

## Vybrané problémy v oblasti kurzových režimov

Juraj SIPKO\*

### 1. Klasifikácia kurzových režimov v rámci Medzinárodného menového fondu

Počas existencie brettonwoodskeho menového systému boli jeho členské štáty povinné realizovať politiku fixných devízových kurzov. Pád tohto menového systému mal za následok jednak prechod mnohých členských štátov Medzinárodného menového fondu (MMF)<sup>1</sup> na plávajúce devízové kurzy, jednak bola zrušená povinnosť udržiavať fixný režim devízového kurzu. Druhý dodatok stanov MMF dal oficiálne slobodu členským štátom pri rozhodovaní o výbere najvhodnejšieho režimu devízového kurzu. Členské štáty MMF sa zaviazali uskutočňovať svoju kurzovú politiku, ako aj ostatné zložky hospodárskej politiky v súlade s definovanými všeobecnými záväzkami. Najdôležitejší z nich bol záväzok realizovať svoje kroky v kurzovej oblasti a v ostatných makroekonomických oblastiach takým spôsobom, aby to podporovalo rovnovážny stav platobnej bilancie.

V prípade prijímania do MMF je nový členský štát povinný do 30 dní od vstupu do fondu poskytnúť informácie o svojom kurzovom režime. Pokiaľ niektorý člen MMF uskutoční zmenu vo svojom kurzovom režime, je povinný o nej okamžite informovať MMF. Na základe týchto povinností majú zamestnanci MMF k dispozícii veľké množstvo údajov o jednotlivých existujúcich kurzových režimoch. Počas brettonwoodskeho menového systému nebolo potrebné zaviesť klasifikáciu režimov devízových kurzov, keďže členské štáty realizovali politiku fixných devízových kurzov. No v 70. rokoch sa začalo používať pomerne veľké množstvo variácií kurzových režimov a bolo nevyhnutné zaviesť klasifikáciu

---

\* doc. Ing. Juraj SIPKO, PhD., M. B. A, Ministerstvo financií SR, Štefanovičova 5, P. O. Box 82, 817 82 Bratislava 15

<sup>1</sup> Medzinárodný menový fond (International Monetary Fund – IMF) je centrálnou inštitúciou medzinárodného menového systému. Medzi jeho základné úlohy patrí podpora medzinárodnej menovej súčinnosti prostredníctvom mechanizmu vzájomných konzultácií a spolupráce v menových otázkach, napomáhanie postupného odstraňovania devízových obmedzení brzdiacich rozvoj medzinárodného obchodu, ustanovenie mnohostrannej sústavy platieb pre bežné transakcie medzi členskými štátmi, poskytovanie devízových úverov členským štátom na vyrovnanie prechodnej nerovnováhy platobnej bilancie, zabráňovanie špekulačným výkyvom devízových kurzov mien členských štátov a dozor nad dodržiavaním devízových dohôd medzi členskými štátmi. Okrem týchto základných úloh sa MMF zaoberá aj riešením problému zahraničnej zadlženosti členských štátov a pomocou bývalým socialistickým štátom pri štruktúrnej prestavbe ich ekonomík.

režimov devízových kurzov používaných členskými štátmi MMF. *Po prvýkrát bola klasifikácia kurzových režimov zverejnená v roku 1975 a kurzové režimy boli rozdelené do niekoľkých skupín podľa stupňa pružnosti devízového kurzu.* Táto klasifikácia sa používala prakticky v nezmenenej forme 14 rokov.

*Podľa klasifikácie boli členské štáty rozdelené do troch veľkých skupín. Prvá skupina členských štátov používala fixné devízové kurzy, druhá skupina mala devízové kurzy s obmedzenou mierou pružnosti a do tretej skupiny boli zaradené štáty s plávajúcimi devízovými kurzami.* Klasifikačné schéma MMF bola nasledujúca [27, s. 24].

### *Prvá skupina – fixné devízové kurzy:*

*a) devízový kurz s väzbou na jednu menu – devízové kurzy mien štátov zaradených do tejto skupiny sú viazané na jednu hlavnú menu, pričom k zmenám zadefinovaných parít dochádza len veľmi zriedkavo; najčastejšie boli väzby na americký dolár a francúzsky frank, ale existovali aj väzby na nemeckú marku, indickú rupiu, juhoafrický rand a ruský rubel;*

*b) devízový kurz s väzbou na menový kôš – menový kôš sa skladá z mien hlavných obchodných alebo finančných partnerov; pomer jednotlivých mien v koši je väčšinou rozdielny, a spravidla odráža teritoriálnu štruktúru obchodu, služieb alebo kapitálových trhov (klasickým príkladom bol menový kôš slovenskej koruny, ktorý sa skladal z USD a DEM, pričom ich pomer v koši bol 60 % a 40 %); okrem uvedeného typu sa používajú aj štandardizované menové koše, ako napríklad SDR<sup>2</sup> alebo v minulosti používané ECU.<sup>3</sup>*

<sup>2</sup> *Osobitné práva čerpania* (Special Drawing Rights – SDR) vznikli na základe rezolúcie Zboru guvernérov MMF, č. 22–28 z 29. septembra 1967 na výročnom zasadnutí MMF v brazílskom Rio de Janeiro ako výsledok demonetizácie zlata v medzinárodných menových vzťahoch; SDR sú súčasťou medzinárodných menových rezerv a vznikli na základe Prvého dodatku článkov dohôd o MMF. Pôvodne mali nahradiť v medzinárodných menových vzťahoch zlato: 1 SDR = 1 USD. Po zrušení voľnej zameniteľnosti USD za zlato sa zmenil aj spôsob stanovenia hodnoty SDR. Základom pre výpočet bol štandardný menový kôš 16 mien a ten bol neskôr zredukovaný na 5 mien. Pôvodné podiely jednotlivých národných mien v menovom koši od roku 1981 boli takéto: USD 42 %, DEM 19 %, JPY 13 %, FRF 13 %, GBP 13 %. Pravidelne v päťročných intervaloch sa prehodnocovali podiely jednotlivých mien v menovom koši. Posledná revízia menového koša sa uskutočnila 1. januára 1996 s týmito podielmi: USD 39 %, DEM 21 %, JPY 18 %, FRF 11 % a GBP 11 %. V súvislosti so zavedením jednotnej meny euro od 1. januára 1999 národné meny eurozóny, t. j. DEM a FRF, ktoré boli súčasťou menového koša SDR, sa nahradili eurom.

<sup>3</sup> *Európska menová jednotka* (European Currency Unit – ECU) vznikla 13. marca 1979 ako základ mechanizmu devízových kurzov (Exchange Rate Mechanism – ERM) v rámci Európskeho menového systému (European Monetary System – EMS). Vzájomné devízové kurzy členských štátov Európskeho hospodárskeho spoločenstva mali povolenú odchýlku  $\pm 2,25$  % (s výnimkou talianskej líry, ktorá mala povolenú odchýlku  $\pm 6$  % od centrálnej parity). Európska menová jednotka sa vypočítavala na základe menového koša. Podiel jednotlivých národných mien v menovom koši bol stanovený podľa podielu jednotlivých štátov na celkovej produkcii, podielu na vzájomnom obchode a účasti jednotlivých štátov na mechanizme úverovej pomoci. Podiely jednotlivých

## *Druhá skupina – devízové kurzy s obmedzenou mierou pružnosti:*

a) *obmedzená miera pružnosti voči jednej mene* – hodnota meny s takýmto kurzovým režimom sa udržiava v rámci hraníc určeného fluktuálneho pásma okolo centrálnej parity; tento typ kurzového režimu sa svojím charakterom podobá na kurzový režim používaný počas brettonwoodskeho menového systému (t. j. pred prijatím druhého dodatku k stanovám MMF), no s tým rozdielom, že počas tohto menového systému sa používalo užšie fluktuálne pásmo;

b) *obmedzená miera pružnosti: dohody o spolupráci* – táto kategória bola vytvorená kvôli vzniku kurzového mechanizmu v štátoch Európskych spoločenstiev, typickým a dlho jediným príkladom tejto kategórie kurzového režimu bol mechanizmus devízových kurzov (ERM – Exchange Rate Mechanism) Európskeho menového systému (EMS); základom celého systému boli krížové centrálné kurzové parity každej členskej meny vypočítané na základe ECU, ktoré boli zadefinované voči všetkým ostatným členským menám (od leta 1993 bolo fluktuálne pásmo v rámci ERM rozšírené na  $\pm 15\%$ ), pričom všetky meny spoločne sa voči menám tretích štátov správali ako meny s plávajúcim devízovým kurzom.

