

# Kurzová politika Ruska v kontextu nestability finančních trhů<sup>#</sup>

*Jaroslava Durčáková\* – Tomáš Kunz\*\**

## Úvod

Finanční krize v Evropě a USA vyvolává řadu otázek spojených s efektivitou řešení jejích důsledků. V této souvislosti se do popředí zájmu ekonomů dostává mj. i rostoucí dynamika pěti velkých ekonomik zemí, které jsou známy jako seskupení BRICS – Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Afrika. Všechny tyto země používají vlastní národní měnu a v jejich monetární politice hraje významnou roli kurzová politika. V tomto příspěvku se chceme zaměřit na kurzovou politiku Ruska v období 1999 – 2011 a její důsledky pro vnitřní a vnější ekonomickou rovnováhu v kontextu nestability finančních trhů. Předmětem našeho zájmu bude především devizový trh.

Nejprve seznámíme čtenáře s cíli a nástroji kurzové politiky. Pozornost budeme věnovat zejména charakteru uplatňovaného systému měnového kurzu rublu ve sledovaném období a vývoji bilaterálního i efektivního kurzu rublu v tomto období. Bude nás zajímat, do jaké míry volba kurzového systému, stabilita či volatilita kurzu rublu ovlivňují míru inflace a reálný ekonomický růst.

V další části analýzy se zaměříme na vývoj úrokové míry a analýzu platební bilance. V neposlední řadě se budeme zabývat vývojem národního devizového trhu, a to jak z hlediska celkové dynamiky průměrného devizového obrátu, tak i z hlediska struktury obrátu podle obchodovaných devizových transakcí, měnových párů i protistrany devizových obchodů. V závěru chceme shrnout pozitiva a negativa kurzové politiky Ruska z pohledu vnější rovnováhy v kontextu vývoje situace na ruském devizovém trhu.

## Kurzová politika a volba systému měnového kurzu

Kurzová politika zapadá do celkového kontextu měnové politiky Ruské centrální banky (CBR), jejímž hlavním cílem je udržení meziroční míry inflace v rozmezí 5 až 7 %. Hlavním cílem kurzové politiky je pak podporovat zajištění stability národní měny a vytvářet podmínky pro dynamický rozvoj ruského devizového trhu. Nicméně systém měnového kurzu, jeho volba a rámec pro měnovou politiku se v průběhu sledovaného období měnil.

Rubl je od 1. června 1996 směnitelnou měnou ve smyslu článku VIII Statutu mezinárodního měnového fondu. To znamená, že rubl nepodléhá žádným devizovým omezením a je v oblasti běžných plateb používán bez jakýchkoli zábran a omezení. V období 1999 – 2007 udržovalo

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040 a výzkumného projektu „Nestabilita finančních trhů a efektivnost jejich regulace“ podporovaného GAČR č. P 402/10/0289.

<sup>\*</sup> 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>.

<sup>\*\*</sup> Ing. Tomáš Kunz – doktorand; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <tomas.kunz@edhec.com>.

Rusko *de iure* systém řízeného floatingu, tedy systém s relativně větší pružností měnového kurzu. Pro řízený floating je charakteristické, že centrální banka nestanoví – na rozdíl od pevného kurzu (conventional fixed peg, fixed peg with horizontal bands) – ani centrální paritu, ani nevymezuje pásma oscilace. Nevzdává se však používání devizových rezerv k intervencím na devizovém trhu. Řízený floating je považován za méně radikální formou floatingu.

Ideová linie řízeného floatingu je založena na tom, že na jedné straně volný pohyb kurzu automaticky zajišťuje rovnováhu platební bilance (a tak nepřímo napomáhá odstraňování celních a jiných bariér bránících rozvoji zahraničního obchodu). Zároveň umožňuje centrální bance provádět relativně nezávislou vnitřní měnovou politiku a zabránit přenosu inflace z jedné země do druhé. Ze strany zastánců čistého floatingu je však řízený floating kritizován jako mezistupeň k opětovnému zavedení pevného kurzu. Naopak u zastánců pevných kurzů je kritizována nákladnost možných intervencí na devizovém trhu v souvislosti s neexistencí pásma oscilace. Zastánci řízeného floatingu považují tento systém za racionální kompromis, zejména v situaci, kdy na devizovém trhu nelze vyloučit destabilizující spekulace. Tím, že umožňuje centrální bance využívat intervence na devizovém trhu, aniž by ji k tomu *de iure* zavazoval, umožňuje stabilizaci domácí měny i v systému pohyblivých kurzů (viz také Durčáková, 2009, Fleming, 1975, Szapary, 2001).

Země, které preferují tento systém, většinou využívají možnosti intervencí ke stabilizaci kurzu domácí měny. Centrální banka Ruska této možnosti využívá a intervenuje na devizovém trhu s cílem omezit kolísání kurzu rublu proti měnovému koši a udržet jeho hodnotu ve vymezeném koridoru. Hlavní intervenční měnou je USD. Kurz rublu byl i v období, kdy Rusko preferovalo systém řízeného floatingu, ve skutečnosti udržován jako pevný kurz s vazbou na měnový koš, který tvoří dvě měny: americký dolar a euro. Od února 2007 tvoří měnový koš rublu 55 % USD a 45 % EUR. Jak ukazuje Tab. 1, váhy obou měn v koši se několikrát měnily.

**Tab. 1: Struktura měnového koše rublu**

Období	Relativní váhy USD a EUR v měnovém koši	
	USD	EUR
8. 2. 2007 – dosud	0,55	0,45
1. 12. 2005 – 7. 2. 2007	0,60	0,40
1. 8. 2005 – 30. 11. 2005	0,65	0,35
16. 5. 2005 – 31. 7. 2005	0,70	0,30
15. 3. 2005 – 15. 5. 2005	0,80	0,20
1. 2. 2005 – 14. 3. 2005	0,90	0,10

Zdroj: Bank of Russia (2012b).

Centrální banka Ruska stanoví a oznamuje kurz rublu vůči ostatním měnám na denní bázi. Tyto kurzy jsou stanoveny na základě kotace rublu proti americkému dolaru na národním devizovém trhu a na základě kotace ostatních měn proti dolaru na globálním devizovém trhu. Vzhledem ke stabilnímu vývoji kurzu rublu proti měnovému koši byl kurzový systém rublu klasifikován Mezinárodním měnovým fondem (dále jen MMF) v období od 30. dubna do 1. listopadu 2008 jako *systém pevného kurzu s úzkými hranicemi oscilace s pevnou vazbou na měnový koš*. Po listopadu 2008 však kurz rublu vykazoval ve vztahu k měnovému koši časté deprecie. Ruská centrální banka současně také umožňovala větší každodenní (day-to-day) fluktuace rublu proti měnovému koši, ke kterým docházelo i přes její pokračující kurzové intervence (viz Tab. 2). Od února 2009 stanovila CBR pro vývoj kurzu rublu pásma oscilace.

S účinností od 1. listopadu 2008 zahrnuje MMF rubl do kategorie měnových kurzů *řízených jinak* (*other managed* – viz De Facto Classification of Foreign Exchange Rate Arrangements, IMF Annual Report 2010, 2011). Do této kategorie patří podle klasifikace MMF kurzy měn, které nejsou převážně determinovány ani tržními faktory, ani rozhodnutím centrální banky (Habermeier – Kokenyne – Veyrune – Anderson, 2009). V roce 2010 preferovalo takový systém celkem 21 zemí, v roce 2011 bylo v této kategorii kromě Ruska zahrnuto dalších 16 zemí.

