

JE PLOVOUCÍ KURZ MĚNY VÝHODOU V OBDOBÍ FINANČNÍ A EKONOMICKÉ KRIZE?¹

Lubor Lacina, Petr Toman

Úvod

Od druhé poloviny roku 2008 se světová ekonomika potýká s dopady finanční a ekonomické krize. V jejím důsledku se kurz české koruny i kurzy měn ostatních zemí střední a východní Evropy (Maďarsko, Polsko) potýkají s vysokou volatilitou (viz graf 2). Zavedení eura na Slovensku od 1. ledna 2009 nabízí neopakovatelnou možnost srovnání výhod a nevýhod plovoucí měny oproti výhodám a nevýhodám členství v měnové unii. S ohledem na prozatím velmi krátké období od zavedení eura na Slovensku budou posuzovány především krátkodobé výhody a nevýhody plovoucí kurzu versus členství v měnové unii.²

Cílem tohoto příspěvku je identifikovat možné nevýhody spojené s existencí národních měn v systému plovoucího devizového kurzu v období probíhající finanční a ekonomické krize, a to u zemí oddalujících vstup své země do eurozóny.

Velkou výhodou plovoucího kurzu je nezávislá měnová politika, jež umožní centrální bance povzbudit poptávku, a tím „vyhlazovat“ hospodářský cyklus, tzn. snižovat dopad hospodářských šoků na domácí produkt a zaměstnanost. Z teorie devizových kurzů je zřejmé, že v době ekonomické krize by výhodou měla být schopnost znehodnocení měny, které může přispět k posílení konkurenceschopnosti země. Znehodnocení je ovšem ve středním a dlouhém období vždy spojeno s rizikem růstu inflace. Otázkou také zůstává plnění Marschall – Lernerovy podmínky v podmínkách celosvětové recese, kdy ani znehodnocení měny nemusí z důvodu klesající spotřeby v zemích hlavních obchodních partnerů vést k výraznému nárůstu exportu. Dalším z významných rizik spojených s depreciačním kurzem v systému volně plovoucího kurzu je riziko přestřelení jeho rovnovážné úrovně. K tomu může dojít v důsledku paniky na devizových trzích nebo špatným vyhodnocením informací o vývoji na cílových trzích. Problémem může být i asymetrie informací, kdy mezi problémové země jsou zahrnuty všechny země regionu bez ohledu na jejich skutečnou ekonomickou situaci.³

¹ Tento článek vznikl za podpory výzkumného záměru PEF MZLU v Brně MSM 6215648904 a je jedním z prvních výstupů grantu Jean Monnet Chair č. 2009-2736/001-001 „Dynamics of European Economic and Monetary Integration“.

² Z důvodu uvedených dále bude do analýzy zahrnuto již období od stanovení konverzního poměru slovenské koruny vůči euru od května 2008. Od jeho stanovení podléhal kurz slovenské koruny vůči euru pouze minimálním výkyvům a slovenská ekonomika tak byla ochráněna před volatilitou kurzů, které zasáhla ostatní měny východoevropského regionu v druhé polovině roku 2008. Slovenská republika tak byla ochráněna před volatilitou kurzu ještě před vlastním nahrazením slovenské koruny společnou měnou euro.

³ Viz například tlak na měny zemí střední a východní Evropy na podzim 2008 a v první polovině roku 2009. Česká republika byla „hozena“ investory do stejného pytle společně s problémovým Maďarskem a pobaltskými republikami, ačkoliv její makro- i mikroekonomické ukazatele vykazovaly výrazně lepší hodnoty. Znehodnocení měny se zastavilo až po výrazné slovní

Nevýhodou depreciace měny může být i skutečnost, že nemotivuje k implementaci důležitých strukturálních reforem a vyvolává očekávání dalšího znehodnocení. V případě Slovenska členství v měnové unii neumožňuje získání konkurenční výhody prostřednictvím znehodnocení měny, ale zároveň také chrání ekonomiku před přehnanou reakcí finančních trhů spojenou s výše popsanými negativními důsledky vysoké volatility devizového kurzu. Lalinský (2009) argumentuje také ve prospěch zavedení eura, když uvádí že ze znehodnocení slovenské koruny by profitovala jen některá odvětví a mělo by jen krátkodobý efekt. Dále uvádí že: „*Vyšší rating krajiny a stabilita meny výrazne zlepšili podmienky pre dlhodobé rozhodovanie firiem. Relatívne posilnenie výmenného kurzu voči ostatným krajinám V4 však dočasne zhoršilo cenovú konkurencioschopnosť slovenských podnikov. V porovnaní s podnikmi v Maďarsku, Poľsku a Českej republike vzrástli ceny domácich tovarov a služieb. Zároveň stúpili aj relatívne mzdové náklady. Podľa odhadov Jurašekovej Kucserovej a kol. (2009) sa priemerné mzdové náklady v krajinách V4 začiatkom roka 2009 znížili pod úroveň mzdových nákladov v SR. Hodinové náklady práce vyjadrené v eurách boli na Slovensku vyššie ako v Maďarsku a Poľsku. Hodnota absolútnych nákladov práce nie je však pre investorov rozhodujúca. Dôležité je, aký výnos môže investor z investovaných nákladov získať. Slovensko má stále najvyššiu úroveň produktivity práce v regióne. Pomer miezd a produktivity práce v SR zostáva preto, aj po zohľadnení rastu nákladov práce, stále výhodný.*“

Slovenská ekonomika je díky přijetí eura posuzována ne jako součást středoevropského regionu, ale jako součást eurozóny. V další části příspěvku budeme podrobně analyzovat výhody s tím spojené.

Příspěvek je dále členěn následovně: první část charakterizuje vývoj situace ve vybraných zemích středoevropského regionu s důrazem na slovenskou ekonomiku. V další části příspěvku je formou případových studií identifikován negativní dopad volatility národní měny na exportující/importující podniky, resp. půjčky obyvatel držené v cizích měnách. Poslední část příspěvku formuluje doporučení jak pro podniky vstupující do zahraničně obchodních vztahů, tak pro tvůrce hospodářské politiky v zemích používajících národní měny a připravujících se na členství v eurozóně.

1. Výchozí stav a dopad finanční a ekonomické krize na země středoevropského regionu

Česká republika měla ze všech kandidátských zemí na vstup do eurozóny na začátku finanční a ekonomické krize nejnižší expozici úvěrů v zahraničních měnách¹ (viz graf 1) a současně má poměrně zdravý bankovní sektor.² Oproti Maďarsku s téměř 60 % a

intervenci ČNB (více viz například ČNB (2009a): Vyjádření ČNB k zavádějším informacím uveřejněným v člancích Financial Times a The Economist).