## *Tretia skupina – plávajúce devízové kurzy:*

a) *devízový kurz s väčšou mierou pružnosti: prispôsobovanie vzhľadom na súbor ukazovateľov* – devízový kurz mien štátov zaradených do tejto skupiny sa menil viac alebo menej automaticky, v závislosti od vývoja vybraných kvantitatívnych ukazovateľov; ako základný ukazovateľ sa často používa reálny devízový kurz, ktorý odráža infláciou spôsobené zmeny v devízovom kurze domácej meny voči menám hlavných obchodných partnerov; okrem toho sa zvykne používať aj fixne kvantitatívne zadefinovaná zmena devízového kurzu, ktorá sa vopred oznamuje, táto kategória bola v roku 1997 začlenená do režimu riadeného floatingu;

b) *devízový kurz s väčšou mierou pružnosti: riadený floating* – centrálna banka síce každodenne stanovuje devízový kurz domácej meny a v prípade potreby ho aj podporuje, no hodnota devízového kurzu domácej meny sa veľmi často mení; ukazovatele, ktorých vývoj ovplyvňuje devízový kurz domácej meny, sú napríklad: aktuálna pozícia platobnej bilancie, stav devízových rezerv alebo vývoj situácie na paralelných trhoch; v režime riadeného floatingu nedoručuje automaticky k zmenám devízového kurzu domácej meny;

---

národných mien v menovom koši sa prehodnocovali po piatich rokoch. Pri prvom prehodnotení v septembri 1984 bol podiel mien takýto: západonemecká marka 32 %, francúzsky frank 19 %, anglická libra šterlingov 15 %, holandský gulden 10,1 %, talianska líra 10,2%, belgický frank 8,2 %, dánska koruna 2,7 %, írsky frank 1,2 %, grécka drachma 1,3 %, luxemburský frank 0,3 %.

c) *devízový kurz s väčšou mierou pružnosti: nezávislý floating* – hodnoty devízových kurzov mien štátov zaradených do tejto kategórie určuje dopyt a ponuka na trhu; centrálna banka síce uskutočňuje intervencie na devízovom trhu, tie však spravidla nemajú za cieľ určiť hodnotu devízového kurzu domácej meny, ale slúžia na zmiernenie jeho výkyvov.

*Pôvodná klasifikácia kurzových režimov* bola dostatočná v 70. a 80. rokoch. Postupom času však bolo stále jasnejšie, že táto klasifikácia má mnoho nedostatkov. V súčasnosti členské štáty používajú veľké množstvo rôznych variácií fixných a pružných kurzových režimov, pričom experti MMF mali veľké ťažkosti so zaradením jednotlivých kurzových režimov do klasifikačných tried. Okrem toho pôvodná klasifikácia nebrala do úvahy spôsob realizácie menovej politiky svojich členských štátov. To bol pomerne vážny nedostatok, keďže *správanie devízových kurzov mien závisí nielen od zvoleného kurzového režimu, ale aj od menovej stratégie a stupňa nezávislosti domácej centrálnej banky, ako aj od toho, akú úlohu plní devízový kurz domácej meny pri realizácii menovej politiky*. Táto skutočnosť sa dá dobre ilustrovať aj na konkrétnych príkladoch štátov, ktoré oficiálne realizovali kurzovú politiku riadeného floatingu, ale v skutočnosti prijímali veľké množstvo rôznych opatrení, pomocou ktorých obmedzovali pružnosť devízového kurzu svojich mien. Ďalším problémom bola trieda fixných devízových kurzov. Pôvodná klasifikácia rátala s fixnými devízovými kurzami s väzbou na inú menu alebo kôš mien. V posledných rokoch sa v praxi objavili také kurzové režimy, ktoré síce svojou podstatou patrili do triedy fixných kurzových režimov, no mali isté špecifické len im vlastné znaky, týkajúce sa hlavne spôsobu realizácie menovej politiky.<sup>4</sup>

Podľa samotných expertov MMF bola najväčším nedostatkom pôvodnej klasifikácie skutočnosť, že medzi oficiálne deklarovanými a v praxi skutočne používanými kurzovými režimami jednotlivých členských štátov existovali v mnohých prípadoch veľké rozdiely. Napríklad niektoré štáty síce oficiálne deklarovali, že používajú fixný devízový kurz s väzbou na inú menu, často však menili centrálnu paritu devízového kurzu svojej meny a ich kurzový režim mal v skutočnosti bližšie k plávajúcim než k fixným kurzovým režimom. Vyskytli sa aj prípady, že členský štát MMF oznámil, keď jeho kurzová politika je založená na plávajúcich devízových kurzoch, a pritom v skutočnosti bol devízový kurz jeho meny fixný. Iné štáty zase mali oficiálne devízový kurz svojej meny naviazaný na menový kôš, a pritom v skutočnosti bola funkčná len väzba devízového kurzu

<sup>4</sup> Ide o nasledujúce tri kurzové režimy: *Prvým* je kurzový režim označovaný ako *currency board* (ide o slovné spojenie, ktoré sa do slovenského jazyka nedá preložiť doslovne, a preto v ďalšom texte sa používa pôvodný anglický názov). *Druhým* je špeciálny prípad tých štátov, na území ktorých legálne obieha a *používa sa mena iného štátu*. Posledným, *tretím* typom je *menová únia*, pri ktorej na území jej členských štátov obieha jedna spoločná mena.

ich meny na jednu menu. Existencia týchto rozdielov znižovala transparentnosť realizácie hospodárskych politik členských štátov, pričom nebola jasná ani úloha ich kurzových režimov pri realizácii ich hospodárskych politik. Táto skutočnosť mimoriadne sťažovala efektívne uskutočňovanie dohľadu MMF nad realizáciou vhodnej hospodárskej politiky v členských štátoch.

Nová klasifikácia kurzových režimov zavedená v rámci MMF, ktorá je v platnosti od 1. 1. 1999, je založená na skutočných a v praxi používaných režimoch devízových kurzov, ktoré sa, ako sme už uviedli, často líšia od oficiálne deklarovaných kurzových režimov. Nová klasifikácia rozdeľuje jednotlivé kurzové režimy do tried podľa stupňa pružnosti devízového kurzu. Najväčšou zmenou oproti pôvodnej klasifikácii je to, že jej súčasťou je aj charakteristika jednotlivých typov menových stratégií členských štátov MMF,<sup>5</sup> pričom nová klasifikácia má pomôcť určiť vplyv realizácie toho-ktorého kurzového režimu na stupeň nezávislosti menovej politiky.<sup>6</sup> *Kurzové režimy* boli podľa novej klasifikácie zaradené do ôsmich skupín [27, s. 36–37]:

### 1. Režimy devízových kurzov bez domácej meny

V tomto prípade mena iného štátu obieha v štáte patriacom do tejto klasifikačnej triedy. *Cudzia mena je jediným zákonným peňažným prostriedkom*. Do tejto skupiny patria aj členské štáty menových únií,<sup>7</sup> v ktorých sa používa jedna spoločná mena. Prijatie takéhoto kurzového režimu sa chápe tak, že štát sa dobrovoľne vzdá realizovania svojej vlastnej nezávislej menovej politiky. Do tejto skupiny patrí v súčasnosti 37 členských štátov MMF. Ako príklad možno uviesť nasledujúce štáty: Panama, San Maríno, Kiribati, Marshallove ostrovy, členské štáty Európskej menovej únie<sup>8</sup> a členské štáty zóny stredoafrického franku (CFA).<sup>9</sup>

<sup>5</sup> Menové stratégie nie sú súčasťou tohto článku.

<sup>6</sup> V tomto kontexte ide o nezávislosť menovej politiky od kurzovej politiky.

<sup>7</sup> V praxi existujú *dva druhy menových únií*. Prvý druh sa v anglickom jazyku označuje pojmom *currency union*, pričom členské štáty takejto menovej únie síce používajú spoločnú menu, ale spravidla majú svoje vlastné centrálné banky. To znamená, že členské štáty majú určitý priestor na realizáciu vlastných menových opatrení. Príkladom *currency union* býva používanie meny veľkého štátu jeho malým susedom, ako napríklad San Maríno a Vatikán (talianska líra), Monako (francúzsky frank), Luxembursko (belgický a luxemburský frank), Andorra (španielska peseta a francúzsky frank) a Panama (dolárové bankovky, ale, vlastné panamské mince). *Druhý* typ menových únií sa označuje pojmom *monetary union* a jeho členské štáty majú nielen spoločnú menu, ale aj spoločnú centrálnu banku.

Vznik menových únií bol charakteristický najmä v minulosti pri vytváraní nových štátov, ako napríklad vznik jednotného Nemecka, Talianska a USA. V súčasnosti existuje veľká menová únia medzi frankofónnymi africkými štátmi a, samozrejme, od 1. 1. 1999 Európska menová únia.

<sup>8</sup> Sú to: Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko.

<sup>9</sup> Sú to: Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Mali, Nigéria, Senegal, Togo, Kamerun, Stredoafrická republika, Čad, Kongo, Rovníková Guinea a Gabun.

## 2. *Currency boards*

Tento kurzový režim je vlastne typom menového režimu, pre ktorý je charakteristický *legislatívne zakotvený záväzok vymieňať domácu menu za určenú cudziu menu pri fixne určenom devízovom kurze*. Pri tomto kurzovom režime sa používajú reštriktívne opatrenia na kontrolu emisie peňazí, aby sa zabezpečila schopnosť domácej menovej inštitúcie splniť určený záväzok. V praxi to znamená, že *množstvo domácej meny musí byť kryté rovnakým množstvom devízových rezerv v štáte a každá nová emisia peňazí je podmienená prírastkom aktív denominovaných v cudzej mene*. Pri používaní tohto kurzového režimu domáca centrálna banka prichádza o svoje tradičné funkcie, ako sú menová kontrola či úloha veriteľa poslednej inštalácie (*lender of the last resort*) a celkovo má len malý priestor na realizáciu vlastnej menovej politiky. Konkrétne pravidlá na realizáciu *currency board* si určuje každý štát. Určitý stupeň samostatnosti pri realizácii menovej politiky je možný aj pri tomto kurzovom režime, a to v závislosti od toho, aké prísne pravidlá má daný konkrétny *currency board*. Tento typ kurzového režimu v súčasnosti používa 8 štátov: Argentína, Bosna a Hercegovina, Brunejský Sultanát, Bulharsko, Hongkong, Džibuti, Estónsko a Litva.