V období, kdy Rusko preferovalo kurzový systém řízeného floatingu, rámec monetární politiky nebyl spojen s žádnou explicitně vymezenou nominální kotvou. Monetární politika byla řízena spíše na základě řady ukazatelů. Po zavedení pevných kurzů se nominální kotvou monetární politiky stala přímo vazba rublu na měnový koš. Po změně systému pevného kurzu na systém *jinak řízeného kurzu* tvoří rámec monetární politiky opět řada různých ukazatelů (podrobněji viz IMF Annual Reports 2009-2011).

Kontrola růstu cenové hladiny a její stabilita přispívá k tvorbě nižších inflačních očekávání ekonomických subjektů a podpoře ekonomické aktivity. Je patrné, že cíle regulace devizového kurzu a udržení inflačního vývoje v předem stanoveném rozpětí jsou protichůdné systémy měnové politiky. To si centrální banka uvědomuje a jejím strategickým záměrem ke zlepšení efektivnosti transmisního mechanismu cílování inflace je posun k volně pohyblivému devizovému kurzu. I přesto, že vývoj kurzu by měl podléhat fundamentální ekonomickým faktorům, devizových intervencí se nevzdává za účelem zmírnit nadměrné výkyvy kurzu rublu vzhledem k měnovému koši, který je složen ze dvou měn.

Ruská centrální banka tedy zůstává jako účastník domácího devizového trhu, nicméně její aktivita by měla postupně klesat. Pokud centrální banka vstupuje na devizový trh, jedná se především o následující nástroje, které hlavně využívá:

- přímé devizové intervence;
- depozitní operace s cílem regulovat úroveň likvidity na mezibankovním trhu;
- úprava úrokových sazeb pro provádění operací na peněžním trhu.

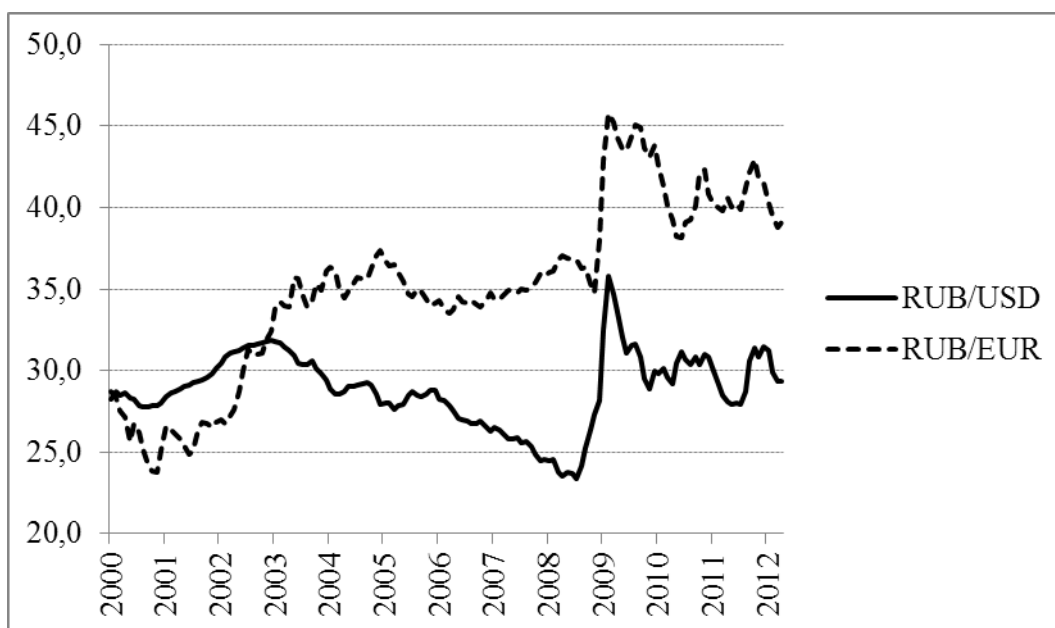
Na výše uvedený přístup k systému devizového kurzu navazuje politika řízení úrokových sazeb. Jejím záměrem je snížit volatilitu úrokové sazby na peněžním trhu. Ta často bývá důsledkem přímých intervencí na devizovém trhu. S cílem udržení finanční stability a celkové makroekonomické rovnováhy, věnuje ruská centrální banka pečlivou pozornost trendům v měnovém a úvěrovém vývoji, aby včas reagovala na situaci na finančních trzích a vznikající nerovnováhy. To považuje v kontextu finanční a ekonomické krize jako poučení do budoucnosti.

## **Vývoj devizového kurzu a politika devizových intervencí**

Vývoj nominálního kurzu, resp. váženého průměru počítaného v zastoupení měn hlavních obchodních partnerů země, sledujeme z pohledu kurzu rublu vůči americkému dolaru a euru jako dvou měn tvořících základní ukazatel pro monitoring kurzového vývoje.

Vývoj ukazuje v období let 2002 až 2008 trvalou mírnou tendenci k apreciaci kurzu rublu, nicméně vývoj kurzu rublu oproti jednotlivým měnám je poněkud odlišný. Zatímco kurz rublu vůči americkému dolaru zhodnocuje, naopak kurz rublu vůči euru spíše zaznamenává znehodnocení s výjimkou roku 2005. Zlom přichází po vypuknutí finanční krize, kdy kurz postupně významně znehodnocuje. Po otočení situace začátkem roku 2009 kurz rublu opět zhodnocuje, avšak lze pozorovat vyšší nestabilitu kurzového vývoje.

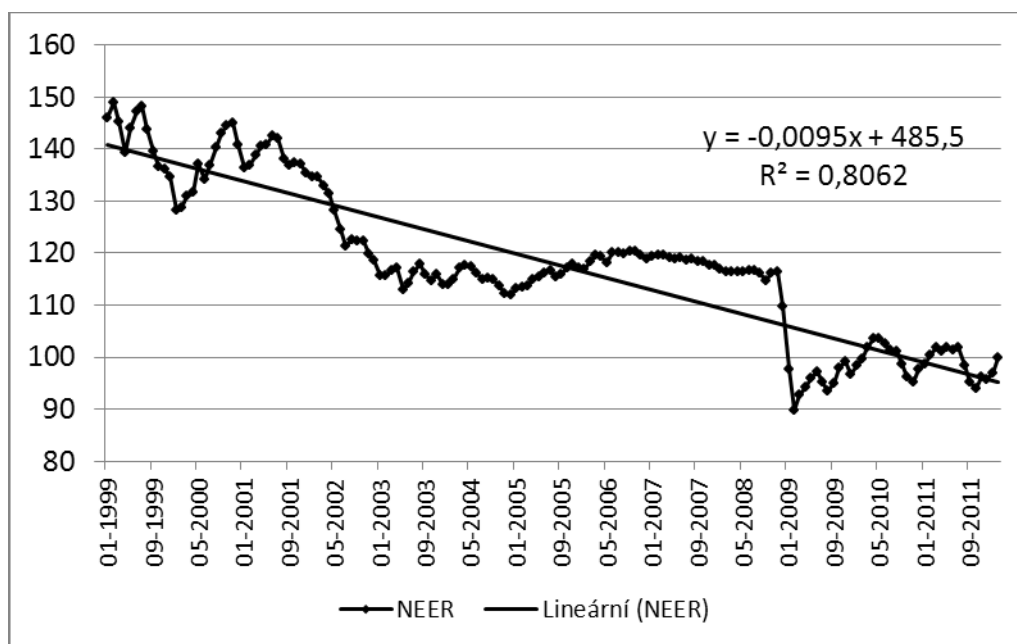
**Obr. 1: Vývoj nominálního kurzu rublu vůči USD a EUR**



Zdroj: Bank of Russia (2012e).

