

# BRICS: Kurzová politika Brazílie v kontextu vnitřní a vnější rovnováhy<sup>#</sup>

Jaroslava Durčáková\* – Ondřej Šíma\*\*

## Úvod

V souvislosti s finanční krizí v Evropě a USA a s řešením jejich důsledků se dostávají do popředí rychle rostoucí ekonomiky známé jako seskupení BRICS – Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Afrika. Všechny tyto země používají vlastní národní měnu a kurzová politika hraje v jejich monetární politice významnou roli. V tomto příspěvku se chceme zaměřit na kurzovou politiku Brazílie v kontextu hlavních změn v trendech užívání systémů měnových kurzů, které se projevují po roce 2008 v souvislosti s globální finanční krizí a zhodnotit důsledky kurzové politiky Centrální banky Brazílie (BCB, Banco Central do Brasil) pro vnitřní a vnější ekonomickou rovnováhu v souvislosti s dynamikou brazilského devizového trhu.<sup>1</sup>

Nejprve seznámíme čtenáře s vývojem systémů měnových kurzů v globálním měřítku v období 1996 – 2012. Podrobněji se pak budeme zabývat kurzovou politikou a charakterem uplatňovaného systému měnového kurzu brazilského realu v období 1999 – 2012. Rok 1999 jsme zvolili proto, že právě v tomto roce Mezinárodní měnový fond (IMF, International Monetary Fund) začal klasifikaci kurzových systémů opírat o skutečně uplatňované kurzové režimy – klasifikace *de facto* nahradila dřívější klasifikaci *de jure*. Bude nás zajímat, k jakým změnám dochází v uplatňovaných systémech měnových kurzů po roce 2008 v souvislosti s rozvíjející se globální finanční krizí. Na příkladu brazilského realu pak chceme ukázat, zda měnový kurz a volba kurzového systému hraje podstatnější úlohu při vytváření makroekonomického prostředí. V další části analýzy se zaměříme na situaci v platební bilanci a vývoji devizových rezerv z pohledu kurzové politiky. V neposlední řadě budeme věnovat pozornost vlivu vnějších faktorů na devizový kurz. V závěru shrneme pozitiva a negativa kurzové politiky Brazílie z pohledu vnější rovnováhy a stability vývoje na devizovém trhu.

## Vývoj systémů měnových kurzů v globálním měřítku

Uspořádání kurzových vztahů v rámci systémů měnových kurzů je spojeno především s odlišnou úlohou centrální banky a trhu při determinaci kurzu a s rozdílnou mírou preference stability či pohyblivosti kurzu.

Bezprostředně po rozpadu bretonwoodského měnového systému na počátku sedmdesátých let docházelo někdy ke spontánnímu zavádění pohyblivých kurzů (ať v podobě čistého nebo řízeného floatingu). Současně vznikaly nové modifikace pevných kurzů s cílem umožnit propojení výhod jejich relativní stability s větší mírou pružností. Vedle tradičních forem pevných kurzů se začaly některé země orientovat na pevné kurzy s pravidelnými změnami centrálních parit, např. systémy kurzů označovaných jako *crawling peg*, *crawling bands* nebo *kurzy s širšími pásmy oscilace*. Na druhé straně vznikaly daleko striktnější modifikace pevných

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v rámci institucionální podpory VŠE IP 100040.

\* Prof. Ing. Jaroslava Durčáková, CSc. – profesorka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3; <durcak@vse.cz>; Katedra financí a účetnictví, Vysoká škola obchodní v Praze, o. p. s., Spálená 14, 110 00, Praha 1.

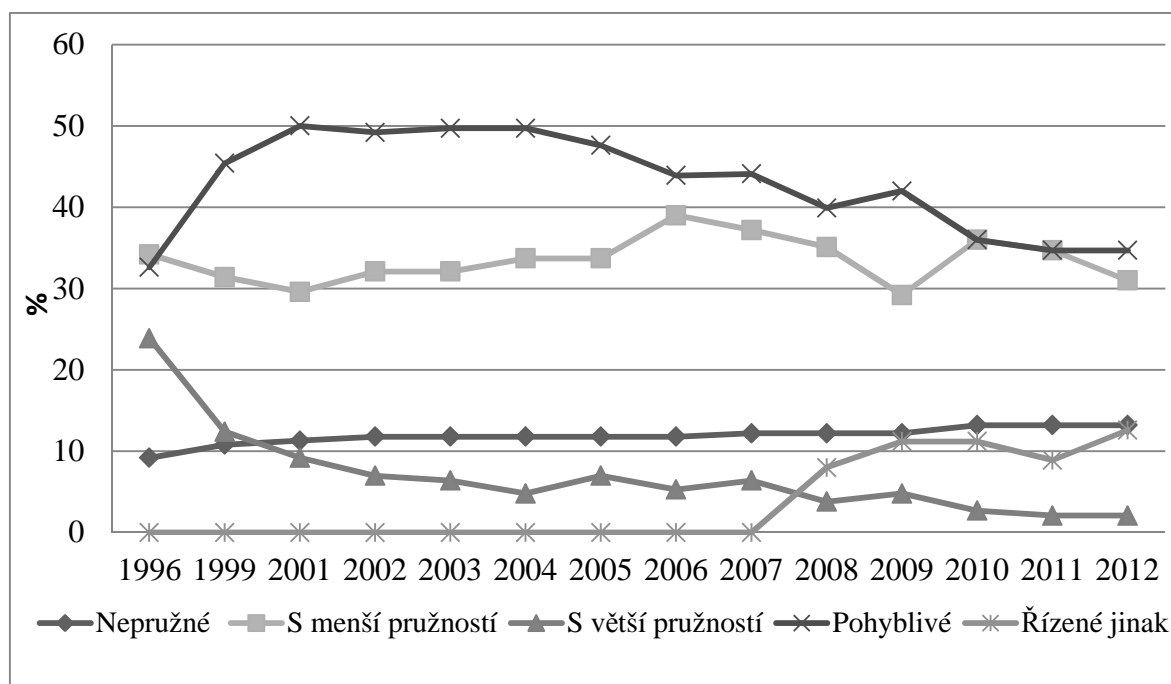
\*\* Ing. Ondřej Šíma – doktorand; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3; <xsimo09@vse.cz>.

<sup>1</sup> Kurzové politice Ruska byla věnována pozornost v (Durčáková – Kunz, 2012).

kurzů, které začaly používat země s vysokou mírou inflace. Navíc některé členské země IMF nepoužívají vlastní, ale cizí měnu – jde o tzv. *dolarizaci* nebo *euroizaci*. Preference kurzových systémů se vyvíjely. Některé další modifikace vznikaly v 90. letech, jiné svoji atraktivnost postupně ztrácely. Otázka, zda je volba systému měnového kurzu významným faktorem pro tvorbu makroekonomického prostředí, je však předmětem stálého zájmu ekonomů (např. Stotsky – Ghazanchyan – Adedeji – Maehle, 2012; Durčáková – Kunz, 2012; Habermeier – Kokenyne – Veyrone – Anderson, 2009).

V této části sledujeme základní změny ve vývoji systémů měnových kurzů s důrazem na míru jejich pružnosti v období 1996 – 2012. Bude nás však prioritně zajímat období po roce 2008, kdy na řadu zemí začaly doléhat důsledky finanční krize. Pokusíme se ukázat, jaké změny jsou pro toto období charakteristické a jak se vyvíjejí preference kurzových systémů, které členské státy Mezinárodního měnového fondu uplatňují. Opíráme se jak o přístupy obsažené v teoretických příspěvcích (viz např. Caruana, 2007; Durčáková, 2010), tak o hodnocení *de facto* aplikovaných kurzových systémů Mezinárodním měnovým fondem, zveřejněných v databázi AREAER 1996 – 2012. Vývoj preferencí kurzového systému v období 1996 – 2012 zachycuje Obr. 1.

**Obr. 1: Systémy měnových kurzů, 1996 – 2012**



Zdroj dat: AREAER, graf vlastní.

Jako *nepružné* jsou v tomto textu označeny *pevné kurzy s rigidní vazbou* na jinou měnu. Zahrnují systém kurzů řízených měnovou radou (*currency board*) s neodvolatelnou centrální paritou a systém kurzů s použitím cizí měny jako oficiálního platidla (*dolarizace* či *euroizace*). *Pevné kurzy s menší pružností* zahrnují klasický systém pevných kurzů s úzkými hranicemi oscilace, maximálně do  $\pm 1\%$  od centrální parity, s nepravidelnými změnami centrální parity (*conventional fixed peg*). Od roku 2009 do této kategorie zahrnujeme rovněž *kurzy stabilizované*, které mají obdobný charakter. *Pevné kurzy s větší pružností* představují pevné kurzy se širšími hranicemi oscilace, tj. s větším rozpětím pro pohyb kurzu než  $\pm 1\%$  centrální parity (*peg within horizontal bands*), kurzy s posuvnými hranicemi oscilace, označované jako *crawling peg* (bez pásem oscilace) a *crawling bands* s vymezenými pásmy oscilace. V obou posledně jmenovaných případech je změna centrální parity předem ohlašována zpravidla centrální bankou. Do kategorie *kurzů s větší pružností* je od roku 1999

v grafu zahrnuta i nová modifikace kurzového systému, *crawling-like arrangement*. *Pohyblivé kurzy* zahrnují jak kurzy s řízenou pohyblivostí (*managed floating*, po roce 2009 označovaných v přehledech IMF jen jako *floating*), tak i nezávislý *floating* (*independent floating*, v pozdějších přehledech IMF označovaný jako *free floating*). *De facto* klasifikace kurzových systémů vychází v zásadě z toho, zda je měnový kurz převážně determinován tržními faktory anebo rozhodnutím monetárních autorit, převážně centrálních bank. Po roce 2009 se nově objevuje *systém kurzů řízených jinak* (*other managed arrangement*). Tato modifikace kurzového systému přihlíží k tomu, že měnový kurz v tomto případě není převážně určen tržními faktory, ani však nelze konstatovat, že je jeho vývoj převážně ovlivněn rozhodnutím měnových autorit.

Z grafu lze vysledovat, že po roce 1999, a zejména pak po roce 2008 díky důsledkům finanční krize, se udály některé zásadní změny uplatňovaných kurzových systémů:

1. Po roce 1999 dochází jen k relativně malému nárůstu nepružných kurzových systémů, zejména díky poklesu zemí, které uplatňovaly *currency board*. Zatím co v roce 1999 udržovalo *currency board* 7,6 % členských zemí IMF, v roce 2008 to bylo 6,9 %. V roce 2012 se jejich podíl v celkové struktuře systémů měnových kurzů dále snížil na 6,3 %. Naopak podíl zemí, které používaly jako své zákonné platidlo cizí měnu, se více jak zdvojnásobil: z 3,2 % v roce 1999 na 5,3 % v roce 2008 a na 6,8 % v roce 2012.
2. Používání pevných kurzů s úzkými hranicemi oscilace poměrně významně vzrostlo v období 1999 – 2006, z 31,4 % na 39 %. V dalším období však došlo ke změně této tendence a v roce 2012 se zastoupení těchto pevných kurzů s relativně menší pružností významně snížilo. Jejich podíl se dostal až pod výchozí úroveň roku 1999, tj. na 31,0 %.
3. Globální finanční krize nevedla ke změně v trendu liberalizace kurzových vztahů, ke kterému v řadě zemí docházelo po roce 2007. V aplikovaných kurzových systémech lze pozorovat i poněkud více flexibility, a to i přesto, že dochází k častějším a co do objemu rozsáhlejšími intervencím centrálních bank na devizovém trhu. Nicméně, kurzy s menší či větší flexibilitou v období 2008 – 2009 stále v preferencích kurzových systémů většiny zemí převládají. Podstatná volatilita devizových kurzů a značné depreciační tlaky spustily aktivnější účast monetárních autorit na devizových trzích, což ve svých důsledcích vedlo k určitému poklesu počtu zemí, které aplikovaly ve své monetární politice volně pohyblivé kurzy (čistý *floating*) a odpovídajícímu zvýšení počtu zemí se systémem kurzů s řízenou pohyblivostí (*floatingu*<sup>2</sup>). Současně se také snížil počet zemí se systémy pevných a stabilizovaných kurzů ve prospěch zvýšení systému kurzů jinak řízených.
4. Po roce 2008 zůstával pro většinu zemí měnový kurz nominální kotvou monetární politiky. Úloha amerického dolaru jako nominální kotvy však ve srovnání s ostatními měnami relativně klesala. Po roce 2010 však je patrné, že měnové kurzy přestaly být dominantní kotvou monetární politiky, mnoho zemí raději monitoruje různé jiné ukazatele. Americký dolar si podržel pozici dominantní měny v postavení měnové kotvy, ale tuto kotvu používá podstatně méně zemí. Tento trend v období 2008 – 2012 ukazuje Tab. 1.