## 3. *Ostatné bežné režimy fixných devízových kurzov*

Do tejto klasifikačnej triedy patria štáty, ktoré *viažu svoju menu* (bud' oficiálne, alebo de facto) *pri fixnom devízovom kurze na jednu zahraničnú menu alebo menový kôš*. Menový kôš sa skladá z mien hlavných obchodných alebo finančných partnerov a percentuálny podiel jednotlivých mien v menovom koši odráža bud' teritoriálnu štruktúru obchodu s výrobkami a so službami, alebo teritoriálnu štruktúru kapitálových tokov. Do tejto klasifikačnej triedy patria len tie štáty *s fixným devízovým kurzom, ktorých mena sa môže pohybovať okolo centrálnej parity v rozsahu maximálne  $\pm 1$  %*. Menové koše môžu byť aj štandardizované, ako napríklad SDR. Inštitúcia zodpovedná za menovú politiku musí byť pripravená udržať fixnú paritu svojej meny pomocou intervencií, čo obmedzuje možnosť realizácie nezávislej menovej politiky. Centrálna menová inštitúcia má však pri takomto type fixného devízového kurzu domácej meny predsa len väčší stupeň samostatnosti ako pri uvedených kurzových režimoch (menové únie a *currency boards*). Štáty zaradené do tejto klasifikačnej triedy predsa len majú možnosť, aj keď nie príliš často, meniť hodnotu devízového kurzu svojej meny.

Do uvedenej skupiny patrí v súčasnosti 44 členských štátov MMF. Ako príklad možno uviesť nasledujúce štáty: Egypt, Irán, Irak, Jordánsko, Libanon, Malajzia, Macedónsko, Saudská Arábia, Sýria, Turkménsko, Spojené arabské emiráty, Lotyšsko, Malta a Čína.

#### 4. Devízové kurzy s väzbou a fluktuáčným pásmom

Devízové kurzy mien štátov zaradených do tejto klasifikačnej skupiny sú tiež viazané na menu iného štátu (oficiálne, alebo de facto), ale na rozdiel od predchádzajúcej klasifikačnej skupiny má *fluktuálne pásmo*, v rámci ktorého sa môže pohybovať devízový kurz meny okolo centrálnej parity, *širšie rozpätie ako  $\pm 1\%$* . Do tejto klasifikačnej triedy patria aj členské štáty kurzového mechanizmu Európskeho menového systému.<sup>10</sup> Pri tomto kurzovom režime miera nezávislosti realizácie menovej politiky závisí od rozsahu fluktuáčného pásma.

V súčasnosti tento typ kurzového režimu používa 8 štátov: Dánsko, Grécko, Chorvátsko, Cyprus, Island, Líbya, Ukrajina a Vietnam.

#### 5. *Crawling pegs*<sup>11</sup>

Devízový kurz meny s týmto kurzovým režimom sa pravidelne v malom rozsahu upravuje. Rozsah úpravy devízového kurzu je buď dopredu fixne určený (napr. každý mesiac sa kurz domácej meny znehodnotí o 1,5 %), alebo závisí od zmien v skupine vybratých kvantitatívnych ukazovateľov (napr. rozdiely medzi minulou domácou mierou inflácie a infláciou hlavných obchodných partnerov, rozdiely medzi cieľovou a očakávanou infláciou u hlavných obchodných partnerov a pod.).

Ak je rozsah úprav devízového kurzu domácej meny (*crawl*) určený na základe vývoja domácej inflácie a rozdielov medzi ňou a infláciou hlavných obchodných partnerov, tak ide o tzv. *dozadu pozerajúci (backward looking) currency peg*. Inými slovami, rozsah úprav má za cieľ vyvolať takú zmenu devízového kurzu domácej meny, ktorá by odrážala bezprostredný minulý vývoj domácej inflácie.

Pri fixne dopredu určenom rozsahu úprav ide o tzv. *dopredu pozerajúci (forward looking) currency peg*, pričom rozsah úprav devízového kurzu domácej meny má odrážať budúci vývoj domácej inflácie. Pokiaľ sa striktne dodržia pravidlá tohto typu kurzového režimu, stupeň nezávislosti centrálnej menovej inštitúcie pri realizácii menovej politiky je podobný ako pri predchádzajúcej klasifikačnej triede.

V súčasnosti tento typ kurzového režimu používa 6 štátov: Angola, Kostarika, Nikaragua, Bolívia, Tunisko a Turecko.

<sup>10</sup> Európsky menový systém (European Monetary System – EMS) a mechanizmus devízových kurzov (Exchange-Rate Mechanism – ERM) 1. 1. 1999 sice zanikol, ale bol nahradený EMS II a ERM 2. Členskými štátmi sú v súčasnosti Dánsko a Grécko, ktorých meny sú viazané na euro.

<sup>11</sup> Podobne ako pri *currency boards*, ani v tomto prípade sa pojem *crawling pegs* (doslova to znamená plávajúce alebo voľným spôsobom sa pohybujúce väzby) nedá presne preložiť do slovenského jazyka (v zásade ide o pokračujúcu riadenú devalváciu), a preto tu používame pôvodný anglický názov.

## 6. *Devízové kurzy s pravidelne upravovanou centrálnou paritou a fluktuáčným pásmom*

*Devízový kurz domácej meny pri tomto kurzovom režime sa udržiava v rámci hraníc určeného fluktuáčného pásma, pričom centrálna parita devízového kurzu meny sa pravidelne upravuje. Úprava centrálnej parity je buď dopredu fixne určená, alebo závisí od zmien v skupine vybratých kvantitatívnych ukazovateľov. Stupeň pružnosti devízového kurzu domácej meny závisí od šírky fluktuáčného pásma, ktoré môže byť dvojaké. V prvom prípade ide o symetrické fluktuáčné pásmo, s rovnakým rozpätím na oboch stranách okolo centrálnej parity. V druhom prípade sa horná alebo dolná polovica fluktuáčného pásma postupne rozširuje v závislosti od asymetrického výberu veľkosti úpravy centrálnej parity. V tomto druhom prípade sa hodnota centrálnej parity vopred neoznamuje. Záväzok udržiavať devízový kurz domácej meny v rámci fluktuáčného pásma, aj keď dochádza k pravidelným úpravám centrálnej parity, obmedzuje možnosť centrálnej menovej inštitúcie realizovať nezávislú menovú politiku, pričom stupeň jej nezávislosti je priamo úmerný šírke fluktuáčného pásma.*

V súčasnosti tento typ kurzového režimu používa 9 štátov: Kolumbia, Chile, Venezuela, Uruguaj, Izrael, Honduras, Poľsko, Maďarsko a Srí Lanka.

## 7. *Riadený floating bez dopredu určeného smeru vývoja devízového kurzu*

*Centrálna menová inštitúcia ovplyvňuje vývoj devízového kurzu domácej meny prostredníctvom aktívnych intervencií na devízovom trhu, pričom nie je dopredu určené, akým smerom sa bude v blízkej budúcnosti pohybovať devízový kurz domácej meny. Vývoj devízového kurzu domácej meny ovplyvňuje napríklad aktuálna pozícia platobnej bilancie, stav devízových rezerv alebo vývoj situácie na paralelných trhoch. V režime riadeného floatingu nedochádza k automatickým zmenám devízového kurzu domácej meny. Do tejto skupiny patrí v súčasnosti 25 členských štátov MMF. Ako príklad uvádzame: Slovinsko, Česká republika, Nórsko, Rumunsko, Ruská federácia a Slovenská republika.*

## 8. *Nezávislý floating*

*Hodnota devízového kurzu domácej meny je určovaná dopytom a ponukou na trhu. Centrálna banka síce uskutočňuje intervencie na devízovom trhu, tie však nemajú za cieľ určiť hodnotu devízového kurzu domácej meny, ale slúžia na zmiernenie alebo predchádzanie jeho nadmerných výkyvov. V tomto režime devízového kurzu je menová politika úplne nezávislá od kurzovej politiky. Do tejto skupiny patrí v súčasnosti 48 členských štátov MMF.*

Ako príklad možno uviesť nasledujúce štáty: India, Južná Kórea, Juhoafrická republika, Austrália, Kanada, Nový Zéland, Švédsko, Veľká Británia, Japonsko a USA.



## 2. Plávajúce devízové kurzy a ich efekt

Aj keď v súčasnosti existuje veľké množstvo jednotlivých kurzových režimov a ich alternatív, predsa len ich možno rozdeliť do dvoch veľkých skupín: *na plávajúce a na pevné devízové kurzy*. Je všeobecne známe, že správne načasované a zrealizované zmeny devízového kurzu domácej meny príslušného štátu môžu pomôcť pri stabilizácii produkcie, zamestnanosti a cien. Mnohí odborníci sa však postavili proti realizácii kurzovej politiky plávajúcich devízových kurzov a tvrdia, že takýto kurzový režim môže destabilizovať celú ekonomiku štátu. *Pri skúmaní pohybov devízových kurzov jednotlivých mien je potrebné rozlišovať krátkodobé výkyvy, ktoré sa sporadicky objavujú zo dňa na deň, a výkyvy, ktoré trvajú niekedy aj niekoľko rokov.*

### *Krátkodobé výkyvy devízových kurzov*

V oblasti skúmania kurzových fluktuácií sa odborníci zhodli na niekoľkých zaujímavých skutočnostiach. Hneď prvý všeobecne akceptovaný záver je ten, že *zmeny v devízových kurzoch možno len veľmi ťažko predpovedať*. Pri predpovediach zmien sú odborníci nútení stále vychádzať z tých hodnôt devízového kurzu, ktoré sú aktuálne v čase predpovede. To ale neznamená, že zmeny devízových kurzov sú náhodné a iracionálne. Práve naopak, zmeny devízových kurzov spravidla odrážajú nové trendy v ekonomike a meniace sa očakávania, ktoré sa týkajú budúcej hospodárskej politiky v príslušnom štáte. Z tohto pohľadu je pochopiteľné, že zmeny devízových kurzov sa v podstate nedajú presne predpovedať.