Výsledky statistické analýzy pomocí základních ukazatelů zobrazuje Tab. 2. Z pohledu nestability finančních trhů jsou pak důležité ukazatele pro období od roku 2008 až duben 2012, kdy kurz rublu vůči dolaru osciloval průměrně 6,4 % od průměru a 12,6 % od průměru v případě eura. Jinak charakteristickým rysem pro oboje období je podstatně vyšší volatilita kurzu rublu vůči euru než vůči americkému dolaru. Analýza nominálního efektivního kurzu rublu NEER (nominal effective exchange rate) ukazuje na dlouhodobý trend ke zhodnocování rublu.

**Obr. 2: Nominální efektivní kurz rublu – NEER (2010 = 100)**



Zdroj: BIS (2011).

Vývoj nominálního efektivního kurzu NEER se v období 1999 – 2011 pohyboval v rozmezí 89,89 % – 148,12 %. Z Obr. 2 je patrné, že relativní stabilitu vykazoval NEER pouze v období 2003 – 2008. Volatilita kurzu měřená směrodatnou odchylkou z relativní změny NEER činí v tomto období 1,9530, jeho průměrná relativní změna vyjádřena v absolutních hodnotách činí 1,3408.

**Tab. 2: Ukazatele vývoje nominálního kurzu rublu vůči USD a EUR**

Statistický ukazatel	Period 2000 – 2012		Period 2008 – 2012	
	RUB/USD	RUB/EUR	RUB/USD	RUB/EUR
Průměrný kurz	28,83	34,99	28,61	32,12
Směrodatná odchylka	2,26	5,41	1,84	4,06
Variační koeficient	7,8 %	15,5 %	6,4 %	12,6 %

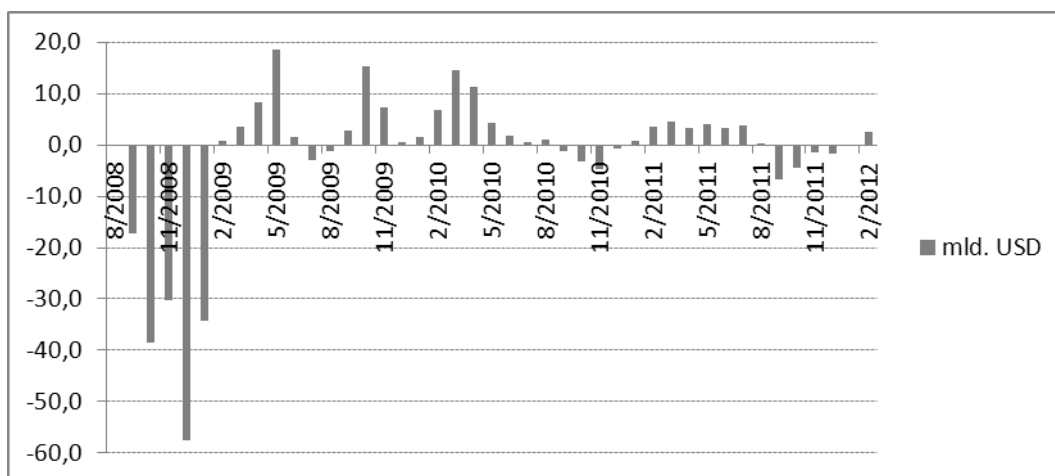
Zdroj: Bank of Russia (2012e) + vlastní výpočty.

Z analýzy vývoje kurzu rublu je patrné, že pouze v určitém časovém intervalu se projevovala stabilita NEER. Naproti tomu je strategickým záměrem centrální banky dosažení volného floatingu, avšak volný floating nemusí znamenat kurz s vysokou volatilitou. Přesto v analyzovaném období centrální banka vstupovala na devizový trh a prováděla intervence. CBR hlavně intervenuje v amerických dolarech a v podstatně menších objemech v eurech.

Politika devizových intervencí odráží představu, že kurz rublu by se měl vyvíjet na základě fundamentální ekonomických faktorů. Stanovení objemu pravidelných intervencí je založeno na odhadu celkového salda platební bilance v daném období a vývoje cen energetických surovin na světových trzích. Cílové nákupy a prodeje cizí měny jsou prováděny centrální bankou za účelem neutralizace očekávání účastníků trhu ovlivněné externím ekonomickým vývojem.

Ostatní faktory způsobující zvýšenou volatilitu devizového kurzu jsou nežádoucí. Centrální banka intervenuje na devizovém trhu, jak na vrub, tak i ve prospěch svých devizových rezerv. Jejím úkolem je zajistit dostatek, případně absorbovat přebytek, cizí měny na devizovém trhu a tím omezit negativní dopady zvýšené fluktuace kurzu rublu, resp. omezit fluktuaci devizového kurzu, která není způsobena fundamentálními ekonomickými faktory.

**Obr. 3: Intervence centrální banky na devizovém trhu v roce 2008 – 2012**



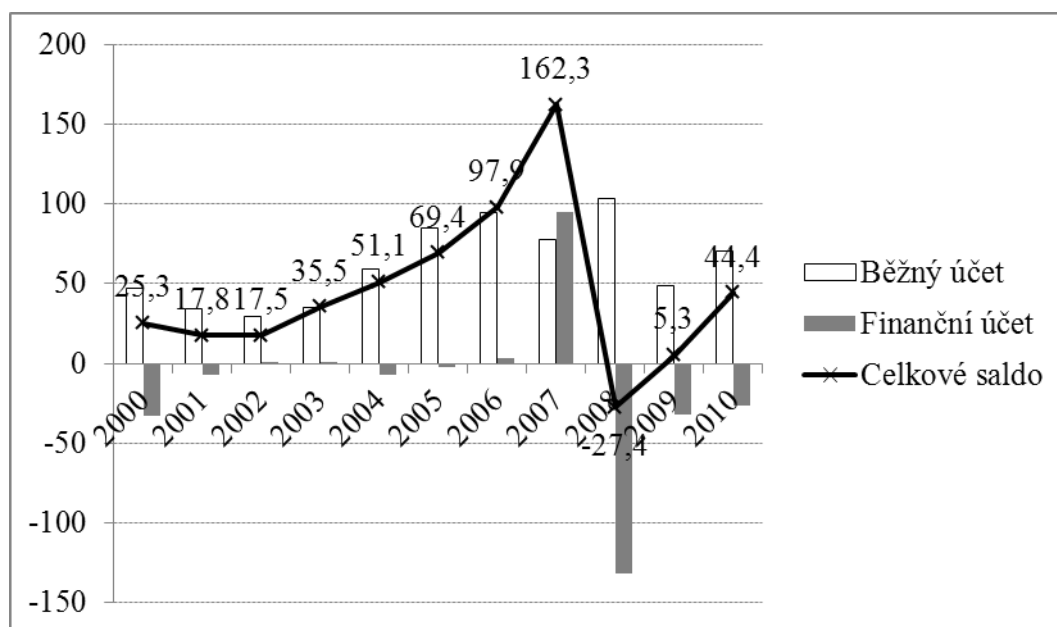
Zdroj: Bank of Russia (2012g).