<sup>2</sup> Autoři článku považují označení *floating* pro tento systém měnového kurzu za nedostatečný, jako vhodnější a přesnější považují původní termín s užitým přívlastkem, tedy *managed floating* (*řízený floating*).

**Tab. 1: Rámec monetární politiky a měnový kurz jako monetární kotva**

Rok	USD	EUR	Soubor	Jiná měna	Měnový agregát	Cílování inflace	Ostatní
2008	33,0	14,4	8,0	3,7	11,7	22,9	6,4
2009	28,7	14,4	7,4	4,3	13,3	15,4	16,3
2010	26,5	14,8	7,9	3,7	13,2	16,4	17,5
2011	25,3	14,2	7,4	4,2	15,3	13,6	17,4
2012	22,6	14,2	7,6	4,2	15,3	16,8	20,0

Zdroj dat: AREAER, tabulka vlastní.

5. Přes to, že docházelo ke zvýšeným intervencím, celkově lze pozorovat, že vývoj krátce po roce 2008 přerušil tendenci, která převládala v minulých pěti letech, kdy ve struktuře kurzových systémů dominovaly kurzy s menší pružností (viz Durčáková, 2009). Začala se – byť opatrně – prosazovat preference kurzových systémů s relativně větší pružností.
6. Stabilizace devizových kurzů a podstatný pokles jejich volatility vedly k tomu, že řada zemí nejprve přestala uplatňovat systémy stabilizovaných kurzů a kurzů s úzkými pásmy oscilace. V důsledku toho došlo k poklesu jejich podílu v celkové struktuře kurzových systémů. Tak jak se devizové trhy stabilizovaly, řada zemí, které před tím volily větší flexibilitu, aby přestály krizi, se vrátila ke své dřívější politice preference kurzové stability, což vedlo k nárůstu systémů kurzů s menší pružností. Zatím co v roce 2006 používalo tyto systémy 39 % členských zemí IMF, v roce 2009 došlo k jejich poklesu na 29,2 %. V dubnu 2010 však procentní zastoupení kurzů s menší pružností opět vzrostlo na 36 %. Současně se proti roku 2006 zvýšil o 1,4 p. b. podíl systémů nepružných kurzů. V roce 2012 se uplatnění kurzových systémů s menší pružností vrátilo lehce pod úroveň roku 1999 a dosáhlo 31 %.
7. Ve sledovaném období po roce 2008 lze pozorovat jistý odklon od intervencí prováděných podle daných pravidel (rule-based) ve prospěch intervencí s větší diskrecí. V kontextu globální finanční krize některé země intervenovaly s cílem utlumit apreciace svých měn a tak zachovat svoji konkurenceschopnost na zahraničních trzích. Není bez zajímavosti, že k intervencím sáhly i takové země, které před rokem 2009 intervence prováděly jen velmi zřídka jako je Česko, Polsko (centrální banka neintervenovala od roku 2000) a Švýcarsko. Intervence uskutečňovaly nejen země s kurzovými systémy, pro které jsou intervence centrální banky na devizovém trhu implicitní součástí systému – jsou k nim de jure zavázány, (jako je např. systém kurzů s úzkými pásmy oscilace), nebo je uskutečňují fakultativně (řízený floating). Intervence uplatňují i země se systémem volně pohyblivých kurzů, kde by z čistě teoretického hlediska intervence neměly bránit volnému pohybu kurzů na devizových trzích. Nová metodologie klasifikace systémů devizových kurzů však i u této kategorie s jistou mírou intervencí centrální banky na devizovém trhu počítá. Nejčastěji uplatňovanou technikou intervencí centrálních bank na devizových trzích jsou přímé intervence v podobě nákupů a prodejů deviz. Tak tomu bylo např. v případě Polska. Jiné země dávají přednost verbálním intervencím. Např. Česká národní banka několikrát sáhla k verbálním intervencím. Nemusela však nakonec devizy ani prodávat

ani nakupovat, aby ovlivnila vývoj kurzu koruny.<sup>3</sup> IMF upozorňuje v této souvislosti rovněž na skutečnost, že mnohé země využívají swapové operace mj. také k tomu, aby dočasně sterilizovaly důsledky intervencí na rezervy komerčních bank u centrálních bank (AREAER, 2010). Na tuto skutečnost poukazují i někteří brazilští ekonomové (viz Kohlscheen – Andrade, 2013).

8. Na pozadí zhoršující se krize eurozóny a přetrvávajícího nízkého růstu lze pozorovat pokračující přesun od stabilnějších kurzových režimů k systémům s větší pružností (*intermediary flexibility*). Krize eura podnítila země k zintenzivnění intervencí s cílem zabránit apreciaci kurzů, rozvíjející se ekonomiky opouštěly své *de facto pegs* v důsledku oslabování jejich pozice ve vnějších vztazích. Odklon od nepružných kurzových systémů (*soft peg arrangement*) k jinak řízeným kurzům jen zrcadlí to, co se stalo na začátku krize, kdy řada zemí opustila systémy kurzů s menší pružností jako odpověď na zvyšující se volatilitu kurzů na devizových trzích.

Na to, jak se výše uvedené změny odrážejí v preferencích kurzového systému brazilského realu, se zaměříme v další části této stati.

### **Měnový kurz realu, volba aplikovaného systému a devizový trh**

Kurzová politika a volba systému měnového kurzu hrají při ovlivňování makroekonomického prostředí v Brazílii významnou roli. Preference uplatňovaného systému měnového kurzu prošla několika změnami. V období červenec 1994 – leden 1999 se kurzová politika opírala o *systém posuvných parit*, známý jako *crawling peg*<sup>4</sup>, a sehrála pozitivní roli zejména v boji s hyperinflací<sup>5</sup>. Nicméně při relativně pevném nominálním kurzu a zvyšování cen komodit reálný kurz realu (BRL) aprecioval. Brazílie ztrácela svoji konkurenceschopnost na zahraničních trzích a deficit běžného účtu platební bilance narůstal. K tomu přistoupily i další problémy – nedostatek domácích úspor, značná závislost země na přílivu zahraničního kapitálu a ve spojení s vysokým úrokovým diferenciálem také značná rizikovost této závislosti. Stranou nezůstaly ani problémy spojené s poklesem ekonomického růstu, s penzijní reformou, jakož i problémy spojené s měnovou krizí v Asii a Rusku. Změna kurzového systému se stala aktuální.

V listopadu 1999 přijala Brazílie článek VIII Statutu Mezinárodního měnového fondu, část 2 a 3. Brazilský real tak deklaroval k tomuto datu dosažení směnitelnosti na běžném účtu platební bilance. Od ledna roku 1999 je preferován systém pohyblivých kurzů – nezávislého floatingu (1999 – 2007) a řízeného floatingu (2008 – 2012). V období po roce 1999 pokračoval kurz realu v depreciačním trendu. Zatím co v lednu 1999 dosahoval kurz 1,5011 USD/BRL,<sup>6</sup> do konce roku 2002 deprecioval na 3,6251 USD/BRL. Svoji roli sehrála i napjatá situace (nejen) před prezidentskými volbami v říjnu 2002. Po roce 2003 se kredibilita brazilské ekonomiky postupně navyšovala především v kontextu příznivějších vnějších faktorů. Vývoj nominálního kurzu brazilského realu v období leden 1990 – červen 2013 přináší Obr. 2.

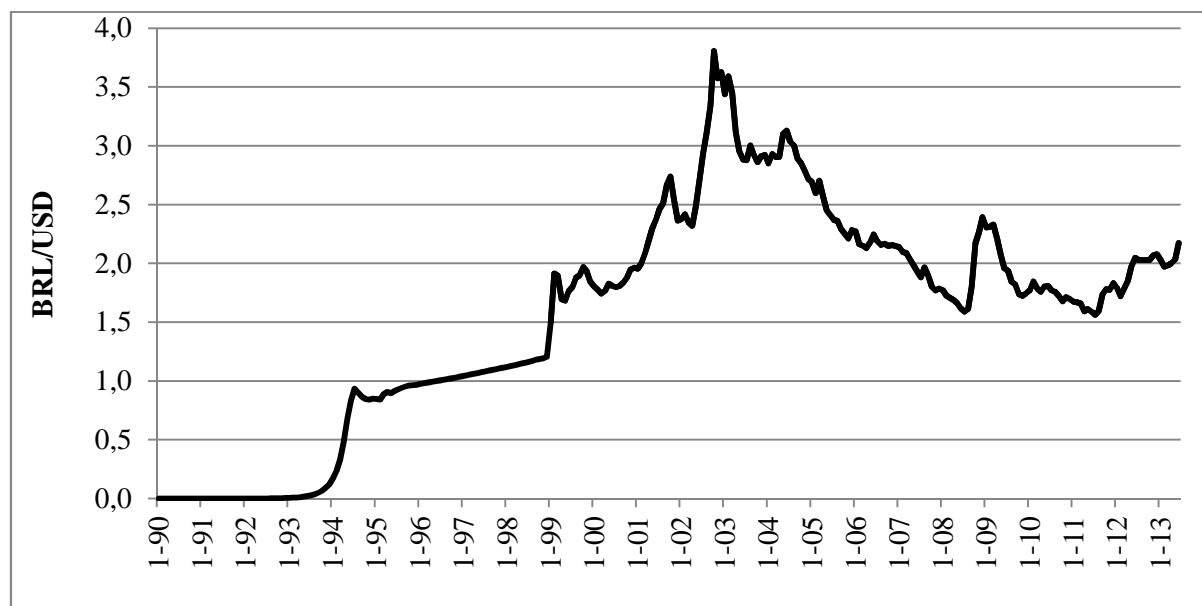
<sup>3</sup> Počátkem listopadu 2013 ČNB sáhla k devizovým intervencím, kdy jejím cílem bylo oslabit kurz české koruny vůči euru na hodnotu kolem 27 CZK/EUR.

<sup>4</sup> Někdy též označovaný jako systém mini devalvací (podrobněji Alemán, 2011). Helísek (2004, str. 61) upozorňuje na krátké období užívání kurzového režimu *peg s úzkým pásmem oscilace* (od července roku 1994). V červnu 1995 Brazílie přešla na systém *crawling peg*.

<sup>5</sup> Průměrná roční míra inflace 949,2 % v období 1990 – 1998 (k signifikantnímu snížení došlo již v roce 1995), 7,0 % v období 1999 – 2007, resp. 5,5 % mezi lety 2008 – 2012, viz IMF – WEO.

<sup>6</sup> V textu je užívána akademická (a nikoliv tržní) kotace měnového kurzu.

**Obr. 2: Bilaterální nominální kurz USD/BRL, leden 1990 – červen 2013**



Zdroj dat: IMF – IFS, graf a výpočty vlastní, měsíční průměrné kurzy.

Tab. 2 nám podává ucelenější obraz o variabilitě kurzu realu. S výjimkou období užívání crawling pegu byla volatilita kurzu (měřena variačním koeficientem) poměrně značná. Participace Centrální banky Brazílie na devizovém trhu<sup>7</sup> při provádění intervencí byla reakcí na zvýšenou volatilitu kurzu realu<sup>8</sup> od roku 2008.

**Tab. 2: Variabilita nominálního bilaterálního kurzu USD/BRL, leden 1990 – červen 2013**

Období	1/1990 - 6/1994	7/1994 - 12/1998	1/1999 - 12/2002	1/2003 - 12/2007	1/2008 - 6/2013
Směrodatná odchylka	0,1233	0,0196	0,0660	0,0286	0,0417
Variační koeficient	0,4827	2,8038	2,6178	-2,5295	10,9753

Zdroj dat: IMF – IFS, tabulka a výpočty vlastní. Poznámka: vzhledem k prokázané nestacionaritě původní řady bilaterálního nominálního kurzu BRL/USD rozšířeným Dickeyovým-Fullerovým testem, byla k výpočtu variability užitá časová řada relativních přírůstků.

