Objektom skúmania práce sú devízové intervencie vykonávané japonskou centrálnou bankou – Bank of Japan (BoJ). Intervencie bude rozoberať práve v období od 2. kvartálu roka 1991 do 4. kvartálu 2011, keďže japonské ministerstvo financií začalo vykazovať dátumy a objemy intervencií až od apríla 1991. Pre účely práce som využil niekoľko metód. Základnou metódou je kvalitatívna analýza, ktorá je použitá vo všetkých kapitolách. Téma devízových intervencií je natoľko komplexná, že obyčajná kvantifikácia dát by nebola schopná poukázať na všetky faktory súvisiace s daným problémom. Kvalitatívna analýza umožňuje odhaliť rôzne faktory a charakteristiky a pomáha rozlišovať podstatné informácie od nepodstatných. Pomocou tejto metódy sú analyzované a popísané tabuľky, schémy a grafy časových radov, ktoré sa v diplomovej práci nachádzajú. Pokiaľ je to možné, je medzi pozorovanými ukazovateľmi vykonávaná komparácia a opis vzájomného pôsobenia, ktoré pomáhajú k stanoveniu záverov.

Keďže je prvá časť práce zameraná na teoretické skúmanie riešenej problematiky, predchádzalo jej štúdium domácich a zahraničných knižných a vedeckých prác, empirických štúdií, ktoré sú buď voľne dostupné na internete. V tejto časti práce bola aplikovaná analýza dostupných odborných zdrojov, na ktorú nadväzuje logicko-systematická metóda, slúžiaca k ujasneniu teoretických pojmov.

Výber dát vstupujúcich do analýz bol zvolený na základe záverov vyplývajúcich z prvej časti práce. Použitá data boli získané z oficiálnych databáz:

- medzinárodných organizácií – Worldbank.org (WDI), IMF.org (BOPS, COFER),
- centrálnych bánk – FED/FRED, Bank of Japan,
- vládnych inštitúcií - Japan Ministry of Finance.

Pretože sú tieto databázy voľne dostupné, nie sú uvedené v prílohe práce. Vzhľadom k dôveryhodnosti zdrojov, z ktorých boli údaje čerpané, ich môžeme brať za spoľahlivé.

Pre účely vlastnej empirickej analýzy, ktorú som vykonával v programe Microsoft Excel, som použil metódy, ktoré som prevzal od rôznych ekonómov zaoberajúcich sa danou problematikou a sú vysvetlené pri konkrétnej kapitole práce.

Pri tvorbe záveru som vychádzal z logických metód využívajúcich princíp logiky, konkrétne ide o metódy komparácie, analýzy a syntézy, indukcie a dedukcie. Využitím týchto techník, ktoré sa vzájomne dopĺňujú a kombinujú sa odhaľujú vzťahy a zákonitosti podstatné k zodpovedaniu cieľa práce.

4 Výsledky práce a diskusia

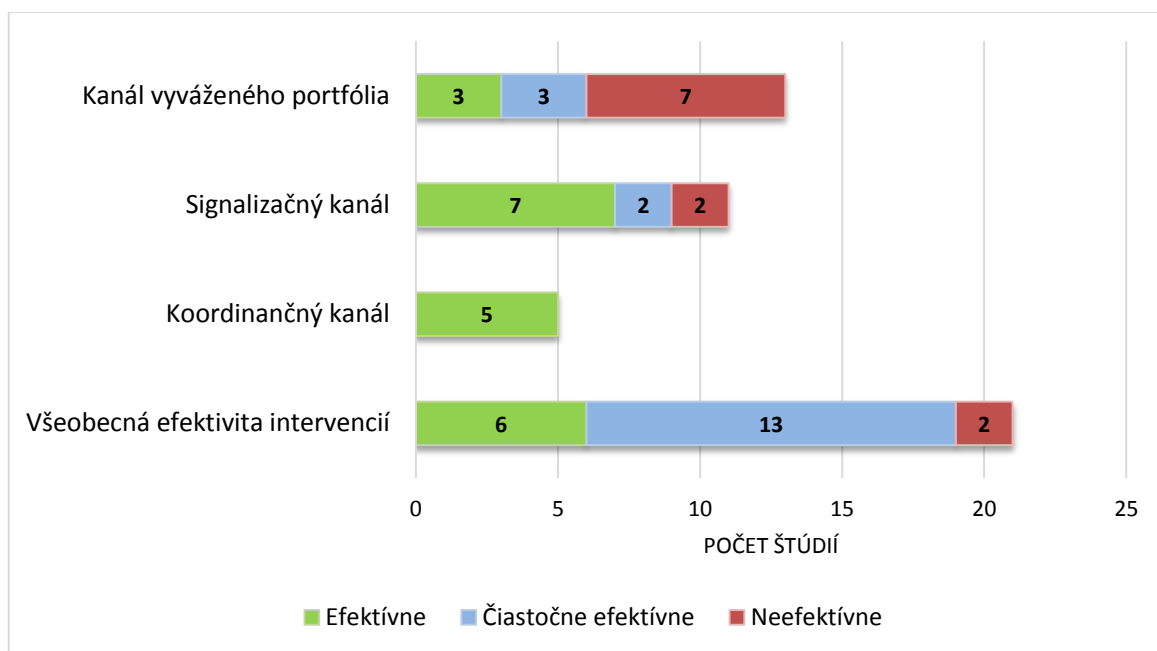
Najprv sa pozrime na skúsenosti s devízovými intervenciami a ich účinnosť vo svete. Podľa klasifikácie MMF dominuje medzi krajinami, ktoré sú zamerané na inflačné cielenie, systém voľného floatingu (19 krajín), no spolu s ním, v niektorých z týchto krajín, koexistuje aj režim riadeného floatingu (10 krajín).⁴⁸ Tieto krajiny intervenujú občas za štandardných ekonomických podmienok, no oveľa častejšie v krízových časoch. Príkladom takýchto krajín sú Japonsko, Brazília, Čile, Indonézia, Izrael, Mexiko, Nový Zéland, Poľsko, Južná Kórea a Švajčiarsko.

Hlavnou myšlienkou systému riadeného floatingu bola možnosť centrálnych bánk znížiť volatilitu výmenného kurzu, aby tak zamedzili veľkému vplyvu inflácie na celkový produkt. Otázkou ostávalo či táto teória môže byť dosiahnuteľná aj v praxi bez toho, aby sa znížila kredibilita centrálnej banky v oblasti inflačného cielenia. Cavusoglu v roku 2010 uverejnil štúdie, ktoré boli zamerané na efektivitu intervencií.⁴⁹ Zistil, že intervencie majú z krátkodobého hľadiska významný efekt na výmenný kurz, a to najmä cez signalizačný a koordinačný kanál. No len málo z jeho štúdií dokázalo, že majú aj dlhodobý efekt. Tieto štúdie boli zamerané na všeobecnú efektívnosť investícií a ich sumarizáciu môžeme vidieť na grafe č.6.

⁴⁸ IMF - *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>

⁴⁹ CAVUSOGLU, N. 2010. *Exchange Rates and the Effectiveness of Actual and Oral Official Interventions: A Survey on Findings, Issues and Policy Implications*. [online]. vol 10, no.4. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/a/bpj/glecon/v10y2011i4n3.html>

Graf 6: Efektívnosť intervencií



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa Cavusoglu

Existujúce medzinárodné skúsenosti s devízovými intervenciami naznačujú, že devízové intervencie do určitej miery ovplyvňujú výmenný kurz, aj keď tento efekt často netrvá dlhodobo. Pri štúdiu sterilizovaných intervencií vykonávaných Dánskou centrálnou bankou, zistili Fatum a Pedersen, že len intervencie, ktoré sú vykonávané v konzistencii s monetárnou politikou majú výraznejší vplyv na devízový kurz.⁵⁰ Toto zistenie obhajuje použitie devízových intervencií ako nástroja monetárnej politiky v prípade, keď sa úroková sadzba priblíži k nulovej hranici a ďalšie uvoľnenie monetárnej politiky je nevyhnutné k dosiahnutiu cieľov monetárnej politiky, najmä v prípade inflačného cielenia. Zistenie, že devízové intervencie môžu ovplyvniť devízový kurz a že nepôsobia protichodne s inflačným cielením pri nulových úrokových sadzbách je prvým krokom k ich praktickému používaniu na dosiahnutie inflačných cieľov. Ďalším krokom je kvantitatívne posúdenie nástrojov devízového kurzu.

Bank of Japan je z pohľadu devízových intervencií dlhodobo najaktívnejšou centrálnou bankou. Okamžitý efekt intervencií je zrejmý už pri prvom pohľade na vývoj devízového kurzu. Po intervencii nasleduje skoková zmena hodnoty kurzu v smere prevedenej intervencie, no história ukázala, že sa bežne v krátkom časovom horizonte od vykonania intervencie vracia kurz k pôvodným hodnotám alebo dokonca pokračuje

⁵⁰ FATUM R., PEDERSEN, J..2009. Real-time Effects of Central Bank Intervention in the Euro Market, *Journal of International Economics*. vol.78 no.1, p. 11–20. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v78y2009i1p11-20.html>.

v trende, ktorý mal pred vykonaním intervencie. Efektivitu japonských devízových intervencií analyzovali viacerí autori. Niektoré ich názory si teraz bližšie priblížime.

Galati a Melick⁵¹ analyzovali vplyv devízových intervencií na forwardové sadzby medzi rokmi 1993 až 1996. Zistili, že intervencie nemali žiadny štatisticky významný vplyv na forwardové sadzby, no mali vplyv na úroveň rozptylu (σ^2), budúcich očakávaných spotových sadzieb.

V období medzi rokmi 1991 a 2004 skúmali vplyv intervencií na volatilitu kurzu ekonómovia Hillebrand a Schnabl.⁵² Ich prvým zistením bolo, že japonské devízové intervencie boli do roku 1997 korelované so zvýšenou volatilitou kurzu. Druhým zistením bolo, že od roku 1997 boli intervencie spojené s nižšou volatilitou kurzu, a teda pôsobili stabilizačne.

Fatum a Hutchinson⁵³ našli dôkazy, že v krátkom období ovplyvňujú sterilizované intervencie systematicky vývoj kurzu, pričom je jedno či sú prevádzané verejne alebo tajne. Taktiež dokázali, že koordinované intervencie bývajú efektívnejšie a prinášajú najvyššiu pravdepodobnosť úspechu. Ich následným zistením bolo, že je možné aby boli intervencie efektívne aj bez zmeny úrokových sadzieb. Z toho vyplýva, že je možné aby mohla Bank of Japan oslabiť jen, aj bez zníženia úrokových sadzieb.

Po analýze intervencií BoJ v r. 2003 a v r. 2004, skonštatovali Fatum a Hutchinson, že vykonané intervencie sa v krátkom časovom horizonte zdajú byť efektívne. No dokázali, že s vyššou predvídateľnosťou intenzity a frekvencie intervencií sa ich vplyv behom pozorovaného obdobia zmenšoval. Zníženú efektívnosť pripisovali taktiež väčšej miere sterilizácií v skúmanom období. Teraz si rozoberme ekonomickú situáciu v Japonsku.

Japonsko je jednou z najväčších ekonomík, ktorá dlhodobo vykazuje pozitívne saldo bežného účtu platobnej bilancie (priemerne 3% saldo BU k HDP). V roku 2013 dosiahol objem exportov a importov krajiny hodnotu zodpovedajúcu 16,2% HDP. Hlavnými obchodnými partnermi Japonska sú Čína (19%) a USA (18%). Pri častých devízových intervenciách vykonávaných kvôli dlhodobým tlakom na apreciaciu jenu, nahromadila Bank of Japan (BoJ) druhé najväčšie devízové rezervy na svete. Napriek

⁵¹ GALATI, G., MELICK, W. *Perceived central bank intervention and market expectations: an empirical study of the yen/dollar exchange rate, 1993 - 96*. [online]. 1999. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <http://www.bis.org/publ/work77.htm>.

⁵² HILLEBRAND, E., SCHNABL, T. *A Structural Break in the Effects of Japanese Foreign Exchange Intervention on Yen/Dollar Exchange Rate Volatility*. [online]. 2006. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=908622.

⁵³ FATUM, R., HUTCHINSON, M. *Foreign Exchange Intervention and Monetary Policy in Japan, 2003-04*. [online]. 2004. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/p/kud/epruwp/05-05.html>.

častým zásahom do vývoja kurzu sa Japonsko podľa klasifikácie MMF zaradzuje medzi krajiny s režimom *free floating*. Kvôli vykonávaným intervenciám bolo Japonsko skloňované s pojmami menová vojna a kurzová manipulácia, ktoré sme si objasnili v teoretickej časti práce. V roku 2006 vyhlásilo americké ministerstvo financií, že v prípade japonských intervencií, nezistili žiaden náznak o manipuláciu kurzu jenu.⁵⁴ V ten istý rok to potvrdili aj predstavitelia MMF. Ekonómovia McKinnon a Ohno dokázali pomocou teórie PPP na príklade USD/JPY, že Japonsko sa zaradzuje ku krajinám, ktoré majú svoj kurz nadhodnotený.⁵⁵ To, že má Japonsko svoj kurz nadhodnotený sme si dokázali aj v teoretickej časti práce, konkrétne v tabuľke č. 5., ktorá je založená na empirických štúdiách Clinea a Williamsona, postavených na teórii FEER. Snahou zastaviť apreciaciu jenu sa Bank of Japan nesnažila ovplyvniť exportnú výkonnosť krajiny, ale hlavne otázku dlhodobého deflačného vývoja, ktorý by posilňujúce mena len zhoršila.