## Dopady finanční krize na platební bilanci

Platební bilance Ruska odráží disponovanost ekonomiky bohatými zásobami nerostných surovin, zejména ropy a zemního plynu, které tvoří komodity významnou část exportu a představují důležitý růstový faktor hrubého domácího produktu. Z pohledu struktury platební bilance lze potvrdit očekávání, že ruská ekonomika vykazuje přebytky obchodní bilance včetně běžného účtu. V období před finanční krizí bylo zvyšování čistého exportu faktorem přispívajícím k ekonomickému růstu.

Finanční účet platební bilance bývá ve sledovaném období v zásadě vyrovnaný až do roku 2007, kdy došlo k masivnímu přílivu soukromého kapitálu. O rok později však soukromý kapitál opouští ruský finanční trh a představuje impuls k poměrně prudké depreciaci kurzu rublu. Přebytkové saldo běžného účtu platební bilance a příliv kapitálu způsobil, že celkové saldo platební bilance vykazovalo před finanční krizí přebytky s vrcholem v roce 2007, kdy saldo činilo neuvěřitelných 162,3 mld. USD.

**Obr. 4: Vývoj sald platební bilance (mld. USD)**



Zdroj: Bank of Russia (2012a).

Od roku 2003 až do propuknutí finanční krize je zřejmý trend k zhodnocení kurzu rublu – jak z pohledu bilaterálního kurzu rublu k USD a EUR, tak i nominálního efektivního kurzu NEER. To je způsobené fundamentální faktory na straně růstu salda běžného účtu platební bilance a navíc v roce 2007 podpořeno masivním přílivem ostatního kapitálu. To trvalo až do propuknutí finanční krize, kdy došlo k masivnímu odlivu soukromého kapitálu a zhoršení podmínek v mezinárodním obchodě, což způsobilo silný tlak na znehodnocení kurzu rublu. Reakcí centrální banky bylo prodej devizových rezerv a dodání potřebné likvidity v cizí měně na devizový trh. Ke konci roku 2008 bylo zřejmé, že faktory způsobující znehodnocení kurzu rublu jsou trvalé, centrální banka se rozhodla za přispění devizových intervencí pro postupnou depreciaci kurzu na novou rovnovážnou úroveň.

V roce 2009 se situace stabilizuje a celkové saldo platební bilance se vyrovnává. Nicméně ekonomika čelí důsledkům finanční krize, které se naplno projeví svými dopady do reálné

ekonomiky. Saldo běžného účtu platební bilance pokleslo v důsledku poklesu čistého exportu o 68 mld. USD. To souvisí především s ekonomickou recesí v řadě zemí, kde došlo k utlumení poptávky, a poklesem cen ropy a zemního plynu na světových trzích.

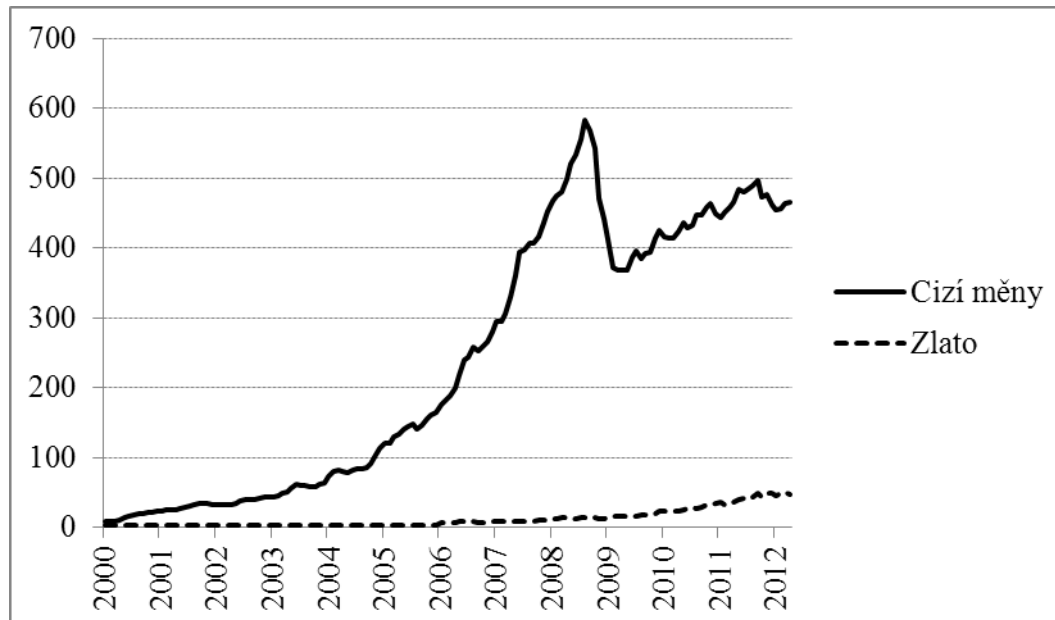
**Tab. 3: Podíl exportu nafty, ropných produktů a zemního plynu na exportu zboží (mld. USD, % podíl)**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Export zboží celkem (mld. US)</b>	<b>354,4</b>	<b>471,6</b>	<b>303,4</b>	<b>400,6</b>	<b>522,0</b>
Ropa, ropné produkty a zemní plyn	61,7 %	65,8 %	62,9 %	63,4 %	65,4 %
<i>Ropa</i>	34,3 %	34,2 %	33,2 %	33,9 %	34,8 %
<i>Ropné produkty</i>	14,7 %	16,9 %	15,9 %	17,6 %	18,3 %
<i>Zemní plyn</i>	12,7 %	14,7 %	13,8 %	11,9 %	12,3 %
Ostatní	38,3 %	34,2 %	37,1 %	36,6 %	34,5 %

Zdroj: Bank of Russia (2012d) + vlastní propočty

Přebytky celkového salda platební bilance a nerovnováha na devizovém trhu působila na zhodnocení kurzu rublu především vůči americkému dolaru, což je evidentní z kurzového vývoje. Právě v této době, kdy převyšující nabídka amerického dolaru tlačila na zhodnocení kurzu rublu, se razantně zvyšovaly devizové rezervy centrální banky, která přebytky zkupovala. Naopak v druhé polovině roku 2008 začíná centrální banka intervenovat proti znehodnocení kurzu rublu prodejem devizových rezerv.

**Obr. 5: Vývoj devizových a zlatých rezerv (mld. USD)**

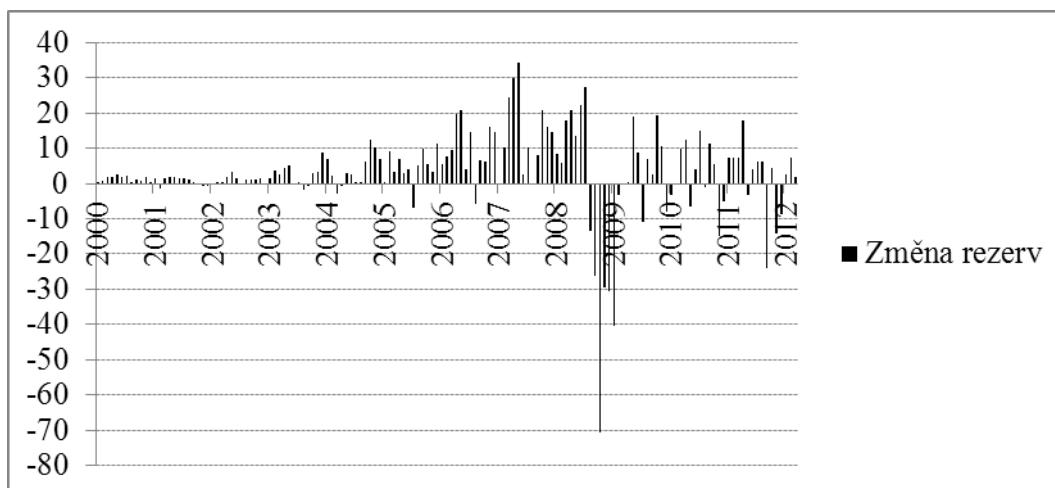


Zdroj: Bank of Russia (2012g).

