BRICS: Vzájemné souvislosti měnového kurzu, platební bilance a devizových rezerv – příklad Indie[#]

Jaroslava Durčáková[*] – Ondřej Šíma[**]

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 návaznosti na předchozí statě věnované kurzové politice Ruska (Durčáková – Kunz, 2012) a Brazílie (Durčáková – Šíma, 2013) se v tomto příspěvku chceme zaměřit na kurzovou politiku Indie a zhodnotit její důsledky pro vzájemné souvislosti měnového kurzu, platební bilance a devizových rezerv.

Po letech, kdy tempa růstu indické ekonomiky dosahovala zcela mimořádných výsledků (s výjimkou roku 2008 v letech 2003–2010 přesahoval růst HDP 7 %), došlo po roce 2010 díky řadě faktorů ke zpomalení růstu. Statistiky IMF (Mezinárodní měnový fond) uvádějí v roce 2011 pokles růstu HDP ve stálých cenách na 6,64 %, v roce 2013 na 5,02 % (IMF WEO, 2014). V roce 2013 Indie upoutala mezinárodní pozornost nejen odborné veřejnosti, kdy díky tzv. *taper talk* (IMF, 2014c) nastal silný odliv zahraničního kapitálu z indické ekonomiky a s tím související silná nominální depreciace indické rupie vůči USD (od konce května do počátku září 2013 o téměř 19 %). Indie spolu s Brazílií, Indonésií, J. Afrikou a Tureckem byly označovány jako tzv. *fragile five* ekonomiky, tedy ekonomiky silně zasažené výše zmíněnou událostí. Spojujícím faktorem fragile five ekonomik byla značná makroekonomická nestabilita (obvykle vnitřní i vnější). V případě Indie se jednalo mj. o narůstající deficit běžného účtu financovaný především dluhovým kapitálem. Svoji roli

---

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze v rámci institucionální podpory VŠE IP 100040 a také jako jeden z výstupů vědeckého projektu *Finanční a hospodářský cyklus* č. 5/2014 Katedry měnové teorie a politiky Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze.

[*] 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>.

[**] 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>.

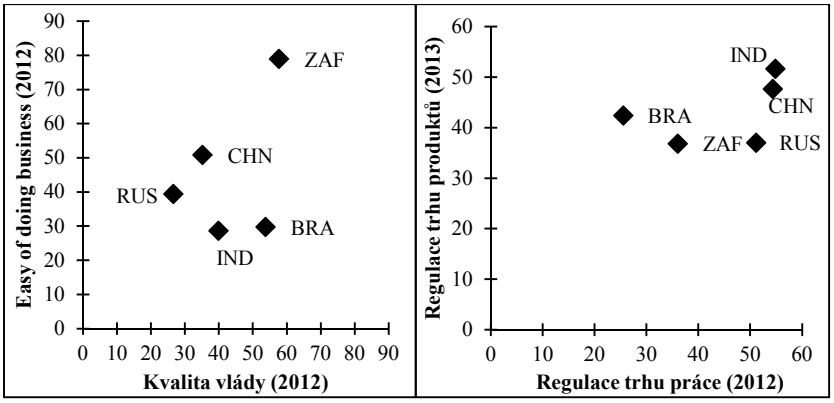
sehrály taktéž domácí faktory, mezi které patří zejména vysoká míra inflace, deficit veřejných financí, oddalování provedení strukturálních reforem apod.

V této stati budeme nejprve věnovat pozornost specifickým aspektům indické ekonomiky v kontextu vnější rovnováhy. Podrobněji se budeme zabývat kurzovou politikou a charakterem uplatňovaného systému měnového kurzu indické rupie v období 1999–2013. Zajímat nás bude dále pak odraz kurzové politiky v dynamice vývoje a struktuře devizového trhu, zejména se zřetelem k uskutečňovaným devizovým operacím. Ve třetí části se zaměříme na analýzu platební bilance Indie, abychom mohli v samotném závěru zhodnotit vzájemné souvislosti mezi vývojem kurzu indické rupie, platební bilance a devizových rezerv.