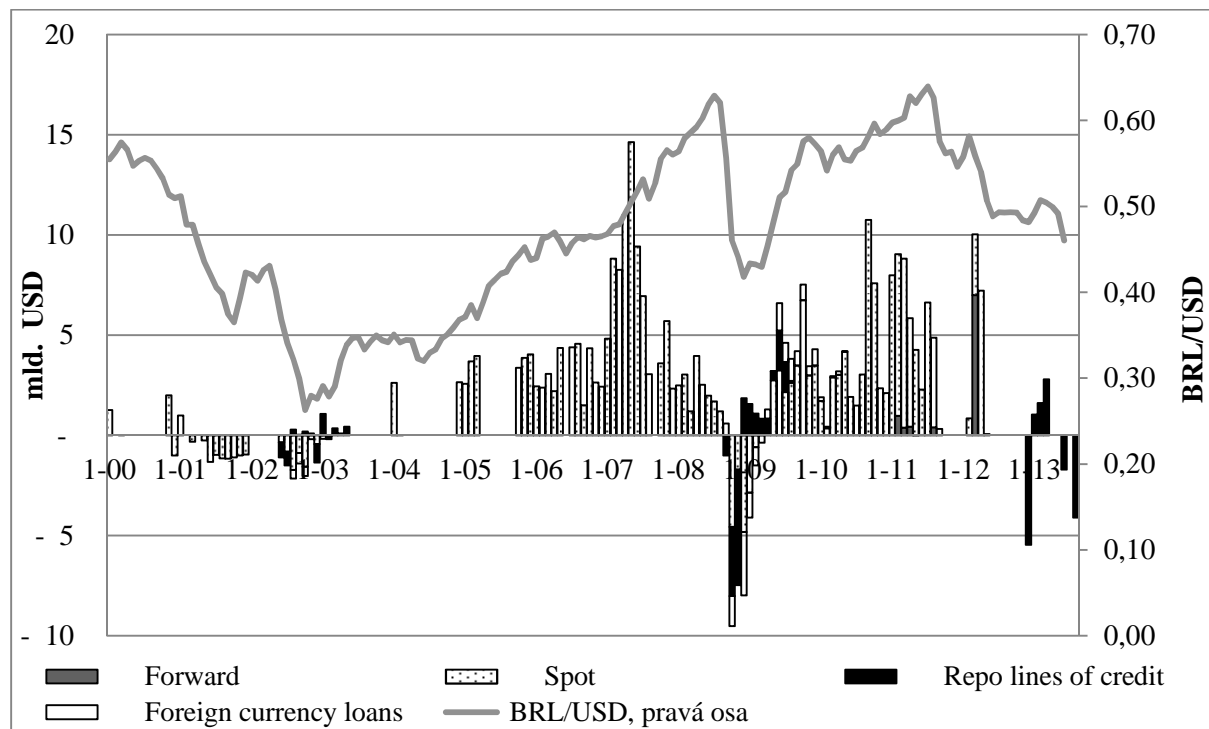
Bližší pohled na zvýšenou aktivitu BCB v kontextu obav z „nadměrné“ apreciacie realu nabízí Obr. 3. Kohlscheen a Andrade (2013) dokládají relativně silnou angažovanost BCB při

<sup>7</sup> Brazilská centrální banka intervenovala na devizovém trhu od počátku zavedení floatingu v roce 1999, (blíže též de Mello – Moccerro – Gnabo, 2008; de Oliveira – Novaes, 2007). IMF zahrnoval kurz realu do kategorie „nezávislý floating“, centrální banka však již tehdy stanovovala pásma oscilace pro pohyb kurzu na 1,1975 – 1,2115 BRL/USD. Později byla pásma rozšířena na 1,20 – 1,32 BRL/USD. Současně centrální banka oznámila, že bude přizpůsobovat pásma oscilace každé tři dny tak, aby mohlo docházet k plynulé depreciaci realu. Kurzový systém ve skutečnosti spíše připomíná kurz s řízenou pohyblivostí nebo systém posuvných parit. Podrobněji viz AREAER (1999). Kohlscheen (2013b) uvádí, že za období 2002 – 2011 BCB intervenovala celkem v 1345 dnech (tj. 56 % všech obchodních dnů za sledované období).

<sup>8</sup> Sales a Barroso (2012, str. 9) upozorňují na zákonný mandát BCB ohledně stability měnového kurzu: „The Central Bank of Brazil has the formal mandate to oversee the foreign exchange market, ensuring a stable nominal exchange rate. Therefore, it is required by law to implement a free floating regime, but with concerns to limit excessive volatility. Whenever the Central Bank assesses the existence of persistent trends subject to abrupt reversal risks, specific actions are taken in the spot and future markets to lower volatility in the relevant horizon.“ AREAER (2012, s. 72) však u Brazílie uvádí *floating*, tedy nový název pro dříve užívaný pojem *managed floating*, viz též komentář v tomto příspěvku.

intervencích prostřednictvím swapových operací na aukcích v roce 2012 (v obrázku neuvedeno).

**Obr. 3: Intervence Brazílské centrální banky, leden 2000 – srpen 2013**



Zdroj dat: BCB, IMF – IFS, graf vlastní, měsíční údaje. Údaje dostupné pouze od ledna 2000.

Přehled o situaci na devizovém trhu Brazílie nabízí níže uvedená tabulka.

**Tab. 3: Obrat na devizovém trhu podle transakcí, 2001 – 2013**

<b>BRL</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>
Spotové operace	3 766	2 866	5 579	8 518	11 000
Forwardové operace	1 259	1 072	5 259	12 866	34 000
Devizové swapy	213	406	274	791	1 000
Měnové swapy	.	.	.	391	3 000
Devizové opce	.	.	.	4 657	11 000
<b>Celkem</b>	<b>5 239</b>	<b>4 344</b>	<b>11 112</b>	<b>27 324</b>	<b>59 000</b>

Zdroj dat: BIS, údaje uváděny v mld. USD, BRL proti ostatním měnám. Údaje za rok 2013 jsou předběžné.

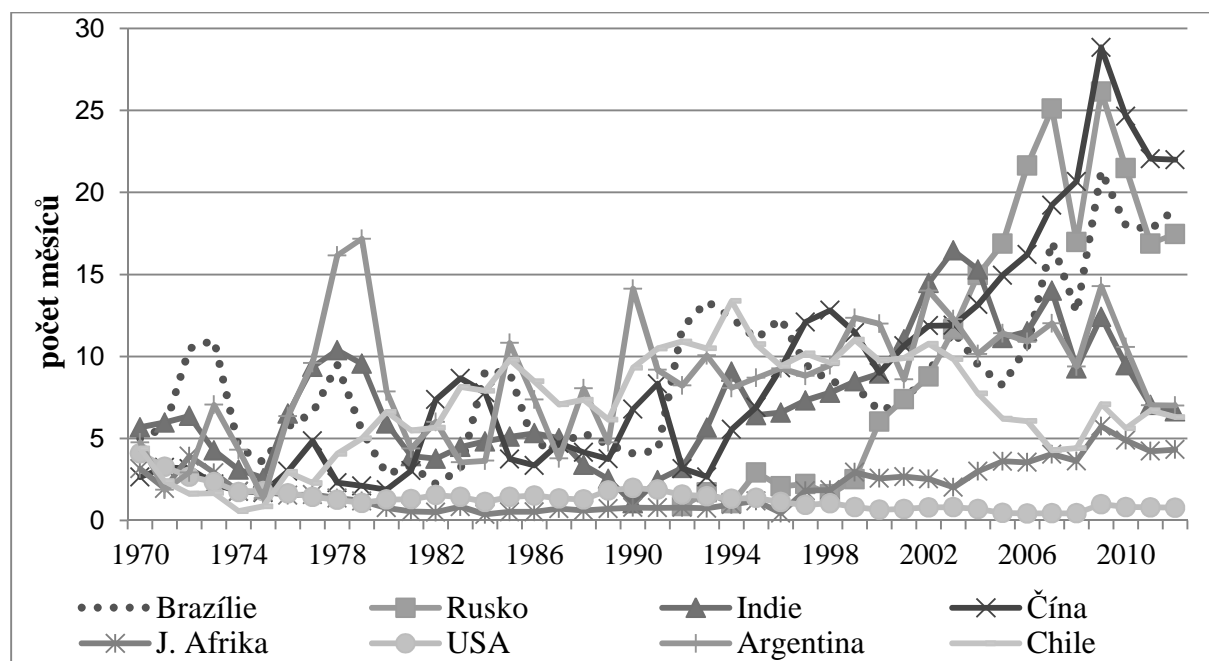
Ve srovnání s rokem 2001 se obrat BRL oproti ostatním měnám na devizovém trhu více než zdesetinásobil. Ve sledovaném období došlo v Brazílii k mimořádnému růstu forwardových operací. V globálním měřítku je však spíše patrná tendence růstu devizových swapů, čisté forwardy zaujímají jen menší objem celkového obratu.

Jakýmsi zrcadlem aktivit BCB na devizovém trhu se staly narůstající devizové rezervy, které ve srovnání s „doporučovanou“ hodnotou ve výši krytí 3měsíčního importu (viz obrázek)<sup>9</sup> dosahovaly značných rozměrů. Pro větší názornost porovnáváme devizové rezervy

<sup>9</sup> V kontextu světového vývoje však brazilská výše rezerv – měřeno jako % HDP – neznamená extrémní případ (viz např. Moghadam – Ostry – Sheehy, 2011).

Brazílie s ostatními zeměmi BRICS, USA a s dalšími dvěma výraznými ekonomikami z regionu Latinské Ameriky, Chile a Argentinou.

**Obr. 4: Krytí importu devizovými rezervami v počtu měsíců vybrané země, 1970 – 2012**



Zdroj dat: UNCTAD, graf vlastní, rezervy včetně zlata. V případě Brazílie má zlato v devizových rezervách marginální zastoupení.

Upozorníme, že nárůst devizových rezerv nesouvisel jen s „obranou“ proti krizi, jelikož vzrůstající trend rezerv je patrný již po roce 2003<sup>10</sup>. Sales a Barroso (2012) uvádějí, že náklady<sup>11</sup> spojené s brazilskými devizovými rezervami dosahují hodnot 1,32 % HDP ročně, zatímco očekávaný pokles produktu během krize se odhaduje na 14,64 % HDP. Mourougane (2011a) cituje příspěvek, v němž se náklady intervencí odhadují na více než 42 mld. USD za období 2005 – duben 2010. Vliv má především značný úrokový diferenciál a fakt, že apreciacie brazilského realu není jen krátkodobý fenomén, nýbrž dlouhodobější trend. De Mello, Moccerro a Gnabo (2008) na „předkrizovém“ vývoji dokazují, že BCB intervnuje nejen z důvodu snížení volatility kurzu BRL, ale také v době odklonu kurzu od střednědobého trendu. Při krátkodobých nerovnováhách kurzu dle autorů ve sledovaném období BCB neintervnuje. Novější poznatky v Sales a Barroso (2012) potvrzují výše uvedené. Tvorba devizových rezerv<sup>12</sup> a participace BCB na devizovém trhu probíhá i v „krizovém“ období za

<sup>10</sup> Malloy (2013) ve svém výzkumu zahrnující data za období 2001 – 2012 pro 15 zemí (mezi nimi i Brazílie) připouští kromě „preventivního“ motivu tvorby devizových rezerv též vliv zachování si konkurenceschopnosti. Sám autor připouští rozdíly mezi zkoumanými zeměmi a motivy.

