

### Vrtěti dolarem

#### Všichni si přejí stabilitu tří hlavních měn - ale tři je příliš

Ještě to není tak dávno, kdy kdekdo lámal hůl nad eurem: během celého roku 2001 trvalo mezi evropskými státníky (a nejen mezi nimi) rozladění z trvalé slabosti jednotné měny vůči americkému dolaru. Píše se rok 2004 – a situace je právě opačná, za jedno euro se dnes platí 1,2 dolaru. V únoru například ministři financí a guvernéři centrálních bank nejbohatších zemí (G-7) vyjádřili zneklidnění nad „nadměrnou volatilitou“ a „nepředvídanými pohyby“ měnových kurzů; přeloženo do běžné češtiny, dolar oslabil až příliš.

Nestabilita mezi kurzy hlavních světových měn je dávné téma. Ostatně: zkušenost se značnými výkyvy 70. a 80. let vedla ke vzniku Evropského měnového systému, jež později nahradilo euro. Může jednou nestabilita zmizet?

#### Ano, nerovnováha

Stížnosti na nadhodnocené či podhodnocené měny existují stále. Pochopitelně: kurzové nerovnováhy se promítají do platební bilance a následně do vnějšího zadlužení. Zato relativně stabilní kurz prospívá zahraničnímu obchodu, snižuje náklady a vůbec zlepšuje podnikatelské prostředí – zvláště v otevřených ekonomikách.

Tak jako se dřív debatovalo o „správném“ kurzu německé marky nebo o „správné“ paritě dolaru a japonského jenu, v současnosti je tímto tématem dolar a euro. Pohyb byl skutečně znatelný: během let 2002–2003 jednotná evropská měna posílila vůči americké dvakrát tolik co britská libra či kanadský dolar (zdaleka nejvíc ovšem posílil australský dolar; vůči měnám silných asijských ekonomik se kurz USD hýbal velmi omezeně, oproti jenu oslabil během stejného období zhruba o 15 %).

Současný systém kurzů se skutečně zdá být v nerovnováze. Doba nesmírné mobility finančního kapitálu by určité jistoty uvítala. Potíž je v tom, jak na to: předválečný zlatý standard je dávnou minulostí a jeho obnovu nemají summity nejbohatších zemí zrovna na programu. V dnešním tripolárním světě existují tři vedoucí měny – dolar, euro a jen – a samozřejmě spousta více či méně významných měn. Jsou tři hodně, nebo málo? Či spíše: je možné se třemi vedoucími měnami dojít k určité rovnováze měnových kurzů? Odpověď je zatím taková, že tři je patrně příliš.

#### Velcí a malí

Podívejme se na situaci s trochou teorie a určitým množstvím reálných dat. Centrální banka některé vedoucí měny může svým chováním (tj. úsilím o cenovou stabilitu a s využíváním úrokové sazby coby základního nástroje) vytvářet příjemné prostředí pro různé „malé“ měny, které mohou být na vedoucí měnu navázány prostřednictvím kurzového režimu. Proč? Protože z toho „malí“ mají užitek ve formě sníženého či alespoň omezeného kolísání kurzů (a často i nižší inflace). Takové spojení může být formální i neformální – důležité je, zda funguje. Pokud ano, pak centrální banka vedoucí měny jaksi mimochodem získala „malou“ měnu; podobně jako když firma získá zákazníka. Výhody mají obě strany: „malí“ získají kurzovou stabilitu, „velcí“ zvětšenou působnost. Zmíněné uspořádání dnes na světě převládá, neboť drtivá většina „malých“ měn je na silné protějšky různými způsoby reálně navázána již několik desetiletí. Pokud takové aranžmá funguje, pak by mělo vést k určité rovnováze mezi kurzy hlavních měn. Výsledky modelové situace popsané výše ukazují, že takové stability lze skutečně dosáhnout – ovšem v případě existence dvou hlavních měn, nikoli už tří. Tento výsledek potvrzují údaje o měnových kurzech, kurzových režimech, úrokových mírách a objemech emitovaných peněz vedoucích a malých měn za posledních padesát let. (Více podrobností lze nalézt v práci Currencies, Competition and Clans, kterou autoři Dirk Engelmann, Jan Hanousek a Evžen Kočenda publikovali letos jako William Davidson Institute Working Paper číslo 686.) V současnosti si podniky, obchodní zprostředkovatelé, obchodníci na finančních trzích i

centrální banky jednotlivých zemí uvědomují existenci tří vedoucích světových měn a tomu odpovídá i jejich ekonomické chování. Vzhledem k tomu můžeme do budoucna očekávat další neshody na téma nadhodnocení či podhodnocení jednotlivých měn vůči sobě. Za současného stavu věci je zkrátka dosažení určité stability mezi kurzy hlavních měn značně nereálné.

Autor přednáší v CERGE-EI.

Autor: [Evžen Kočenda](#)