Pri skúmaní výkyvov devízových kurzov sa berie do úvahy aj *vzťah medzi rozpätím úrokových mier a kurzovými zmenami*.

Podľa ekonomickej teórie by rozdiely úrokových mier jednotlivých aktív denominovaných v rôznych menách mali pomôcť pri určovaní budúceho pohybu devízových kurzov. V tomto kontexte sa *rozdiely v úrokových mierach chápu ako určitá kompenzácia týkajúca sa budúcich očakávaných kurzových zmien*. Podľa takéhoto prístupu sa potom vysoké úrokové miery chápu ako znak budúceho znehodnotenia meny a naopak. Uvedená teória pomerne dobre funguje v praxi v tom prípade, ak sa porovnáva vývoj devízových kurzov mien rôznych štátov. *Štáty s vysokou mierou inflácie majú spravidla aj vysoké nominálne úrokové miery a ich meny sa voči štátom s nižšou infláciou a úrokovými mierami znehodnocujú*. Takýto prístup sa však nedá použiť s takou úspešnosťou pri pokusoch späťne podrobne skúmať zmeny devízových kurzov individuálnych mien. V praxi sa totiž vyskytli aj prípady, keď štáty s fixnými devízovými kurzami svojich mien mali pomerne vysoké úrokové miery v porovnaní s ostatnými štátmi.

Takáto situácia sa často vysvetľuje tým, že trh a jeho účastníci nedôverujú menovej politike príslušného štátu.<sup>12</sup>

Niektorí odborníci sa snažili vysvetliť krátkodobé kurzové výkyvy mien s plávajúcím devízovým kurzom pomocou vývoja *základných makroekonomických ukazovateľov*, ako je rast HDP, množstvo peňazí v obehú a cenová úroveň. Tento prístup sa však ukázal ako nesprávny.<sup>13</sup> Keďže nominálne ceny sa novovzniknutej situácii prispôsobujú pomalšie ako nominálne devízové kurzy, v relatívnej cenovej úrovni produkcie rôznych štátov<sup>14</sup> s plávajúcimi devízovými kurzami sú oveľa väčšie rozdiely ako pri fixných devízových kurzoch.

Ako sme už uviedli, je dôležité rozlišovať medzi krátkodobými a dlhodobými kurzovými výkyvmi. *Krátkodobé výkyvy devízových kurzov* síce môžu vyvolať znepokojenie medzi občanmi príslušného štátu, ale z hľadiska ekonomického vývoja sú spravidla len málo dôležité. *Oveľa dôležitejšie sú už rozsiahle výkyvy nominálnych a reálnych devízových kurzov, ktoré trvajú niekoľko rokov.* Príkladom takýchto výkyvov je rast devízového kurzu USD v prvej polovici 80. rokov a jeho následné klesanie počas celej druhej polovice 80. rokov.

### *Dlhodobé výkyvy devízových kurzov*

Rozsiahle a dlhotrvajúce výkyvy nominálnych a reálnych devízových kurzov nemusia byť stále výsledkom iracionálnych *špekulácií na kapitálových trhoch*. Vývoj devízového kurzu príslušnej meny nezávisí len od aktuálneho stavu domáceho hospodárstva. Veľmi dôležité sú aj *očakávania týkajúce sa budúceho vývoja devízového kurzu*. Predpokladajme, že na kapitálových trhoch sa očakáva, že v blízkej budúcnosti kurz SKK poklesne. Následne na to klesne dopyt po SKK a bezprostredne na to devízový kurz SKK naozaj klesne.<sup>15</sup> Očakávania účastníkov kapitálových trhov týkajúce sa budúceho vývoja devízových kurzov

<sup>12</sup> Presne tento problém sa vyskytol v Mexiku. Mexiko malo počas dlhého obdobia fixný devízový kurz svojej meny s väzbou na USD, ale aj napriek tomu úroveň mexických úrokových mier bola stále vyššia ako v USA. Vysvetľovalo sa to tým, že investori požadovali vyššie úrokové miery, ktoré chápali ako rizikovú prirážku, keďže boli presvedčení, že v Mexiku skôr alebo neskôr predať len dôjde k devalvácii pesa. Takéto problémy sa môžu vyskytnúť aj v štátoch s plávajúcimi devízovými kurzami mien, a to vtedy, ak existuje obava, že protiinflačná politika sa v príslušnom štáte zmení na takú politiku, ktorej realizácia spôsobí rast miery inflácie.

<sup>13</sup> Netreba zabúdať, že v tomto kontexte ide o krátkodobé kurzové výkyvy. Ten istý postup, teda objasnenie kurzových výkyvov pomocou vývoja základných makroekonomických ukazovateľov sa pomerne úspešne používa pri dlhodobých kurzových výkyvoch.

<sup>14</sup> Ide o reálne devízové kurzy.

<sup>15</sup> Tento fenomén na kapitálových trhoch je stredobodom pozornosti mnohých výskumných prác, pričom medzi najdôležitejšie práce v tejto oblasti patria práce MMF. V zahraničných odborných kruhoch vznikla aj tzv. teória samosplňajúcich sa očakávaní (*theory of Self-Fulfilling Expectations*), na základe ktorej sa niektoré kurzové výkyvy dajú vysvetliť. Táto teória sa použila napríklad pri objasňovaní príčin vzniku veľkej menovej krízy Európskeho menového systému, ktorá bola charakteristická veľkými kurzovými výkyvmi členských mien v rokoch 1992–1993.

sa opierajú o *predpovede budúceho vývoja dopytu a ponuky príslušnej meny*. To znamená, že veľmi dôležitú úlohu pri vývoji devízového kurzu majú očakávania týkajúce sa budúcej realizácie menovej politiky. Výkyvy devízových kurzov môžu byť spôsobené neistotou, ktorá pramení z *netransparentnej menovej politiky*. Ak sa napríklad počas určitého časového obdobia neustále znehodnocuje devízový kurz SKK, môže to byť dôsledkom obáv investorov, že domáca centrálna banka začne realizovať expanzívnejšiu menovú politiku.

V skutočnosti sa často stáva, že *devízové kurzy výrazne reagujú na očakávania týkajúce sa budúcej menovej politiky*. Tento jav možno teoreticky vysvetliť tým, že ceny a mzdy sa len pomaly prispôbujú novovzniknutej situácii, pričom devízové kurzy okamžite reagujú na nové podmienky na trhu. *Ak napríklad centrálna banka chce spomaliť rast miery inflácie, môže zdvihnúť hodnoty svojich kľúčových úrokových mier*. Takýto postup centrálnej banky spôsobí všeobecný rast krátkodobých úrokových mier v príslušnom štáte. Následne sa zhodnotí nominálny devízový kurz domácej meny. *Tento proces ovplyvní aj úroveň reálneho devízového kurzu domácej meny*, t. j. doma vyrobené tovary oproti tovarom vyrobeným v zahraničí zdražejú, pretože domáce ceny a mzdy sa prispôbia novému nominálnemu devízovému kurzu až po určitom čase. Len čo sa tieto ukazovatele prispôbia novej situácii a miera inflácie klesne, centrálna banka môže znížiť úroveň svojich kľúčových úrokových mier. *Krátkodobé úrokové miery tiež klesnú a devízový kurz domácej meny sa znehodnotí, čo do určitej miery vykompenzuje straty spôsobené predchádzajúcim zhodnotením domácej meny*. Čiže proces prispôbovania devízových kurzov opísanej situácii zahŕňa dočasné nadhodnotenie domácej meny vo vzťahu k jej dlhodobej rovnovážnej hodnote.

*Zmeny v devízových kurzoch môžu byť spôsobené aj reálnymi hospodárskymi šokmi*. Zmeny v domácom dopyte, ktoré sú spôsobené hospodárskymi výkyvmi alebo opatreniami fiškálnej politiky, môžu viesť k rozsiahlym zmenám devízového kurzu, ak sa centrálna banka snaží prostredníctvom menovej politiky stabilizovať vývoj HDP alebo inflácie. To má svoj dôvod. Predpokladajme, že prudko vzrástol domáci dopyt. Ak sa celkový dopyt a domáca výroba majú stabilizovať, vysoký domáci dopyt musí byť vykompenzovaný poklesom čistého exportu. Empirické výskumy dokázali, že pre export a import je charakteristická pomerne nízka cenová citlivosť, a preto sú v takomto prípade nevyhnutné dosť výrazné zmeny devízového kurzu domácej meny.