4.1 Ekonomický vývoj Japonska

Tak ako mnoho iných krajín aj Japonsko zasiahla 2.svetová vojna. USA pomohli Japonsku s rýchlou obnovou ekonomiky a so získaním nových technológií. Fosberg vo svojej publikácii píše, že nový demokratický režim v krajine vytváral dobré podmienky pre ekonomický rast aj po ukončení americkej pomoci.⁵⁶ Ako môžeme vidieť na grafe 7, medzi rokmi 1961 a 1970 rástlo HDP v krajine medziročne priemerne o 10%. Japonsko, ktoré bolo v 70. rokoch závislé na rope, postihol ropný šok, ktorý vyvolal vysokú infláciu a hospodársky pokles. No ekonomike rástla v 80. rokoch ďalej, priemerne o 4-6%. K hlavným faktorom ekonomického rastu krajiny sú podľa Fosberga:

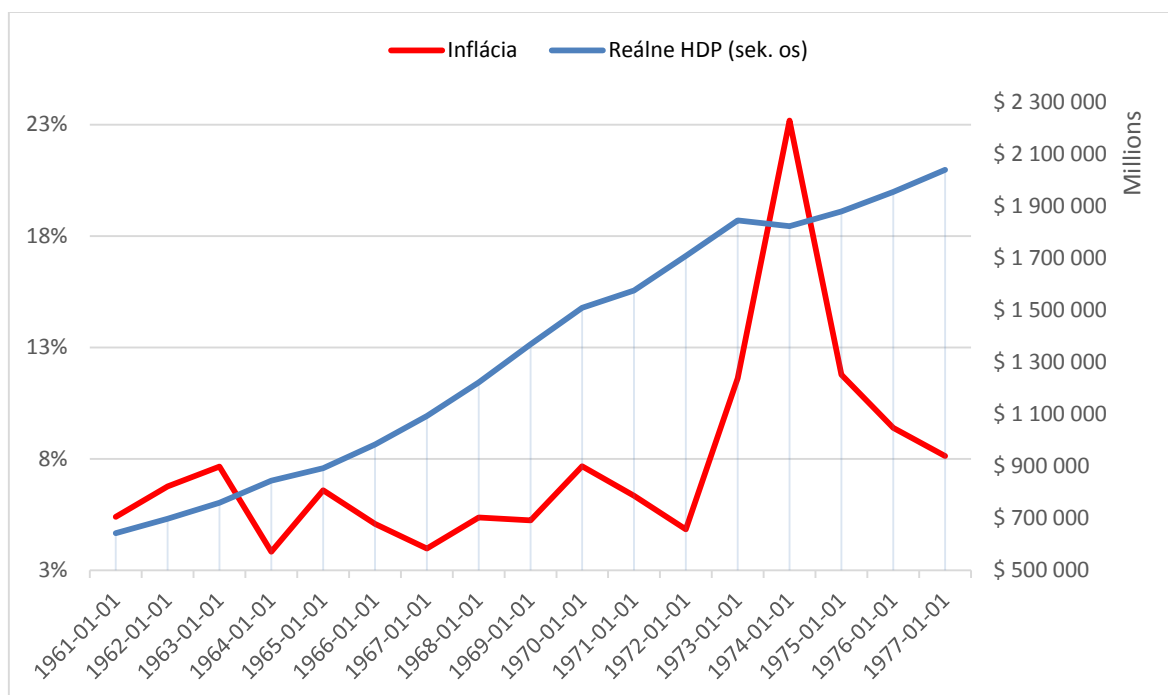
- exportne založená stratégia s veľkým dôrazom na rozvoj nových technológií a investícií,
- nízke náklady na zbrojenie,
- malé požiadavky k rastu miezd,
- tzv. efekt doháňania, ktorý sa prejavuje nielen v tempách rastu, zamestnanosti, výmenných kurzov a v dynamike inflácie, ale aj v očakávaniach týkajúcich sa optimálnej podoby fiškálnej a menovej politiky.

⁵⁴ IMF - *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. 2013. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.21.10] Dostupné na internete: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>. ISBN 978-1-47555-261-4.

⁵⁵ MCKINNON, R., OHNO, K. *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan*. Cambridge: MIT Press, 1997. s. 177, ISBN: 978-0-262-13335-7. 266 S

⁵⁶ FOSBERG, A. *America and the Japanese Miracle: The Cold War Context of Japan's Postwar*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 2000. s. 195-229, ISBN: 9780807825280. 332 S

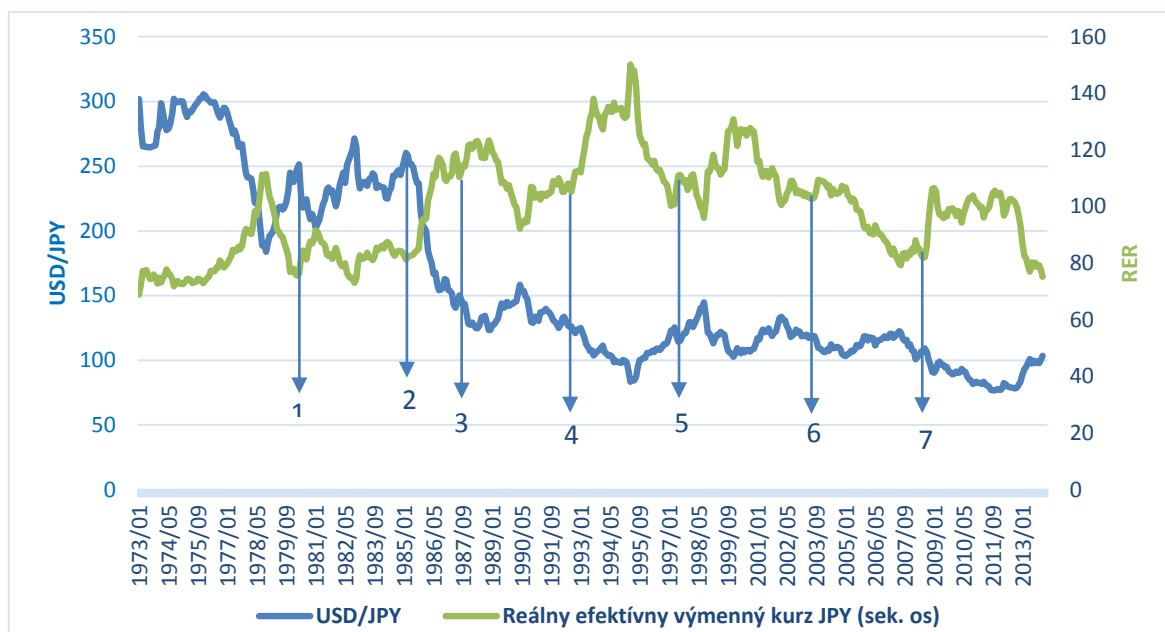
Graf 7: Vývoj reálneho HDP a inflácie v Japonsku, od roku 1961 do roku 1977



Zdroj: Vlastné spracovanie autora na základe údajov Wordlbank – WDI

Keď Spojené štáty prijali začiatkom roka 1980 program znižovania inflácie a fiškálnej expanzie (1), jen a ďalšie svetové meny prudko voči doláru oslabili. USA, Japonsko, Veľká Británia, Francúzsko, Nemecko v roku 1985 uzavreli dohodu – *Plaza Accord* (2). Rozhodli sa pre oslabenie amerického doláru oproti jenu a nemeckej marke, pomocou koordinovaných devízových intervencií. Vďaka týmto intervenciám oslabil dolár oproti jenu, medzi rokmi 1985-87, o 51%. Ako môžeme vidieť na grafe 8, dolár pokračoval v depreciácii aj po ukončení intervencií a prepadol sa z úrovne 236,90 USD/JPY v roku 1985 až na 123,16 USD/JPY v novembri 1988. Pre Japonskú ekonomiku, malo toto výrazné posilnenie jenu negatívne dopady na vývoj ekonomiky, čo sa prejavilo ako recesia medzi rokmi 1985-86. BoJ na túto recesiou reagoval expanzívnu monetárnu politikou, keď od januára 1986 do februára 1987, znížil diskontné sadzby z 5% na 2,5%.

Graf 8: Vývoj nominálneho kurzu USD/JPY a reálneho efektívneho kurzu od r. 1973



Zdroj: Vlastné spracovanie autora na základe údajov Bank of Japan

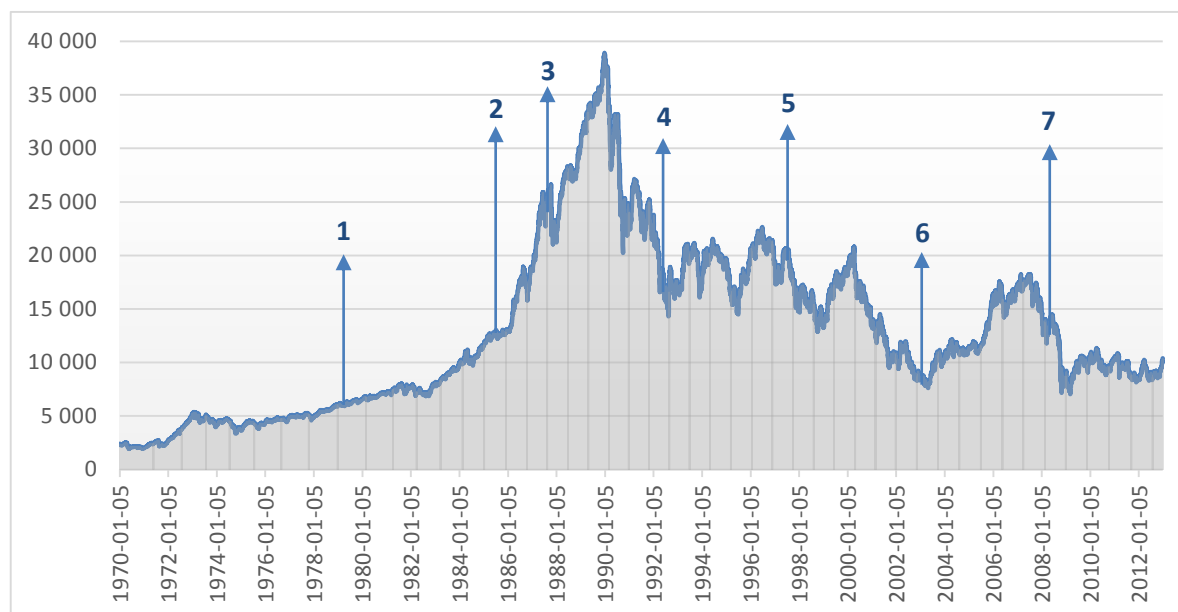
Na grafe č.8 môžeme sledovať aj vývoj reálneho výmenného kurzu. Rastúci trend reálneho kurzu, spôsobuje tlak na znehodnotenie nominálneho kurzu USD/JPY. V teoretickej časti práce sme si spomenuli, že na zvýšenie hodnoty RER pôsobia 2 faktory. Prvým je rast nominálneho kurzu a druhým je vyšší rast inflácie v zahraničí. V našom prípade môžeme hovoriť o kombinácii oboch spomínaných faktorov.

Výmenný kurz má od dohody Plaza Agreement skôr klesajúcu tendenciu, zatiaľ čo reálny kurz osciluje počas celého sledovaného obdobia okolo úrovne 100. Po dosiahnutí svojho vrcholu v roku 1995, nasledoval silný depreciačný trend. Od roku 1995 do polovice roku 2008, jen reálne deprecioval až o 60 percent. Tento trend bol ťahaný hlavne vysokou mierou inflácie japonských obchodných partnerov.

S monetárnou expanziou prichádza agresívny rast cien nehnuteľností a vďaka posilňujúcemu jenu sa stali finančné aktíva krajiny lákavejšími. Japonský akciový index Nikkei 225 dosiahol v r. 1989, vďaka množstvu špekulácií a investícií, svoje maximum na úrovni 38900 bodov. Nehnuteľnosti boli extrémne nadhodnotené a banky poskytovali nadmerne riskantné pôžičky. V polovici roku 1987 signalizovala BoJ spustenie reštriktívnej politiky, no kvôli neistote na trhu, ktorá bola vyvolaná tzv. *čiernym pondelkom* (3), svoje plány oddialila až do mája 1989. Opatrenia vyvrcholili v auguste 1990, kedy BoJ zvýšila diskontnú sadzbu z 2,5% na 6%. Počas rokov 1992-1995 začali zlyhávať niektoré menšie inštitúcie. Bankové a úverové problémy prerástli počas desiatich

rokov a stali sa obzvlášť akútnymi koncom 90. rokov po vypuknutí ázijskej finančnej krízy v lete roku 1997 (5). Ministerstvo financií vydalo záruky na vklady v roku 1995. Po zlyhaní troch veľkých japonských bánk, niekoľkých menších bánk a obchodníkmi s cennými papiermi koncom roku 1997, následne naliala Ministry of Finance v období medzi 1998 a 1999 do bánk kapitál. Po prasknutí vzniknutej bubliny stratil index Nikkei 225 v roku 1990 40% svojej hodnoty a ďalších 76% svojej hodnoty do roku 2001. Situácia, počas ktorej sa behom dekády stratilo bohatstvo v objeme 7 mld. USD je znázornená na grafe č. 9.