Zajímavou okolností je nárůst zlatých rezerv, který je patrný zejména od roku 2008 a postupně akceleroval. Zde se potvrzuje pravidlo, že v období nejistoty a krize na finančních trzích investoři preferují držbu zlata či jiných komodit. Ostatně cena zlata v této době byla na nejvyšší úrovni za poslední roky a zlato představovalo zajímavý investiční instrument.

Další Obr. 6 ukazuje vývoj přírůstků a úbytků devizových rezerv centrální banky. Lze vyčíst, že až do září 2008 devizové rezervy postupně narůstaly. V září však centrální banka začala masivně intervenovat ve prospěch kurzu rublu a bránila jeho prudké depreciační. Jenom od září do ledna 2009 intervenovala ve výši 177,5 mld. USD a 23,5 mld. EUR. Devizové rezervy se během pěti měsíců snížily o téměř 34 %. Po zbytek období až do současnosti převažují devizové intervence proti apreciaci kurzu rublu s občasnými opačnými intervencemi.

**Obr. 6: Přírůstky/úbytky devizových rezerv (mld. USD)**

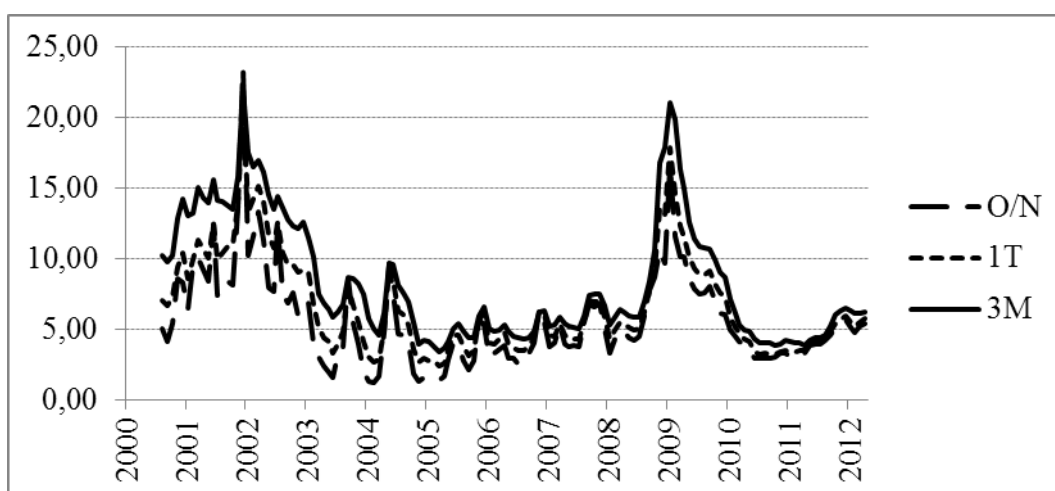


Zdroj: Bank of Russia (2012g).

### Dopad devizových intervencí na reálnou ekonomiku

Výrazný prodej devizových rezerv centrální bankou druhé polovině roku 2008 a začátkem roku 2009 způsobil snížení množství likvidity na mezibankovním trhu, což mělo za následek vzájemnou nedůvěru k poskytování zdrojů mezi bankami a hrozilo nebezpečí systémové bankovní krize. To se projevilo růstem mezibankovních úrokových sazeb, jak je vidět z následujícího Obr. 7.

**Obr. 7: Vývoj úrokových sazeb na peněžním trhu (MIBOR %)**



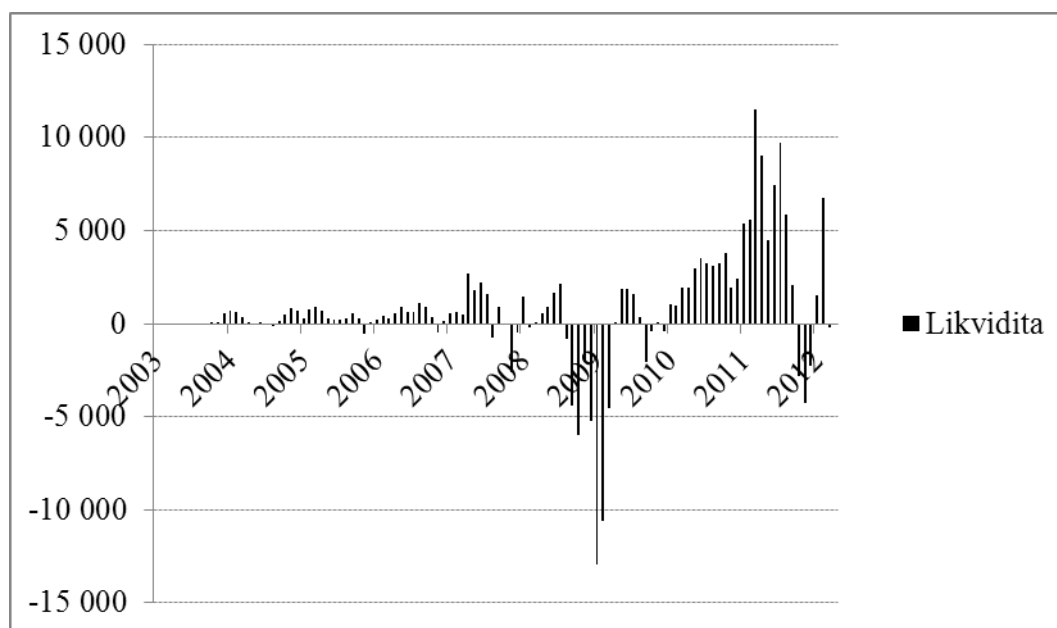
Zdroj: Bank of Russia (2012f).



Centrální banka řešila vzniklou situaci zajištěním potřebné likvidity zvýšením refinancování bank, snížení požadovaných rezerv od bank a usnadněním podmínek pro získání likvidity. Dalším negativním faktorem působícím na znehodnocení kurzu rublu byla očekávání na depreciaci kurzu rublu, která stimulovala spekulativní poptávku po úvěrech v rublech s následnou konverzí do cizí měny.

Zároveň došlo k poklesu cen cenných papírů denominovaných v rublech, který omezil možnost jejich použití jako finančního zajištění za poskytnuté úvěry. Celkově společně s vyššími úrokovými sazbami se úvěrová expanze razantně propadla.