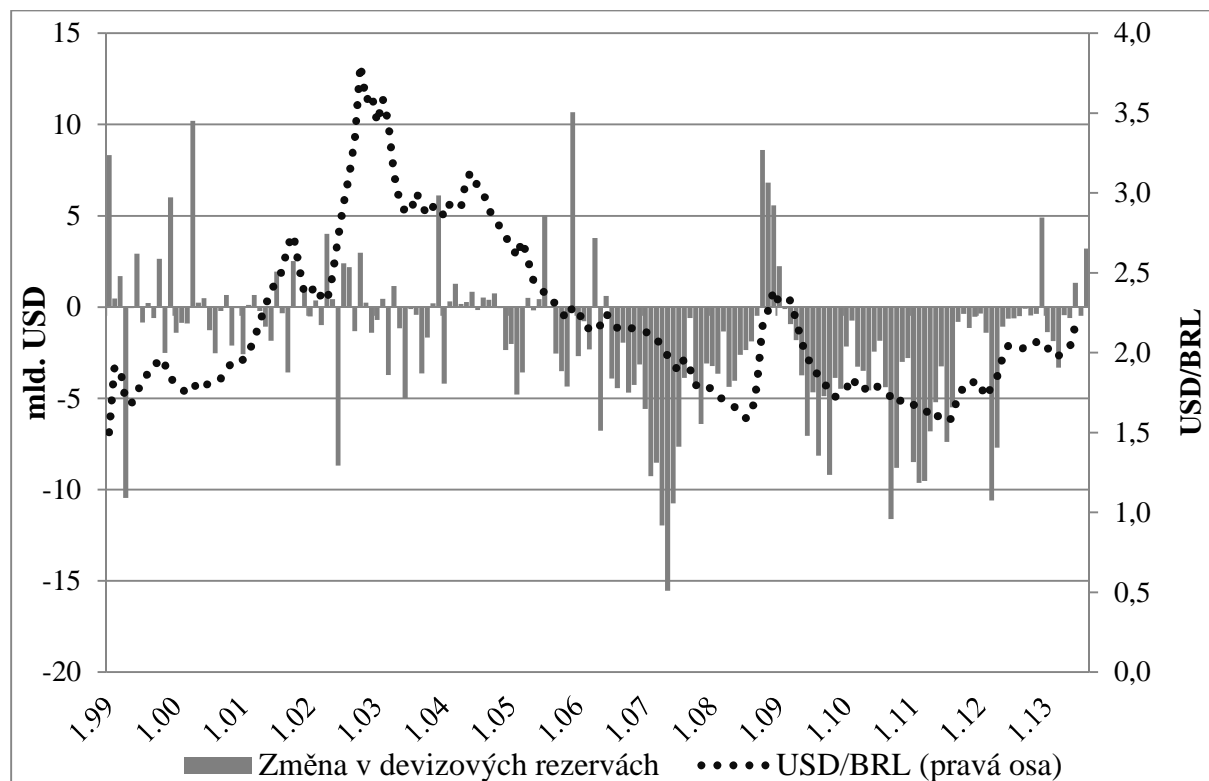
<sup>11</sup> Za náklady spojené s držbou devizových rezerv, resp. se sterilizací devizových intervencí lze považovat za a) náklady vyplývající z trendové apreciacie domácí měny (a depreciaci zahraniční měny/měn, ve kterých jsou devizové rezervy drženy) – centrální banka se de facto nachází v roli spekulanta v dlouhé devizové pozici „spekulující“ na oslabení domácí měny; resp. za b) náklady v podobě úrokového diferenciálu – náklady na sterilizace determinované domácí úrovní úrokových měr versus výnosy z investovaných devizových rezerv v zahraničí (při zahraniční úrokové míře).

<sup>12</sup> Aizenman, Edwards a Riera-Crichton (2011) vyzdvihují význam devizových rezerv jakožto vhodného absorpčního prostředku pro snížení volatility reálného efektivního měnového kurzu (REER, real effective exchange rate) při výrazném pohybu („šoku“) směnných relací, který je tolik typický pro exportéry komodit. Autoři se domnívají, že dostatečná výše rezerv může mít obdobný vliv jako kurzový režim s limitovanou oscilací. Další motivy tvorby rezerv uvádí např. Moghadam, Ostry a Sheehy (2011).



účelem dodávání likvidity na trh a snížení volatility kurzu realu (případně krátkodobého ovlivnění dynamiky kurzu), ale nikoliv změny jeho dlouhodobého trendového vývoje. Pohyby devizových rezerv za období leden 1999 až srpen 2013 přináší Obr. 5.

**Obr. 5: Změny v devizových rezervách Brazílie, leden 1999 – srpen 2013**



Zdroj dat: BCB, IMF – IFS, graf vlastní, měsíční data.

Poznámka: záporná hodnota znamená zvýšení devizových rezerv.

Z dřívější části této stati již víme, že Brazílie zavedla inflační cílování v roce 1999, zároveň však intenzivně participovala na devizovém trhu při sterilizovaných devizových intervencích prakticky po celé sledované období. De facto tedy sledovala dva cíle: 1) stabilní a nízkou míru inflace a 2) stabilitu měnového kurzu. Cílování inflace bývá spojováno jak s volbou volně pohyblivého kurzu, tak s kurzem, jehož pohyb je řízený. Nicméně dle názoru některých ekonomů by měnová autorita (v našem případě BCB) praktikující inflační cílování měla nechat svůj měnový kurz pohybovat volněji. Ostry, Ghosh a Chamon (2012) na příkladě rozvíjejících se ekonomik, mezi které patří i Brazílie, připouští užití jak inflačního cílování, tak intervencí, pokud se měnový kurz odchýlí od svého střednědobého trendu (pro Brazílii viz poznámka výše). Zjednodušeně řečeno, politika inflačního cílování by měla být užitá jako reakce na poptávkový šok a nikoliv na přílivy zahraničního kapitálu. Na pohyby zahraničního kapitálu by měla dle autorů reagovat právě zvýšená aktivita na devizovém trhu<sup>13</sup>. Primárně by však centrální banka v režimu cílování inflace měla stále dbát na cenovou stabilitu. Nabízí se zde užití jakéhosi upraveného a rozšířeného Taylorova pravidla, jež by v případě rozvíjejících se ekonomik zahrnovalo (resp. by bylo jeho komplementem) např. měnový kurz, resp. sterilizované intervence.

Dle našeho názoru je však třeba vnímat vývoj měnového kurzu v širším kontextu, a to nejen z pohledu devizového trhu, ale rovněž v kontextu makroekonomického vývoje domácí (brazílské) a světové ekonomiky. Na tyto aspekty se zaměříme v následující části příspěvku.

<sup>13</sup> Jak jsme však již uváděli, sterilizované intervence v případě Brazílie znamenají pro BCB značné náklady.

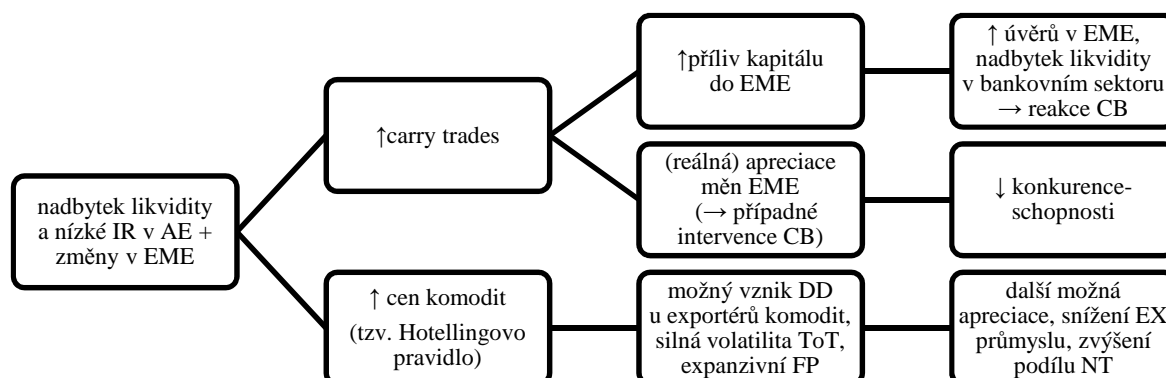
## Vliv vnějších faktorů na kurzovou politiku Brazílie

Obzvláště v kontextu možného snižování („taper“) tzv. kvantitativního uvolňování (QE, quantitative easing)<sup>14</sup> Federálního rezervního systému (FED) se značná pozornost věnovala rozvíjejícím se ekonomikám, především Brazílii a Indii, kdy z těchto zemí nastal poměrně významný odliv kapitálu a depreciace tamních měn. Tento jev byl dobře patrný v letních měsících roku 2013 (viz Obr. 12, resp. Obr. 3), kdy se rozšiřovaly debaty o omezování tzv. QE3, tedy o snižování objemu nakupovaných instrumentů FEDem. O některých aspektech tzv. nekonvenční měnové politiky diskutují též Rawdanowicz, Bouis a Watanabe (2013).

O vyčíslení vlivu QE<sup>15</sup> na brazilskou ekonomiku za období prosinec 2008 až červen 2012 se modelově pokouší trojce autorů Barroso, da Silva a Sales (2013). Dochází k závěrům, že díky zvýšenému přílivu kapitálu do země nastala výraznější apreciacie realu, zvýšení kurzů na akciovém trhu a především vzrůstající množství poskytovaných úvěrů domácnostem. Autoři se též domnívají, že kvantitativní uvolňování mohlo způsobit mírný nárůst cen komodit a vyšší růst brazilského importu oproti mírnému zvýšení exportu.

Ačkoliv diskuze ohledně kvantitativního uvolňování dominují současnému (obzvláště mediálnímu) světu, měli bychom se taktéž zaměřit na paralelní procesy, které probíhaly již před výraznějším užíváním nekonvenční měnové politiky. Toto rozdělení procesů nelze považovat za striktní, jedná se spíše o jednu z možných variant pohledu na danou problematiku. Je zřejmé, že samotné dopady QE zcela jistě ovlivnily i tyto dlouhodobější procesy. O zachycení vlivu těchto procesů na brazilskou ekonomiku<sup>16</sup> se bez nároku na úplnosti pokouší Obr. 6. Některé poznatky z obrázku rozebereme níže.

**Obr. 6: Významné změny ve světové ekonomice dopadající na Brazílii**



Zdroj: vlastní zpracování autorů. Poznámky: IR = úroková míra, AE = vyspělé ekonomiky, EME = rozvíjející se ekonomiky, DD = Dutch disease (Holandská nemoc), ToT = směnné relace, FP = fiskální politika, EX = export, CB = centrální banka, NT = neobchodovatelné statky.

<sup>14</sup> Komplexní přehled o aktivitách FEDu nabízí Labonte (2013). Kromě pojmu QE se lze rovněž setkat s širším pojmem *nekonvenční měnová politika* (detailněji viz např. ČNB, 2009). O obtížně definované hranici, kdy QE začíná, diskutuje Revenda (2011, str. 238-239). Dle autora lze za QE považovat situaci, kdy vzrůstají rezervy bank (jakožto důsledek zvýšeného čerpání úvěrů od CB) rychleji než měnové agregáty. Bereme-li v potaz, že *měnový agregát = peněžní multiplikátor · měnová báze*, pak tedy dochází k dlouhodobějšímu poklesu peněžního multiplikátoru. Revenda (2011) a ČNB (2009) za QE, resp. nekonvenční měnovou politiku, považují rovněž situaci, kdy CB v rámci úvěrových operací s finančními institucemi rozšíří množinu protistran, rozšíří akceptovatelný kolaterál (de facto v rámci těchto operací přijímá kolaterály nižší kvality), uplatňuje delší splatnost u těchto operací, zaměřuje se rovněž na ovlivnění dlouhého konce výnosové křivky apod.

<sup>15</sup> Přesněji řečeno, jedná se o vliv QE1, prolongaci QE1, QE2 a operaci TWIST (jen do června 2012), tedy o kroky FEDu v období prosinec 2008 – červen 2012, (viz Barroso – da Silva – Sales, 2013). Pro „definici“ a obsah jednotlivých QE programů, včetně rozlišení mezi QE a operacemi typu TWIST, viz Labonte (2013).

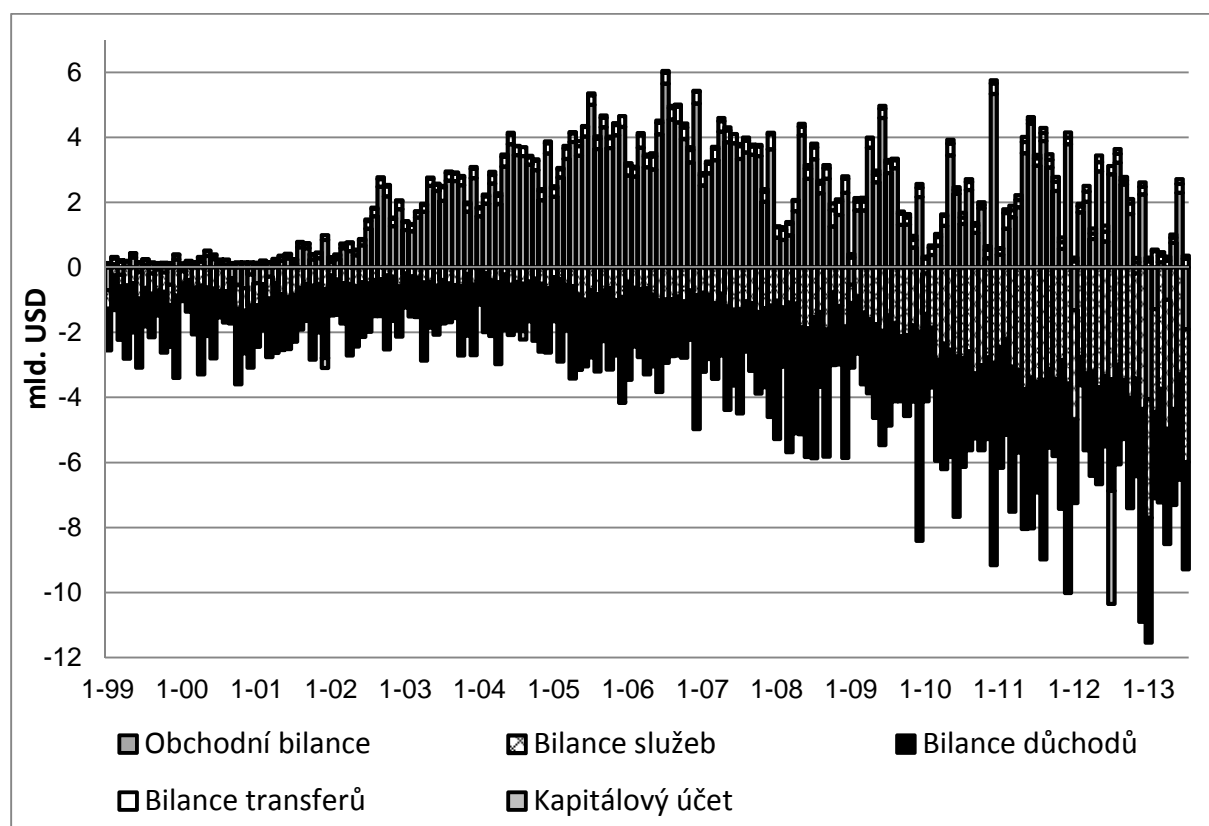
<sup>16</sup> Tímto samozřejmě nechceme tvrdit, že zmiňované procesy neměly vliv rovněž na další – především rozvíjející se – ekonomiky.