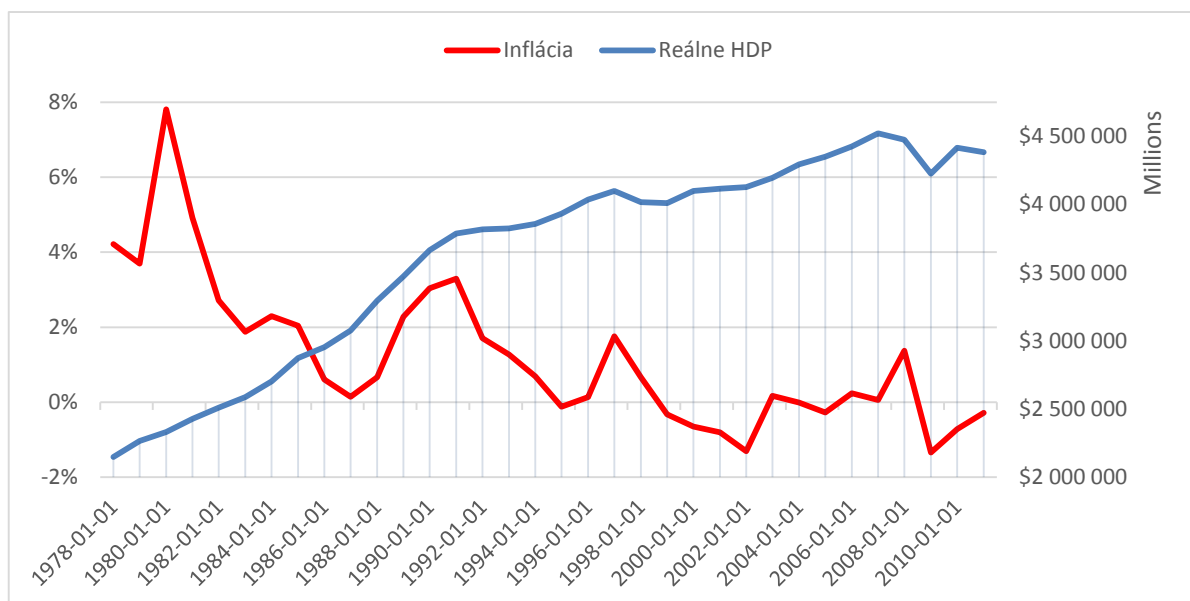
Graf 9: Vývoj indexu Nikkei 225 od r. 1970



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov FRED

Odliv investícií, následné zníženie konkurencieschopnosti v zahraničí, nízky sklon k spotrebe a monetárne reštrikcie, zapríčinili recesiú ekonomiky a spustili deflačnú špirálu. Po dobrom raste koncom 80. rokov, vstúpila japonská ekonomika v roku 1992 do recesie (4) a behom 90. rokov dosahovalo tempo rastu HDP priemerne 1% ročne. Počas 90. rokov dostal silnú ranu aj bankový sektor, kedy dlhodobé úrokové sadzby klesli od r. 1990 do r. 1998 zo 7,5% na 1%, čo bolo spôsobené postupným znižovaním diskontnej úrokovej sadzby zo 6% na 0,15%. Počas deflácie je náročné nájsť finančné aktíva s kladnou návratnosťou. Japonské úspory, sa teda úročili takmer nulovou sadzbou. Táto situáciu vyústila v tzv. carry trade investície, ktoré majú taktiež vplyv na finančnú situáciu v krajine. Vývoj reálneho HDP a inflácie od roku 1978 do roku 2011 je znázornený na grafe č.10.

Graf 10: Vývoj reálneho HDP a inflácie v Japonsku, od roku 1978 do roku 2011



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Worldbank – WDI

S defláciou sa snažila BoJ od roku 2001 bojovať ďalším znižovaním úrokových sadzieb, v rámci svojej expanzívnej politiky – programu kvantitatívneho uvoľňovania. No keďže boli úrokové sadzby dlhodobo blízko nuly, ani použitie tejto stratégie nezabralo. Japonsko má aktuálne jednu z najnižších úrokových sadzieb zo všetkých rozvinutých krajín.

Nové vedenie Bank of Japan, ktoré nastúpilo v roku 2003 a bolo zástancom inflačného cielenia, zvýšilo rozsah kvantitatívneho uvoľňovania a zároveň investorov uistili, že nulová úroveň úrokových sadzieb v budúcnosti ostane zachovaná, zmení sa to len ak inflácia vykáže stabilné pozitívne hodnoty (6). V októbri 2003, BOJ oznámila, že "nevyhnutnou" podmienkou pre zvýšenie úrokovej sadzby z nuly je, že jadrová CPI inflácia sa musí udržať nad nulou počas niekoľkých mesiacov, a že BoJ bude presvedčená, že budúce jadrová CPI neklesne pod nula percent.⁵⁷ Tieto opatrenia môžu byť užitočné pri objasňovaní zámerov tvorcov menovej politiky skutočne udržať úrokovú sadzbu na jej spodnej hranici, kým nebude deflácia porazená. To znamená, že zámerom nebude sťahovať žiadne monetárne stimuly, pokiaľ nebude miera inflácie dosahovať pozitívne hodnoty. Okrem toho, niektorí pozorovatelia prikladajú značný význam Programu nákupu

⁵⁷ ITO, T., MISHKIN, F. *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*. Chicago: University of Chicago Press, 2006. p.151, ISBN: 9780226378978.

dolárových aktív vykonávaného Ministry of Finance, počas rokov 2003 - 04, ktoré mohli spustiť ďalšiu škodlivú vlnu zhodnocovanie jenu.⁵⁸

Napriek tomu bol ďalším faktorom, ktorý pomáhal ekonomike vládna snaha, ktorú viedol minister Heizo Takenaka. Chcel obmedziť regulačnú zhovievavosť a vyriešiť problém zlých úverov bánk. Premiér Junichiro Koizumi menoval Takenaka do čela ministerstva financií v septembri 2002. Následnými kľúčovými udalosťami sa stali predkupná rekapitalizácia a plán reštrukturalizácie pre banku Resona na jar roku 2003, ktorý mohol stabilizovať očakávania o rizikách úverov. K stabilizácii očakávaní rovnako prispelo aj Takenakovo naliehanie na vytvorenie harmonogramu pre iné banky, ktoré boli povinné zbaviť sa toxických úverov. V priebehu rokov 2004-07, bolo tempo rastu reálneho HDP oveľa stabilnejšie a dosahovalo hodnoty v priemere okolo 2,25 percenta ročne.

V marci 2007 zaznamenala BoJ zlepšenie hospodárskej činnosti a predpokladaný koniec obdobia deflácie, a naznačili, že budú naďalej podporovať uvoľnené prostredie tým, že budú udržiavať sadzby na nízkych kladných hodnotách ešte po nejakú dobu. Premiér Koizumi vtedy tvrdil, že koniec deflácie je síce blízko, no stále nebol plne dosiahnutý. V roku 2008, Japonsko utrpel dvojité ranu (7). Klesajúci dopytu po exporte a apreciacia jenu poháňaná trhom aktív vyvolali tlak na znižovanie cenovej hladiny. Všeobecnému ekonomickému prostrediu nepomohlo ani vypuknutie globálnej finančnej krízy, práve v tomto období.

4.2 Devízové intervencie Bank of Japan

V teoretickej časti práce sme si vysvetlili, že posilňujúci jen má na japonskú ekonomiku negatívny dopad. S rastúcou silou jenu sa stáva tovar japonských exportérov v zahraničí drahším, čo môže vyústiť v pokles predaného objemu. V analyzovanom období bolo Japonsko, aj vďaka snahe o udržanie konkurencieschopnosti, veľmi aktívnym účastníkom na devízovom trhu. .

Japonsko vykonáva priame devízové intervencie pomocou nákupu štátnych cenných papierov. Finančné zmenky (krátkodobé vládne zmenky so splatnosťou do troch mesiacov) sa vydávajú na trh k získaniu kapitálu denominovaného v jenoch, ktorý sa počas intervencie použije na nákup aktív denominovaných v cudzej mene. Vzhľadom k tomu, že domáce zmenky sú vydávané k získaniu jenu ešte pred tým ako je dolár zakúpený

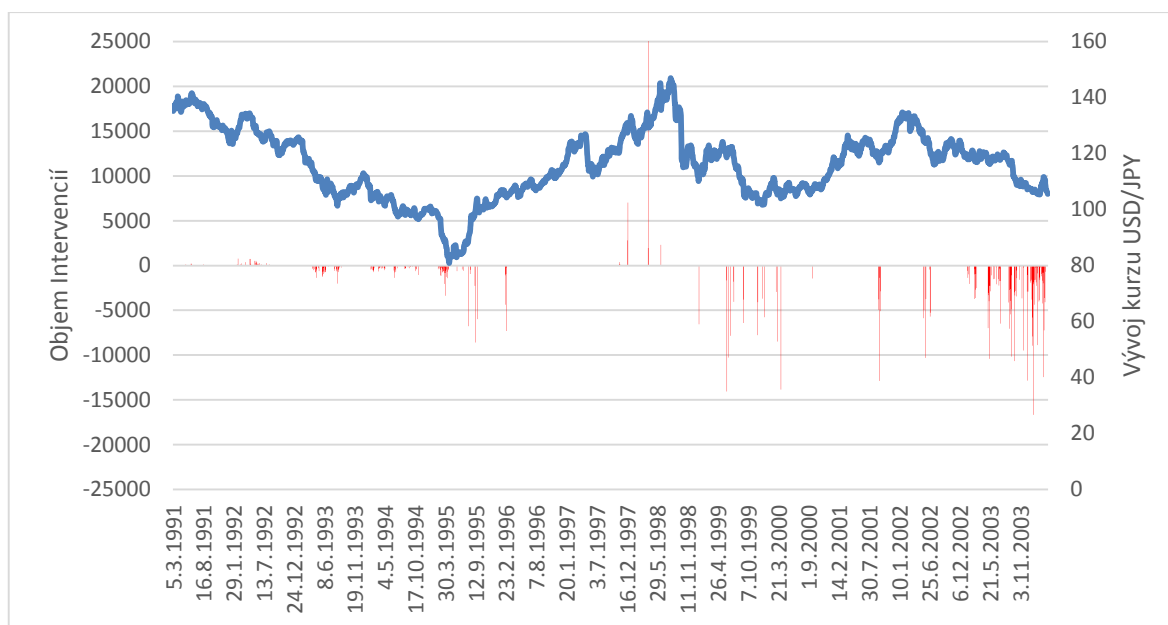
⁵⁸ HAMADA, K. OKADA, Y. 2009. *Monetary and international factors behind Japan's lost decade*. Japanese International Economies. [online]. Vol. 23, s.200-219. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <http://www.battleofideas.org.uk/documents/EEF/Hamada%20et%20al%20on%20Japan%20and%20the%20overvalued%20Yen%202009.pdf>

intervenciou prostredníctvom jenu, zásah možno považovať za automaticky sterilizovaný. Vládne zmenky vo forme aktív denominovaných v cudzej mene sa udržiavajú ako súčasť devízových rezerv. Predaj aktív denominovaných v cudzej mene môže viesť k zníženiu stavu existujúcich vládnych zmeniek. Výkon devízových intervencií má v Japonsku na starosti Bank of Japan, na priamy pokyn Ministry of Finance. Keď Bank of Japan intervenuje využíva na to vládne fondy, hlavne tie uložené na účte “Foreign Exchange Fund Special Account“ (FEFSA). Vládne zahraničné aktíva na tomto účte spolu s ostatnými zahraničnými aktívami držanými BOJ, tvoria celkové devízové rezervy Japonska. Tie sú primárne využívané na zahraničné intervencie. No môžu byť využité aj na splatenie dlhu denominovaného v zahraničných menách v čase menovej alebo inej krízy.⁵⁹

V nadväznosti na ekonomický vývoj z prelomu 80. a 90. rokov, BoJ uvoľnila svoju monetárnu politiku. Po krátkom oslabení jenu v roku 1989 dosiahol kurz ďalší vrchol v polovici roku 1990. Apresiasi jenu pokračovala až do r. 1995, kedy Japonsko zasiahlo ničivé zemetrasenie v Kobe. Jen bol vtedy na svojich maximách s kurzom 79,75 USD/JPY. V období medzi rokmi 1993-96 sa BoJ spolu s americkým FED-om, snažili aktívne pomocou intervencií posilniť americký dolár. V tomto období sa vyskytlo na páre USD/JPY podľa ekonómov Galati a Melick (1999) až 89 dní, počas ktorých boli vykonané intervencie. Z tohto počtu intervenovala BoJ celkovo 78 dní, FED 18 dní a 11 dní intervenovali európske centrálné banky. Autori ďalej odhadujú, že 20 intervencií bolo veľkého rozsahu a 69 menšieho rozsahu (pod 500 mil. USD). Po zemetrasení v Kobe z júna 1995, začal jen postupne oslabovať z hodnoty 79,75 USD/JPY na viac než 144,00 USD/JPY v júli 1998. BoJ sa vykonaním následnej intervencie proti oslabovaniu jenu snažil znížiť volatilitu svojej meny. V polovici r. 1998 sa k intervenciám pridal FED, keď nakúpil jen v hodnote 833 mil. USD. S posilnením jenu v r. 1999 prišla ďalšia vlna intervencií. Od januára 1999 do apríla 2000, predávala BoJ jen 18 krát (raz intervenovala spolu s ECB a raz s FED). Aj napriek týmto snahám jen v apríli 2000, posilnil na úroveň 102,00 USD/JPY. Krátko po predstavení ďalších zmien v monetárnej politike BoJ sa japonská centrálna banka, v septembri 2001, opäť snažila oslabiť svoju menu. K intervenciám BoJ, ktoré pokračovali aj behom mája a júna 2002 sa pridali aj FED a ECB. ECB vykonala intervenciu nákupom 520,5 mld. jenov.