**Obr. 8: Operace centrální banky s dopady na likviditu bankovního sektoru (mld. RUB)**

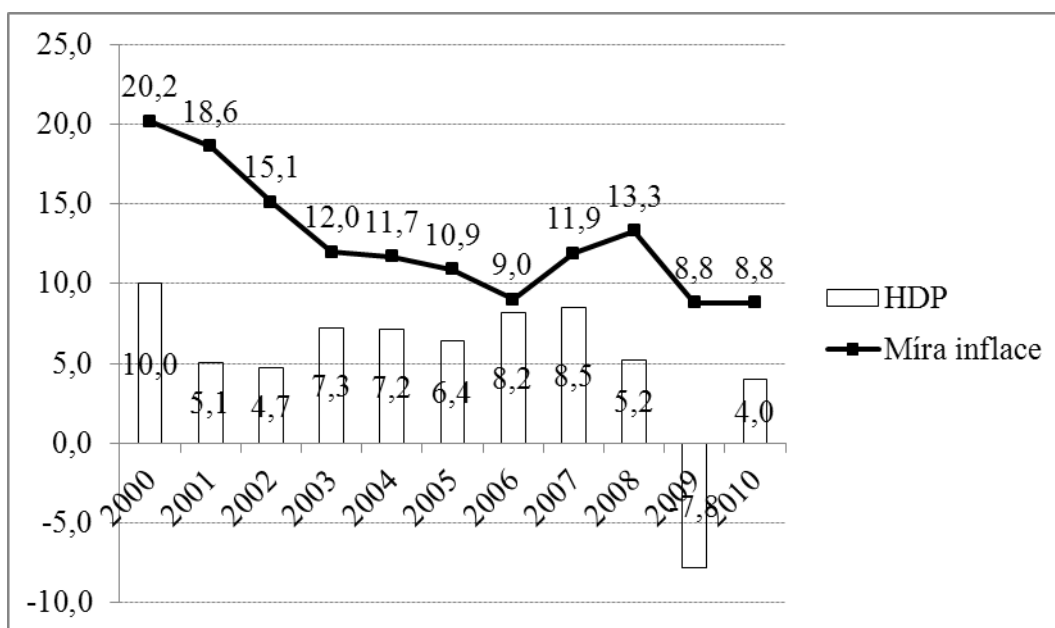


Zdroj: Bank of Russia (2012f).

Dopad finanční krize na ruskou ekonomiku demonstruje vývoj reálného růstu hrubého domácího produktu. Do roku 2008 rostl hrubý domácí produkt průměrně o 7 % ročně. V roce 2009 došlo k prudkému propadu meziročního růstu na -7,8 %, nicméně již následující rok Rusko zaznamenalo ekonomické oživení růstem 4 %.

Na vývoj cenové hladiny v období krize měl vliv právě vývoj devizového kurzu. Značná depreciace devizového kurzu způsobila rychlý nárůst spotřebitelských cen v průběhu několika měsíců roku 2008. Růst cen komodit z importu a omezení nabídky některého zboží vedlo k urychlení růstu indexu spotřebitelských cen.

Dopady zpomalení růstu úvěrových agregátů a utlumení ekonomické aktivity v některých odvětvích se projeví do cenové hladiny až v následujícím roce 2009, jak je zřejmé z níže uvedeného Obr. 9. Nicméně propad ekonomického výkonu netrval déle než rok a hned následující období opět Rusko zaznamenává růst hrubého domácího produktu. Je to jednak především proto, že došlo k mírnému oživení v ekonomikách obchodních partnerů, dále se stabilizoval vývoj devizového kurzu a došlo k poklesu úrokových sazeb v ekonomice.

**Obr. 9: Vývoj reálného růstu HDP a meziroční inflace (%)**

Zdroj: OECD.(2012).

### Volba kurzového systému z pohledu rozvoje ruského devizového trhu

Jedním z cílů kurzové politiky Ruské centrální banky je podporovat rozvoj národního devizového trhu. Zajímalo nás, zda volba systému měnového kurzu a volatilita kurzu rublu pozorovaná u *neer*, ovlivňují také strukturu devizových operací na národním ruském devizovém trhu, zejména pak zda vyšší volatilita vede k vyššímu růstu podílu forwardových a swapových operací na celkovém průměrném jednodenním devizovém obratu.

Volatilita kurzu rublu měřená směrodatnou odchylkou z relativní změny ve sledovaném období dosahuje hodnot 1,9468 u nominálního efektivního kurzu, u bilaterálního kurzu RUB/USD je volatilita pochopitelně ještě vyšší 2,26. Pro srovnání uvádíme směrodatné odchylky za stejné období měřené z relativní změny *neer* u CZK 1,6073, PLZ 2,3960, HUF 2,0543. Hypoteticky předpokládáme, že vyšší volatilita kurzu vede k růstu obrátu na devizovém trhu, zejména pak u těch devizových operací, které umožňují řízení kurzových rizik s spojených vyšší volatilitou. Předpokládali bychom tedy vyšší nárůst obrátu u forwardových a swapových operací ve srovnání s nárůstem operací spotových a převládající podíl těchto operací ve struktuře průměrného denního obrátu na devizovém trhu.

Na základě údajů Centrální banky Ruska jsme proto analyzovali strukturu ruského národního devizového trhu podle charakteru devizových operací. Tab. 4 ukazuje, že přes vyšší dosahovanou volatilitu kurzu rublu převládají na devizovém trhu spotové operace.

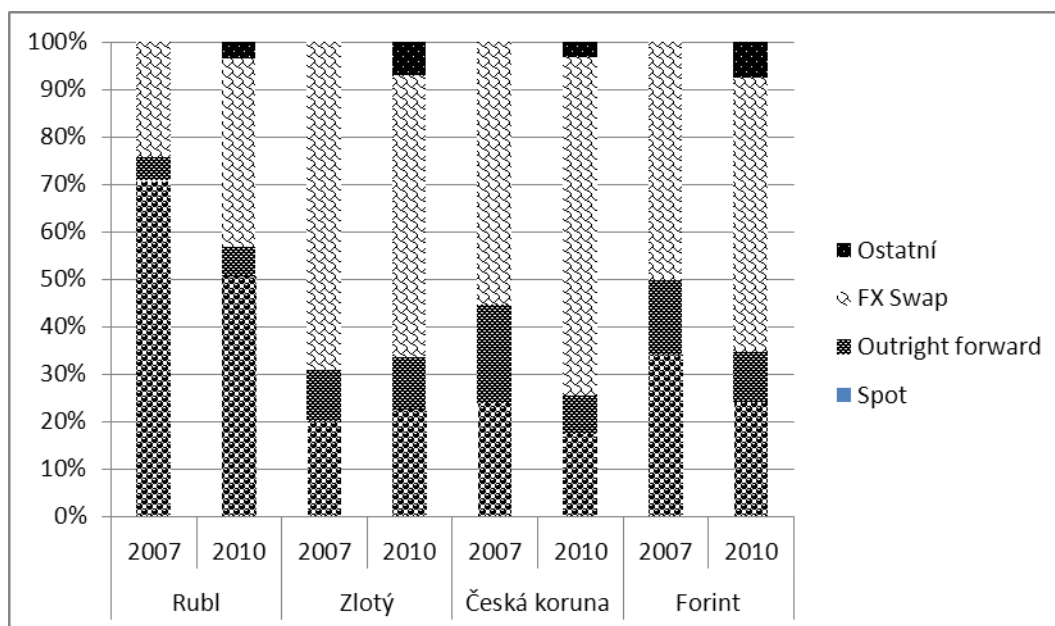
**Tab. 4: Struktura devizového obrátu na ruském národním trhu podle operací (denní průměr v mld. USD)**

FX obrat	Duben 2001	Duben 2004	Duben 2007	Duben 2010
Spot	9	24	34	23
Outr. forward	0	1	1	1
FX swap	...	5	15	18
Opce	0	0	0	0
Celkem	9	30	50	42

Zdroj: BIS (2010).