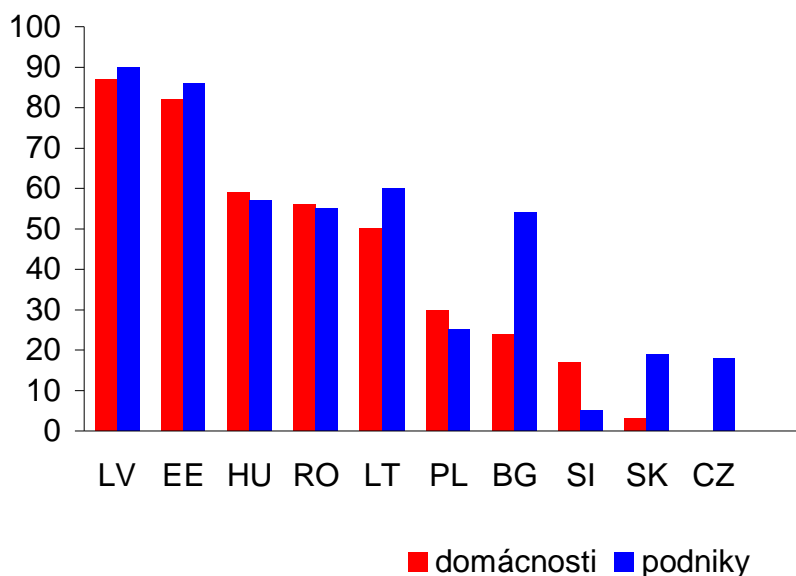
¹Expozicí země se myslí objem všech půjček v jiné než domácí měně, obvykle vyjádřený jako relativní podíl na HDP dané ekonomiky.

²Société Générale (2. čtvrtletí 2009) - vlastní KB, čistý zisk 309 milionů eur (pokles o 52 procent) - Komerční banka (1. pololetí 2009) čistý zisk 5,762 miliardy korun (pokles o 10,1 procent); Erste Bank (1. pololetí 2009) - vlastní ČS, 492,1 milionu eur (pokles o 22,7 procent) - Česká spořitelna (1. pololetí 2009) čistý zisk 6,3 miliardy korun (pokles o 4,4 procent) (Lidové noviny, 6. srpna 2009).



Polsku s 30 % expozicí úvěrů v zahraničních měnách vykazuje Česká republika nulovou expozicí u úvěrů domácnostem a velmi nízkou z pohledu podniků.

Graf č. 1: Úvěry denominované v zahraničních měnách (v % všech úvěrů daného segmentu, rok 2008)



Poznámka: LV – Litva, EE – Estonsko, HU – Maďarsko, RO – Rumunsko, LT – Lotyšsko, PL – Polsko, BG – Bulharsko, SI – Slovinsko, SK – Slovensko, CZ – Česká republika.

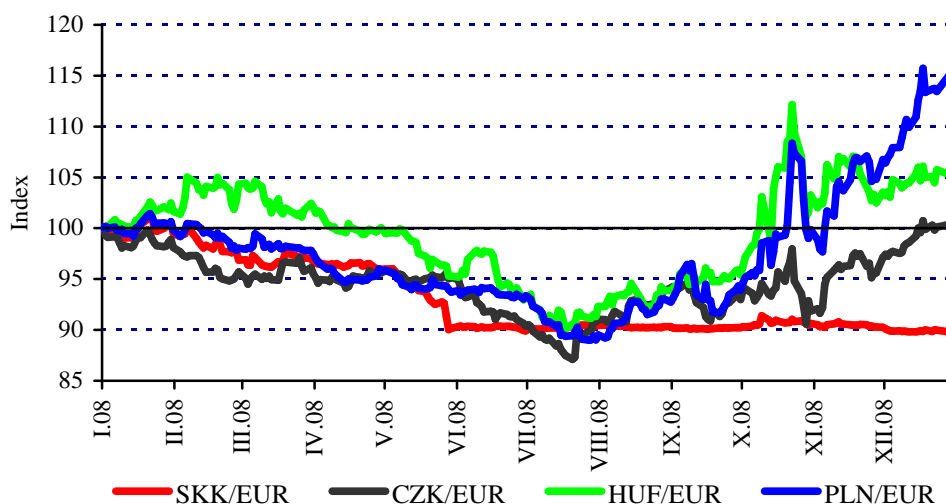
Zdroj: ČNB (2009)

Zásadním problémem české ekonomiky tak na začátku finanční a ekonomické krize bylo především příliš rychlé zhodnocování české měny vůči euru i dolaru a následné znehodnocení v poslední třetině roku 2008. Obdobným vývojem jako česká koruna si v průběhu roku 2008 prošel i maďarský forint a polský zlotý (viz graf 2).

Maďarsko postihla finanční krize zatím nejvíc ze států středoevropského regionu. Důvodem je dlouhodobý vysoký deficit veřejného rozpočtu a vysoké zahraniční zadlužení státu. Kvůli vysokým úrokům v domácí měně si mnoho domácností bralo hypotéční a spotřebitelské úvěry v cizí měně. Po náhlém znehodnocení forintu došlo ke zvýšení splátek

Polsko mělo výhodu v tom, že růst HDP byl v posledních letech více ovlivněn domácí spotřebou než exportem, což znamenalo mírnější dopad na celkovou situaci. Dalším důležitým faktorem, který odlišuje polskou ekonomiku od těch sousedních je, že není až tak závislá na jednotlivých odvětvích ekonomiky, týká se to hlavně automobilového průmyslu, který momentálně patří mezi nejvíce ohrožené.

Graf č. 2: Vývoj kurzu měn vybraných zemí středoevropského regionu vůči euru během roku 2008 (01/2008 = 100)



Zdroj: Lálinský (2009)

Podívejme se nyní podrobněji na to, jaká jsou první hodnocení pozitiv a negativ členství Slovenska v měnové unii z pohledu dopadů finanční a ekonomické krize. Např. Lálinský ze Slovenské národní banky ve svém příspěvku o prvních zkušenostech SR se společnou měnou euro uvádí následující: „Popri úspore priamych nákladov spojených s kurzovou volatilitou prispieva neodvolateľné zafixovanie kurzu k celkovej makroekonomickej stabilite. Členstvo v menovej únii dokáže krajinu ochrániť pred niektorými veľkými šokmi a krízami, ktoré sú síce veľmi zriedkavé, ale keď sa vyskytnú, majú významný dopad na veľkú časť hospodárstva. V období nestability sa investori orientujú na menej rizikové investície. Najviac ovplyvnené bývajú malé a rozvíjajúce sa ekonomiky. Zhodou okolností sa práve v období pred vstupom Slovenska do eurozóny zhoršil vývoj svetového hospodárstva. Ten sa v priebehu roka 2008 prejavil v globálnom náraste volatility výmenných kurzov. Prehľbujúcej sa nerovnováhe na devízových trhoch sa v druhej polovici roka 2008 nevyhli ani krajiny V4.¹ Vývoj nominálnych výmenných kurzov krajín V4 potvrdzuje, že viacročný trend posilňovania sa zastavil a meny okolitých krajín voči euru výrazne oslabili. Slovenská koruna však v súvislosti so stanoveným konverzným kurzom nebola negatívne zasiahnutá. Na rozdiel od mien okolitých krajín sa až do konca roka 2008 pohybovala vo veľmi úzkom pásme blízko hodnoty konverzného kurzu. Výhoda odstránenia kurzového rizika pri eurových devízových operáciách sa tak citeľne prejavila ešte pred samotným zavedením eura na Slovensku.“

Členství Slovenska v eurozóně se pozitivně projevilo i na vyšší stabilitě úrokových sazeb především u vládních dluhopisů oproti ostatním zemím regionu. Potřeba financování rozsáhlých fiskálních stimulů v reakci na důsledky ekonomické krize vedla

¹ Visegrádskou skupinu čtyřech středoevropských krajín tvoří Česká republika, Maďarsko, Polsko a Slovenská republika.