⁵⁹ BOJ – *International Operation and Services*. [online]. [cit. 12.04.2015]. Dostupný z internetu: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/data/foboj10.pdf>

Graf 11: Vývoj USD/JPY a vykonané devízové intervencie



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Japan Ministry of Finance

Na grafe č.11 je znázornený vývoj USD/JPY spolu s veľkosťou vykonaných devízových intervencií, od začiatku 90. rokov do roku 2004. Úsečky znázorňujúce intervencie na oslabenie jenu (predaj jenu), sa nachádzajú pod vodorovnou osovou. Na grafe č. 10 je znázornené, že v období od februára 1996 do konca roka 1997, Bank of Japan nevykonala žiadne intervenčné kroky. Keď však jen v decembri 1997 deprecioval na úroveň 130 USDJPY, bolo potrebné vykonať intervencie na podporu jenu, a teda predat aktíva denominované v cudzej mene a nakúpiť aktíva denominované v jenoch. Tieto intervencie na podporu jenu boli uskutočnené päť a pol roka od poslednej intervencie vykonanej v rovnakom smere a dva roky od poslednej intervencie vykonanej v opačnom smere. Posledná intervencia proti apreciácii jenu bola vykonaná na úrovni 105,7 jenov za dolár a hodnota, za ktorú bol jen kupovaný tento raz bola až 127. Rozdiel medzi intervenciami na oslabenie a na posilnenie jenu bol viac ako 21 jenov. Tri vykonané intervencie na podporu jenu, nespôsobili, že jen vo vybranom období aprecioval, práve naopak, svoju hodnotu pravidelne oslaboval. V roku 1998, oslabil jen až na hodnotu 135 USDJPY a Bank of Japan vykonala 9. a 10. apríla intervencie na podporu jenu v celkovej hodnote 2,8 bilióna jenov. Spomínané intervencie, ktoré boli v 90. rokoch rekordné, však posilnili jen oproti doláru iba o 1-2 jeny. Keď si vezmeme do úvahy objemy týchto intervencií, nemôžeme povedať, žeby išlo o veľký úspech.

Na grafe č.11 môžeme vidieť, že celkový objem intervencií v období 2003-2004 prevyšuje všetky predošlé intervenčné kroky. V januári 2003 začala BoJ intervenovať na devízovom trhu v snahe zabrániť posilneniu jenu, oproti doláru. Prvé intervencie boli vykonávané v tichosti, bez poskytnutia informácií o prevedených krokoch. Tieto informácie začala BoJ poskytovať od mája. BoJ sa podarilo až do februára 2003 udržať kurz v rozmedzí 117 – 120 USD/JPY. Pod veľkým tlakom spojeným s nákupom japonských finančných aktív, sa zvýšil dopyt po jene, čo spôsobilo tlak na jeho apreciaciu. Tieto tlaky boli následne posilnené vyhlásením skupiny G7 o väčšej flexibilitě menových kurzov. Japonsko v nadchádzajúcom roku vykonalo intervencie v objeme 7% svojho HDP a opustilo svoje investičné aktivity pri hodnote kurzu 106,00 USD/JPY. Deflácia v Japonsku neustále pokračovala a úrokové sadzby znížila BoJ takmer na nulu už v roku 1999. Aj napriek rastu monetárnej bázy o 14%, rástol kľúčový monetárny agregát ročne len v rozmedzí 1,50 až 2,00%.

Medzi rokmi 1999 a 20004 intervenovalo Japonsko pravidelne, proti apreciacii svojej meny. Objemy intervencií v jednotlivých rokoch sú znázornené v nasledujúcej tabuľke.

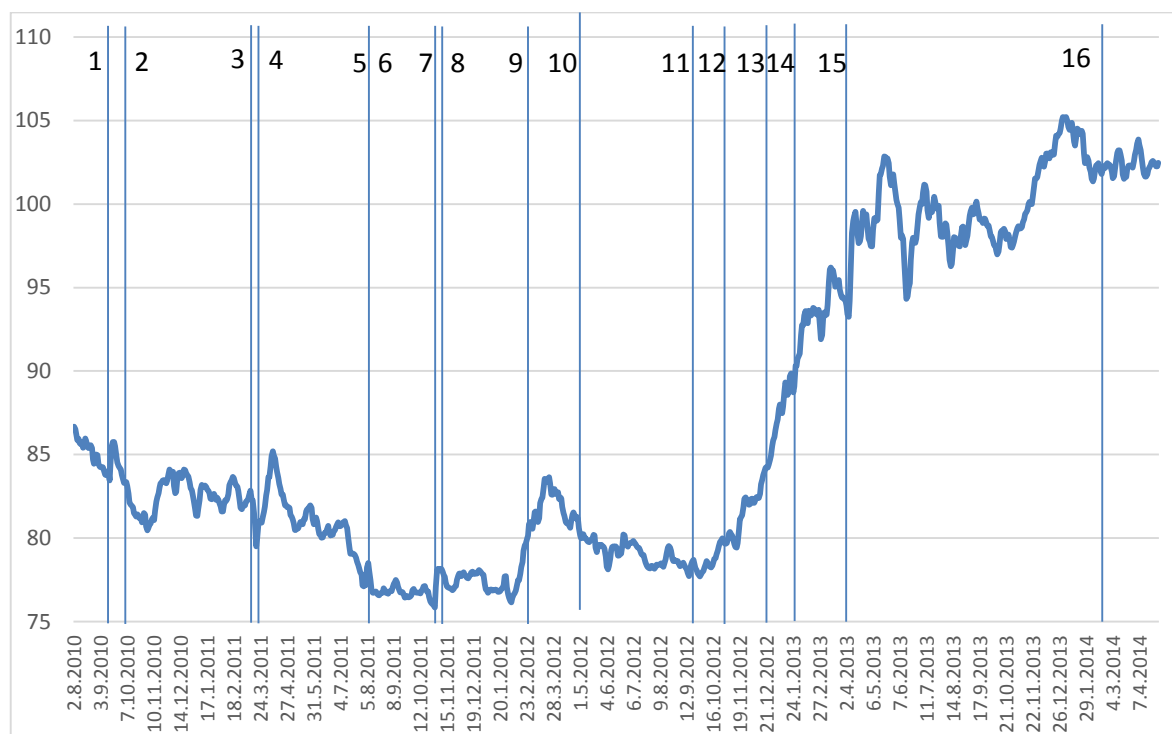
Tabuľka 6: Objem japonských intervencií

Rok	Objem intervencií
1999	4,05 bil. JPY
2000	2,96 bil. JPY
2001	3,15 bil. JPY
2002	3,99 bil. JPY
2003	20,25 bil. JPY
2004	14,8 bil. JPY
2010	2,13 bil. JPY
2011	14,3 bil. JPY

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Japan Ministry of Finance

V období medzi r. 2004 do r. 2010, nevykonala BoJ ani jednu intervenciu na devízovom trhu. Jen smeroval k prekonaniu svojho maxima z roku 1995, kedy BoJ vykonala nesterilizovanú intervenciu na oslabenie jenu v hodnote 2,12 bil. JPY. Kurz USD/JPY zareagoval rastom a z hodnoty 82,88 posilnil na hodnotu 84,94. Prebiehajúci trend a úrokový diferenciál spôsobili, že už o pár dní sa obchodovalo USD/JPY opäť v blízkosti 82,80. Na grafe 12 je táto intervencia označená pod číslom jedna. Po tejto intervencii BoJ predstavil Program nákupu aktív a boja proti deflácií. Monetárna politika BoJ v období od r. 2010 do r. 2014 je znázornená na grafe č.12.

Graf 12: Vývoj kurzu USD/JPY a vykonávaná monetárna politika BoJ v období 2010-2014



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Japan Ministry of Finance

Vykonané opatrenia v sledovanom období sú popísané v tabuľke č. 7.

Tabuľka 7: Monetárna politika BoJ od 3Q 2010 po 1Q 2014

<i>Operácia BoJ</i>	
1. 15.9.2010	Intervencia v hodnote 2,1 bil. JPY
2. 5.10.2010	Zavedenie program nákupu aktív (PNA) v hodnote 35 bil. JPY
3. 14.3.2010	Navýšenie PNA o 5 bil. JPY
4. 18.3.2010	Intervencia v hodnote 692 mld. JPY
5. 4.8.2011	Intervencia v hodnote 4,51 bil. JPY
6. 4.8.2011	Navýšenie PNA o 10 bil. JPY
7. 27.10.2011	Navýšenie PNA o 5 bil. JPY
8. 31.10. - 4.11.2011	Intervencie v hodnote 9,09 bil. JPY
9. 14.2.2012	Navýšenie PNA o 10 bil. JPY Cieľ MP Japonska – medziročná zmena CPI na úrovni 2%
10. 27.4.2012	Navýšenie PNA o 5 bil. JPY
11. 19.9.2012	Navýšenie PNA o 10 bil. JPY
12. 30.10.2012	Navýšenie PNA o 11 bil. JPY
13. 20.12.2012	Navýšenie PNA o 10 bil. JPY
14. 22.1.2013	Pravidelné nákupy aktív v hodnote 13 bil. JPY/ mesačne
15. 4.4.2013	Cielenie rastu menovej bázy o 60-70 bil. JPY ročne Cielenie cenovej stability ostáva na úrovni 2%

16. 18.2.2014	Zvýšenie splatnosti a objemu špeciálnych bankových úverových možností
----------------------	---

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Japan Ministry of Finance

Po ďalšej apreciácii začal jen konsolidovať a až ďalšie zemetrasenie v Japonsku spôsobilo prekonanie jeho maxima z obdobia zemetrasenia v Kobe. BoJ vykonala intervenciu predajom 692 mld. JPY. K Japonsku sa po dohode pridali aj krajiny G7 a pomohli BoJ oslabiť jen. Táto koordinovaná intervencia bola veľmi efektívna.. Krátko po tejto intervencii začal jen oslabovať, no už v auguste 2011 sa pohyboval na hranici 76,00 USD/JPY. Predaj 4,51 bil. JPY, spolu s oznámením rozšírenia Programu nákupu aktív mal zabrániť ďalšiemu posilneniu meny, no špekulačné tlaky dostali kurz do ďalšieho minima, na hodnotu 75,35 USD/JPY. Proti špekulatívnym motívom vykonala BoJ päť denných intervencií, v celkovom objeme 8,07 bil. JPY.

Tabuľka 8: Najväčšie denné intervencie Bank of Japan

	31.10.2011	4.8.2011	14.9.2010	9.1.2004	14.6.1999	3.4.2000	21.9.2001
JPY	8,07 bil.	4,51 bil.	2,12 bil.	1,67 bil.	1,41 bil.	1,39 bil.	1,29 bil.

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Japan Ministry of Finance

Tabuľka znázorňuje najväčšie denné intervencie vykonané proti apreciácii jenu, formou predaja jenu a nákupom amerického dolára, od r. 1999. Môžeme vidieť, že posledné tri zásahy boli najväčšími vykonanými v histórii. V roku 2011 bola vykonaná doposiaľ posledná devízová intervencia Bank of Japan.

4.3 Postavenie devízových intervencií v systéme menovej politiky

Základná premisa konvenčných intervencií leží v tzv. vyhladzovacích operáciách, ktoré majú vyhladiť prípadné fluktuácie vo vývoji kurzu. Na základe tejto premisy vykonávali menové authority v Japonsku začiatkom 90. rokov málo-objemové intervencie predajom jenov. Keď jen prudko posilnil intervencie zabránili rýchlej fluktuácii kurzu na devízovom trhu. Takéto intervencie boli účinné iba v prípade, ak bol trh stabilný a výkyvy v kurze sa objavovali len zbežne. Ako sme si napísali v roku 1995 vykonala Bank of Japan, po uvoľnení svojej monetárnej politiky, spolu s americkým FED-om, niekoľko koordinovaných intervencií, no marginálne účinky týchto intervencií neustále klesali. Rozhodli sa, že priebeh vykonávania intervencií zmenia.

Prvým návrhom bolo, aby sa preťalo silné spojenie medzi japonským a americkým bežným účtom platobnej bilancie, čím by sa preťalo puto medzi jenom a dolárom. Návrh bol teoreticky možný, keďže 90% transakcií s menami má len kapitálový charakter, stačilo

by, aby sa zmenil trend prílivu kapitálu, zmenou napríklad úrokového diferenciálu. Problémom však bolo presvedčiť japonských inštitucionálnych investorov, najmä veľké japonské poisťovne, ktorí na predchádzajúcich fluktuáciách jenu vykázali obrovské straty. Druhým návrhom bolo skúsiť nejakým spôsobom prekvapiť trhy. Tento návrh spočíval vo využití tzv. “push up“ intervencií. Podstata je vo vykonaní veľkoobjemových intervencií, vykonávaných iba v určité príležitosti. Trh by tak mal byť z prílivu enormného množstva kapitálu v šoku.⁶⁰ Keď sa úroková sadzba v Japonsku priblížila k hodnotám blízko nuly, vytvorilo to možnosť pre rôznych inštitucionálnych investorov, ako napríklad hedgové fondy, vykonávať na jene carry trade obchody, ktoré ako sme si povedali majú výrazný vplyv na vývoj nielen kurzu, ale aj ekonomiky ako takej.

Keď sa pozeráme na problematiku intervencií musíme si taktiež uvedomiť politické náklady vykonávania intervencií. Ak chce Ministry of Finance dať pokyn na intervenovanie na devízových trhoch, musí prebehnúť diskusia v Japonsku a taktiež v ostatných krajinách, ktorých sa intervencie priamo týkajú. Politickými nákladmi by sme, ale mohli definovať aj averziu monetárnych autorít vykonávať intervencie. Tí ktorí si myslia, že trh napravi rovnovážnu úroveň kurzu rýchlejšie, považujú politické náklady spojené s intervenciami za príliš vysoké. Takže v prípade zarátania politických nákladov sa intervencie v Japonsku vykonávali len, ak boli benefity z nich vyššie ako dané náklady. Od roku 1997 do roku 2001, sa teda vykonávali vysoko-objemové a málo frekventované intervencie s cieľom prekvapiť trhy a aj to len v prípadoch ak boli benefity intervencií vyššie ako všetky náklady s nimi spojené, vrátane tých politických. No počas tohto obdobia stratila Bank of Japan svoju kredibilitu a stratu dôvery spôsobenú najmä zlými rozhodnutiami japonských autorít v oblasti úrokových sadzieb. Práve nízke úrokové sadzby spôsobili v Japonsku pascu likviditu a vykonávaná menová politika sa stala neefektívnou.