Politiku nízkých (reálných) úrokových měr můžeme datovat přibližně od počátku tohoto století. Za výrazné změny v rozvíjejících se ekonomikách lze zařadit např. vzrůstající vliv a změny v čínské ekonomice (z hlediska významu pro Brazílii viz Yu, 2011 a Kupfer – Castilho – Dweck – Nicoll, 2013). V rámci carry trades, v jádru založených na neúplné platnosti nekryté úrokové parity, byl brazilský real užíván jako tzv. investiční měna již v „předkrizovém“ období (Galati – Heath – McGuire, 2007). Vzrůstající ceně komodit a z toho vyplývajících možných dopadů na jejich exportéry se věnuje značné množství prostoru (v případě Jižní Ameriky viz Adler – Sosa, 2011; Medina, 2010). O negativním vztahu mezi úrokovou mírou a cenou komodit pojednává tzv. tzv. Hotellingovo pravidlo (Hotelling, 1931; van der Ploeg, 2006).

### Platební bilance Brazílie v kontextu vývoje měnového kurzu

V další části této stati si klademe za cíl sledovat vývoj platební bilance Brazílie se zřetelem ke zvolenému kurzovému systému. Nejprve se seznámíme s vývojem běžného účtu.

**Obr. 7: Běžný a kapitálový účet platební bilance Brazílie, leden 1999 – červenec 2013**



Zdroj dat: BCB, graf vlastní, data měsíční, leden 1999 až července 2013.

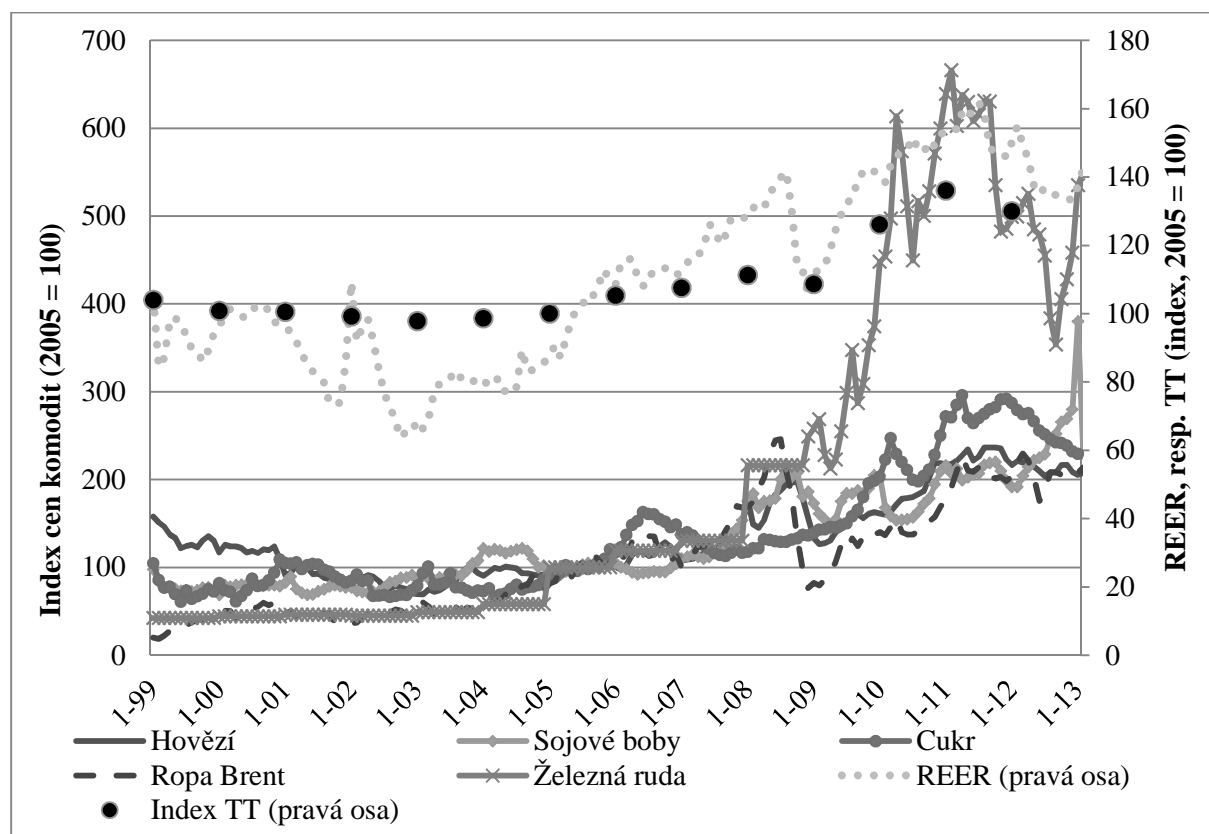
Obr. 7 dokumentuje vzrůstající význam deficitu bilance služeb a důchodů. Kromě jiného odráží tento vývoj také zvýšenou participaci zahraničních výrobních faktorů v Brazílii. Guan (2010) upozorňuje na zvyšující se export ropy z Brazílie, která společně s dalšími komoditami výrazně ovlivnila vývoj obchodní bilance. Signifikantní změny se odehrály v obchodní bilanci<sup>17</sup> rovněž z geografického pohledu. Především se jedná o vzrůstající import z afrických států exportující převážně primární komodity (jmenovitě Nigérie) a snižující se význam obchodu s USA. Zhruba v roce 2008 nastává výrazný nárůst vzájemného obchodu mezi Brazílií a Čínou, kdy Brazílie patří mezi přední exportéry komodit do této asijské země (Yu,

<sup>17</sup> O aktuálních změnách v brazilské obchodní bilanci podrobněji též Kupfer, Castilho, Dweck a Nicoll (2013)

2011). Naopak brazilský import z Číny zahrnuje především výrobky zpracovatelského průmyslu (Mourougane, 2011a).

Dle Kohlscheena (2013a) a z dosud uvedeného je zřejmé, že majoritním determinantem kurzu realu bude cena komodit<sup>18</sup>. Autor pomocí kointegrace na datech z ledna 1999 – září 2012 empiricky ověřil silný dlouhodobý vztah mezi cenou vybraných komodit, které tvoří podstatnou část brazilského exportu, a REER (reálný efektivní měnový kurz) brazilského realu. Aproximací Kohlscheenova ekonometrického výzkumu budiž níže uvedený Obr. 8.

**Obr. 8: Dlouhodobý vztah mezi REER a cenou vybraných komodit, leden 1999 – květen 2013**



Zdroj: IMF – IFS, UNCTAD, graf vlastní, data měsíční, pro index TT (terms of trade, zahraniční směnné relace) data roční. Poznámka: vybrány nejvýznamnější komodity pro brazilský export (viz též Medina, 2010 a Kohlscheen, 2013a). Index zahraničních směnných relací je roven podílu indexu zahraničních cen exportu k indexu zahraničních cen importu. Tyto indexy zahrnují komplexní export, resp. import (tj. nejen výše uvedené komodity).

Vzniká zde otázka, zda se Brazílie „nenakazila“ tzv. holandskou nemocí. Modelově se ve zkratce jedná o situaci, kdy dojde k výraznějšímu zvýšení bohatství díky nalezení nových ložisek komodit (resp. růstu jejich celosvětových cen)<sup>19</sup>. Toto může mít za následek silné reálné zhodnocení domácí měny (díky vzrůstu spotřeby neobchodovatelných statků, zvýšené míře inflace a přílivu zahraničních prostředků např. k financování investic spojených s těžbou nebo jinou úpravou komodit), přesun výrobních faktorů do odvětví spojených s komoditami a omezení exportu z jiných odvětví (zpracovatelský průmysl). Silné zastoupení komodit v exportu

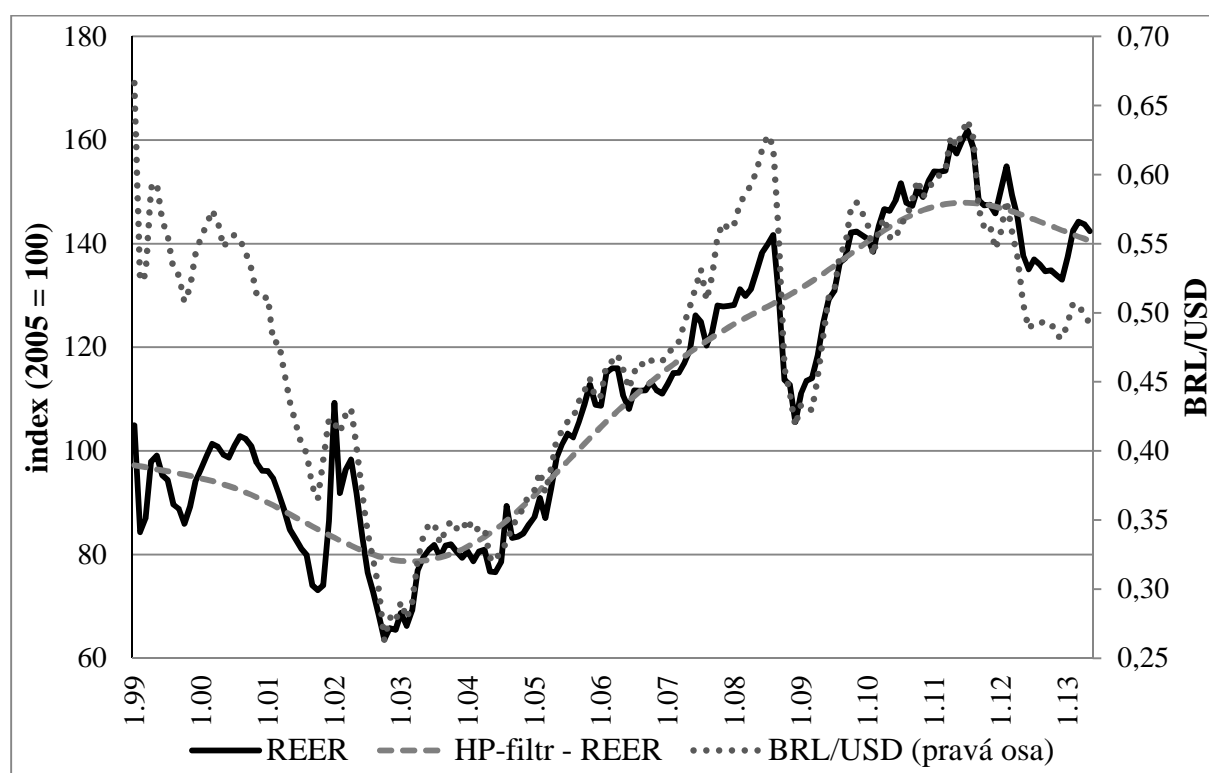
<sup>18</sup> Adler a Sosa (2011) si na datech z let 1970 – 2010 všimají významného nárůstu podílu komodit ve složení exportu některých jihoamerických zemí (včetně Brazílie) a téměř opačného jevu u asijských ekonomik (např. Čína, Indie, J. Korea atd.), kde se z mnoha států stal čistý dovozce komodit.