k růstu nabídky vládních dluhopisů v celé světové ekonomice. Země s vysokou mírou zadlužení byly finančními trhy vyhodnoceny jako rizikové a tak postupně docházelo mezi členskými zeměmi EU k růstu úrokových spreadů¹ u vládních dluhopisů a postupně se zhoršila i dostupnost finančních prostředků na refinancování. Například Maďarsko a Lotyšsko musely zažádat o půjčku u Mezinárodního měnového fondu.²

Tento vývoj se dotkl i slovenských dluhových cenných papírů. Spread výnosu u slovenských vládních dluhopisů oproti obdobným německým, které jsou považovány za bezrizikové, od začátku roku 2008 stoupal. Nárůst rizikové prémie zaznamenaly všechny země regionu. V porovnání s dlouhodobými úrokovými sazbami vládních dluhopisů v ostatních zemích středoevropského regionu se však vývoj na Slovensku vyznačoval menší volatilitou a nižším nárůstem spreadů.³

Tabulka 1 uvádí, že členství Slovenska v eurozóně se pozitivně odrazilo i v ratingovém hodnocení slovenské ekonomiky. Tabulka uvádí hodnocení z června 2009. Vyšší rating zvyšuje atraktivnost země pro zahraniční investory a vytváří podmínky jak pro získání lepších úrokových sazeb pro refundování vládního dluhu, tak i pro příliv zahraničního kapitálu.

Tabulka č. 1: Rating zemí středoevropského regionu (červen 2009)

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Rating	R&I	JCR
Slovensko	A+ stabilní výhled	A1 pozitivní výhled	A+ stabilní výhled	A stabilní výhled	A+ stabilní výhled
Česká republika	A stabilní výhled	A1 stabilní výhled	A+ stabilní výhled	A stabilní výhled	A stabilní výhled
Polsko	A- stabilní výhled	A2 stabilní výhled	A- stabilní výhled	A- stabilní výhled	A- stabilní výhled
Maďarsko	BBB- negativní výhled	Baa1 negativní výhled	BBB negativní výhled	BBB+ negativní výhl.	BBB+ stabilní výhled

Zdroj: Standard & Poor's, Moody's Investors Services, Fitch Rating, Rating and Investment Information, Japan Credit Rating Agency

Zavedení eura zabezpečilo také uchování hodnoty úspor obyvatel původně denominovaných v slovenských korunách. V případě nezavedení eura by se kurz slovenské koruny proti euru v roce 2008 a 2009 s velkou pravděpodobností

¹ Spread je definován jako rozdíl mezi úrokovými sazbami cenných papírů (vládních dluhopisů) v jednotlivých členských zemích EU.

² Na konci roku 2008 poskytl Mezinárodní měnový fond společně s Evropskou unií a Světovou bankou Maďarsku finanční pomoc v celkové výši 20 miliard EUR především za účelem schopnosti Maďarska dostát svým zahraničním závazkům. Pomoc ve výši 7,5 miliardy EUR získalo i Lotyšsko (IMF, 2008).

³ Např. Lalinský (2009) uvádí, že „Spread výnosov slovenských vládných dlhopisov oproti nemeckým dlhopisom sa zvýšil z 0,42 p. b. v apríli 2008 na 1,8 p. b. v apríli 2009. Priemerný spread českých dlhopisov sa v apríli 2009 zvýšil na úroveň 2,12 p. b.“

znehodnocoval, což by negativně ovlivnilo hodnotu úspor přepočítaných na eura. Stejný pozitivní dopad mělo zavedení eura na všechny půjčky držené slovenskými občany a podniky ve společné měně euro. Zavedením eura byla hodnota těchto půjček fixována, což se s ohledem na níže uvedený vývoj v Maďarsku jeví jako velká výhoda.

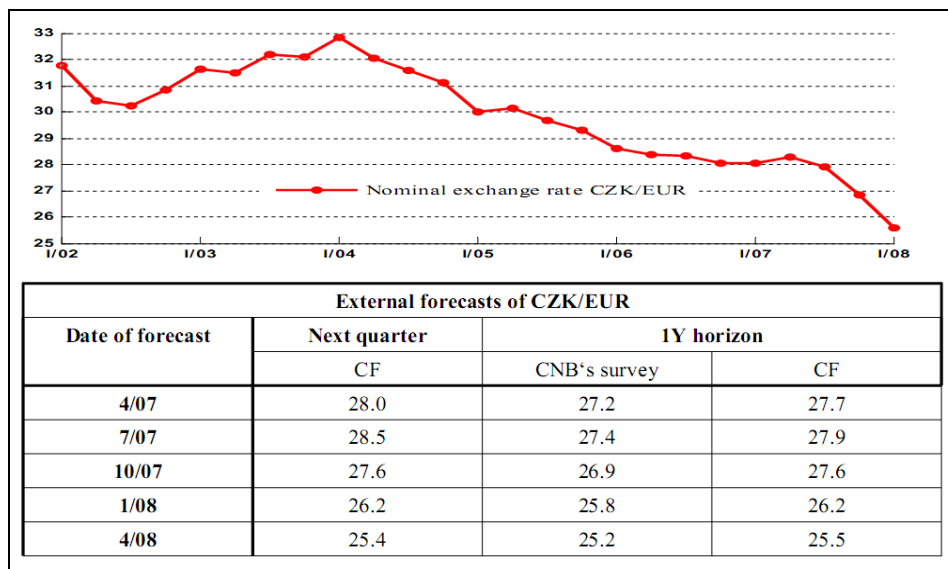
2. Vybrané problémy s volatilitou devizového kurzu po vypuknutí finanční a ekonomické krize

V následující části příspěvku se pokusíme pomocí dvou případových studií identifikovat možné nevýhody spojené s existencí národních měn v systému plovoucího devizového kurzu v období probíhající finanční a ekonomické krize. Pro účely srovnání byly vybrány dvě země regionu – Česká republika a Maďarsko. Dále bude posouzen negativní dopad volatility kurzu na dva rozdílné subjekty – exportně orientované firmy v ČR a držitele hypotečních úvěrů v zahraničních měnách v Maďarsku.

Případová studie 1: Je oslabování měny pro exportéra vždy výhodné?

Aktuální oslabování koruny nemusí nutně znamenat nárůst tržeb exportérů. Jak uvádí Frolík (2009), člen představenstva Svazu průmyslu: *Exportní podniky si většinou zajišťují na první rok až 75 % předpokládaných příjmů a na druhý rok průměrně 40 % příjmů, takže současná slabší koruna jim výrazněji pomůže až za dva roky. Zajištěné kurzy mají naopak negativní vliv... je vysoce pravděpodobné, že kvůli současnému prudkému poklesu průmyslové výroby je mnoho podniků "přezajištěných". Výsledkem je vysávání volných peněz z firem, které musí dokupovat dražší eura - protože se podnik choval zodpovědně a investoval do zajištění.*

Graf č. 3: Odhad vývoje kurzu CZK/EUR z dubna 2008



Zdroj: ČNB, Inflation Report II/2008

Výše uvedené si můžeme demonstrovat na následujícím příkladu: 1. dubna 2008 se exportér rozhodoval o zajištění své očekávané tržby za rok v předpokládané hodnotě

jeden milion eur. Aktuální kurz byl 25,2 CZK/EUR. Při rozhodování o zajištění bral v potaz poslední aktuální zveřejněné očekávání dubnové odhady, kdy předpovědi pro následující čtvrtletí byly 25,4 CZK/EUR a vlastní odhad kurzu dle ČNB pro následující další rok byl 25,2 CZK/EUR.