Po zmene vedenia sa od roku 2001 do roku 2006 vykonávali v Japonsku dve zaujímavé politiky. Prvou bolo spustenie kvantitatívneho uvoľňovania v marci 2001 čo bolo spôsobené hlavne neefektívnosťou vykonávanej politiky stimulovať ekonomiku pri nulových sadzbách. Bank of Japan teda zmenila operatívne kritérium monetárnej politiky z úrokovej sadzby na ponuku peňazí. Táto politika bola vykonávaná až do marca 2006. Druhou politikou bolo vykonávanie vysoko-objemových intervencií. Tieto intervencie boli, vykonávané v čase nulových úrokových sadzieb a teda ak sú jeny intervenciou dodané na

⁶⁰ SAKABIRA, E. *The day Japan and the world shuddered: establishment of cyber-capitalism*. Tankobon, 2000. s.120, ISBN: 4120029905.

trh, tak to nebude mať žiaden vplyv na vývoj úrokovej sadzby. Bank of Japan nemusela intervencie v tomto období sterilizovať. Bank of Japan mohla v tomto období použiť nesterilizované intervencie, čím podporovala zvyšovanie monetárnej bázy čo prispelo k dosiahnutiu cieľa v oblasti vyrovnaní bežných účtov komerčných bánk v BOJ. Použitie týchto intervencií teda dopomohlo k zotaveniu ekonomiky.⁶¹ Bank of Japan však tvrdila, že medzi týmito dvoma politikami neexistovala žiadna kauzalita. V auguste 2003 tvrdil guvernér BOJ, že oboje intervencie na predaj jenu a nárast prebytku bežného účtu v Bank of Japan od začiatku roka v celkovej hodnote 10 miliárd jenov, boli iba náhoda.

V máji 2008 ako reakcia na vzniknutú krízu spustila ďalšiu vlnu kvantitatívneho uvoľňovania. Menové autority v krajine sa zhodli na tom, že budú vykonávať iba veľkoobjemové, málo frekvencované intervencie, v ojedinelých prípadoch rýchlej apreciácie jenu, spôsobenej špekulačnými investíciami. Opatrenia vykonávané po tomto období boli opísané v predchádzajúcej kapitole.

4.4 Analýza devízových intervencií BoJ

V tejto časti záverečnej práce sa zamierame na analýzu vykonaných devízových intervencií z viacerých aspektov. Ako prvú si spravíme analýzu profitability vykonaných intervencií, potom si spravíme analýzu typu a efektivity vykonaných intervencií.

4.4.1 Profitabilita devízových intervencií

V tabuľke č.9 je znázornený prehľad vykonaných intervencií, počet dní a celkový objem týchto intervencií, podľa jednotlivých hodnôt úrovne kurzu USD/JPY. Do analýzy profitability som nebral do úvahy posledné kolo intervencií, keďže by mohlo skresľovať zistené výsledky.

Tabuľka 9: Rozdelenie intervencií podľa hodnoty kurzu USD/JPY

USD/JPY		Vykonaná intervencia	Počet dní	Objem intervencií (mld. JPY)
od	do			
75	80	predaj JPY	7	14 297,1
80	85	predaj JPY	8	2 492,9
85	90	predaj JPY	17	2 123
90	95	predaj JPY	8	491,4
95	100	predaj JPY	35	2 725,7

⁶¹ SVENSSON, L. *The zero bound in an open-economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap. Monetary and Economic Studies* [online]. 2001, vol. 19. s.277-312. [cit. 2015-04-18]. Dostupný z internetu: <http://www.nber.org/papers/w7957>.

100	105	predaj JPY	52	6 178,9	
105	110	predaj JPY	88	19 316	
110	115	predaj JPY	30	6 582	
115	120	predaj JPY	68	19 606	
120	125	predaj JPY	8	4 914,3	
120	125	nákup JPY	3	66,6	
125	130	nákup JPY	22	1 536,5	
130	135	nákup JPY	8	3 058,1	
135	140	nákup JPY	2	27,8	Vyjadrenie v USD
140	145	nákup JPY	3	273,6	(mld. USD)
celkom		predaj JPY	321	78 727,3	780,041
celkom		nákup JPY	38	4 962,6	38,032
Spolu			359	83 689,9	

Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Bank of Japan

Z tabuľky je zrejmé, že intervencie proti posilneniu jenu vykonávala BoJ, pokiaľ jen posilnil pod úroveň 125 USDJPY. Intervencie na podporu jenu boli teda logicky vykonávané od tejto úrovne vyššie. V tomto zmysle by sme mohli povedať, že japonské monetárne authority nakúpili dolár, keď bol oproti jenu najlacnejší a predávali dolár, keď dosahoval oproti jenu najlepšie výsledky, teda mal aj vyšší kurz. Z toho vyplýva, že japonské menové authority, sú profitabilnými správcami fondov a v zmysle definície M. Friedmana, by sme ich mohli označiť za stabilizujúcich špekulantov. V širšom slova zmysle by sme mohli povedať, že nebyť vykonaných intervencií v sledovanom období, by boli fluktuácie výmenného kurzu USD/JPY oveľa väčším problémom.

Profit vykonaných intervencií môže byť kategorizovaný podľa dvoch faktorov:

- realizované kapitálové zisky, teda zisk/strata z vykonaného nákupu/predaja dolárov,
- realizovanie carry trade, teda využívanie rozdielu úrokových sadzieb aktív denominovaných v rôznych menách.

Ak chceme vypočítať realizované kapitálové zisky musíme použiť celkový objem jen predávajúcich (dolár nakupujúcich) intervencií. Z tabuľky nám vyplýva, že objem tohto druhu intervencií bol 78 727,3 miliárd jenov, čo pri prepočte spotovým kurzom, z času vykonania intervencie, vychádza na približne 780 miliárd dolárov. Množstvo jen nakupujúcich intervencií bolo menšie, v celkovom objeme 4 962,6 miliárd jenov, čo predstavuje, pri prepočte spotovým kurzom z času vykonania intervencie, približne 38 miliárd USD. Počas sledovaného obdobia by sme teda mohli vyjadriť priemerný výmenný kurz jen nakupujúcich operácií na 130,49 USD/JPY ($= 4962,6 / 38$) a jen predávajúcich operácií na približne 100,93 USD/JPY ($= 78727,3 / 780$). Z toho môžeme odhadnúť priemerné realizované kapitálové zisky:

$$KZ = 38 \text{ mld. USD} * (130,49 - 100,93) = 1\,124,16 \text{ mld. JPY}$$

Ak odrátame 38 miliárd dolárov, ktoré boli v sledovanom období predané od 780 miliárd dolárov, ktoré boli počas rovnakého obdobia nakúpené, môžeme odhadnúť celkové devízové rezervy vytvorené v danom období na približne 742 mld. USD.

Dôležitejším a náročnejším prvkom pri hodnotení profitability intervencií je odhad zisku/straty z úrokov. Keďže japonské úrokové sadzby boli v celom sledovanom období nižšie ako americké, je možné, že japonské menové authority dokázali využiť aj tento fakt na zvýšenie svojej profitability.

V prílohe č.2 si môžeme pozrieť prehľad ziskov/strát z úrokov v sledovanom období. Pri výpočte predpokladáme, že každý štvrťrok bola vyplácaná 3-mesačná úroková sadzba štátnych cenných papierov, z nahromadených intervencií v jenoch, zatiaľ čo 3-mesačná úroková sadzba zo štátnych pokladničných poukázok v USA bola vyplácaná z naakumulovaných aktív denominovaných v dolároch. Na výpočet úrokového výnosu som potreboval zistiť dolárový objem obchodov a objem obchodov vyjadrených v jenoch. Tie som následne kumulatívne zrátal pre každé sledované obdobie (tj. objem obchodov v $t+1$ = objem obchodov v $t+0$ + objem sterilizácie v $t+1$). Aby som zistil dolárový príjem musel som následne vynásobiť dolárovú úrokovú sadzbu s objemom obchodov a výslednú sumu prekonvertovať naspäť do jenu. Príjem v jenoch som získal vynásobením objemu obchodov v jenoch, s úrokovou sadzbou pre 3-mesačné japonské finančné zmenky. Úrokový výnos/stratu potom vypočítame ako rozdiel týchto dvoch príjmov. V našom prípade sa počas sledovaného obdobia nahromadili v Bank of Japan úrokové zisky vo výške 5,296 mld. JPY. Vypočítaný odhad je pravdepodobne podcenený, lebo uvažuje s podmienkou, že zisky z úrokových diferenciálov sú vyplácané na bežný účet, inak povedané neberie do úvahy možnosť zložitého úročenia.

Dá sa povedať, že japonské menové authority počas sledovaného obdobia vykonávania intervencií, vytvorili svojou činnosťou odhadovaný profit vo výške:

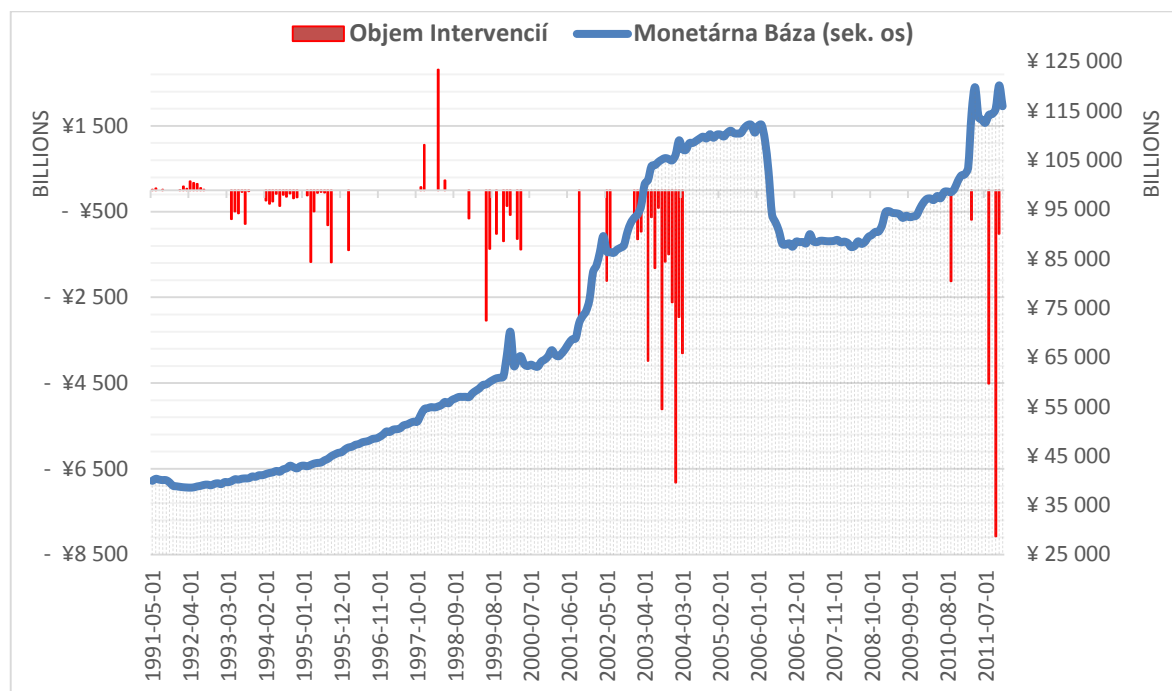
$$1\,124,16 \text{ mld. JPY} + 5,296 \text{ mld. JPY} = \underline{1\,129,456 \text{ mld. JPY.}}$$

4.4.2 Typ vykonávaných devízových intervencií

Ako sme si objasnili v teoretickej časti práce, štúdie rozlišujú dva druhy intervencií – tie ktoré menia veľkosť monetárnej bázy a tie ktoré veľkosť monetárnej bázy nemenia. Ak Bank of Japan nakupuje USD, v snahe o zabránenie apreciacie JPY, japonská

monetárna báza by sa mala zväčšiť o objem nákupu. Aby sa zabránilo v náraste monetárnej bázy, môže Bank of Japan vykonať predajom krátkodobých vládnych aktív z bankového systému sterilizáciu, takže monetárna báza ostane nezmenená. Ak Bank of Japan naopak nakupuje JPY, monetárna báza by sa mala znižovať, pokiaľ menová autorita vykonáva nesterilizované intervencie. Teraz sa zamerajme na analýzu intervencií, z pohľadu toho či boli, alebo neboli sterilizované.

Graf 13: Vykonané intervencie a vývoj monetárnej bázy



Na grafe č.13 máme znázornený stav monetárnej bázy v Japonsku a objem vykonaných intervencií v sledovanom období. Na základe týchto údajov by sme mali vedieť posúdiť či intervencie boli, alebo neboli sterilizované. Dáta boli dostupné len na mesačnej báze, a teda bude ťažké povedať, ktoré konkrétne intervencie boli v danom mesiaci sterilizované a ktoré nie, keďže na rast alebo pokles menovej bázy, vplyva mnoho endogénnych a exogénnych faktorov. Z grafu je viditeľný rastúci trend monetárnej bázy až do jej poklesu v roku 2006, ktorý však nesúvisel s intervenciami a jeho následné pomalé zotavenie, ktoré bolo ovplyvnené hlavne prebiehajúcou globálnou krízou. Z grafu môžeme aspoň čiastočne usúdiť, ktoré mesiace mohli byť vykonávané sterilizované a v ktorých mesiacoch nesterilizované intervencie.