Celkový průměrný denní obrat na devizovém trhu významně rostl v období 2001 – 2007, což odpovídalo i globálnímu vývoji. Finanční krize se zřejmě promítla do poklesu celkového obrátu na ruském devizovém trhu v roce 2010. Zajímalo nás, zda volatilita *neer*, která se u rublu pohybuje v mezích, které vykazují i CZK, PLZ a HUF, u kterých byl ve sledovaném období uplatňován systém kurzu s relativně vyšší mírou pružnosti, povede rovněž k obdobné struktuře devizového obrátu z pohledu uskutečňovaných devizových operací. Obr. 10 ukazuje, že tomu tak není.

**Obr. 10: Devizový obrat RUB a dalších měn podle druhu devizových operací (procentní podíl, průměrný jednodenní obrat za duben 2007 a 2010)**



Zdroj: Bank of Russia (2012h).

Z Obr. 10 je zřejmé, že jak v roce 2007, tak i 2010 převládají na ruském devizovém trhu jednoznačně spotové operace. V roce 2007 představovaly spotové operace 70,7 % celkového obrátu, v roce 2010 pak činily 50,6 %. Vysoký podíl spotových operací vykazují obvykle měny se systémem pevných kurzů (podrobněji viz např. Durčáková, 2011).

Lze se domnívat, že vysoký podíl spotových operací na ruském devizovém trhu ovlivňují především následující dva faktory:

1. MMF zahrnuje Rusko v období 1999-2007 mezi země, které aplikují systém pohyblivého kurzu (řízený floating). Ve skutečnosti je rubl udržován již od února 2005 jako pevný kurz s vazbou na měnový koš, který tvoří dvě měny: americký dolar a euro. Ve sledovaném období je kurz rublu udržován v požadovaném koridoru (centrální banka stanoví floatingu „operational bands“) pomocí intervencí centrální banky. Dolní a horní hranici stanovenou pro pohyb kurzu rublu uvádí Tab. 5. Struktura devizových operací na ruském národním devizovém trhu potvrzuje, že v podmínkách relativně stabilního vývoje nominálního efektivního kurzu nevzniká tak naléhavá potřeba rozvoje devizových operací pro minimalizaci kurzového rizika, jako jsou např. forwardové a swapové operace, a podnikatelské subjekty nevyužívají k zajištění kurzových rizik zajišťovací operace na devizovém trhu.

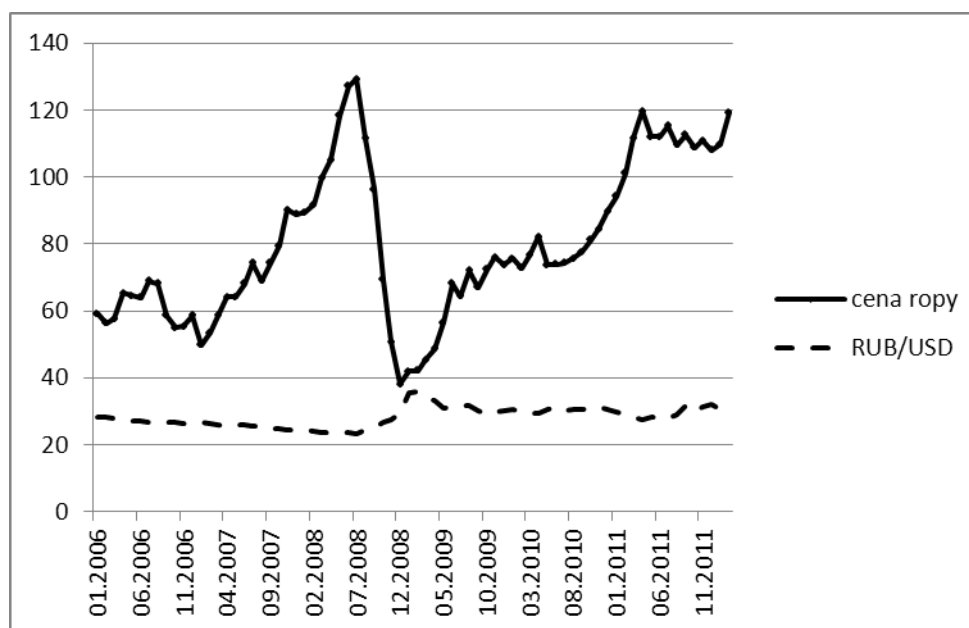
**Tab. 5: Dolní a horní hranice pohybu rublu 2009 – 2012**

<b>Datum</b>	<b>Dolní limit</b>	<b>Horní limit</b>
27. 2. 2009	38,90	40,90
30. 6. 2009	36,40	38,40
30. 10. 2009	35,30	38,30
30. 12. 2009	35,00	38,00
31. 3. 2010	33,90	36,90
30. 6. 2010	33,30	36,30
29. 10. 2010	32,90	36,90
30. 12. 2010	33,05	37,05
31. 3. 2011	32,35	37,35
30. 6. 2011	32,25	37,25
30. 9. 2011	32,55	37,55
30. 12. 2011	32,20	38,20
30. 3. 2012	32,15	38,15

Zdroj: Bank of Russia (2012c).

2. Dalším faktorem, který vysvětluje rozhodující podíl spotových operací na celkovém průměrném jednodenním obratu na ruském národním devizovém trhu, je spojitost mezi vývojem kurzu rublu k americkému dolaru a vývojem dolarové ceny ropy za barel uralské ropy. Ropa spolu s ropnými výrobky a zemním plynem tvoří rozhodující část exportu Ruska. Podle údajů Ruské národní banky představovaly tyto produkty v roce 1999 celkem téměř 50 % celkového exportu, v roce 2009 tvořily 62,9 %, v roce 2010 63,4 % a v roce 2011 dosahovaly 65,4 %. Export samotné ropy činil v roce 1999 téměř 19 % celkového exportu, v roce 2009 dosahoval 33,2 %, a v roce 2011 34,8 %. Celkové tržní riziko zohledňující jak cenové, tak i kurzové riziko je relativně nízké díky záporné hodnotě korelačního koeficientu mezi vývojem měnového kurzu RUB/USD a vývojem ceny uralské ropy za barel v USD. Tento korelační koeficient činí –0,62 (období 1/2006 – 4/2010, 52 pozorování). To ukazuje Obr. 11. Samostatné zajištění kurzového rizika pomocí termínové operace (např. forward) by tedy vedlo ke zvýšení celkového tržního rizika, neboť cenové riziko by zůstalo nezajištěno (Durčáková, 2010).

**Obr. 11: Vývoj kurzu RUB/USD a ceny uralské nafty 1996-2011**



Zdroj: Bank of Russia (2012c).

Přestože rubl byl MMF zařazen převážně do kategorie pohyblivých kurzů, ve skutečnosti se jako kurz s vyšší mírou pružnosti nechoval; kurz rublu se choval jako pevný kurz, udržovaný intervencemi proti měnovému koši jako stabilní. Náš předpoklad se tudíž potvrdil: zvýšené tržní riziko v systémech pohyblivých kurzů vede k růstu obratu na devizovém trhu a to zejména u termínových devizových operací forward a swap.