<sup>19</sup> Může se rovněž jednat o situaci výrazného přílivu zahraničního kapitálu, navýšení prostředků zahraniční pomoci, zaslání objemných prostředků od rezidentů pracujících v zahraničí do své rodné vlasti apod.

určité země může vyvolat signifikantní volatilitu ve směnných relacích, blíže též Magud a Sosa (2010). Jedním z častých opatření proti vzniku holandské nemoci kromě restriktivní měnové a fiskální politiky bývá rovněž založení tzv. suverénního fondu, který objemný přebytek likvidity plynoucí z exportu komodit investuje do zahraničních aktiv, resp. do domácích investičních projektů s pozitivním dopadem na dlouhodobý růst (infrastruktura, výzkum a věda...), detailněji Brown, Papaioannou a Petrova (2010).

Budeme-li konkrétně mluvit o případné holandské nemoci ve spojitosti s Brazílií, pak jen letmý pohled na vývoj REER brazilského realu a jeho „vyhlazené“ hodnoty dle Hodrickova-Prescottova filtru (HP-filtr) dávají tušit jisté nadhodnocení brazilské měny. Sofistikovanější metody rovnovážného kurzu FEER a BEER (tj. Fundamental, resp. Behavioural, Equilibrium Exchange Rate) také upozorňují na nadhodnocení brazilského realu v roce 2010 o 3 – 10 % (FEER) a 10 – 20 % (BEER), viz Mourougane (2011b).

**Obr. 9: Vývoj brazilského REER, HP-filtr a bilaterální nominální měnový kurz, leden 1999 – květen 2013**



Zdroj dat: IMF – IFS, graf a výpočty vlastní, měsíční data. K výpočtu užit software E-Views, vyhlazení trendu pomocí Hodrickova-Prescottova filtru ( $\lambda = 14400$ ).

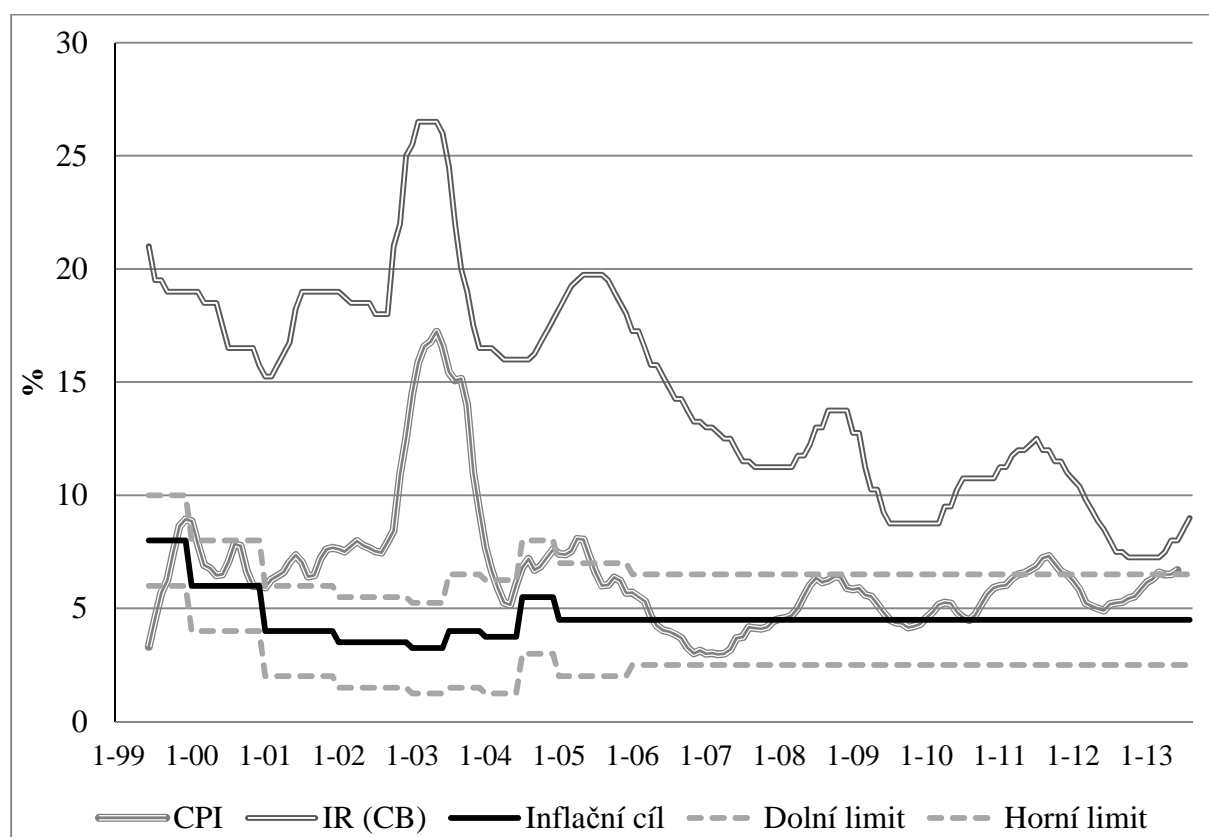
O vlivu rozšíření neobchodovatelných statků a fiskální politiky na apreciaci REER viz např. Badia a Segura-Ubierno (2012). V kontextu brazilských veřejných výdajů je vhodné zmínit značný podíl mandatorních výdajů, obzvláště nákladný systém financování starobních penzí<sup>20</sup>. Arnold (2011) považuje tento štědrý systém za jednu z příčin chronicky nízké míry hrubých národních úspor<sup>21</sup>. Připomeňme si, že míra úspor a investic<sup>22</sup> v dlouhém období rovněž determinuje vývoj měnového kurzu.

<sup>20</sup> O reformě penzijního systému a makroekonomických dopadech této reformy informuje Pereira (2012).

<sup>21</sup> Brazílie založila roku 2008 tzv. stabilizační fond (FSB, Fundo Soberano do Brasil) mající za cíl zvýšit míru investic (v Brazílii i zahraničí), podnítit tvorbu úspor a především omezit dopady ekonomického cyklu na ekonomiku. V roce 2010 vzniká tzv. suverénní fond (FSPS, Fundo Social do Pre Sal), ve kterém již dochází k akumulaci určité části příjmů z ropy.

Silný zájem přitahuje též brazilský vývoj míry inflace. Jak jsme již poznamenali, Brazílie přešla v červnu 1999 na cílování inflace. Snaha BCB snížit míru inflace byla sice vesměs úspěšná (viz Obr. 10), ale stabilní (resp. nízká) míra inflace ještě nemusí nutně znamenat finanční stabilitu. Míru inflace ovlivňovaly jednak domácí, ale také zahraniční faktory. Jmenujme např. zvýšenou míru inflace u neobchodovatelných statků<sup>23</sup> díky expandující domácí poptávce (související také se vzrůstající střední třídou obyvatel), zvýšení cen některých potravin díky dočasně nepříznivým domácím klimatickým podmínkám a stále silnou inerční složku inflace. Vliv přílivu zahraničního kapitálu na zvýšení inflace není mezi autory zcela jednoznačný. Da Silva a Harris (2012) připouští vliv přílivu kapitálu na růst inflace, ale Barroso, da Silva a Sales (2013) při zkoumání dopadů QE na brazilskou ekonomiku se ke vztahu mezi inflací a přítokem kapitálu staví zdrženlivěji (nevyvrací však možný protichůdný vliv apreciacie realu).

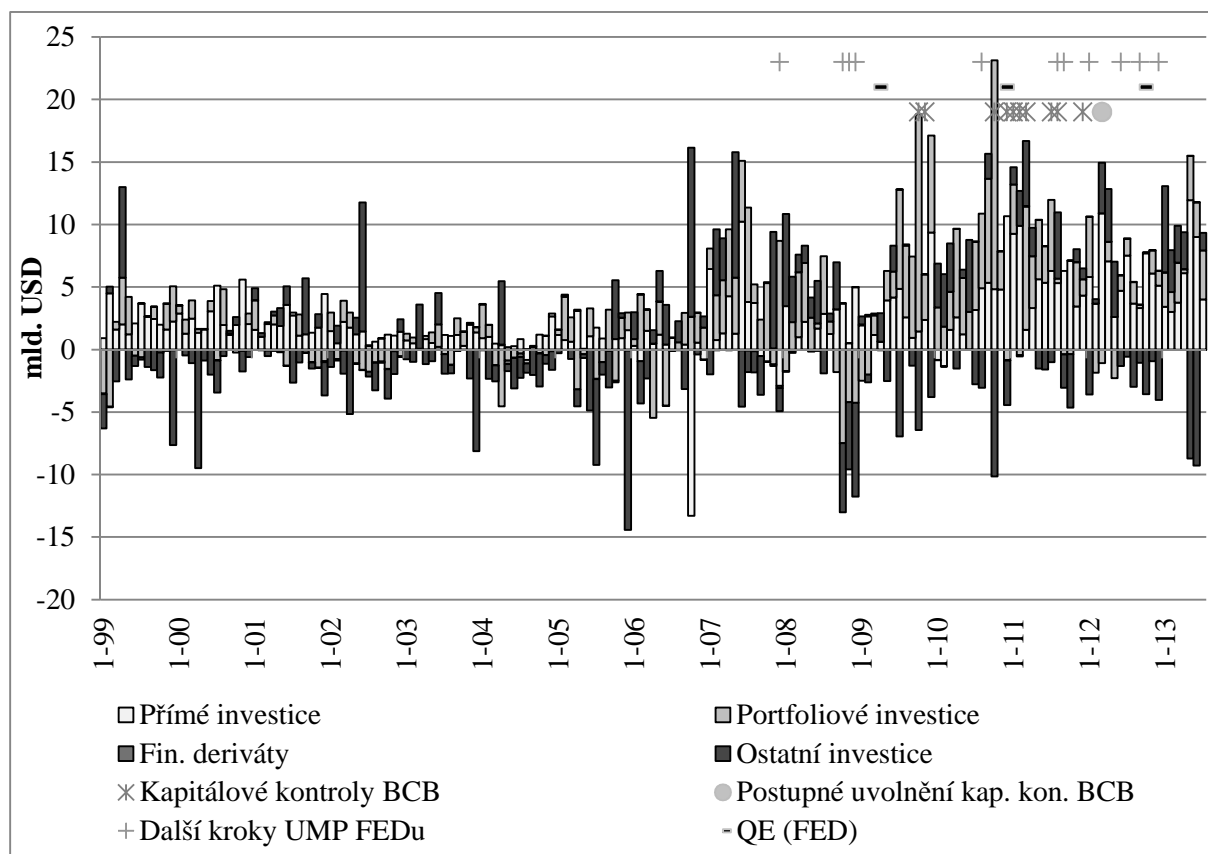
**Obr. 10: Vývoj míry inflace v kontextu režimu cílování inflace, červen 1999 – červenec 2013**



Zdroj dat: IMF – IFS, BCB, graf a výpočty vlastní, měsíční data. Poznámky: CPI = index spotřebitelských cen, IR (CB) = měnověpolitická úroková míra.

<sup>22</sup> Arnold (2011) v kontextu nízké míry investic upozorňuje na silnou segmentaci bankovního trhu, resp. trhu úvěrů. Dlouhodobé úvěry jsou především doménou národní banky BNDES (*Banco nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*), která tyto úvěry poskytuje za nižší než tržní úrokovou míru. Na druhé straně soukromé bankovní společnosti se zaměřují na poskytování krátkodobých úvěrů za (vysoké) tržní úrokové míry. Dle autora tato heterogenita na úvěrovém trhu může mít vliv na značně vysoké úrokové sazby z úvěrů a může vyvolat potřebu stanovit vyšší měnověpolitickou úrokovou míru BCB k udržení inflačního cíle, než při dominanci tržního prostředí v brazilském bankovním sektoru. Ohledně dynamiky úvěrového trhu, který byl silně ovlivněn přílivem zahraničního kapitálu, viz da Silva a Harris (2012).

<sup>23</sup> Dle údajů BCB ze zasedání Měnověpolitické rady CB ze srpna 2013 činila inflace u neobchodovatelných statků 8,8 % a u obchodovatelných statků pouze 6,81 %.