Na základe teórie som sa však pokúsil zistiť, v ktorých mesiacoch boli vykonané intervencie sterilizované a v ktorých mesiacoch tieto intervencie neboli sterilizované. Efekt sterilizácie som vyjadril zmenou menovej bázy v mesiaci, kedy bola sterilizácia vykonaná.

Najprv si musíme uvedomiť, že výsledky sú založené na mesačných údajoch a počty vykonaných intervencií predstavujú v tomto prípade počet mesiacov, kedy boli dané intervencie vykonávané. Prehľad výsledkov znázorňuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 10: Sterilizované a nesterilizované intervencie

	Nesterilizované intervencie	Sterilizované intervencie
Nákup JPY	9x 4 540,5 mld. JPY	6x 422,1 mld. JPY
Predaj JPY	13x 17 384,7 mld. JPY	43x 61 742,2 mld. JPY

**Kompletný prehľad sterilizovaných a nesterilizovaných intervencií nájdete v prílohe č.3*

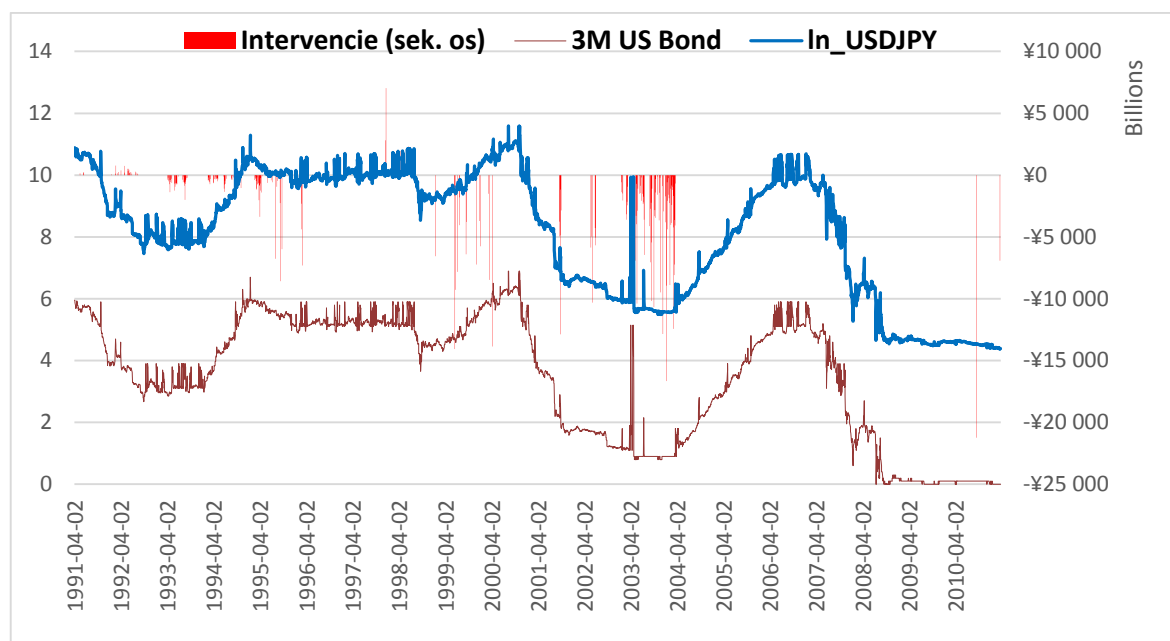
Vidíme, že čo sa týka intervencií, preferuje Bank of Japan vykonávanie sterilizovaných, o ktorých sme si vraveli, že bývajú spravidla menej efektívne ako tie nesterilizované. Použitie nesterilizovaných intervencií mohlo byť spôsobené pokusom o prekvapenie trhov, keďže mechanizmus sterilizácie je v Japonsku takmer automatickým prvkom každej intervencie. Najviac sterilizovaných intervencií vykonávala Bank of Japan v priebehu rokov 1993 - 1994 a v období od roku 1999 do začiatku roka 2004. Nesterilizované intervencie boli vykonávané najmä začiatkom 90. rokov a v období medzi r. 1997 až 2002.

Ak sa v prílohe č.3 pozrieme na tabuľky zo sterilizovanými intervenciami môžeme si všimnúť stĺpec rozdiel. Tento stĺpec nám vyjadruje či boli vykonané intervencie plne alebo len čiastočne sterilizované, abstrahujúc od iných faktorov ovplyvňujúcich menovú bázu. Pri nákupe jenov nám kladný rozdiel predstavuje stav, keď Bank of Japan nesterilizovala intervencie v plnej výške, pretože rozdiel v zmene monetárnej bázy je menší ako je objem intervencií. Takáto situácia nastala v 3 mesiacoch začiatkom 90. rokov. Záporný rozdiel pri intervenciách vykonávaných predajom jenu vyjadruje obdobie, kedy podobne ako v predchádzajúcom príklade, neboli intervencie sterilizované úplne. Tieto neúplne sterilizované intervencie sa objavujú pravidelne počas 90. rokov, no objavili sa aj počas intervencií v období medzi rokmi 2003 a 2004.

Sterilizované intervencie môžu ovplyvniť výmenný kurz aj cez kanál vyváženého portfólia. V našom prípade vyvolajú sterilizované nákupy jenu, nárast ceny dolárových aktív denominovaných v jene. Aby bol tento nárast vykompenzovaný, musí dôjsť k zvýšeniu očakávaného výnosu amerických vládnych cenných papierov. Tento očakávaný výnos sa zvýši, len ak cena amerických cenných papierov denominovaných v jenoch

klesne, čím sa zvýši hodnota dolára. Na grafe č.14 je znázornený vplyv intervencií podľa kanálu vyváženého portfólia. Na sekundárnej osi je znázornený objem vykonaných USDJPY intervencií. Na grafe som taktiež znázornil zmenu výnosu 3-mesačných amerických T-bills, a zlogaritmovaný vývoj kurzu USD/JPY.

Graf 14: Kanál vyváženého portfólia



Zdroj: Vlastné spracovanie autora podľa údajov Bank of Japan, FED

Na prvý pohľad je zjavné, že medzi ukazovateľmi 3-mesačných výnosov a zmeny kurzu USD/JPY existuje vysoká, takmer dokonalá, korelácia v celom sledovanom období. To znamená, že cez kanál vyváženého portfólia sa naozaj prejavuje transmisia zmeny kurzu. Aj keď nemôžeme povedať, že intervencie stále ovplyvnili trend vývoja kurzu, na grafe môžeme zaznamenať aspoň niektoré účinky intervenčných aktivít Bank of Japan. Efektivitu investícií budeme skúmať v ďalšej časti práce.

4.4.3 Úspešnosť devízových intervencií

Aby bolo možné zhodnotiť, či boli intervencie efektívne, je dôležité brať do úvahy zámer menových autorít pri vykonávaní intervencií. K zmeraniu efektívnosti potrebujeme takisto vyjadriť trend jenu pred intervenciou, ktorý sa môže matematicky vyjadriť ako zmena USD/JPY v čase, z t-2 do t-1. Efekt intervencií môžeme potom vyjadriť v zmene výmenného kurzu USD/JPY v čase, z t-1 do t+1. Výsledky porovnanie týchto “pred” a “po” intervenčných efektov si môžeme pozrieť v tabuľke 11.

Tabuľka 11: Efektivita devízových intervencií

		Pred (ERT-2 - ERT-1)	Počet a objem intervencií	Po (ERT-1 - ERT+1)	Priemerná miera úspešnosti a *Pomer vynaložených prostriedkov na efektívne intervencie	
Nákup jenu	Depreciácia jenu		23 826,8 mld. ¥	Apreciácia	11 => 554,9 mld. ¥	47,83%
				Depreciácia	12 => 271,9 mld. ¥	67,11%*
	Apreciácia jenu		14 4 135,8 mld. ¥	Apreciácia	7 => 3 251,2 mld. ¥	50,00%
				Depreciácia	7 => 866,8 mld. ¥	78,61%*
Predaj jenu	Apreciácia jenu		217 52 360,7 mld. ¥	Apreciácia	146 => 25 018,2 mld. ¥	32,72%
				Depreciácia	71 => 27 342,5 mld. ¥	52,22%*
	Depreciácia jenu		99 24 698,1 mld. ¥	Apreciácia	50 => 7 892,4 mld. ¥	49,49%
				Depreciácia	49 => 16 805,7 mld. ¥	68,04%*

Zdroj: Vlastné spracovanie autora

Tabuľka znázorňuje intervencie vykonávané Bank of Japan v sledovanom období, teda od 2Q 1991 do 4Q 2011 a je založená na dátach len z obdobia pred a po vykonaní devízovej intervencie. Prvým typom intervencií, ktoré BoJ vykonávala sú intervencie, pri ktorých sa centrálna banka snažila zabrániť prebiehajúcemu trendu vo vývoji kurzu domácej meny. Príkladom takýchto intervencií sú tie, kedy sa pri apreciacii jenu, rozhodne BoJ vykonať devízovú intervenciu predajom jenu. Ak sa menovej autorite podarí trend zmeniť, považujeme tento typ devízových intervencií za efektívny. V sledovanom období vykonala Bank of Japan takýto typ intervencií celkovo 217 krát a tvorili najpočetnejšiu skupinu intervencií, s viac ako 60% podielom z celkového objemu vykonaných intervencií. Ak sa však pozrieme na výsledky nášho výskumu, zistíme, že mali len tretinovú priemernú mieru úspešnosti. Pri tomto type intervencií však musíme spomenúť, že mohla nastať situácia, kedy sa podarilo aspoň čiastočne zabrzdiť apreciaciu kurzu. To sa pomocou týchto intervencií podarilo v 49 prípadoch. Pomer vynaložených prostriedkov a efektívnych intervencií je len nadpolovičný, čo znamená, že Bank of Japan musela v tomto prípade intervenovať vo väčších objemoch ak chcela, aby boli intervencie efektívnejšie. 81 z týchto intervencií

Rovnakým typom intervencií je aj ten, keď sa BoJ pri depreciácii kurzu, rozhodla BoJ nákupom jenov zamedziť depreciačnému trendu. Tento typ intervencií sa vykonával len 23 krát a tvoril 1% z celkového objemu intervencií. Priemerná miera úspešnosti je vyššia ako v predchádzajúcom prípade, no stále sa nachádza pod úrovňou 50% a ani v jednom prípade sa nepodarilo zabrzdiť trend vývoja kurzu. Aj v tomto prípade sa potvrdilo, že na efektívnejšie a úspešnejšie vykonanie intervencie potrebujete zaintervenovať vo väčšom objeme.

Ďalšou používanou intervenčnou stratégiou bolo, ak v prípade depreciačie jenu, vykonalo Bank of Japan intervenciu ďalším predajom jenu, teda v smere depreciačného trendu. Keď sa zdá, že jen sa vyvíja v nesprávnom smere, menová autorita nechá na trhu, aby obnovil rovnovážnu úroveň. No tým, že Bank of Japan vykonala operáciu v smere trendu, trend urýchlila a tým došlo k rýchlejšiemu napraveniu kurzu. Takéto intervencie boli druhými najfrekvencovanejšími (vykonané 99x) a tvorili tretinu z celkového objemu všetkých vykonaných intervencií. Taktiež dosiahli takmer polovičnú úspešnosť, no Bank of Japan musela zase intervenovať s väčším objemom prostriedkov, ak chcela zvýšiť efektívnosť intervencií.

Obdobným typom intervencie je ten, ak v prípade apreciačie jenu, nakúpilo BoJ aktíva denominované v jenoch, čím urýchlili trhový proces a skôr tak navrátili kurz na požadovanú úroveň. Tento typ intervencie je posledným, ktorý Bank of Japan vykonávala a za nami sledované obdobie sa použil najmenší počet krát, aj keď celkový objem tohto typu intervencií bol na úrovni 5%. Efektívnosť týchto intervencií je najvyššia, má hodnotu rovných 50%. A pomer vynaložených prostriedkov a efektívnych intervencií je pri tomto type najvyšší čo naznačuje, že tieto intervencie sú pre Bank of Japan ekonomicky náročné, lebo k ich úspešnému prevedeniu musí byť použitý dostatočne veľký objem zdrojov.

Môžeme si všimnúť, že Bank of Japan uprednostňuje využívanie politiky predaja jenu a nákupu zahraničnej meny (hlavne USD), aj keď sme si dokázali, že tento typ devízových intervencií nebol v sledovanom období práve najefektívnejší. Na druhej strane sa táto politika javí byť ekonomicky menej náročná na zdroje. Inými slovami, na to aby boli devízové intervencie efektívnejšie, stačí použiť menej zdrojov. Ak by sme však chceli posúdiť skutočnú efektívnosť intervencií, museli by sme zobrať do úvahy všetky zmeny výmenného kurzu, ktoré sa dejú bez intervencií a sú ovplyvňované mnohými faktormi, ktoré sme si spomenuli v teoretickej časti práce.

Ak si spravíme prienik výsledkov analýzy typu a efektívnosti intervencií dostaneme výslednú tabuľku.

Tabuľka 12: Porovnanie účinnosti a typu vykonaných intervencií

			Nesterilizované	Sterilizované	Čiastočne steril.
Nákup jenu	Depreciácia jenu	Apreciácia	7	1	4
		Depreciácia	8	2	1
	Apreciácia jenu	Apreciácia	6	1	0
		Depreciácia	7	0	0
Predaj jenu	Apreciácia jenu	Apreciácia	30	81	35
		Depreciácia	16	42	11
	Depreciácia jenu	Apreciácia	14	28	8
		Depreciácia	13	26	10

Zdroj: Vlastné spracovanie autora

V tabuľke č.12 vidíme komparáciu výsledkov prevedených analýz efektívnosti a typu intervencií. Zvýraznené polia prezentujú intervencie, ktoré boli z pohľadu Bank of Japan, aspoň z krátkodobého hľadiska efektívne. Môžeme si všimnúť, že pokiaľ BoJ intervenuje nákupom jenu, vykonáva prevažne nesterilizované intervencie a kým vykonáva intervencie predajom jenu, sú tieto intervencie väčšinou sterilizované alebo aspoň čiastočne sterilizované. Ako sme si povedali, Bank of Japan využíva sterilizovaný typ intervencií ako štandardný intervenčný nástroj a nesterilizovaný typ, v prípadoch prudkého posilnenia kurzu, s cieľom zaskočiť trhy.