Rizikově aversní exportér se tedy rozhodl zajistit se pomocí ročního forwardového kontraktu při kurzu 25 CZK/EUR. Zavázal se tedy bance, že jí 1.4.2009 prodá milion eur za kurz 25 Kč a inkasovat 25 milionů korun. Jeho náklady se zakázkou jsou 23 milionů korun, takže pomocí zajištění si fixuje zisk dva miliony korun.

Kvůli krizi se však nakonec exportérovi podařil prodej jen za 600 tisíc eur a předpokládáme, že na zakázku vynaložil také jen 60 % nákladů, tedy 13,8 milionů korun.

Kurz v den vypořádání (1. dubna 2009) je ovšem 27,15 koruny za euro, koruna oproti predikci oslabila. Podnik musí dokoupit 400 tisíc eur za nevýhodný spotový kurz 27,15 CZK/EUR, aby byl schopen dostát plnění forwardového kontraktu a prodat je bance za 25 CZK /EUR. Dodatečné náklady tedy jsou 860 tis. Kč ($2,15 \cdot 400$ tis. EUR), takže výsledný zisk je nyní 340 tisíc místo očekávaných dvou milionů korun.

Box č. 1: Kalkulace zisku exportéra

inkaso pohledávky: $600000 \text{ EUR} \cdot 25 \text{ CZK/EUR} = +15 \text{ mil Kč}$

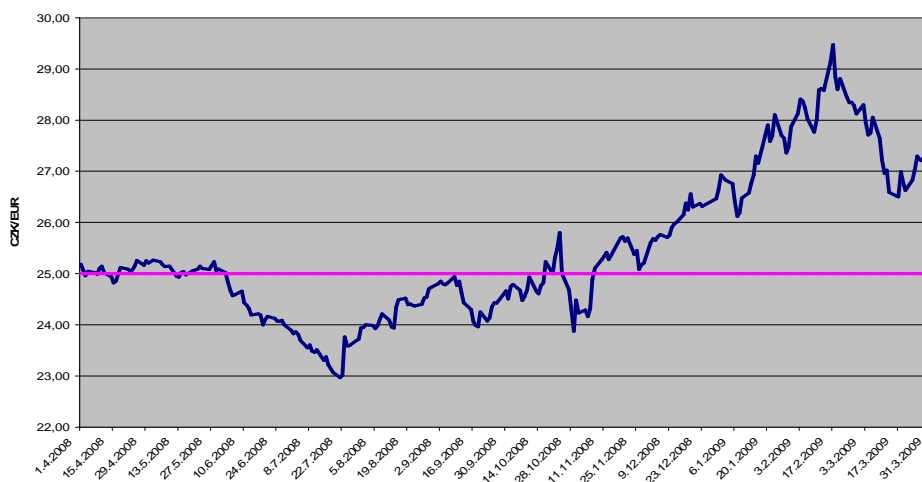
náklady zakázky: - 13,8 mil. Kč

ztráta z forwardu: $2,15 \cdot 0,4 \text{ mil eur} = - 0,86 \text{ mil Kč}$

celkový zisk: $15 \text{ mil.} - 13,8 \text{ mil.} - 0,86 \text{ mil.} = 0,34 \text{ mil Kč}$

V případě oslabení kurzu nad 28 korun za euro by se vlivem nevýhodného zajištění dokonce zakázka stala ztrátovou.

Graf č. 4: Skutečný vývoj kurzu CZK/EUR od dubna 2008 do dubna 2009

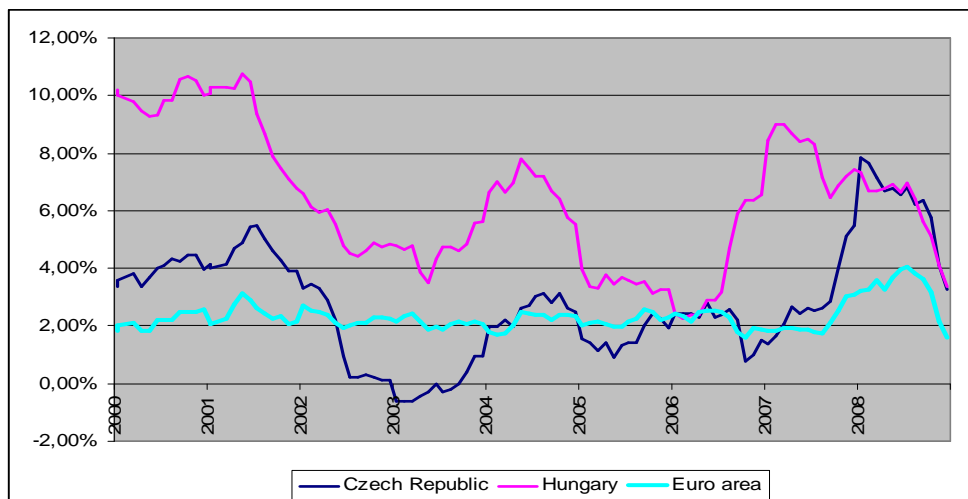


Zdroj: www.cnb.cz

Případová studie 2: Proč může být výhodné získání půjčky v jiné než národní měně? A jaké to může mít důsledky?

Na otázku uvedenou v názvu případové studie si můžeme odpovědět s využitím příkladu obyvatele Maďarska rozhodujícího se o financování nákupu nemovitosti formou hypotečního úvěru. Maďarsku se v průběhu celé doby transformačního procesu nepodařilo snížit míry inflace na hodnoty blízké se průměrné inflaci eurozóny (viz graf č. 5).

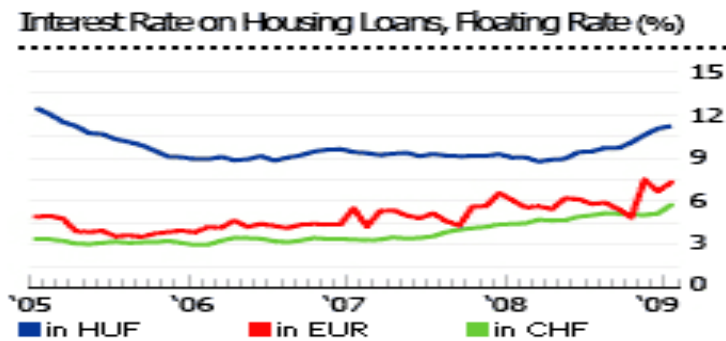
Graf č. 5: Meziroční procentuální změna inflace v ČR, Maďarsku a v Eurozóně (2000–2008)



Zdroj: databáze OECD

Z toho důvodu zůstávaly nominální úrokové sazby na úvěry, poskytované v maďarských forintech, vždy vyšší než srovnatelné sazby v eurech nebo švýcarských francích.