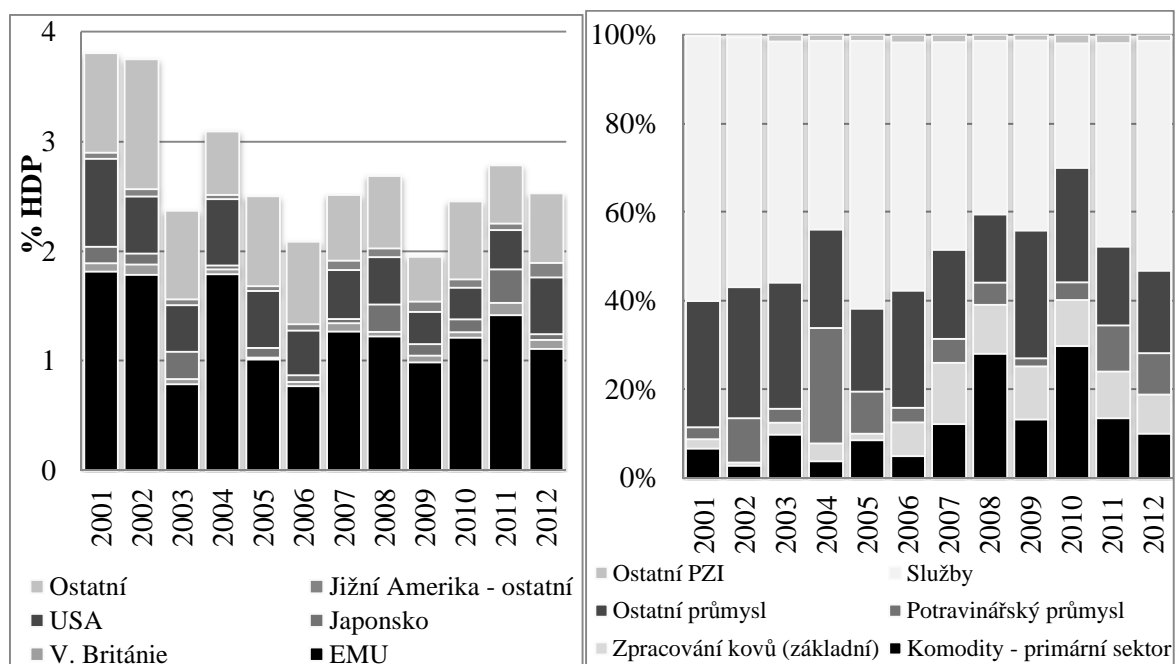
**Obr. 11: Finanční účet platební bilance Brazílie, leden 1999 – červenec 2013**

Zdroj dat: BCB, Labonte (2013), Chamon – Garcia (2013), graf vlastní, data měsíční. Poznámka: kladné hodnoty značí příliv kapitálu do Brazílie, datování začátku etap kvantitativního uvolňování (QE) dle Labonte (2013): QE1: 18. března 2009, QE2: 3. listopadu 2010, QE3: 13. září 2012. Kapitálové kontroly BCB dle Chamon – Garcia (2013), vyznačeno datum počátku určitých kap. kontrol. UMP = nekonvenční měnová politika, kroky UMP dle Labonte (2013).

Mnohé studie dávají do vzájemné souvislosti tzv. nekonvenční měnovou politiku se zvýšeným přílivem kapitálu do rozvíjejících se ekonomik (včetně Brazílie). Dříve citovaní Barroso, da Silva a Sales (2013) potvrzují vliv QE na brazilskou ekonomiku, ale z celosvětového (a dlouhodobějšího) hlediska se nejedná o extrémní a ojedinělý případ pohybu mezinárodního kapitálu do těchto ekonomik (Viñals – Blanchard – Bayoumi, 2013; Bluedorn – Duttagupta – Guajardo – Topalova, 2013). Většina autorů připouští, že příliv zahraničního kapitálu ovlivnil měnový kurz alespoň v krátkém období. Nelze však přehlížet ani volatilitu kurzu ve spojitosti s úrokovým diferenciálem na přílivy kapitálu. Přesnější pohled na pohyby mezinárodního pohybu kapitálu do/z Brazílie nabízí finanční účet platební bilance.

Z absolutního vyjádření (tj. v mld. USD) by se zdálo, že díky dopadu nekonvenční měnové politiky došlo k enormnímu nárůstu přílivu kapitálu do brazilské ekonomiky, jak ale dokládají relativní hodnoty (tj. vztahené k brazilskému HDP) přímých zahraničních a portfoliových investic, tak k výraznějšímu nárůstu nedošlo. Spatřujeme však zásadní změnu z hlediska sektorů ekonomiky, do kterých přímé zahraniční investice plynuly (viz Obr. 12, pravá část), jedná se o další možný důkaz přítomnosti holandské nemoci. Po roce 2007 nastal silný nárůst investic do sektorů spojených s těžbou (úpravou) komodit. Z hlediska zdrojových zemí dominují USA a z eurozóny Nizozemí (viz Obr. 12, levá část).

**Obr. 12: Příchozí přímé zahraniční investice dle země původu (levý graf), resp. dle sektoru (pravý graf), 2001 – 2012**



Zdroj dat: BCB, graf a výpočty vlastní. Poznámka: Uvedeny pouze údaje za dostupné země, tj. „*EMU*“ nezahrnuje všechny členy a „*Jižní Amerika – ostatní*“ nezahrnuje všechny ostatní státy Jižní Ameriky. Stejně tak položka „*Ostatní*“ nezahrnuje zbytek států světa. Poznámka k pravému grafu: v roce 2006 došlo k odlišnému členění položek. Zde prezentovaná data jsou touto změnou dotčena minimálně. Výrazné navýšení podílu položky „*Ostatní průmysl*“ v roce 2009 díky investicím do chemického průmyslu. PZI = přímé zahraniční investice.

Obr. 11 také dokumentuje zřetelný příklon k přímým investicím a naopak pokles významu portfoliových investic koncem roku 2010. Na příkladu Brazílie tak docházíme k obdobným závěrům z hlediska složení zahraničního kapitálu jako Bluedorn, Duttagupta, Guajardo a Topalova (2013), kteří zkoumali 147 zemí (včetně Brazílie) v období 1980 – 2011. V případech rozvíjejících se ekonomik poukazovali na větší podíl salda přímých zahraničních investic na celkovém čistém přílivu soukromého kapitálu do těchto ekonomik v době nízkých globálních úrokových sazeb a vysokého rizika (dle autorů a s přihlédnutím k našemu zájmu se jedná o období 2001 – 2003 a 2008 – 2011). Naopak v době nízkých globálních úrokových měr a nízkého rizika (2004 – 2007) se podíl salda přímých zahraničních investic na celkovém čistém přílivu kapitálu snížil.

Jak rovněž dokládá Obr. 11, tak pro Brazílii bylo typické časté užívání kapitálových kontrol<sup>24</sup> v podobě tzv. daní na finanční transakce (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*). Edwards (2012) za hlavní důvod aplikace kap. kontrol považuje zamezit nadměrné apreciaci měny a nikoliv omezit příliv spekulativního zahraničního kapitálu. V případě Brazílie dochází Chamon a Garcia (2013) k výsledku 5% depreciace BRL díky kontrolám zaváděným BCB v období června 2009 – března 2012. Jinjarak, Noy a Zheng (2013) na datech z let 2008 – 2011 dochází k závěru, že zavedení určité daně na finanční transakce se promítne do kurzu brazilského realu během 3 – 4 týdnů, po té již není spatřován žádný vliv na kurz. Na druhé straně obě naposledy citované studie připouští, že kapitálové kontroly měly vliv na skladbu kapitálu. Došlo ke snížení podílu portfoliových investic a zvýšení přímých zahraničních investic. Otázkou však zůstává, zda tato změna bude dlouhodobějšího rázu nebo nikoliv.

<sup>24</sup> Kapitálové kontroly byly v Brazílii užívány již v 90. letech minulého století.



## Závěr

V úvodu příspěvku jsme zevrubně analyzovali vývoj systémů měnových kurzů v globálním měřítku s akcentem na změny po roce 2008. Mnohé poznatky z první části se odrážejí i ve vývoji brazilského kurzového systému. Kurzová politika Brazílie se ve sledovaném období 1999 – 2012 dle oficiálních pramenů opírala o systém pohyblivých kurzů, v období 1999 – 2007 se jednalo o nezávislý floating, po roce 2008 o řízený floating. Po celé sledované období však dochází z větší či menší intenzitou k intervencím Centrální banky Brazílie. Odrazem participace Centrální banky na devizovém trhu se stala narůstající výše devizových rezerv, resp. jejich užití při obraně proti „nadměrnému“ odlivu kapitálu. Polemiku vzbuzuje intenzivnější užívání devizových intervencí v systému cílování inflace, který Brazílie praktikuje od roku 1999. Avšak v případě rozvíjejících se ekonomik lze tento postup akceptovat.

Na příkladu brazilské platební bilance jsme dokumentovali výrazný dopad některých změn ve světové ekonomice, které se udály na přelomu 3. tisíciletí. Mezi déle působící determinanty patří především silný nárůst cen komodit, kterých je Brazílie významným světovým exportérem. V kontextu vývoje měnového kurzu realu lze upozornit na výrazný dlouhodobý vztah mezi reálným efektivním kurzem brazilské měny a cenou vybraných komodit. Díky vzrůstajícímu podílu komodit na brazilském exportu se objevují otázky o výskytu tzv. holandské nemoci, která je mj. spojována i s nadměrnou apreciací kurzu a výraznější volatilitou směnných relací.

Dnes tak často zmiňovaný termín *kvantitativního uvolňování* nejenže přispěl k apreciaci brazilského realu, ale ovlivnil do jisté míry celkový ekonomický vývoj v této latinskoamerické ekonomice především z pohledu finančního účtu platební bilance, kdy vlivem uplatňovaných kapitálových kontrol začal namísto portfoliových investic nabírat na významu příliv přímých zahraničních investic. Po roce 2007 významná část těchto investic směřovala do oblastí spojených s komoditami, resp. jejich zpracováním. Nesmíme ovšem opomenout silný vliv zahraničního kapitálu na brazilský úvěrový trh, jenž díky zvýšené likviditě v tamním bankovním sektoru expandoval.

Z dlouhodobějšího hlediska bude mít na měnový kurz vliv míra úspor a investic. Míra úspor dosahuje v Brazílii nízkých hodnot, patrně vlivem šetrného sociálního systému starobních penzí. Připočteme-li nepříznivou projekci demografického vývoje stárnoucí brazilské populace, pak – z pohledu teorie životního cyklu Modiglianiho a Brumberga – se míra úspor může teoreticky ještě snížit. V nedávné době provedená reforma penzijního systému by tento negativní vývoj měla v budoucnu změnit. Ovšem již v současné době si brazilská ekonomika žádá navýšení míry investic, což implikuje závislost na zahraničním kapitálu. V současné době (říjen 2013) se např. diskutuje o investicích do ropných ložisek u brazilských břehů. Dojde-li k těžbě ropy v těchto nově nalezených oblastech, lze očekávat ještě výraznější vliv komodit na vývoj brazilského realu.

## Literatura:

- [1] Adler, G. – Sosa, S. (2011): *Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/11/283, c2011, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11283.pdf>>.
- [2] Aizenman, J. – Edwards, S. – Riera-Crichton, D. (2011): *Adjustment Patterns to Commodity Terms of Trade Shocks: The Role of Exchange Rate and International Reserves Policies*. [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 17692, c2011, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.nber.org/papers/w17692>>.
- [3] Alemán, E. J. (2011): *The Brazilian Exchange Rate Conundrum*. [on-line], San Francisco, Wells Fargo Securities, c2011, [cit.: 14. 9. 2013], <[http://www.realclearmarkets.com/blog/BrazilianExchangeRate\\_06302011%5B1%5D.pdf](http://www.realclearmarkets.com/blog/BrazilianExchangeRate_06302011%5B1%5D.pdf)>.
- [4] AREAER (1996-2010): *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund. [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>>.
- [5] Arnold, J. (2011): *Raising Investment in Brazil*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department Working Papers, No. 900, c2011, OECD Publishing. [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kg3krd7v2d8.pdf?expires=1381494308&id=id&accname=guest&checksum=A506013C36A01BE9B1228148D6E9559C>>.
- [6] Badia, M. M. – Segura-Ubiergo, A. (2012): *Real Exchange Rate Appreciation: Can Fiscal Policy Help?* In International Monetary Fund: *Brazil: Selected Issues Paper*. [on-line], Washington, D. C., IMF Country Report No. 12/192, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12192.pdf>>.
- [7] Barroso, J. B. R. B. – Da Silva, L. A. P. – Sales, A. S. (2013): *Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: Measuring Its Effects and Transmission Channels Through a Rigorous Counterfactual Evaluation*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil Working Paper Series, July 2013, č. 313, s. 1-54, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps313.pdf>>.
- [8] Bluedorn, J. – Duttagupta, R.; Guajardo, J.; Topalova, P. (2013): *Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/13/183, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13183.pdf>>.
- [9] Brown, A. – Papaioannou, M. – Petrova, I. (2010): *Macroeconomic Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/10/9, c2010, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1009.pdf>>.
- [10] Caruana, J. (2007): *Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c2007, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/112707.pdf>>.
- [11] ČNB (2009): *Zpráva o inflaci, III/2009*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2009, [cit.: 14. 9. 2013], <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_III/download/zoi\\_III\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_III/download/zoi_III_2009.pdf)>.