Z uvedeného vyplýva, že *zmeny v realizácii fiškálnej a menovej politiky môžu spôsobiť nezanedbateľné zmeny v devízových kurzoch*. Typickým príkladom vplyvu realizovanej hospodárskej politiky na vývoj devízových kurzov je obdobie po páde bretonwoodskeho menového systému. Počas týchto rokov dochádzalo k výrazným zmenám v realizácii jednotlivých národných hospodárskych politik,

pričom najvyspelejšie štáty prešli na kurzovú politiku s plávajúcimi devízovými kurzami. Odvtedy sa výrazne zvýšila neistota, týkajúca sa vývoja devízových kurzov. Od 70. rokov až po súčasnosť vzniklo veľmi veľa rôznych menových kríz či neočakávaných výkyvov devízových kurzov. Mnohé z ich boli národným problémom príslušného štátu, no vyskytli sa aj rozsiahle menové krízy, ktoré mali medzinárodný dosah. Aj keď sa vo všeobecnosti uznáva existencia vzťahu medzi vývojom makroekonomických veličín a pohybmi devízových kurzov, je veľmi ťažké určiť, do akej miery boli v minulosti kurzové výkyvy spôsobené makroekonomickými problémami. Túto skutočnosť dokazujú aj nasledujúce príklady.

V prvej polovici 80. rokov devízový kurz USD neustále stúpал. Je to typický príklad toho, že hodnota meny s plávajúcim devízovým kurzom sa môže držať počas niekoľkých rokov nad svojou rovnovážnou hodnotou. V období 1979–1985 USD vzrástla hodnota USD až o 40–50 % oproti hodnote indexu ostatných mien. Priamym dôsledkom silného nadhodnotenia USD boli veľké problémy amerických výrobcov s odbytom svojich výrobkov, keďže klesla ich medzinárodná konkurencieschopnosť. Koncom 70. rokov účastníci kapitálových trhov predpokladali, že dôjde k takej zmene pri realizácii menovej a fiškálnej politiky v USA, že hodnota USD stúpne. V tomto období totiž miera inflácie dosahovala v USA neuveriteľných 12 %. V roku 1979 bol vymenovaný nový predseda Federálneho rezervného systému (Fed),<sup>16</sup> ktorý začal realizovať reštriktívnu menovú politiku. V praxi to znamenalo, že americké krátkodobé úrokové miery v porovnaní so zodpovedajúcimi úrokovými mierami v ostatných štátoch vzrástli. Ako sme však už uviedli, takáto zmena v realizácii menovej politiky môže vyvolať prudký rast devízového kurzu domácej meny. V roku 1981, keď sa Ronald Reagan stal prezidentom USA, americká vláda začala realizovať veľmi expanzívnu fiškálnu politiku. Od roku 1983 sa prudko zvýšili aj súkromné investície. Došlo teda k nárastu domáceho dopytu, ktorý v kombinácii s reštriktívnu menovou politikou môže viesť k zhodnoteniu devízového kurzu domácej meny.

V uvedenom období však boli výkyvy devízového kurzu USD už také výrazné, že sa nedali vysvetliť len makroekonomickou situáciou v USA. To platí hlavne o poslednej fáze zhodnocovania devízového kurzu USD v rokoch 1984–1985. Silné znehodnotenie devízového kurzu USD<sup>17</sup> v rokoch 1986–1987 sa tiež dá vysvetliť tak špekulatívnymi útokmi, ako aj očakávaniami, že fiškálna politika sa v druhej polovici 80. rokov stane viac reštriktívnu.

<sup>16</sup> Federal Reserve System (FRS) plní úlohu centrálnej banky v USA.

<sup>17</sup> Výrazné nadhodnotenie devízového kurzu USD v prvej polovici 80. rokov viedlo k uzatvoreniu dohody (23. 9. 1985) o riadenom floatingu. Na základe tejto dohody sa ministri financií a guvernéri centrálnych bánk piatich priemyselne najvyspelejších štátov sveta každoročne stretávali s cieľom dohodnúť sa na znížení nadhodnoteného devízového kurzu USD, najmä voči DEM a JPY.

Niektorí ekonómovia pokladajú vývoj devízového kurzu USD za typický príklad racionálnymi dôvodmi nevysvetliteľných špekulatívnych útokov, kým ostatní si myslia, že toto obdobie sa dá vysvetliť pomocou vývoja základných makroekonomických ukazovateľov. *Vývoj devízového kurzu USD v 80. rokoch je takmer učebnicovým príkladom výrazných a dlhodobých kurzových výkyvov v režime plávajúceho devízového kurzu.* Po roku 1987 boli výkyvy devízového kurzu USD oveľa menšie.

*Problémy s výkyvmi devízových kurzov sa vyskytli aj v štátoch, ktoré oficiálne realizovali kurzovú politiku s fixnými devízovými kurzami.* Typickým príkladom je menová kríza Európskeho menového systému v rokoch 1992–1993, pričom ani v tomto prípade sa odborníci nevedia dohodnúť na tom, čo ju vlastne spôsobilo. Na jej vysvetlenie sa používajú tak vtedajšie základné makroekonomické ukazovatele a spôsob realizácie menovej a fiškálnej politiky v jednotlivých účastníckych štátoch EMS, ako aj možnosť vzniku samosplňajúcich sa očakávaní. Väčšina ekonómov pripúšťa aj existenciu veľkých špekulatívnych útokov.<sup>18</sup>

Z uvedených faktov vyplýva, že správna realizácia kurzovej politiky plávajúcich devízových kurzov nemá destabilizujúci vplyv na ekonomiku príslušného štátu. V tejto súvislosti však treba pamätať na to, že kurzová politika musí byť „šitá na mieru“ každému štátu. Niektoré štáty dosahujú pozoruhodné úspechy s plávajúcimi a iné zase s fixnými devízovými kurzami.

### 3. Fixné versus plávajúce devízové kurzy

Väčšina významných ekonómov sa zhodla na tom, že výber správneho kurzového režimu je veľmi dôležitý pre hospodársku stabilitu a hospodársky rast jednotlivých rozvojových štátov.<sup>19</sup> Počas posledných dvoch desaťročí mnoho rozvojových štátov prešlo od fixných devízových kurzov<sup>20</sup> k pružnejším formám kurzových režimov.<sup>21</sup> Zdá sa, že počas obdobia výrazného hospodárskeho rastu,

<sup>18</sup> Podrobnejší opis menovej krízy EMS v rokoch 1992–1993, dôvody jej vzniku a jej priebeh pozri [23, s. 25–37].

<sup>19</sup> Problematika výberu vhodného kurzového režimu sa v praxi týka len rozvojových štátov, pretože najvyspelejšie štáty sveta (USA, Kanada, Austrália, Japonsko a členské štáty EÚ) už počas dlhšieho obdobia bezo zmeny úspešne používajú jeden kurzový režim. Mnohé ostatné štáty sveta v posledných dvoch desaťročiach vystriedali niekoľko kurzových režimov, pričom mnohokrát ich kurzové režimy doslova zlyhali. Problematika výberu vhodného kurzového režimu sa stala ešte aktuálnejšou začiatkom 90. rokov po rozpade tzv. svetovej socialistickej sústavy.

<sup>20</sup> Národná mena, ktorej devízový kurz je naviazaný na devízový kurz inej meny, resp. kôš mien, má spravidla fixný devízový kurz.

<sup>21</sup> Pri pružnejšom kurzovom režime je hodnota devízového kurzu domácej meny viac-menej určovaná dopytom a ponukou na trhu.

ktorý bol spôsobený globalizáciou a liberalizáciou svetového trhu a obchodu, sa táto zmena smerom k pružnejším devízovým kurzom osvedčila. No ako ukázala finančná kríza v juhovýchodnej Ázii, ktorá zasiahla aj tamojšie devízové a kapitálové trhy, proces globalizácie môže znásobiť negatívne následky nesprávnej realizácie hospodárskej politiky, t. j. aj nevhodnej realizácie menovej a kurzovej politiky.

*Prechod mnohých štátov od fixného devízového kurzu k pružnejším formám kurzových režimov sa začal po páde bretonwoodskeho menového systému začiatkom 70. rokov. V tom istom období prešli na plávajúce devízové kurzy aj najvyspelejšie štáty sveta. Bezprostredne po páde bretonwoodskeho menového systému väčšina rozvojových štátov aj naďalej viazala devízový kurz svojej meny buď na jednu kľúčovú menu (zväčša išlo o USD a FRF), alebo používali kôš niekoľkých mien. Koncom 70. rokov sa začali v rozvojových štátoch uprednostňovať devízové kurzy s väzbou na menový kôš pred väzbou na jedinú kľúčovú menu. Mnohé štáty začali viazať svoje meny na košovú menu Medzinárodného menového fondu – SDR. Začiatkom 80. rokov sa začal prechod veľkej väčšiny rozvojových štátov od devízových kurzov s väzbou na kôš mien k pružnejším formám kurzových režimov.*

Na ilustráciu opísaného vývoja uvádzame, že v roku 1975 malo 75 % všetkých rozvojových štátov devízový kurz svojej meny naviazaný buď na jednu kľúčovú menu, alebo na kôš mien. V roku 1996 tento počet klesol pod 50 %. Ak zoberieme do úvahy veľkosť týchto štátov, tak sa tento *prechod od fixných devízových kurzov k pružným devízovým kurzom zdá ešte výraznejší*. V roku 1975 sa skupina rozvojových štátov s fixným devízovým kurzom podieľala 70 % na celkovom obchode rozvojových štátov. V roku 1996 ich podiel klesol na približne 20 %.