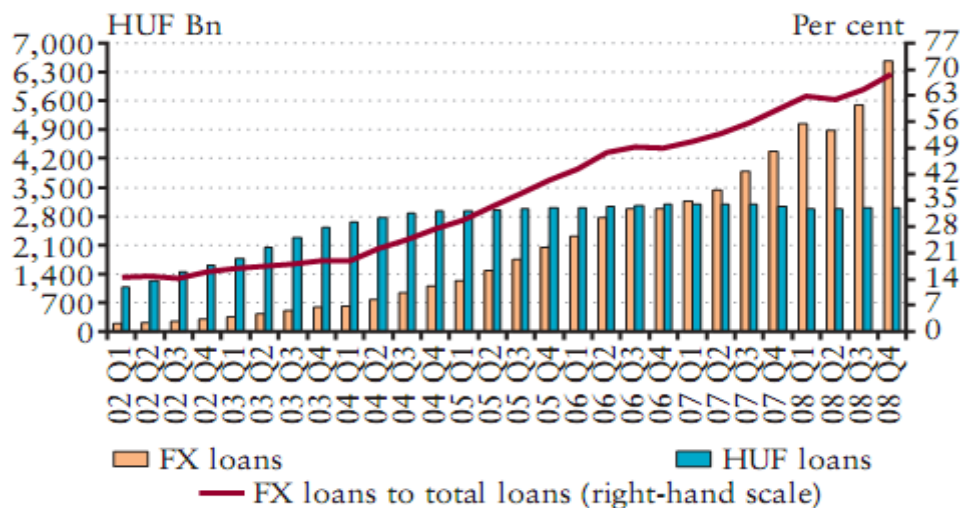
Graf č. 6: Srovnání úroků na hypoteční úvěry v maďarských forintech, eurech a švýcarských francích



Zdroj: Magyar Nemzeti Bank

Například v roce 2006 činila úroková sazba na hypotéční úvěr denominovaný ve švýcarských francích 3,29 %, 9,13 % v maďarských forintech a 4,3 % v eurech (viz graf č. 6) Z tohoto pohledu mohlo být výhodné pro maďarského občana vzít si hypotéční úvěr ve švýcarských francích nebo eurech a získat tak výhodu nižší úrokové sazby.¹ Objem hypotéčních úvěrů ve švýcarských francích vzrostl v období let 2005 až 2008 z 133 miliard forintů na 2,3 bilionů forintů. Podíl hypotéčních úvěrů denominovaných ve švýcarských francích vzrostl ze 6 % v roce 2004 na 57 % v roce 2008 (MNB, 2009).

Graf č. 7: Půjčky domácnostem v Maďarsku dle měny denominace



Zdroj: MNB (2009a)

Ve skutečnosti však úvaha tak jednoduchá není. Maďarský občan si s velkou pravděpodobností pořizuje nemovitost od maďarského developera, který bude požadovat splátky v maďarských forintech.² Maďarský občan tedy musí do rozhodování, zda požádat o půjčku ve forintech nebo zahraniční měně, zakalkulovat další proměnnou, kterou je budoucí vývoj devizového kurzu. Předpokládejme dále, že náš modelový maďarský občan má většinu svých příjmů (mzda, výnosy z investic apod.) v maďarských forintech.³ V takovém případě musí při rozhodování o měně denominace

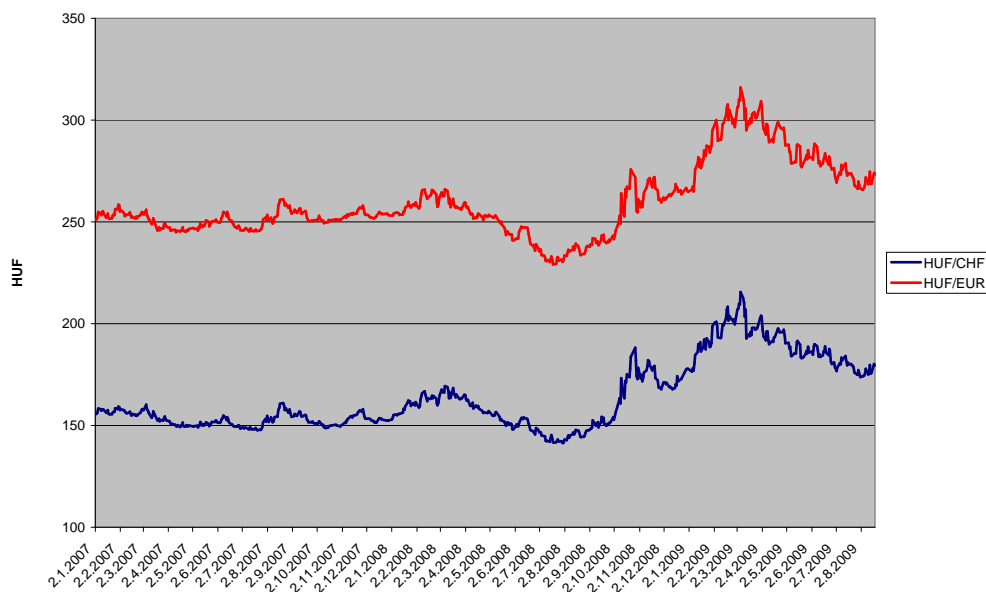
¹ Maďarský občan však ani nemusí navštívit banku v Rakousku nebo ve Švýcarsku, aby získal úvěr v eurech nebo švýcarských francích. O úvěr denominovaný v jiné než domácí měně může požádat u některé z poboček zahraničních bank v Maďarsku a získá podobné podmínky, jako by žádal přímo v zemi sídla banky.

² Budeme zde předpokládat, že většina developerů v Maďarsku financuje své projekty z úvěrů denominovaných ve forintech a také že velká většina jejich nákladů je ve forintech (mzdy dělníků, nákup materiálu apod.). V takovém případě bude developer i platby od kupujících požadovat ve forintech. V případě, že by platby přijímal v eurech nebo švýcarských francích by byl vystaven devizovému riziku. Proti tomu by se musel zajistit, což by zvyšovalo náklady investice. Proto bude vyžadovat platby ve forintech.

³ Zcela jinak by uvažoval maďarský občan pracující v některé zemi eurozóny (např. Rakousku) nebo přímo ve Švýcarsku a dostávající mzdu v eurech, resp. švýcarských francích.

svého hypotečního úvěru uvažovat s vývojem devizového kurzu forint/euro nebo forint /švýcarský frank až do doby splatnosti celého hypotečního úvěru.¹ Předpokládejme dále, že Maďarsko je tzv. dohánějící ekonomikou (roste v průměru rychleji než země eurozóny) a díky tomu se dá očekávat dlouhodobé zhodnocování forintu vůči euru a dalším měnám (více k problematice zhodnocování měn tzv. dohánějících zemí např. Kučerová, 2009). V takovém případě je výhoda nižší úrokové sazby na úvěr denominovaný v cizí měně dále posilována právě zhodnocováním forintu. Náš maďarský občan ví, že zahraniční měnu potřebnou ke každé budoucí splátce svého úvěru bude nakupovat za nižší cenu (např. zaplatí méně forintů za nákup jednoho švýcarského franku) než minule. Tato lákavá nabídka výrazně nižších nákladů na získání hypotečního úvěru však trvá pouze do okamžiku změny trendu vývoje kurzu forint/švýcarský frank.² K tomu může dojít například v důsledku působení finanční a ekonomické krize, kdy finanční trhy vyhodnotí maďarskou ekonomiku jako více problematickou než ostatní a kurz měny forintu vůči euru začne oslabovat (viz graf č. 8).

Graf č. 8: Vývoj kurzu forintu vůči Euru a švýcarskému franku (01/2007–07/2009)



Zdroj: Magyar Nemzeti Bank

¹ Obvyklá splatnost hypotečních úvěrů může dosahovat až délky 30 let. Maďarský občan však může kalkulovat s mnohem dřívějším vstupem Maďarska do eurozóny a tím může počítat s kratším horizontem, po který jeho případný úvěr v eurech bude vystaven riziku negativního vývoje devizového kurzu (devizové expozice). Stejně tak lze z předchozího vývoje očekávat, že i kurz euro/švýcarský frank bude mnohem stabilnější než kurz forint/švýcarský frank.