- [12] Da Silva, L. A. P. – Harris, R. E. (2012): *Sailing Through the Global Financial Storm: Brazil's Recent Experience with Monetary and Macprudential Policies to Lean Against the Financial Cycle and Deal with Systemic Risk*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil Working Paper Series, August 2012, č. 290, s. 1-59, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps290.pdf>>.
- [13] De Mello, L. – Moccerro, D. – Gnabo, J-Y (2008): *Interdependencies between Monetary policy and Foreign-Exchange Intervention under Inflation Targeting: the Case of Brazil and the Czech Republic*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department Working Papers, č. 593, c2009, OECD Publishing, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kzslhh3q837.pdf?expires=1381496676&id=id&accname=guest&checksum=FFEE036CD02C1768757F0A3066830E2B>>.
- [14] De Oliveira, F. N. – Novaes, W. (2007): *Interventions In The Foreign Exchange Market: Effectiveness Of Derivatives And Other Instrument*. [on-line], México, D. F., Centro De Estudios Monetarios Latinoamericanos, c2007, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.cemla.org/old/red/papers2008/red13-brasil2.pdf>>.
- [15] Durčáková, J. (2009): *Systémy měnových kurzů, jejich volba v tranzitivních ekonomikách a dopady na vývoj inflace a ekonomického růstu*. Politická ekonomie, 2009, roč. 57, č. 3, s. 344-360.
- [16] Durčáková, J. (2011): *Foreign Exchange Rate Regimes and Foreign Exchange Markets in Transitive Economies*. Prague Economic Papers, 2011, roč. 20, č. 4, s. 309-328.
- [17] Durčáková, J. – Kunz, T. (2012): *Kurzová politika Ruska v kontextu nestability finančních trhů*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 2, s. 6-21.
- [18] Galati, G. – Heath, A. – Mcguire, P. (2007): *Evidence of Carry Trade Activity*. [on-line], Basil, Bank For International Settlements Quarterly Review, September 2007, c2007, [cit.: 14. 9. 2013], <[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0709e.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709e.pdf)>.
- [19] Guan, E. J. (2010): *Understanding Brazil's Oil Industry: Policy Dynamics and Self-Sufficiency*. [on-line], Decatur, India, China, and America Institute, Journal of Emerging Knowledge on Emerging Markets, 2010, roč. 2, s. 77-98, c2010, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://digitalcommons.kennesaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1014&context=jekem>>.
- [20] Habermeier, K. – Kokenyne, A. – Veyrone, R. – Anderson, H. (2009): *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/09/211, c2009, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>>.
- [21] Helísek, M. (2004): *Měnové krize (empirie a teorie)*. Praha, Professional Publishing, 2004.
- [22] Hotelling, H. (1931): *The Economics of Exhaustible Resources*. Journal of Political Economy, 1931, roč. 39, č. 2, s. 137-175.
- [23] Chamon, M. – Garcia, M. (2013): *Capital Controls In Brazil: Effective?* [on-line], September 11, 2013, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/index2.html>>.
- [24] Jinjarač, Y. – Noy, I. – Zheng, H. (2013): *Capital Controls in Brazil – Stemming A Tide With A Signal?* [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 19205, July 2013, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.nber.org/papers/w19205>>.

- [25] Kohlscheen, E. (2013a): *Long-Run Determinants of the Brazilian Real: a closer look at commodities*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil Working Paper Series, July 2013, č. 314, s. 1-36, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps314.pdf>>.
- [26] Kohlscheen, E. (2013b): *Order Flow and the Real: Indirect Evidence of the Effectiveness of Sterilized Intervention*. [on-line], Basil, Bank For International Settlements Working Papers, č. 426, September 2013, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bis.org/publ/work426.htm>>.
- [27] Kohlscheen, E. – Andrade, S. C. (2013): *Official Interventions through Derivatives: Affecting the Demand for Foreign Exchange*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil Working Paper Series, July 2013, č. 317, s. 1-47, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps317.pdf>>.
- [28] Kupfer, D. – Castilho, M. – Dweck, E. – Nicoll, M. (2013): *Different Patterns: Trade and Labour Market Dynamics in Brazil's Post-Liberalisation Period*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Trade Policy Papers, No. 149, OECD Publishing, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k480c265kq1.pdf?expires=1381500399&id=id&accname=guest&checksum=00D7FEA6304812D23636DC53E4D6B1A5>>.
- [29] Labonte, M. (2013): *Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options*. [on-line], Congres Research Service – Report For Congress, February 19, 2013, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42962.pdf>>.
- [30] Magud, N. – Sosa, S. (2010): *When and Why Worry about Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/10/271, c2010, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=24395.0>>.
- [31] Malloy, M. (2013): *Factors Influencing Emerging Market Central Banks' Decision to Intervene in Foreign Exchange Markets*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/13/70, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1370.pdf>>.
- [32] Medina, L. (2010): *The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/10/192, c2010, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10192.pdf>>.
- [33] Mourougane, A. (2011a): *Refining Macroeconomic Policies to Sustain Growth in Brazil*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department Working Papers, No. 899, c2011, OECD Publishing. [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kg3krfd8txv.pdf?expires=1381503304&id=id&accname=guest&checksum=95183E4A6E04A4C9552D2A54606A76FA>>.
- [34] Mourougane, A. (2011b): *Explaining the Appreciation of the Brazilian real*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department Working Papers, No. 901, c2011, OECD Publishing. [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kg3krcwd27k.pdf?expires=1382389131&id=id&accname=guest&checksum=CA6FC40D25C6D20FBA9AC72F92838C1B>>.
- [35] Moghadam, R. – Ostry, J. D. – Sheehy, R. (2011): *Assessing Reserve Adequacy*. [on-line], Washington D. C., International Monetary Fund, February 14, 2011, c2011, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>>.

- [36] Ostry, J. D. – Ghosh, A. R. – Chamon, M. (2012): *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*. [on-line], Washington D. C., International Monetary Fund, IMF Staff Discussion Note, February 29, 2012, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1201.pdf>>.
- [37] Pereira, J. (2012): *Macroeconomic Implications of Pension Reform In Brazil*. In International Monetary Fund: *Brazil: Selected Issues Paper*. [on-line], Washington, D. C., IMF Country Report No. 12/192, July 2012, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12192.pdf>>.
- [38] Rawdanowicz, Ł. – Bouis, R. – Watanabe, S. (2013): *The Benefits and Costs of Highly Expansionary Monetary Policy*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department Working Papers, No. 1082, c2013, OECD Publishing. [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k41zq8lwj9v.pdf?expires=1381503781&id=id&accname=guest&checksum=ABE8D9401DE9F16AA2A0BE8A09D4664E>>.
- [39] Revenda, Z. (2011): *Centrální Bankovnictví*. Praha, Management Press, 2011.
- [40] Sales, A. D. – Barroso, J. B. R. B. (2012): *Coping with a Complex Global Environment: a Brazilian Perspective on Emerging Market Issues*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil Working Paper Series, October 2012, č. 292, s. 1-27, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps292.pdf>>.
- [41] Stotsky, J. G. – Ghazanchyan, M. – Adedeji, O. – Maehle, N. (2012): *The Relationship between the Foreign Exchange Regime and Macroeconomic Performance in Eastern Africa*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/12/148, c2012, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12148.pdf>>.
- [42] Van Der Ploeg, F. (2006): *Challenges and Opportunities for Resource Rich Economies*. [on-line], London, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series, No. 5688, May 2006, c2006, [cit.: 14. 9. 2013], <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=921856](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=921856)>.
- [43] Viñals, J. – Blanchard, O. – Bayoumi, T. (2013): *Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, April 18, 2013, c2013, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>>.
- [44] Yu, Y. (2011): *Identifying the Linkage between Major Mining Commodity Prices and China's Economic Growth – Implications for Latin America*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/11/86, c2011, [cit.: 14. 9. 2013], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1186.pdf>>.

## Databáze

- [45] BCB: *Time Series Management System, V 2.1. Public Module*. [on-line], Brasilia, Banco Central Do Brasil, c2013, [cit.: 17. 9. 2013 a dále], <<https://www3.bcb.gov.br/Sgspub/Localizarseries/Localizarseries.Do?Method=Preparartelalocalizarseries>>.
- [46] BIS: *BIS International Financial Statistics*. [on-line], Basil, Bank For International Settlements, c2013, [cit.: 9. 12. 2013 a dále], <<https://www.bis.org/statistics/index.htm>>.
- [47] IMF – CPIS: *Coordinated Portfolio Investment Survey, International Monetary Fund*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c2013, [cit.: 19. 9. 2013 a dále], <<http://Cpis.Imf.Org/>>.

- [48] IMF – IFS: *International Financial Statistics, International Monetary Fund*, [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, August 2013, c2013, [cit.: 17. 9. 2013 a dále], <<http://www.imf.org/external/data.htm>>.
- [49] IMF – WEO: *World Economic Outlook Database, International Monetary Fund*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, April 2013, c2013, [cit.: 16. 9. 2013 a dále], <<Http://Www.Imf.Org/External/Pubs/Ft/Weo/2013/01/Weodata/Index.aspx>>.
- [50] UNCTAD: *UNCTADstat*. [on-line], Geneva, United Nation Conference On Trade And Development, c2013, [cit.: 17. 9. 2013 a dále], <<Http://Unctadstat.Unctad.Org/Reportfolders/Reportfolders.aspx>>.
- [51] WTO: *WTO Statistics Database*. [on-line], Geneva, World Trade Organization, c2013, [cit.: 18. 9. 2013 a dále], <<http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBStatProgramHome.aspx?Language=E>>.

## **BRICS: Kurzová politika Brazílie v kontextu vnitřní a vnější rovnováhy**

*Jaroslava Durčáková – Ondřej Šíma*

### **ABSTRAKT**

Příspěvek se zaměřuje na kurzovou politiku Brazílie v období 1999 – 2012. V úvodní části seznamuje s vývojem systému měnových kurzů v globálním měřítku a dokládá výrazné změny po roce 2008. Na příkladu Brazílie je tento vývoj potvrzen. V další části je předmětem zájmu především vzájemná interakce mezi kurzovou politikou a vnitřní a vnější rovnováhou. Platební bilance Brazílie se jeví jako vhodný koncept pro zachycení nastalých událostí, včetně často zmiňovaných dopadů tzv. nekonvenční měnové politiky na rozvíjející se trhy. Kromě tohoto jevu měly na brazilskou ekonomiku silný vliv také další dlouhodobě probíhající změny ve světové ekonomice. Mezi ty nejpodstatnější patřila vzrůstající cena exportovaných komodit, která silně ovlivňovala hodnotu brazilského realu. Autoři se domnívají, že vývoj brazilské ekonomiky v poslední době naznačuje výskyt tzv. holandské nemoci, která s sebou kromě jiného přináší nadměrnou (reálnou) apreciaci měny a vzrůstající volatilitu směnných relací. Pro potvrzení této nemoci je však třeba sledovat delší časové období v následujících letech.

**Klíčová slova:** Brazílie; kurzová politika; platební bilance.

## **BRICS: Exchange Rate policy in Context of Internal and External Equilibrium**

### **ABSTRACT**

The article deals with the exchange rate policy of Brazil in period 1999 – 2012. The first part informs about the global development of the system of exchange rates and shows marked differences after 2008. This global course is supported in the case of Brazil. Next part is concentrated mostly on the interaction between exchange rate policy and internal and external equilibrium. Brazilian balance of payments seems to be suitable concept to catch these events, including often mentioned impacts of the so called unconventional monetary policy on emerging markets. Besides these effects the Brazilian economy was influenced by long-term changes in the global economy. Rising prices of Brazilian exported commodities belonged to the most important one. These prices influenced the exchange rate of the real. In authors' point of view the recent development of Brazilian economy indicates the presence of the so called Dutch disease. The disease is closely connected to excessive (real) overvaluation of the currency and increasing volatility of terms of trade. To confirm this idea of the Dutch disease it is necessary to monitor forthcoming years very carefully.

**Key words:** Brazil; Exchange rate policy; Balance of payments.

**JEL classification:** F31.