4.5 Diskusia

Problematicou devízových intervencií sa v súčasnom globálnom svete zaoberá mnoho štúdií. Agregovaním zistených výsledkov môžeme vyvodit' o devízových intervenciách vykonávaných Bank of Japan nasledujúce skutočnosti.

Počas sledovaného obdobia bola japonská ekonomika a vykonávaná monetárna politika ovplyvnená vývojom v 80. rokoch, konkrétne prasknutím cenovej bubliny na prelome 80. a 90. rokov. Po prasknutí nasledovalo utiahnutie monetárnej politiky, ktoré bolo vyvolané strachom z rozšírenia nákazy. Bank of Japan v období od začiatku 90. rokov do roku 1995 intervenovala na príkaz Ministry of Finance celkovo 165 dní, v objeme približne 7 700 miliárd jenov. Z tohto počtu bolo 139 dní vykonaná intervencia predajom jenov, v priemernej hodnote 47 miliárd jenov. Nákupy jenu boli v tomto období vykonané celkovo 26 krát, v priemernej výške 29,7 miliardy jenov. Z celkového počtu intervencií bolo až 18 vykonaných v koordinácii s americkým FED-om. Prvé kolo intervencií je charakteristické taktiež malým objemom a veľkým množstvom intervencií, ktoré boli v danom období prevažne nesterilizované.

Počas druhého kola intervencií, ktoré prebiehalo od roku 1995 do roku 2002, bolo vykonaných síce 3x menej intervencií ako v predchádzajúcom období, no ich celková hodnota bola vyššia. Vykonané intervencie mali celkový objem takmer 25 500 miliárd jenov, pričom intervencie predajom jenu mali priemernú hodnotu skoro 475 miliárd jenov a boli vykonané celkovo 45x. Intervencie kúpou jenu boli prevedené 6x, v priemernej výške 684,4 miliardy jenov. Toto obdobie môžeme spojiť s uvoľnením menovej politiky a zmenou názoru menových autorít na intervencie. Už sa viac nevykonávali pravidelné intervencie v malých objemoch, ale skôr veľkoobjemové a menej frekventované intervencie. Počas tohto obdobia je najdôležitejším prvkom vykonávanej monetárnej politiky zlé rozhodnutie japonských monetárnych autorít. Tie sa rozhodli znížiť úrokové sadzby, ako dôsledok jednak ázijskej krízy a jednak vlastného presvedčenia, čo malo následný vplyv na celú ekonomiku.

V treťom kole intervencií, v priebehu roka 2003 a začiatkom roka 2004, sa celkovo použilo viac než 35 000 miliárd jenov. Počas tejto intervenčnej periódy, prebiehali len intervencie vykonávané predajom jenu. Intervenovalo sa celkovo 129 dní v priemernej výške jednej intervencie 272 miliárd jenov. Počas tohto obdobia sa japonská ekonomika nachádzala v pasci likvidity, spôsobenej práve nulovými úrokmi a rozhodla sa zmeniť operatívne kritérium menovej politiky z krátkodobých úrokových sadzieb na ponuku

peňazí. Bol spustený program kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré bolo podporované práve vykonávanými intervenciami, hlavne tými nesterilizovanými. Odborníci odhadujú, že ak by Japonci nevykonali tieto intervencie, ich ekonomika by sa ocitla v oveľa horších problémoch.

Posledné obdobie, kedy japonské menové authority vykonávali intervencie prebiehalo od septembra 2010 do novembra 2011. Počas tohto obdobia bolo vykonaných len 8 intervencií, všetky predajom jenu, v celkovej výške 16 400 miliárd jenov. Intervencie počas tohto obdobia slúžili ako odpoveď japonských menových autorít na špekulatívne útoky, snažiace sa o prudkú apreciaciu jenu. Počas tohto obdobia, ktoré bolo poznačené globálnou krízou sa znovu spustil program kvantitatívneho uvoľňovania a za pomoci devízových intervencií sa po desaťročiach konečne podarilo zastaviť deflačné a apreciačné tlaky na japonskú ekonomiku.

Záver

Cieľom diplomovej práce bolo opísať úlohu a význam devízových intervencií prevádzaných, v kontexte ekonomického vývoja a vykonávanej monetárnej politiky. Po prehodnotení teoretických a empirických poznatkov som dospel k nasledujúcim záverom.

Empirické štúdie zaoberajúce sa problematikou devízových intervencií sa vo všeobecnosti zhodli, že sterilizované intervencie Bank of Japan, na vývoj kurzu majú aspoň krátkodobý efekt, no bolo dokázané, že nesterilizované intervencie bývajú v praxi účinnejšie. Taktiež bolo potvrdené, že intervencie sú pozitívne korelované s volatilitou kurzu. Najpodstatnejším zistením však bolo, že je možné intervenovať efektívne aj bez zmeny úrokových sadzieb, z čoho vyplýva, že Bank of Japan mohla oslabiť jen, aj bez použitia úrokových sadzieb.

Japonsko sa po silnom ekonomickom raste v druhej polovici 20. storočia dostalo začiatkom 90. rokov, po prasknutí veľkej cenovej bubliny, do obdobia, ktorému odborníci hovoria "stratená dekáda". Odliv investícií, následné zníženie konkurencieschopnosti v zahraničí, nízky sklon k spotrebe a monetárne reštrikcie, zapríčinili recesiú ekonomiky a spustili deflačnú špirálu, ktorú sa podarilo zastaviť len nedávno. To všetko malo vysoký vplyv na vývoj kurzu, a teda bolo potrebné vykonávať správne opatrenia menovej politiky.

Vplyv japonských intervenčných operácií sa v priebehu času menil, a závisel od stratégie monetárnej politiky vykonávanej japonským ministerstvom financií. Vykonávané intervencie môžeme rozdeliť do štyroch období. Prvou intervenčnou periódou bola tá v období od r. 1991 do r. 1995. Bank of Japan vtedy na pokyn Ministerstva financií vykonávala relatívne malé, ale časté intervencie, nákupom, ale aj predajom jenov. V druhom intervenčnom období, ktoré trvalo od 2. kvartálu 1995 do 4. kvartálu 2002, je podľa zistených výsledkov charakteristické vysokým objemom vykonávaných intervencií, no vykonávaných s oveľa menšou frekvenciou. Tretia intervenčná perióda prebiehala od začiatku roka 2003 do konca marca 2004, teda trvala len 15 mesiacov, počas ktorých boli vykonávané iba intervencie na nákup dolára, teda proti apreciacii meny. Intervencie boli vykonávané často a vo vysokých objemoch. Z výsledkov je zrejmé, že počas poslednej intervenčnej periódy, ktorú môžeme zaradiť do obdobia od 3. kvartálu 2010 do 4. kvartálu 2011, bolo vykonaných iba 8 intervencií, všetky proti apreciacii jenu, ktorý bol spôsobený hlavne špekulatívnymi útokmi, spôsobený obchodmi carry trade. V každom období predchádzalo intervenčným zásahom iné opatrenie menovej authority, teda najmä snaha

o zmenu úrokových sadzieb, v prípadoch, keď táto sadzba ešte nebola blízko nuly, alebo spustenie a následné navyšovanie Programu nákupu aktív.

Na základe výsledkov môžeme zhodnotiť, že intervencie v sledovanom období vykonávané japonskými menovými autoritami, boli vysoko ziskové. Kapitálový zisk z realizovaných obchodov prevyšoval 1 124 miliárd jenov a zisk z úrokov bol na úrovni 5,3 mld. jenov. Z analýzy môžem ďalej konštatovať, že menové authority vykonávali prevažne sterilizované intervencie, ktoré sú podľa teórie efektívnejšie. Nesterilizované intervencie boli využívané len výnimočne, hlavne v prípadoch ak chceli menové authority zaskočiť trhy. Bank of Japan intervenovala prevažne nákupom dolárov a predajom jenov, čo bolo spôsobené vzniknutou ekonomickou situáciou. Z analýzy efektívnosti intervencií v krátkom časovom období nám vyšlo, že intervencie bývajú len čiastočne efektívne, a na to aby boli efektívnejšie potrebujú japonské monetárne authority intervenovať s vyššími objemami prostriedkov.

Na záver by som povedal, že Bank of Japan vykonávanými intervenciami neriešila iba otázku podpory exportu, no taktiež vplyv apreciacie kurzu na negatívny inflačný vývoj. Vďaka intervenciám a politike kvantitatívneho uvoľňovania sa podarilo apreciačné a deflačné tlaky konečne odvrátiť.

Zoznam použitej literatúry

Knižné zdroje:

- [1.] BOTT, S. *The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late 19th Century to the Present*. Basingstoke: Palgrave Macmillan. 2013. 224 s., ISBN: 978-1-137-30670-8.
- [2.] CARBAUGH, R., *International Economics*. 14. vyd. Mason: Cengage Learning, 2012. 576 s., ISBN: 9781133947721.
- [3.] FOSBERG, A. *America and the Japanese Miracle: The Cold War Context of Japan's Postwar*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 2000. 332 s., ISBN: 9780807825280.
- [4.] HARTMANN, P. *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press, 196 s., ISBN 978-05-216-3273-7.
- [5.] HILBERT, L. *Currency Interventions, Fluctuations and Economic Issues*. New York: Nova Science Publisher, 2007. 155 s., ISBN 978-1-60456-078-7.
- [6.] ITO, T., MISHKIN, F. *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*. Chicago: University of Chicago Press, 2006. 214 s., ISBN: 9780226378978.
- [7.] JÍLEK, J. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. 560 s., ISBN: 978-80-247-4516-9.
- [8.] KENEN, P. *The International Economy*. 4. vyd. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. 610 s., ISBN: 9780521644358.
- [9.] KENNETH, A. a kol. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. Princeton: Princeton University Press, 2010. 1336 s., ISBN: 9781400830404.
- [10.] KOTLEBOVÁ J., SOBEK, O.; *Menová politika – stratégie, inštitúcie a nástroje*. Bratislava – Iura Edition, 2007. 317 s. , ISBN 978-80-8078-092-0.
- [11.] KRUGMAN, P. a kol. *International economics: Theory and policy*. 9. vyd. New Delhi: Pearson Education India, 2011. 736 s., ISBN: 9780132961646.
- [12.] KUBIŠTA, V. *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 384 s., ISBN 978-80-738-0191-5.
- [13.] LACINA, L., a kol.: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 538 s., ISBN 978-80-7179-560-5.
- [14.] MCKINNON, R., OHNO, K. *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan*. Cambridge: MIT Press, 1997. 266 s., ISBN: 978-0-262-13335-7.
- [15.] MISHKIN, F. *Monetary Policy Strategy*. Cambridge, MA – MIT Press, 2007. 549 s., ISBN 978-0-262-1342-8.
- [16.] NĚMEČEK, E. *Úvod do studia finanční politiky*. 1. vyd. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1987. 124 s., ISBN 17-319-87.
- [17.] NEUMANN, P., ŽAMBERSKÝ, P. a JIRÁNKOVÁ, M. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010, 160 s., ISBN 978-80-247-3276-3.
- [18.] OFFICER, L.H. *Pricing Theory, Financing of International Organisations and Monetary History*. New York: Routledge, 2007. 336 s., ISBN 978-0-415-77065-1.

- [19.] PAVELKA, T. *Makroekonomie: základní kurz*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2010. 273 s. ISBN 978-80-8673-055-4.
- [20.] PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovníctví*. Praha : Bankovní institut, 1996. s. 347, ISBN 80-902243-0-X.
- [21.] PTATSCHEKOVÁ, J., DITTRICHOVÁ, J. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. 144 s., ISBN 978-80-247-4681-4.
- [22.] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. 424 s., ISBN 978-80-7261-240-6.
- [23.] SAKABIRA, E. *The day Japan and the world shuddered: establishment of cyber-capitalism*. Tankobon, 2000. 332 s., ISBN: 4120029905.
- [24.] SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009. 242 s., ISBN 978-80-210-4976-5.
- [25.] VISSER, H.: *A guide to international monetary policy: Exchange rate theories, systems and policies*. 3. vyd. Edward Elgar Pub 259 s., ISBN: 978-1843765950.
- [26.] WILKIE, C. *Special Drawing Rights (SDRs): The First International Money*. Oxford: Oxford University Press, 2012. 297 s., ISBN 978-01-996-0646-7.