² Náš modelový občan by se jistě mohl zajistit proti nepříznivému vývoji kurzu například formou nákupu forwardového kontraktu a tím minimalizovat riziko ztráty v případě otočení trendu ve vývoji kurzu. Každé zajištění však s sebou nese dodatečné náklady, které by částečně eliminovaly výhody z úrokového diferenciálu mezi úvěrem ve forintech a švýcarských francích.

Postupně tak maďarský občan nakupuje zahraniční měnu potřebnou ke splacení úvěru za vyšší cenu, a tato cena může časem výrazně přesáhnout i úvodní přínos nižší úrokové sazby na úvěr denominovaný v eurech/švýcarských francích. Na začátku roku 2009 platil na mezibankovním trhu kurz jedno euro za 317 forintů, zatímco ještě v červenci 2008 bylo euro za 230 forintů. Většinu spotřebitelských úvěrů a hypoték totiž Maďaři čerpali kvůli lepším úrokovým sazbám ve švýcarských francích. Ve francích se přitom zadlužovali v kurzu 159 forintů za švýcarský frank – dnes má alpská měna hodnotu 215 forintů. Průměrná měsíční splátka se tak vyšplhala ze 40 tisíc na 60 až 70 tisíc forintů. Jak ukazuje výše uvedený příklad, při dlouhodobém a výrazném oslabování forintu se náklady „obsluhy“ hypotéčního úvěru výrazně zvyšují a může být dokonce ohrožena platební schopnost dlužníka. Negativní vývoj kurzu forintu je kombinován s odkladem termínu potenciálního přijetí eura, což celou situaci na trhu dále komplikuje. Řešením problémové situace by pak pro země postižené stejně jako maďarská ekonomika (např. pobaltské republiky) bylo rychlé přijetí eura (viz doporučení pro tvůrce hospodářské politiky).

Dvě výše uvedené případové studie upozornily na některá rizika spojená se systémem volně plovoucího kurzu v ekonomikách oddalujících vstup své země do eurozóny. V diskusi se pokusíme formulovat doporučení jak pro podniky vstupující do zahraničně-obchodních vztahů, tak pro tvůrce hospodářské politiky v jednotlivých zemích, které doposud nezavedly společnou měnu euro.

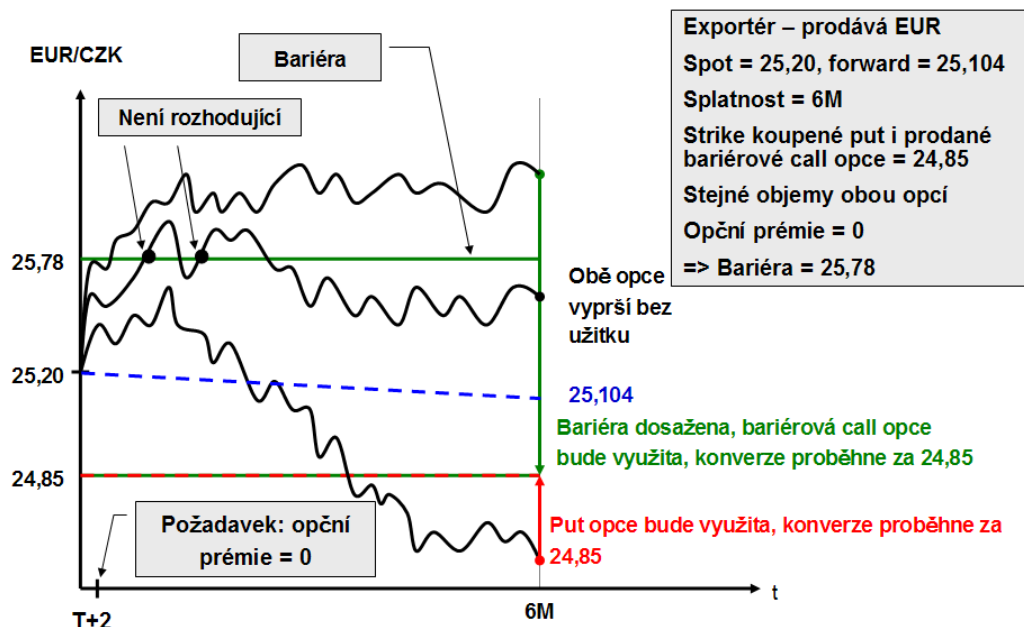
3. Diskuse: doporučení pro exportně orientované podniky a tvůrce hospodářské politiky

Dvě výše uvedené případové studie upozornily na některé nevýhody (rizika) spojená se systémem volně plovoucího kurzu v ekonomikách oddalujících vstup své země do eurozóny. Výhody volně plovoucího kurzu (flexibilita kurzu) mohou převážit nad nevýhodami (vysoká volatilita kurzu). V diskusi se pokusíme formulovat doporučení jak pro podniky vstupující do zahraničně-obchodních vztahů, tak pro tvůrce hospodářské politiky v zemích, které doposud společnou měnu euro nezavedly. Exportní podniky v současnosti využívají pro své zajištění převážně pevných forwardových kontraktů. Případná rizika pevného zajištění při současné vysoké volatilitě a ekonomické krizi jsme si ukázali na případové studii 1. V současných podmínkách nejistého krátkodobého a střednědobého trendu vývoje devizového kurzu a rizika neplánovaného poklesu objemu zakázek exportérům doporučujeme zvážit využití spíše některých druhů podmíněných opčních kontraktů. Pro exportéra připadá do úvahy využití nákupu put opce (plain vanilla), kdy má právo (nikoli však povinnost) v době splatnosti prodat zahraniční měnu za dnes dohodnutý realizační kurz. Oproti forwardovému kontraktu ovšem musí při uzavření zaplatit opční prémii. Nevýhodou zajištění pomocí opce jsou vyšší náklady oproti forwardu v podobě opční prémie (obvykle 1,5-2,5 % dle zvolené realizační ceny), na druhou stranu majiteli opce (exportérovi) zůstává možnost participovat na případném výhodném (znehodnocení CZK) pohybu kurzu. Významným faktorem opční prémie je volatilita devizového kurzu, což v současnosti prodražuje celkové náklady na zajištění s využitím čisté opce. Opční kontrakty také obvykle volíme, není-li předem jisté, že partner splní svůj závazek. Exportér tak může v případě selhání partnera nechat svou opci nechat vypršet, i když by opce byla v penězích, nákladem je ovšem zaplacená opční prémie.



Banky se snaží nabízet pokročilé modifikace opčních kontraktů. Jejich cílem je při minimálních nebo nulových nákladech na pořízení nabídnout takovou kombinaci opčních produktů, která by umožnila částečnou participaci na příznivém pohybu kurzu (lákadlem jsou nulové náklady na pořízení). Jako příklad takového produktu můžeme uvést tzv. Forward Extra s evropskou bariérou. Jedná se o kombinaci měnové plain-vanilla opce a měnové bariérové opce (evropský knock-in). Jde o beznákladovou opční strategii, ve které si jedna strana kupuje právo prodat danou měnu a zároveň prodává právo koupit tutéž měnu. Aktivace bariérové opce může nastat pouze v den expirace měnové bariérové opce.