Mnohí odborníci sa snažili zdôvodniť tento nový trend v oblasti medzinárodného menového systému, pričom názory na to, čo vlastne viedlo jednotlivé štáty k tomu, aby zmenili svoje kurzové režimy, sa rôznia. Je potrebné si uvedomiť, že *presun od fixných kurzových režimov k flexibilnejším kurzovým režimom sa neuskutočnil naraz*. Keď sa v roku 1973 bretonwoodskejší systém prakticky rozpadol, mnohé štáty aj naďalej viazali devízové kurzy svojich mien na tú istú menu ako predtým, často aj na základe akýchsi historických väzieb. Až neskôr, keď došlo k výraznejšej zmene hodnôt devízových kurzov najvýznamnejších mien, jednotlivé štáty začali opúšťať väzbu na jednu menu. Napríklad v 80. rokoch tie štáty, ktoré viazali devízový kurz svojej meny na USD, začali hromadne opúšťať väzbu na USD a dávali prednosť väzbe svojich mien na menový kôš. Tento vývoj bol spôsobený už spomínaným prudkým zhodnocovaním USD v prvej polovici 80. rokov.

Ďalším dôležitým faktorom pri prechode k používaniu flexibilnejších kurzových režimov *bol rýchly rast miery inflácie v rozvojových štátoch počas 80. rokov*. Tie štáty, ktorých miera inflácie bola vyššia ako miera inflácie ich hlavných obchodných partnerov, často pristupovali k devalvácii svojich mien, čím sa vlastne snažili udržať konkurenčnú schopnosť svojich výrobkov. V súvislosti s takýmto vývojom mnohé štáty v tzv. západnej hemisfére začali v tom období používať kurzový režim, ktorý sa označuje pojmom *crawling peg*. Inými slovami, devízové kurzy ich mien sa menili v závislosti od vývoja určených ukazovateľov, pričom ako hlavný faktor zmeny devízového kurzu sa používala miera inflácie. V tomto období mal na hospodárstvo niektorých štátov inflačný vývoj veľmi nepriaznivý vplyv. Preto sa niektoré z nich rozhodli vrátiť sa späť k režimu fixných devízových kurzov. Zmena kurzovej politiky sa chápala ako základný prvok protiinflačného stabilizačného balíka opatrení. Ale to bol iba prechodný trend a tieto stabilizačné programy boli krátke, s priemernou dĺžkou trvania 10 mesiacov.

Mnohé rozvojové štáty mali v priebehu 80. rokov problémy aj s *vonkajšími hospodárskymi šokmi*. Na medzinárodných trhoch prudko vzrástli úrokové miery, spomalil sa hospodársky rast priemyselne vyspelých štátov a vznikla neslávne známa dlžnícka kríza. Rozvojové štáty sa museli snažiť prispôbiť sa nepriaznivému vývoju tak vlastného, ako aj svetového hospodárstva a dôležitým nástrojom prispôsobovania bola aj kurzová politika. Jednotlivé štáty jednak viackrát pristúpili k devalvácii svojej meny, jednak tie, ktoré dovtedy mali fixný kurzový režim, prechádzali na flexibilnejšiu realizáciu svojej kurzovej politiky. V posledných rokoch sa objavili nové skutočnosti, ktoré zvýšili tlak na prechod k *flexibilnejším kurzovým režimom*. Medzi ne patrí napríklad *zvýšená mobilita kapitálu*, ktorá sa mnohokrát v praxi prejavuje ako vlny prílevu a odlevu kapitálových tokov v jednotlivých štátoch.

Trend smerujúci k realizácii flexibilnejších kurzových režimov bol a aj je dobre viditeľný v štátoch, ktorých *hospodárstvo je otvorené a má silné obchodné kontakty so zahraničím*. No v praxi ešte väčšina rozvojových štátov nie je v takom stave, aby boli schopné realizovať politiku skutočne voľne plávajúcich devízových kurzov. Mnohé z nich totiž majú relatívne malý a slabý finančný trh, ktorý môže destabilizovať aj významnejšia transakcia. To znamená, že väčšina rozvojových štátov, aj keď realizuje politiku pohyblivých devízových kurzov, stále používa rôzne nástroje, ktorými ovplyvňuje tak vývoj devízového kurzu domácej meny, ako aj vývoj samotného domáceho finančného trhu.

Niektorí odborníci sa snažili zhodnotiť *vplyv používania fixných a pružných kurzových režimov na vývoj hospodárstva z makroekonomického hľadiska*, pričom dospeli k prekvapujúcemu záveru, ktorý potvrdzujú aj praktické skúsenosti

jednotlivých štátov. Podľa nich sa z *hľadiska makroekonomického vývoja hospodárstva štátu nedá uprednostniť ani jeden z týchto kurzových režimov*. Aj keď ostáva faktom, že počas predchádzajúcich rokov mali štáty s fixným devízovým kurzom svojej meny nižšiu a stabilnejšiu mieru inflácie, v 90. rokoch sa rozdiely medzi mierami inflácie v štátoch s fixnými a plávajúcimi devízovými kurzami podstatne zmenšili. To isté sa týka tempa hospodárskeho rastu, ktoré sa v závislosti od kurzového režimu v jednotlivých štátoch takmer vôbec nelíšilo. Priemerné tempá hospodárskeho rastu boli síce o niečo vyššie v štátoch s pružným kurzovým režimom, ale to bolo spôsobené vysokými mierami rastu v ázijských ekonomikách, ktoré patria medzi štáty s pružnými devízovými kurzami. Ak v nedávnej minulosti dynamicky sa rozvíjajúce ázijské ekonomiky nebudeme brať do úvahy, tak priemerný rast oboch skupín, t. j. s fixnými aj plávajúcimi devízovými kurzami, je takmer rovnaký. Praktické skúsenosti, na veľké prekvapenie mnohých, svedčia o tom, že počet krachov kurzových režimov je v podstate rovnaký pri oboch typoch režimu. Túto skutočnosť dokazuje aj tabuľka 1.

T a b u ľ k a 1

Pády kurzových režimov<sup>1</sup> v závislosti od druhu kurzového režimu

Typ kurzového režimu	1975–1981	1982–1989	1990–1996
Väzba na jednu menu	11	18	9
Väzba na menový kód	2	12	11
Obmedzená miera pružnosti	2	2	–
Riadený floating	7	14	12
Nezávislý floating	1	3	13
Spolu	23	49	45

<sup>1</sup> Pojmom *pád kurzového režimu* (v pôvodnom znení tzv. currency crash) sa chápe minimálne 25 %-ná devalvácia devízového kurzu domácej meny počas 1 roka, pričom počas predchádzajúceho roka vzrástla miera devalvácie devízového kurzu domácej meny o 10 %; 14 štátov frankofónnej Afriky, ktoré používajú jednu spoločnú menu s názvom stredoafriky frank (CFA), sa v tejto tabuľke uvádzajú spoločne ako jeden prípad (devízový kurz CFA sa „zrútil“ počas sledovaného obdobia až dvakrát – v roku 1981 v dôsledku prudkej zmeny devízového kurzu FRF a USD, a v roku 1994, keď došlo k devalvácii parity voči FRF).

Prameň: [30, s. 91].

Problematika týkajúca sa správneho výberu kurzového režimu je síce veľmi aktuálna, ale nie je nová. V staršej literatúre, ktorá sa zaoberala touto problematikou, sa uvádzalo, že *čím menšia a otvorenejšia je ekonomika daného štátu, tým je pre neho výhodnejšia realizácia fixného kurzového režimu*. Pre novšie práce v tejto oblasti je už charakteristický iný prístup, ktorý skúma vplyv rôznych náhodných výkyvov na domácu ekonomiku. Podľa nového prístupu je pre daný štát najvhodnejší ten kurzový režim, ktorý *stabilizuje makroekonomický vývoj v hospodárstve*, t. j. minimalizuje výkyvy v produkcii, spotrebe, úrovni domácich cien, ako aj ostatných makroekonomických veličín. *Vhodnosť, resp. nevhodnosť realizácie určitého typu kurzového režimu vo veľkej miere závisí od charakteru*



*a pôvodu šoku pre ekonomiku, preferencií politikov a štruktúrnych charakteristík hospodárstva daného štátu.*

Kým v minulosti sa politické autority rozhodovali medzi dvoma kurzovými režimami, v súčasnosti majú na výber z mnohých kurzových režimov, ktoré sa od seba odlišujú stupňom pružnosti. Dnes si konkrétny štát môže vybrať od fixného devízového kurzu po skutočne plávajúci devízový kurz. Pri rozhodovaní o výbere správneho kurzového režimu sa musí brať do úvahy veľké množstvo ukazovateľov, pričom sa musia zohľadňovať nielen *ekonomické, ale aj politické kritériá* a pomerne dôležitú úlohu hrá aj *historické pozadie realizácie kurzovej politiky* v tom-ktorom štáte. Niektoré čisto ekonomické kritériá uvádza tabuľka 2.