## Závěr

Kurzová politika Ruska se ve sledovaném období 1999 – 2011 opírala převážně o systém kurzu s relativně větší pružností. Jako převládající systém byl uplatňován řízený floatingu. Analýza kurzového vývoje ukázala, že volatilitu kurzu do značné míry limitovaly uplatňované intervence centrální banky. Kurzová politika významně ovlivnila vývoj jak vnitřní, tak i vnější rovnováhy. Zlomovým rokem ve sledovaném období byl rok 2008. Po roce 2008 ekonomika čelí důsledkům finanční krize, které se naplno projeví dopadem do reálné ekonomiky. Saldo běžného účtu platební bilance pokleslo dramaticky v důsledku poklesu čistého exportu. To souvisí především s ekonomickou recesí v řadě zemí, kde došlo k utlumení poptávky, a poklesem cen ropy a zemního plynu na světových trzích. Do poloviny roku 2008, kdy převyšující nabídka amerického dolaru tlačila na zhodnocení kurzu rublu, se razantně zvyšovaly devizové rezervy centrální banky, která přebytky z kupovala. Naopak ve druhé polovině roku 2008 začíná centrální banka intervenovat proti znehodnocení kurzu rublu prodejem devizových rezerv. Tyto intervence vedly ke snížení likvidity a ovlivnily i situaci na devizovém trhu. Naše analýza ukázala na vysoký podíl spotových operací ve struktuře průměrného jednodenního obratu, což není pro ekonomiky preferující kurzové systémy s větší mírou pružnosti typické. Celkové tržní riziko zohledňující jak cenové, tak i kurzové riziko je relativně nízké díky záporné hodnotě korelačního koeficientu mezi vývojem kurzu rublu k americkému dolaru a cenou ropy.

## Literatura:

- [1] Bank of Russia (2012a): *Balance of Payments*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=svs&ch=Par\\_1597#CheckedItem](http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_1597#CheckedItem)>.
- [2] Bank of Russia (2012b): *Current Bicurrency Basket Structure*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.cbr.ru/eng/hd\\_base/BiCurBasket.asp](http://www.cbr.ru/eng/hd_base/BiCurBasket.asp)>.
- [3] Bank of Russia (2012c): *Data on the dynamics of the boundaries of the Bank of Russia floating operational band*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.cbr.ru/eng/statistics/default.aspx?prtid=bivaltbl&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_18631](http://www.cbr.ru/eng/statistics/default.aspx?prtid=bivaltbl&pid=idkp_br&sid=ITM_18631)>.
- [4] Bank of Russia (2012d): *External trade*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=svs&ch=Par\\_1597#CheckedItem](http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_1597#CheckedItem)>.
- [5] Bank of Russia (2012e): *Foreign Currency Market*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012], <[http://www.cbr.ru/eng/currency\\_base/dynamics.asp](http://www.cbr.ru/eng/currency_base/dynamics.asp)>.
- [6] Bank of Russia (2012f): *Interbank Credit Market*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012], <[http://www.cbr.ru/eng/mkr\\_base/main.asp](http://www.cbr.ru/eng/mkr_base/main.asp)>.
- [7] Bank of Russia (2012g): *International Reserves of the Russian Federation*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.cbr.ru/eng/hd\\_base/mrrf/](http://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrrf/)>.
- [8] Bank of Russia (2012h): *Main indicators of currencies' turnover of spot and forward FX transactions on domestic currency market of the Russian Federation*. [on-line], Moskva, Central Bank of Russia, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=finr>>.
- [9] BIS (2010): *Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010*. [on-line], Basel, Bank for International Settlements, c2010, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.pdf>>.
- [10] BIS (2011): *Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2011*. [on-line], Basel, Bank for International Settlements, c2011, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.bis.org/publ/rpfxfl1t.pdf>>.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] Fleming, J. M. (1975): *Floating Exchange Rates, Asymmetrical Intervention and the Management of International Liquidity*. IMF Staff papers, 1975, roč. 22, č. 2, s. 263-283.
- [14] Habermeier, K. – Kokenyne, A. – Veyrune, R. – Anderson, H. (2009): *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper 09/211, c2009, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>>.

- [15] IMF (2011): *IMF Annual Report*. [on-line], New York, International Monetary Fund, c2011, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/ar11\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/ar11_eng.pdf)>.
- [16] IMF (2010): *IMF Annual Report*. [on-line], New York, International Monetary Fund, c2010, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf)>.
- [17] IMF (2009): *IMF Annual Report*. [on-line], New York, International Monetary Fund, c2009, [cit.: 27. 6. 2012],  
<[http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09_eng.pdf)>.
- [18] OECD (2012): *OECD Statistics*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Cooperation and Development, c2012, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.oecd-ilibrary.org/content/data/data-00285-en>>.
- [19] Szapary, G. (2001): *Transition Countries' Choice of Exchange Rate Regime in the Run-Up to EMU, Finance and Development*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, Finance & Development, 2001, roč. 38, č. 2, [cit.: 27. 6. 2012],  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/szapary.htm>>.

## Kurzová politika Ruska v kontextu nestability finančních trhů

*Jaroslava Durčáková – Tomáš Kunz*

### ABSTRAKT

Finanční krize v Evropě a USA vyvolává řadu otázek spojených s efektivitou řešení jejích důsledků. V této souvislosti se do popředí zájmu ekonomů dostává mj. i rostoucí dynamika pěti velkých ekonomik zemí, které jsou známy jako seskupení BRICS – Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Afrika.

Příspěvek se zaměřuje na kurzovou politiku Ruska v období 1999 – 2011 a její důsledky pro vnitřní a vnější ekonomickou rovnováhu v kontextu nestability finančních trhů. Předmětem zájmu je především devizový trh. Seznamuje s cíli a nástroji kurzové politiky, analyzuje vývoj bilaterálního a efektivního kurzu rublu, a zajímá se o vliv volatility kurzu na míru inflace a reálný ekonomický růst a další makroekonomické veličiny.

Autoři dospívají k závěru, že kurzová politika Ruska se ve sledovaném období 1999 – 2011 opírala převážně o systém kurzu s relativně větší pružností. Kurzová politika významně ovlivnila vývoj jak vnitřní, tak i vnější rovnováhy. Dále zjišťují, že převládá vysoký podíl spotových operací na devizovém trhu, což pro kurzové systémy s větší pružností není typické.

**Klíčová slova:** Kurzová politika; Národní devizový trh; Platební bilance.

## Exchange Rate Policy in Context of Financial Markets' Instability

### ABSTRACT

Financial crisis in Europe and USA originates a set of questions linked to the effectiveness of solution for its impacts. Concerning this fact the growing dynamics of five big economies, so called group as BRICS – Brazil, Russia, India, China and South Africa, comes to the front of economists' interest.

The article concentrates on the scope on exchange rate policy of Russia in period 1999 – 2011 and its impact for internal and external economic equilibrium in context of financial markets' instability. The subject of interest is mostly foreign currency market. The paper reflects goals and instruments of exchange rate policy, analyzes development of bilateral and effective exchange rate of ruble and is interested in an impact of exchange rate's volatility on inflation rate dynamics and real economic growth and other macroeconomic variables.

The authors believe the exchange rate policy of Russia in observed period 1999 – 2011 was based on exchange rate framework with relatively higher flexibility. The chosen exchange rate policy influenced the dynamics of internal and external equilibrium. So they find out the presence of high share of spot operations on foreign exchange market what is not typical for flexible exchange rate systems.

**Key words:** Exchange rate policy; Foreign exchange market; Balance of payment.

**JEL classification:** F31.