Graf č. 9: Příklad forward extra s evropskou bariérou



Zdroj: materiály UniCredit bank

Exportér je chráněn proti zhodnocování koruny do výše realizační ceny opcí, poté participuje na příznivém pohybu v rozmezí od realizační ceny opce od definované bariéry. Ovšem pokud promptní kurz přesáhne v době splatnosti stanovenou bariéru, participace končí a výsledný zajištěný kurz se vrací na úroveň stanovené realizační ceny opcí. Za možnost částečné participace na příznivém vývoji kurzu ovšem exportér „zaplatí“ méně výhodným výsledným zajištěným kurzem oproti forwardu se stejnou splatností.

Optimálním řešením problémů popsaných ve výše uvedených případových studiích by bylo rychlé zavedení eura. To by vyřešilo problém exportérů i zadlužených domácností a zemí. Možnými strategiemi se zabývá následující text.

Země jako Maďarsko, Lotyšsko a Estonsko jsou v důsledku finanční a ekonomické krize výrazně zasaženy problémem schopnosti plnit své zahraniční závazky. Příčinou je jednak vysoká expozice těchto zemí v zahraničních měnách a také velké tlaky na

znehodnocení kurzů těchto měn. V důsledku růstu rizika problémů se splácením závazků dochází u těchto zemí k růstu rizikové prémie a tím i k výraznému růstu nákladu dluhové služby. Pro tyto země by mohlo být řešením rychlé přijetí eura a z něj vyplývající zafixování zahraničních závazků v domácí měně. Výhodou členství v eurozóně by mohlo být i snížení úrokových sazeb a tím i snížení nákladů dluhové služby. Jelikož však zmíněné země nebudou schopny dlouhodobě plnit tzv. Maastrichtská fiskální kritéria, přicházejí v úvahu dva alternativní scénáře zavedení společné měny euro: jednostranná eurizace a status polovičního členství.

Scénář 1: Rychlé rozšíření bez nutnosti plnění konvergenčních kritérií se statutem „polovičního členství“ pro nové členské země eurozóny

První možný scénář rozšiřování eurozóny vychází z návrhu Mezinárodního měnového fondu (Hospodářské noviny, 7. dubna 2009). Eurozónu v současné době tvoří pouze 16 zemí z 27 možných. Plnoprávné členství je však umožněno pouze zemím, které splní tzv. Maastrichtská kritéria. Ekonomiky zasažené ekonomickou krizí budou mít největší problémy se splněním kritéria deficitu státního rozpočtu. Ten smí činit maximálně 3 % hrubého domácího produktu. Většina zemí v reakci na negativní ekonomický vývoj zvyšuje výdaje veřejných rozpočtů a současně se z důvodu poklesu ekonomické aktivity významně snižují její příjmy. Výsledkem bude, že většina kandidátských zemí bude několik let po sobě významně překračovat hodnotu kritéria deficitu veřejných rozpočtů. To znamená odložení možného vstupu do eurozóny v řádu několika let. Jak jsme již uvedli, existuje skupina zemí, které by do eurozóny vstoupily v nejbližším možném termínu (například od 1. ledna 2010), tedy kdyby jim to bylo umožněno. Mezi ně patří především pobaltské republiky a Maďarsko, částečně i Polsko, tedy země s vysokou expozicí půjček v zahraničních měnách. V okamžiku, kdy dochází k znehodnocování národních měn těchto ekonomik vůči euru, narůstá výrazným způsobem cena, kterou musí dlužníci za své půjčky platit (viz případová studie 2). Při výrazném a dlouhodobém znehodnocování národních měn se jedná o neudržitelnou situaci. Pro tyto země by se problém vyřešil vstupem do eurozóny a zafixováním splátek dluhu ve společné měně euro. K tomu by ale muselo dojít co nejrychleji, což s ohledem na neplnění fiskálních kritérií není možné. Mezinárodní měnový fond tedy přišel s návrhem, aby stávající členské země povolily všem kandidátským zemím výjimku z plnění konvergenčních kritérií výměnou za statut tzv. polovičního členství. Nové, kritéria neplnící členské země by mohly oficiálně používat společnou měnu euro, ale nezískaly by podíl na hlasování o podobě společné monetární politiky.¹ Scénář má však dvě významná omezení. Podmínka plnění konvergenčních kritérií je zakotvena v primární legislativě EU a její změna by vyžadovala jednomyslný souhlas všech členských zemí EU. V první řadě by však „myšlenku“ povolení výjimky muselo podpořit Německo, které bylo zastáncem formulace a důsledného vyžadování plnění

¹ Rada guvernérů ECB v současnosti rozhoduje většinovým hlasováním na principu jeden člen, jeden hlas. K přijetí rozhodnutí obecně stačí prostá většina. Rozhodování dvoutřetinovou kvalifikovanou většinou se používá pouze v otázkách rozhodování o aktivitách NCB omezujících naplňování cílů ESCB. Jednomyslnost je nutná při změně Statutu (viz článek 41 Statutu). Guvernér CB banky geograficky velkého a ekonomicky silného členského státu má stejnou možnost ovlivnit hlasování jako představitel malého členského státu či zástupce Výkonné rady ECB (více k problematice hlasování a reformě systému hlasování v Radě guvernérů ECB např. Kapounek, Přenosil, (2006, s. 308-329) nebo Rozhodnutí Rady 2003/223/ES).

kritérií. To by zřejmě nemělo problém udělit tuto výjimku pobaltským zemím, případně i Maďarsku, ale jistě by mělo vážné obavy z vytvoření negativního precedentu (morálního hazardu). Některé stávající země eurozóny s vysokým dluhem by si přijetí zemí bez nutnosti splnění kritérií mohly vyložit jako uvolnění fiskálních pravidel i pro země stojící uvnitř eurozóny. Toho si politici představitelé Německa jsou jistě vědomi a proto s takovým návrhem nebudou nikdy souhlasit. Druhým problémem je politická podpora „druhořadého“ členství na straně kandidátských zemí. Občané pobaltských republik by zřejmě rádi „vyměnili“ rychlé přijetí eura za vzdání se pravomoci účastnit se rozhodování o společné monetární politice.¹ Na nesouhlas veřejného mínění by takové řešení zřejmě narazilo v Maďarsku, zcela neprůchodné je například v případě Polska. Statut „polovičního členství“ je tedy na první pohled rychlým a akceptovatelným řešením problému především pobaltských republik, ale s ohledem na uvedená omezení v praxi téměř nerealizovatelný.

Scénář 2: Jednostranná eurizace

V předchozím scénáři jsme se zabývali možností vstupu některých zemí do eurozóny bez splnění konvergenčních kritérií výměnou za vzdání se podílu na rozhodování o nastavení společné monetární politiky. V závěru jsme konstatovali, že s ohledem na možnost stanovení negativního precedentu není scénář příliš realistický. Alternativou především pro pobaltské republiky může být tzv. jednostranná eurizace. Ta by spočívala v zavedení eura bez předchozí žádosti o členství. V minulosti už k podobnému kroku přistoupily nečlenské země EU jako je Černá Hora a Kosovo. S ohledem na velikost pobaltských republik je scénář technicky proveditelný. Tyto země by neměly mít problém v krátkém časovém období získat dostatečné množství bankovek a mincí pro zajištění všech transakcí a výměnu domácí měny. Jak jsme již zmínili, tyto země dlouhodobě provádějí politiku fixace měn na společnou měnu euro a autonomie jejich monetární politiky je již v současnosti velmi omezena. Otázkou zůstává, jak by na takový jednostranný krok reagovaly stávající země eurozóny. V případě Černé Hory a Kosova, nečlenských zemí EU, nemají členské země přímý nástroj jak reagovat. Jiná situace ovšem nastává v případě pobaltských republik, které jsou od roku 2004 plnoprávnými členy EU a musí proto dodržovat pravidla stanovená primární a sekundární legislativou Evropských společenství. Uvedený scénář se jeví jako realistický s jednou neznámou proměnnou: reakcí ostatních zemí eurozóny. Scénář je omezen pouze na velmi malé členské země. Technicky nerealistická je realizace podobného kroku ve větších ekonomikách jako Maďarsko, Česká republika nebo Polsko.