Tabuľka 2

**Výber stupňa pružnosti devízového kurzu podľa vybraných ekonomických kritérií**

<i>Charakteristický znak ekonomiky</i>	<i>Odporičaný stupeň pružnosti devízového kurzu domácej meny</i>
Veľkosť ekonomiky	Čím je ekonomika väčšia, tým vhodnejší je režim s pružným devízovým kurzom domácej meny.
Otvorenosť ekonomiky	Čím je ekonomika otvorenejšia, tým menej atraktívny je režim s pružným devízovým kurzom domácej meny.
Diverzifikovaná štruktúra výroby/exportu	Čím viac je štruktúra ekonomiky diverzifikovaná, tým vhodnejší je režim s pružným devízovým kurzom domácej meny.
Geografická koncentrácia obchodu	Čím väčší je podiel jedného obchodného partnera na celkovom zahraničnoobchodnom obrate daného štátu, tým vhodnejší je fixný devízový kurz domácej meny s väzbou na devízový kurz meny najväčšieho obchodného partnera.
Miera odlišnosti domácej miery inflácie od svetovej	Čím viac sa líši miera inflácie v danom štáte od mier inflácie jeho hlavných obchodných partnerov, tým viac sú potrebné časté úpravy devízového kurzu domácej meny (ale v prípade štátu s extrémne vysokou mierou inflácie kurzový režim s fixným devízovým kurzom domácej meny môže byť vhodným základom realizácie vhodného stabilizačného programu).
Stupeň ekonomického/finančného rozvoja	Čím je daný štát na vyššom stupni ekonomického a finančného rozvoja, tým vhodnejší je kurzový režim s pružným devízovým kurzom domácej meny.
Mobilita pracovných síl	Čím je v danom štáte vyššia mobilita pracovných síl (t. j. ceny a mzdy v takej ekonomike sú pružné smerom nahor), tým ľahšie sa taká ekonomika prispôbuje vonkajším šokom pri realizácii kurzového režimu s fixným devízovým kurzom domácej meny.
Mobilita kapitálu	Čím vyšší je stupeň mobility kapitálu, tým menej udržateľný je kurzový režim s fixným devízovým kurzom domácej meny s väzbou na inú menu (kôš mien).
Zahraničné nominálne šoky	Čím rozšírenejšie sú zahraničné nominálne šoky, tým vhodnejší je kurzový režim s pružným devízovým kurzom domácej meny.
Domáce nominálne šoky	Čím rozšírenejšie sú domáce nominálne šoky, tým vhodnejší je kurzový režim s fixným devízovým kurzom domácej meny.
Reálne šoky	Čím citlivejšie ekonomika daného štátu reaguje na reálne šoky (domáce aj zahraničné), tým vhodnejší je kurzový režim s fixným devízovým kurzom domácej meny.
Dôveryhodnosť najvyšších politických predstaviteľov	Čím menšej dôvere sa teší protiinflačná politika v danom štáte, tým atraktívnejší je kurzový režim s fixným devízovým kurzom, ktorý vystupuje v úlohe tzv. nominálnej kotvy.

Vo všeobecnosti sú *fixné kurzové režimy vhodnejšie v prípade výskytu šokov menovej povahy*, ako je prudká zmena v dopyte po peniazoch, ktoré majú silný vplyv na cenovú úroveň v štáte. *Pružnejšie kurzové režimy sú zasa vhodnejšie, ak sa vyskytnú silné reálne šoky*, ako je napríklad zmena v oblasti technológií, ktoré ovplyvňujú relatívne ceny domácich výrobkov.

Z uvedeného vyplýva, že ani o jednom type kurzového režimu sa nedá jednoznačne povedať, že je lepší ako ten druhý. Rozhodovanie medzi fixnými a pružnejšími formami kurzových režimov je veľmi často rozhodovaním medzi dôveryhodnosťou a flexibilitou. Niektorí odborníci totiž tvrdia, že realizácia fixného kurzového režimu, ktorý vlastne stanovuje istú devízovú kotvu pre ekonomiku, môže dodať programu zameranému na znížení inflácie väčšiu dôveryhodnosť. Ak centrálna banka používa fixný kurzový režim, menová politika je podriadená požiadavke na udržanie danej fixnej úrovne devízového kurzu domácej meny. S cieľom udržať fixný devízový kurz musia byť konzistentné aj *d ďalšie zložky hospodárskej politiky vrátane veľmi dôležitej fiškálnej politiky*. To znamená, že politici majú za takejto situácie značne zviazané ruky. Štát snažiaci sa udržať fixný kurzový režim si napríklad nemôže neobmedzene vypožičiavať na dlhopedsovom trhu, lebo by to mohlo ovplyvniť úroveň úrokových mier a tým by sa hodnota devízového kurzu domácej meny ocitla pod tlakom.

Kým je fixný kurzový režim dôveryhodný, t. j. kým trh verí, že sa môže udržať, inflačné očakávania, ktoré sa považujú za hlavný dôvod vzniku chronickej inflácie, ostanú na uspokojivej úrovni. Z toho vyplýva, že pri realizácii fixného kurzového režimu existuje riziko, že fixný kurz sa nepodarí udržať, ak trh stratí dôveru v schopnosť alebo vôľu zodpovedajúcej inštitúcie stanovený devízový kurz udržať.

*Pružný kurzový režim poskytuje väčší priestor na manévrovanie*. Napríklad pri realizácii pružného kurzového režimu sa môže nechať rásť miera inflácie, čo sa považuje za nepriamy spôsob zvyšovania daňových príjmov. Je však veľmi pravdepodobné, že za takýchto skutočností sa *pomerne ťažko bude dať získať dôvera trhu v politiku zameranú na kontrolovanie inflácie*, pričom sa môže stať, že inflačné očakávania sa stanú samosplňajúcimi.

Realizácia fixného kurzového režimu sa nemusí nevyhnutne vyznačovať väčšou disciplinovanosťou. Aj pri fixnom režime majú realizátori hospodárskej politiky určitý stupeň voľnosti. Môžu napríklad realizovať deficitnú fiškálnu politiku, pričom sa vznikajúce inflačné tlaky presunú do budúcnosti. To možno dosiahnuť tým, že vláda si bude na financovanie fiškálneho deficitu požičiavať v zahraničí, alebo na jeho financovanie vyčerpá devízové rezervy. Istý čas sa takáto nezodpovedná politika dá realizovať bez toho, žeby sa to nepriaznivo odrazilo na domácej ekonomike. No z dlhodobého hľadiska to musí viesť k bodu,

v ktorom už fixný devízový kurz domácej meny nebude udržateľný. V prípade pružného kurzového režimu sa následky nezodpovednej politiky dajú prostredníctvom zmien devízového kurzu domácej meny a domácich cien spozorovať oveľa skôr. V tomto kontexte môže realizácia pružného kurzového režimu spôsobiť, že v danom štáte sa bude realizovať zodpovednejšia politika ako v prípade fixného kurzového režimu. Okrem toho, fixný kurzový režim si nezíska dôveru ani vtedy, ak ekonomika príslušného štátu už dlhší čas nefunguje úspešne. Napríklad sa môže stať, že národná banka v záujme obrany fixného devízového kurzu domácej meny udržuje vysoké úrokové miery. Ak sa tak deje počas dlhšieho obdobia, môže to ohroziť dôveryhodnosť fixného kurzového režimu v danom štáte, keďže príliš vysoké úrokové miery majú negatívny vplyv na reálnu aktivitu subjektov v domácej ekonomike, pričom takáto situácia môže ohroziť aj zdravie bankového sektora.

V mnohých prípadoch sa rozhodovanie medzi dôveryhodnosťou a flexibilitou dostáva do *politickej roviny*. Ak sa totiž v danom štáte realizuje fixný kurzový režim, tak je politicky často neprijateľné, aby došlo k zmene devízového kurzu domácej meny. Dokonca aj v opodstatnených prípadoch sa zmena devízového kurzu v štátoch s fixným kurzovým režimom považuje za prehru. *Z tohto hľadiska je pre politikov prijateľnejší pružný kurzový režim, v rámci ktorého sa môžu zmeny devízového kurzu domácej meny pripísať na účet trhových síl.* Čiže v tých štátoch, v ktorých by bolo počas realizácie fixného kurzového režimu politicky neprijateľné meniť devízový kurz, je vhodnejší flexibilnejší kurzový režim.

\* \* \*

Ako vyplýva z predchádzajúceho výkladu, *výber vhodného kurzového režimu je komplexnou a veľmi zložitou problematikou.* K zložitosti problému prispieva aj veľké množstvo v súčasnosti používaných kurzových režimov. Na to, aby sa vybral ten najvhodnejší kurzový režim, musia sa zobrať do úvahy mnohé tak ekonomické, ako aj politické kritériá. O tom, že od výberu správneho kurzového režimu závisí celkový stav ekonomiky daného štátu, sa vôbec nedá pochybovať. Počas posledných niekoľkých desaťročí sa názory týkajúce sa problematiky výberu správneho kurzového režimu menili. *Vo všeobecnosti možno povedať, že v štátoch s vysokou infláciou môže byť fixný kurzový režim kľúčovým prvkom krátkodobého stabilizačného programu.* Neskôr, v dôsledku prílevu kapitálu do daného štátu a rizika prehriatia jeho ekonomiky, je vhodnejší pružnejší kurzový režim. Ak sa daný štát dostane do takej fázy, že dosiahne konvertibilitu na kapitálovom účte platobnej bilancie, je veľmi pravdepodobné, že jedinou prijateľnou alternatívou pre neho bude plávajúci devízový kurz domácej meny.