Elektronické zdroje:

- [1.] BERGSTEN, C. *Currency wars, the economy of the United States and reform of the international monetary system*. [online]. 2013 [cit. 12.12.2014] dostupný z internetu: <http://www.iie.com/publications/papers/bergsten201305.pdf>.
- [2.] BIRD, G., WILLET, T. *Currency Wars, Rhetoric and Reality*. *World Economics*. [online]. 2011, vol. 12, no. 4. [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: <http://www.world-economics-journal.com/ArticleDetails.details?AID=498>. ISSN 1468-1838.
- [3.] BOJ – *International Operation and Services*. [online]. Tokio. [cit. 12.04.2015]. Dostupný z internetu: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/data/foboj10.pdf>.
- [4.] CAVUSOGLU, N. 2010. *Exchange Rates and the Effectiveness of Actual and Oral Official Interventions: A Survey on Findings, Issues and Policy Implications*. [online]. vol 10, no.4. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/a/bpj/glecon/v10y2011i4n3.html>.
- [5.] CLINE, W., WILLIAMSON, J. *Estimates of fundamental equilibrium Exchange rates. Policy Briefs in International Economics* [online]. 2010, no. 10-15. 4 [cit. 2014-12-18]. Dostupný z internetu: <http://www.piie.com/publications/pb/pb10-15.pdf>.
- [6.] ČÍŽEK B. 2013. *Dopady měnové politiky na vybraná odvětví ekonomiky*: dizertačná práca . Praha: Česká Zemědělská Univerzita. s. 153. Dostupné z: <http://dl.webcore.czu.cz/file/ZXN4Y2FvQWtaSTQ9>
- [7.] FATUM, R., HUTCHINSON, M. *Foreign Exchange Intervention and Monetary Policy in Japan, 2003-04*. [online]. 2004. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/p/kud/epuwp/05-05.html>.
- [8.] FATUM R., PEDERSEN, J..2009. *Real-time Effects of Central Bank Intervention in the Euro Market, Journal of International Economics*. [online]. vol.78 no.1, p. 11–20. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v78y2009i1p11-20.html>.

- [9.] FAWLEY, B., NEELY, C. *Four stories of quantitative easing*. [online]. 2013, vol.95, no.1 [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>.
- [10.] GALATI, G., MELICK, W. *Perceived central bank intervention and market expectations: an empirical study of the yen/dollar exchange rate, 1993 - 96*. [online]. 1999. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <http://www.bis.org/publ/work77.htm>.
- [11.] HAMADA, K. OKADA, Y. 2009. *Monetary and international factors behind Japan's lost decade*. Japanese International Economies. [online]. Vol. 23, s.200-219. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <http://www.battleofideas.org.uk/documents/EEF/Hamada%20et%20al%20on%20Japan%20and%20the%20overvalued%20Yen%202009.pdf>
- [12.] HILLEBRAND, E., SCHNABL, T. *A Structural Break in the Effects of Japanese Foreign Exchange Intervention on Yen/Dollar Exchange Rate Volatility*. [online]. 2006. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=908622.
- [13.] HUMPAGE, O.F. *Government Intervention in the Foreign Exchange Market. Federal Reserve Bank of Cleveland* [online]. 2003, vol.15. [cit. 2015-04-10]. Dostupný z internetu: http://www.researchgate.net/publication/5029282_Government_intervention_in_the_foreign_exchange_market. SSRN:.1026265.
- [14.] IMF - Article IV, *Consultation Concluding Statement of the IMF Mission*. May 2006 — 2006, May 24, 2006.
- [15.] IMF - *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*. [online]. 2011 [cit. 12.12.2014] dostupný z internetu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>. ISBN: 978-1-61635-104-5.
- [16.] IMF - *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. 2013. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.21.10] Dostupné na internete: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>. ISBN 978-1-47555-261-4.
- [17.] IMF - *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*. [online]. 2015. [cit. 2015-03-03]. Dostupný z internetu: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.
- [18.] IMF – *Development of an international investment position and international reserve for the Euro area..* 1999. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/bopage/pdf/99-28.pdf>
- [19.] IMF - *Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR?* 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf>
- [20.] IMF – *Gold in the IMF*. 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.07.11] Dostupné na internete <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>
- [21.] IMF – *International reserves and foreign currency liquidity*. 2011. [online]. Washington, D.C. [cit. 2014.22.10] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide.pdf>
- [22.] STAIGER, R. a kol. *Currency Manipulation' and World Trade. Stanford Law and Economics Olin Working Paper* [online]. 2008, no. 363. [cit. 12.12.2014]. Dostupný z internetu:

http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1344833_code170891.pdf?abstractid=151942&mirid=1.

- [23.] SVENSSON, L. *The zero bound in an open-economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap*. *Monetary and Economic Studies* [online]. 2001, vol. 19. s.277-312. [cit. 2015-04-18]. Dostupný z internetu: <http://www.nber.org/papers/w7957>.
- [24.] TOULABOE, TERRY. *Exchange Rate Regime: Does it Matter for Inflation?* [online]. 2013, vol. 14, no. 1 [cit. 2015-04-10]. Dostupné na internete: http://www.na-businesspress.com/JABE/ToulaboeD_Web14_1pdf.

Príloha 1: Devízové rezervy a ostatné aktíva v cudzej mene

A. Devízové rezervy
(1) Devízové prostriedky (v konvertibilných menách)
(a) Cenné papiere
z toho: cenné papiere emitenta s ústredím v SR ale so sídlom v zahraničí
- majetkové cenné papiere
- obligácie a zmenky
- nástroje peňažného trhu
(b) Hotovosť a vklady:
(i) ostatné národné centrálné banky, BIS, MMF
(ii) banky s ústredím v SR
z toho: so sídlom v zahraničí
(iii) banky s ústredím v zahraničí
z toho: so sídlom v SR
(2) Rezervná pozícia v MMF
(3) Držba SDR
(4) Zlato (vrátane zlatých depozít, zlatých swapov)
- objem v miliónoch trójskych uncí
(5) Ostatné devízové aktíva
- finančné deriváty
- úvery poskytnuté nebankovým subjektom (cudzozemcom)
- ostatné
B. Ostatné aktíva v cudzej mene
- cenné papiere nezahnuté v devízových rezervách
- vklady nezahnuté v devízových rezervách
- úvery nezahnuté v devízových rezervách
- finančné deriváty nezahnuté v devízových rezervách
- zlato nezahnuté v devízových rezervách
- ostatné

Zdroj: www.nbs.sk

Príloha 2: Prehľad zisku z úrokov z devízových intervencií

	3M US T-Bills	3M Japan F - Bills	Objem USD	Objem JPY	Zisky z úrokov	Akumulované zisky z úrokov
Q2/1991	0,06	0,06	-0,40	56,3	0,00	
Q3/1991	0,05	0,06	-0,50	70,2	0,05	0,05
Q4/1991	0,05	0,05	-0,50	70,2	0,21	0,26
Q1/1992	0,04	0,05	-1,54	204,8	0,58	0,84
Q2/1992	0,04	0,04	-5,52	723,4	1,35	2,19
Q3/1992	0,03	0,04	-6,02	787,2	1,29	3,48
Q4/1992	0,03	0,03	-6,02	787,2	0,42	3,91
Q1/1993	0,03	0,03	-6,02	787,2	0,73	4,63
Q2/1993	0,03	0,02	9,67	-924,1	2,34	6,97
Q3/1993	0,03	0,02	17,84	-1766	7,09	14,06
Q4/1993	0,03	0,02	17,84	-1766	7,70	21,76
Q1/1994	0,03	0,02	23,22	-2326	10,93	32,68
Q2/1994	0,04	0,02	30,26	-3042	18,98	51,66
Q3/1994	0,04	0,02	33,65	-3376	23,80	75,46
Q4/1994	0,05	0,02	37,30	-3732	33,73	109,19
Q1/1995	0,06	0,02	57,14	-5527	56,47	165,66
Q2/1995	0,06	0,02	74,04	-7008	59,53	225,19
Q3/1995	0,05	0,01	90,96	-8691	95,28	320,47
Q4/1995	0,05	0,00	90,96	-8691	112,67	433,14
Q1/1996	0,05	0,00	104,27	-10087	125,81	558,95
Q2/1996	0,05	0,00	104,27	-10087	130,57	689,52
Q3/1996	0,05	0,00	104,27	-10087	134,70	824,21
Q4/1996	0,05	0,00	104,27	-10087	136,28	960,49
Q1/1997	0,05	0,00	104,27	-10087	149,54	1110,03
Q2/1997	0,05	0,00	104,27	-10087	147,36	1257,39
Q3/1997	0,05	0,00	104,27	-10087	145,02	1402,42
Q4/1997	0,05	0,00	95,45	-8958	143,09	1545,51
Q1/1998	0,05	0,00	95,45	-8958	145,61	1691,12
Q2/1998	0,05	0,00	73,74	-6107	118,55	1809,67
Q3/1998	0,05	0,00	73,74	-6107	118,25	1927,91
Q4/1998	0,04	0,00	73,74	-6107	90,61	2018,52
Q1/1999	0,04	0,00	79,65	-6763	98,93	2117,46
Q2/1999	0,04	0,00	116,28	-11170	147,99	2265,44
Q3/1999	0,05	0,00	125,71	-12190	153,34	2418,78
Q4/1999	0,05	0,00	140,90	-13748	181,50	2600,28
Q1/2000	0,06	0,00	157,34	-15464	229,75	2830,03
Q2/2000	0,06	0,00	170,67	-16849	257,99	3088,02
Q3/2000	0,06	0,00	172,01	-16993	267,94	3355,97
Q4/2000	0,06	0,00	172,01	-16993	266,50	3622,47
Q1/2001	0,05	0,00	172,01	-16993	235,06	3857,53
Q2/2001	0,04	0,00	172,01	-16993	192,09	4049,61

Q3/2001	0,03	0,00	199,36	-20204	191,20	4240,82
Q4/2001	0,02	0,00	199,36	-20204	116,25	4357,06
Q1/2002	0,02	0,00	199,36	-20204	113,59	4470,66
Q2/2002	0,02	0,00	228,87	-23834	124,25	4594,91
Q3/2002	0,02	0,00	228,87	-23834	111,90	4706,81
Q4/2002	0,01	0,00	228,87	-23834	92,88	4799,69
Q1/2003	0,01	0,00	249,13	-26221	85,20	4884,89
Q2/2003	0,01	0,00	288,60	-30832	88,28	4973,17
Q3/2003	0,01	0,00	351,76	-38173	93,99	5067,17
Q4/2003	0,01	0,00	405,04	-43955	100,27	5167,44
Q1/2004	0,01	0,00	531,33	-57538	129,48	5296,92

Zdroj: Vlastné spracovanie autora

Príloha 3: Nesterilizované a sterilizované intervencie

1. Nákup JPY

Nesterilizované intervencie	mld. JPY	zmena MB
1991-05-31	13,9	-416,2
1992-04-30	203,6	-51,7
1992-05-31	167,3	-182,4
1992-06-30	147,7	-120,1
1992-07-31	47,8	-197,5
1992-08-31	16	-58
1997-11-30	69,3	-1159,5
1997-12-31	1059,1	-183,2
1998-04-30	2815,8	-304

Sterilizované intervencie	mld. JPY	zmena MB	rozdiel
1991-06-30	42,4	165,5	-123,1
1991-08-31	13,9	4,9	9
1992-01-31	6,3	92,5	-86,2
1992-02-29	89,6	46,6	43
1992-03-31	38,7	26,4	12,3
1998-06-30	231,2	295,8	-64,6

2. Predaj JPY

Nesterilizované intervencie	mld. JPY	zmena MB
1993-05-31	-497,1	81,5
1994-05-31	-82,4	168,7
1994-09-30	-78,9	299,1
1994-10-31	-191,3	248,9
2000-01-31	-575,3	6900,3
2000-04-30	-1385,4	1588,8
2002-05-31	-2117,4	116
2002-06-30	-1512,7	160,8
2003-10-31	-1668,7	205,2
2003-11-30	-1493,6	267,1
2004-02-29	-2957,3	1741
2004-03-31	-3805,1	204,2
2011-11-30	-1019,5	4245,7

Sterilizované intervencie	mld. JPY	zmena MB	rozdiel
1993-04-30	-675,6	-391,1	284,5
1993-06-30	-538,6	-185,2	353,4
1993-07-31	-36,6	-60,8	-24,2
1993-08-31	-783,5	-28,4	755,1
1993-09-30	-21,8	-362,9	-341,1
1994-02-28	-244,5	-210,7	33,8
1994-03-31	-315,8	-131,4	184,4
1994-04-30	-263,7	-286,7	-23
1994-06-30	-369,7	-491,8	-122,1

1994-07-31	-105,6	-204,2	-98,6
1994-08-31	-149,4	-536,5	-387,1
1994-11-30	-164,5	-446,7	-282,2
1995-02-28	-118,3	-273,3	-155
1995-03-31	-1677,1	-272,6	1404,5
1995-04-30	-498,6	-137	361,6
1995-05-31	-63,5	-75,8	-12,3
1995-06-30	-43	-436,9	-393,9
1995-07-31	-57,9	-311,6	-253,7
1995-08-31	-817,4	-540,4	277
1995-09-30	-1683,1	-351,1	1332
1996-02-29	-1395,8	-148,8	1247
1999-01-31	-656,3	-780,1	-123,8
1999-06-30	-3039,2	-490,6	2548,6
1999-07-31	-1368,1	-411,1	957
1999-09-30	-1019,5	-113,8	905,7
1999-11-30	-1187,5	-4379,3	-3191,8
1999-12-31	-370,4	-4677,1	-4306,7
2000-03-31	-1140,9	-727,3	413,6
2001-09-30	-3354,2	-1356,4	1997,8
2003-01-31	-678,1	-712,4	-34,3
2003-02-28	-1142,4	-1724,9	-582,5
2003-03-31	-966	-4314	-3348
2003-05-31	-3982,6	-2798	1184,6
2003-06-30	-628,9	-194,6	434,3
2003-07-31	-1816,5	-659,3	1157,2
2003-08-31	-412,4	-466,6	-54,2
2003-09-30	-5111,6	-325,2	4786,4
2003-12-31	-2619,6	-1116,1	1503,5
2004-01-31	-6821,5	-2950,7	3870,8
2010-09-30	-2124,9	-666,1	1458,8
2011-03-31	-692,5	-5199	-4506,5
2011-08-31	-4512,9	-194	4318,9
2011-10-31	-8072,2	-4761,2	3311