Závěr

Z teorie devizových kurzů vyplývá, že v době ekonomické krize by měla být výhodou schopnost znehodnocení měny, která může přispět k posílení konkurenceschopnosti země. V příspěvku byly formou případových studií identifikovány možné negativní dopady volatility národní měny na exportující podniky, resp. půjčky obyvatel držené v cizích měnách. Tyto případové studie upozornily na některé nevýhody (rizika) spojená

¹ Země, které se rozhodly fixovat své měny na euro např. prostřednictvím tzv. currency boardu, mají v tomto režimu velmi omezené možnosti provádět autonomní monetární politiku. Ztráta podílu na hlasování v Radě guvernérů by tedy nebyla významným nákladem proti stávající situaci.



se systémem volně plovoucího kurzu v ekonomikách oddalujících vstup své země do eurozóny. Výhody volně plovoucího kurzu (flexibilita kurzu) mohou převážit nad nevýhodami (vysoká volatilita kurzu). Optimálním řešením problémů, popsaných ve výše uvedených případových studiích, by bylo rychlé zavedení eura. To by řešilo problém exportérů a i zadlužených domácností a zemí. Jelikož však zmíněné země nebudou schopny dlouhodobě plnit tzv. Maastrichtská fiskální kritéria, přichází v úvahu dva alternativní scénáře zavedení společné měny euro: rychlé rozšíření bez nutnosti plnění konvergenčních kritérií se statutem „polovičního členství“ a druhý scénář tzv. jednostranná eurizace.

Použitá literatura

ČNB. (2009). *Finanční stabilita v roce 2009 z pohledu ČNB*. Přístup 08-30-2009 http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Smilovice_jaro2009_gersl_ppt.ppt.

ČNB. (2009a). *Vyjádření ČNB k zavádějícím informacím uveřejněným v člancích Financial Times a The Economist*. Přístup 30-08-2009 http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2009/090224_reakce_ft.html.

EVROPSKÁ RADA. Rozhodnutí rady zasedající na úrovni hlav států nebo předsedů vlád ze dne 21. března 2003 o změně článku 10.2 statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky (2003/223/ES). Úř. věst. C 29, 7.2.2003, s. 6. Přístup 25-11-2009 http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/cs_2003_223.pdf.

IMF. (2008). *IMF Agrees \$15.7 Billion Loan to Bolster Hungary's Finances*. Přístup 2008-11-6. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/CAR110608A.htm>

IMF. (2008). *IMF Announces Staff-Level Agreement with Latvia on a €1.7 Billion Stand-By Arrangement as Part of Coordinated Financial Support*. Přístup 2008-19-12. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr08332.htm>.

JURAŠEKOVÁ, KUCSEROVÁ, ÓDOR, SENAJ, ZEMAN. (2009). *Stručný přehled vybraných indikátorů konkurenceschopnosti*. PP 1/2009. Bratislava, Národná banka Slovenska.

KAPOUNEK, S., PŘENOSIL, J. (2007). Evropská centrální banka a její monetární politika. In Lacina, L. a kol. *Měnová integrace: náklady a přínosy členství v měnové unii*. Praha. C.H.Beck. s. 303 – 361. ISBN: 978-80-7179-560-5.

KUČEROVÁ, Z. (2009). Dopad procesu přistoupení k eurozóně na kurz české měny. In Rozmahel, P., Lacina, L. a kol. (2009). *Členství ČR v eurozóně: dopady integračního procesu na českou ekonomiku*. Praha: Alfa Publishing.

LALINSKÝ, T. (2009). Skúsenosti Slovenska so zavedením eura. In. Rozmahel, P., Lacina, L. a kol. *Členství ČR v eurozóně: dopady integračního procesu na českou ekonomiku*. Praha: Alfa Publishing.

MNB. (2009). *Monthly average agreed interest rates of CHF consumer and housing loans to households*. Přístup 08-30-2009 http://english.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfle&resourcename=en0906_fogyasztasi_CHF.

MNB. (2009a). *Report on Financial Stability April 2009*,. Přístup 08-30-2009 http://english.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=stabjel_2009_aprilis_en.

České banky krizi lépe vzdorují. (2009, 6. srpna). Lidové noviny. Přístup 30-08-2009 http://www.lidovky.cz/ceske-banky-krizi-lepe-vzdoruji-dno-/ln_noviny.asp?c=A090806_000078_ln_noviny_sko&klic=232786&mes=090806_0.

Recept MMF: poloviční členství v eurozóně. (2009, 7. dubna) Hospodářské noviny, Přístup 30-08-2009 <http://hn.ihned.cz/c1-36646210-recept-mmf-polovicni-clenstvi-v-eurozone>.

Zbyněk Frolík: Jak může exportéra ničit kolísání koruny. (2009, 23. března). Hospodářské noviny. Přístup 30-08-2009 http://hn.ihned.cz/2-36141940-500000_d-19.

IS A FLOATING EXCHANGE RATE REGIME AN ADVANTAGE IN ECONOMIC CRISIS?

Lubor Lacina, Petr Toman

Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, Ústav financí, Zemědělská 1, 613 00 Brno (toman@mendelu.cz; lacina@mendelu.cz)

Abstract: The paper deals with the identification of potential disadvantages associated with the existence of national currencies with the floating exchange rate regime during the current financial and economic crisis in countries postponing the moment of joining the Eurozone. Case studies were used to identify possible negative impacts of volatility of a national currency on exporting firms' and households' loans denominated in foreign currencies. Advantages of floating exchange rate may be outweighed by disadvantages (high volatility of exchange rates). The solutions of these problems described in the case studies (problem of exporting firms and indebted households and countries) would be the forthcoming adoption of the Euro. Concerning the actual fulfilment of the Maastricht criteria, two alternative scenarios of the Euro zone enlargement are discussed in the final part of the paper.

Key words: exchange rate volatility, economic crisis, hedging

Abstrakt: Příspěvek se zabývá identifikací možných nevýhod spojených s existencí národních měn v systému plovoucího devizového kurzu v období probíhající finanční a ekonomické krize u zemí oddalujících vstup do eurozóny. Formou případových studií byly identifikovány možné negativní dopady volatility národní měny na exportující podniky, resp. půjčky obyvatel držené v cizích měnách. Výhody volně plovoucího kurzu (flexibilita kurzu) mohou být převáženy nevýhodami (vysoká volatilita kurzu). Řešením problémů popsaných v těchto případových studiích by bylo rychlé zavedení eura, řešící problém exportérů i zadlužených domácností a zemí. S ohledem na plnění Maastrichtských kritérií jsou v závěru článku diskutovány dva alternativní scénáře zavedení společné měny euro.

Klíčová slova: volatilita devizového kurzu, ekonomická krize, zajištění

Klasifikace JEL: F310