## Literatúra

- [1] BURNHAM, J.: Current Structure and Recent Developments in Foreign Exchange Markets. In: Khoury, S. (ed.): *Recent Developments in International Banking and Finance*. Amsterdam, North Holland 1991.
- [2] Currency Board Arrangements, Issues and Experience. Occasional Papers. č. 151. Washington, D. C., International Monetary Fund 1997.
- [3] DEGENNARO, R. – SHRIEVES, R.: Public Information Releases, Private Information Arrival, and Volatility in the Foreign Exchange Market. *Journal of Empirical Finance*, 4, 1997, s. 295–315.
- [4] DORNBUSCH, R.: Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates. *Zeitschrift für Wirtschafts und Sozialwissenschaften*, 102, s. 573–799. Reprinted in Dornbusch, R.: *Dollars and Deficits*. Cambridge, Mass., MIT Press 1982.
- [5] European Commission: *European Economy – The Impact of Exchange Rate Movements on Trade within the Single Market*. Luxemburg, Directorate-General for Economic and Financial Affairs 1996.
- [6] EVANS, M.: *What Are the Origins of Foreign Exchange Movements?* Georgetown University Typescript, marec 1999.
- [7] FLOOD, M.: Market Structure and Inefficiency in the Foreign Exchange Market. *Journal of International Money and Finance*, 13, 1994, s. 131–158.
- [8] FLOOD, R. – ROSE, A.: Fixing Exchange Rates: Virtual Quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, 36, s. 3–37.
- [9] FLOOD, R. – TAYLOR, M.: Exchange Rate Economics: What is Wrong with the Conventional Macro Approach? In: Frankel, J. – Galli, G. – Giovannini, A. (eds.): *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*. Chicago, The University of Chicago Press 1996, s. 261–294.
- [10] FRANKEL, J. – ROSE, A.: Empirical Research on Nominal Exchange Rates. In: Grossman, G. – Rogoff, K. (eds.): *Handbook of International Economics*. Amsterdam, Elsevier Science 1995, s. 1729–1789.
- [11] FRANKEL, J.: A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *Scandinavian Journal of Economics*, 78, 1976, s. 200–224.
- [12] GHOSH, R. A. – GULDE, A. M. – OSTRY, D. J. – WOLF, H.: Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? *Economic Issues*, č. 2. Washington, D. C., International Monetary Fund 1996.
- [13] GOLD, J.: *SDRs, Currencies and Gold – Sixth Survey of New Legal Developments*. Pamphlet Series, č. 40. Washington, D. C., International Monetary Fund 1983.
- [14] GRAUWE, P. de – ARGY, V.: *Choosing an Exchange Rate Regime – The Challenge for Smaller Industrial Countries*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1990.
- [15] HAU, H.: Competitive Entry and Endogenous Risk in the Foreign Exchange Market. *Review of Financial Studies*, 11, 1998, s. 757–788.
- [16] CHEUNG, Y. – WONG, C.: A Survey of Market Practitioners Views on Exchange Rate Dynamics. *Journal of International Economics*, 45, 1998.
- [17] CHINN, M.: Some Linear and Non-linear Thoughts on Exchange Rates. *Journal of International Money and Finance*, 10, 1991, s. 214–230.
- [18] CHINN, M. – MEESE, R.: Banking on Currency Forecasts. *Journal of International Economics*, 38, 1994, s. 161–178.
- [19] ISARD, P.: *Exchange Rate Economics*. Cambridge, UK, Cambridge University Press 1995.
- [20] MEESE, R.: Currency Fluctuations in the Post-Bretton-Woods Era. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 1990, s. 117–134.

- [21] MUSSA, M.: The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy Under a Regime of Controlled Floating. *Scandinavian Journal of Economics*, 78, 1976, s. 229–248.
- [22] OSLER, C.: Short-term Speculators and the Puzzling Behaviour of Exchange Rates. *Journal of International Economics*, 45, 1998, s. 37–57.
- [23] SIPKO, J.: *Európska menová únia*. Bratislava, Elita 1999.
- [24] WEI, S. – KIM: The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade on Information or Noise? [NBER Working Paper, No. 6256.] November 1997.
- [25] WOOD, G. E.: *Learning from Sterling's Dirty Floating*. London, City University, Centre for Banking and International Finance 1979.
- [26] *World Economic and Financial Surveys: Developments in International Exchange and Payments Systems*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1992.
- [27] *World Economic and Financial Surveys: Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility. Developments and Issues*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1999.
- [28] *World Economic and Financial Surveys: Issues in International Exchange and Payments Systems*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1995.
- [29] *World Economic and Financial Surveys: World Economic Outlook*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1998.
- [30] *World Economic and Financial Surveys: World Economic Outlook: EMU and the World Economy*. Washington, D. C., International Monetary Fund 1997.

## SELECTED PROBLEMS OF EXCHANGE RATE REGIMES

Juraj SIPKO

### 1. Classification of Exchange Rate Regimes within the Framework of International Monetary Fund

Classification of currency exchange regimes was unnecessary during Bretton-Wood monetary system existence, as member countries implemented the policy of fixed currency exchange rates. In the seventies, however, one started to use a relatively large number of exchange rate regime variations, and thus it was necessary to start classifying exchange rate regimes used by IMF member countries. The classification of exchange rate regimes was published in 1975 for the first time, and exchange rate regimes were allocated into several groups by the degree of currency exchange rate elasticity. This classification was used practically without any change for 14 years. Categories used in this classification follow:

- fixed currency exchange rates (exchange rate related to one currency, or exchange rate related to currency basket,
- currency exchange rates of limited elasticity degree (limited degree of elasticity towards one currency and limited degree of elasticity: co-operation agreement),
- floating exchange rates (currency exchange rate with higher degree of elasticity: accommodation considering a group of indicators, and currency exchange rate with a higher degree of elasticity: managed floating).

Original classification of currency exchange regimes was adequate during the seventies and eighties. In the course of time one felt more and more clearly many of its insufficiencies. New classification allocates individual exchange rate regimes into categories by the elasticity degrees of currency exchange rates. Exchange rate regimes were allocated by the new classification into the following 8 categories: exchange rate regimes without local currency, currency boards, other current regimes of fixed currency exchange rates, currency exchange rates with linkage and fluctuation margin, crawling pegs, currency exchange rates with central parity regularly adjusted and with fluctuation margin, managed floating without any definition of a future currency exchange rate development, and independent floating.

## 2. Floating Currency Exchange Rates and Their Effect

Each country that implements floating exchange rate policy must reckon with the mobility of its currency exchange rate. One can put a basic question in this context: whether the implementation of an elastic category in the exchange rate regime has a destabilising effect on country's economy. Practically, it is important to distinguish between short term fluctuations, which appear sporadically day to day, and long term fluctuations, which sometimes last even some years. It is generally accepted that short term fluctuations of currency exchange rates can indeed provoke concern in population of the relevant country, but from the economic development point of view they are usually less important. Much more important, however, are vast fluctuations in nominal and real currency exchange rates lasting some years. Economic theory pays a great attention to currency exchange rate fluctuations and tries to clarify reasons of their origin. Long term fluctuations of currency exchange rate of a relevant currency can be caused by various reasons such as irrational speculations in capital markets, expectations of a future currency exchange rate development, uncertainty caused by a non transparent monetary policy, expectations relating to future monetary policy, as well as real economic shocks. From the above listed follow that changes in the implementation of fiscal and monetary policy can cause significant changes in currency exchange rates. Since the seventies up to the present many various monetary changes, or unexpected fluctuations in currency exchange rates have taken place. Many of those appeared to be a national problem of the country in question, there appeared, however, extensive monetary crises of international impact. Typical examples of long term fluctuations of currency exchange rates is the USD exchange rate fluctuation during the eighties, and the monetary crisis of the European monetary system in the years 1992–1993.

Although the views of authorities in this respect differ, one still accepts the opinion that a correct application of exchange rate policy of floating currency exchange rates does not influence in a destabilising way the economy of the country in question. In this connection, however, one should not forget that exchange rate policy should be tailor-made

for each country. Some countries achieve considerable success with floating, the other, however, with fixed currency exchange rates.

### 3. Fixed Versus Floating Currency Exchange Rates

Most of the distinguished economists agree that the selection of right exchange rate regime is very important for economic stability and economic growth of individual countries. Some authorities tried to evaluate from the macro-economy point of view the influence of appliance either fixed or elastic exchange rate regimes on economy development; at that they arrived at a striking conclusion, which is confirmed by practical experience of individual countries. According to this conclusion, from the point of view of macro-economic development of a country, one can prefer none of the exchange rate regimes, and one cannot say that one exchange rate regime is better than the other one. Decision making between fixed and more elastic exchange rate regimes often means to take choice between reliability and flexibility. Some authorities maintain that the implementation of a fixed exchange rate regime, which in fact casts a currency anchor for economy, can provide a programme aimed at inflation reduction more trustworthiness. If central bank uses fixed exchange rate regime, monetary policy is subordinated to the demand of maintaining fixed level of local currency exchange rate. The aim of maintaining fixed currency exchange rate must be accompanied by further elements of economic policy, including fiscal policy, which is very important. This means that politicians are substantially tied down by this situation. The country that tries to maintain fixed exchange rate regime cannot infinitely continue borrowing in the bond market, as this could influence interest rate level, and thus the value of local currency exchange rate could get under pressure.

As long as the fixed currency exchange regime is trustworthy, e. g. as long as market believes that this fixed regime can and will be maintained, inflationary expectations, which one considers to be the main reason for the chronic inflation origin, will remain at satisfactory level. From this follows that at the implementation of fixed currency exchange regime a risk exists, that fixed exchange rate cannot be successfully maintained when market loses confidence in either ability or will of relevant institution to retain set currency exchange rate.

Flexible exchange rate regime offers its implementers more space for manoeuvring. For instance at the implementation of elastic exchange rate regime one can allow to grow the inflation rate, which is considered to be an indirect method of tax revenue increase. It is, however, most probable that at such situation one could relatively hardly get confidence of the market in policy aimed at inflation control, and it can happen that inflationary expectations can become self fulfilled.