Specifika indické ekonomiky v kontextu vnější (ne)rovnováhy

Po krizi z počátku 90. let došlo k výrazné proměně indické ekonomiky. Ačkoli snahy zlepšit makroekonomické prostředí opět vzrostly po turbulentním roce 2013 (IMF, 2014c), hmatatelnější a dlouhodobější výsledky reforem se příliš při mezinárodním srovnání indické ekonomiky neprojevily. Dle IMF (2014b) právě nestabilní politická situace a slabá důvěra podnikatelského sektoru v tamní ekonomické prostředí vedly ke snížení investiční aktivity v Indii po roce 2008/2009, které přetrvává i v roce 2014. Názorně tyto souvislosti indické ekonomiky ve srovnání s ostatními zeměmi BRICS ukazuje obrázek č. 1.

Obr. 1: Podnikatelské prostředí a kvalita vlády; regulace trhu produktů a práce



Zdroj: Kaufmann – Kraay – Mastruzzi (2010) – levý obrázek, OECD (2014) – pravý obrázek, obrázky a výpočty vlastní. Maximální hodnota = 100, minimální = 0. Vyšší hodnota spojena se snadnějším a stabilnějším prostředím pro podnikání, s vyšší kvalitou vlády, resp. s vyšší regulací. Zkratky: BRA = Brazílie, RUS = Rusko, IND = Indie, CHN = Čína, ZAF = J. Afrika.

Sledujeme-li konkrétně regulaci na trhu práce a produktů (pravá část obrázku č. 1), je zřejmé, že Indie rovněž ztrácí na konkurenceschopnosti vůči ostatním uváděným zemím díky značné míře regulace (Kochhar aj., 2006). Vysoká míra regulace (formálního sektoru) vyústila v enormní výskyt neformálního sektoru, který tvoří až 50 % indického HDP a zaměstnává 9 z 10 osob (Mishra – Shankar, 2013), přičemž jejich produktivita a přidaná hodnota je značně nižší než ve formálním sektoru. Z důvodu regulace na trhu práce představuje pro firmy (ve formálním sektoru) značné břemeno propouštění zaměstnanců, proto indické firmy mají tendenci být spíše menší – v dobách ekonomického růstu by relativně snadno nové zaměstnance přijímaly, avšak v době poklesu by jejich propuštění znamenalo vysoké dodatečné náklady. Vyšší frekvence výskytu menších firem má své makroekonomické důsledky nejen na trhu práce. Všeobecně platí, že velké (a ve formální sféře vyskytující se) podniky disponují vyšší produktivitou práce, více se podílejí na výzkumu a vývoji nových technologií, mají snazší přístup ke kapitálu a využívají úspor z rozsahu. Snáze se rovněž zapojují do mezinárodního obchodu. Rigidity na obou trzích (práce a produktu) mj. také přispěly k nižšímu podílu průmyslu a jeho exportu, než je u rozvíjejících se zemí na obdobné ekonomické úrovni jako Indie obvyklé.

Z pohledu mezinárodního obchodu tedy patří Indie mezi uzavřené rozvíjející se ekonomiky (levá část obrázku č. 2). Ačkoliv nastal jistý odklon od exportu statků náročných na levnou pracovní sílu ke statkům náročnějším na lidský kapitál, stále nelze o Indii hovořit jako o světově významném exportéru zboží – na rozdíl např. od Číny nebo jiných zemí z jihovýchodní Asie. Opačná situace nastává při hodnocení exportu služeb. Zdá se, že některé vyspělé oblasti Indie „přeskočily“ ve svém vývoji etapu exportu zpracovatelského průmyslu[1] náročného na levnou lidskou pracovní sílu, a specializují se na export služeb, převážně informačních technologií (Kochhar aj., 2006).[2]

Indii na rozdíl od ostatních států uskupení BRICS lze i přes velmi postupné uvolňování kapitálových kontrol[3] zařadit mezi finančně uzavřené ekonomiky (pravá část obrázku č. 2). Při měření *de iure* kapitálové otevřenosti Chinn – Ito

---

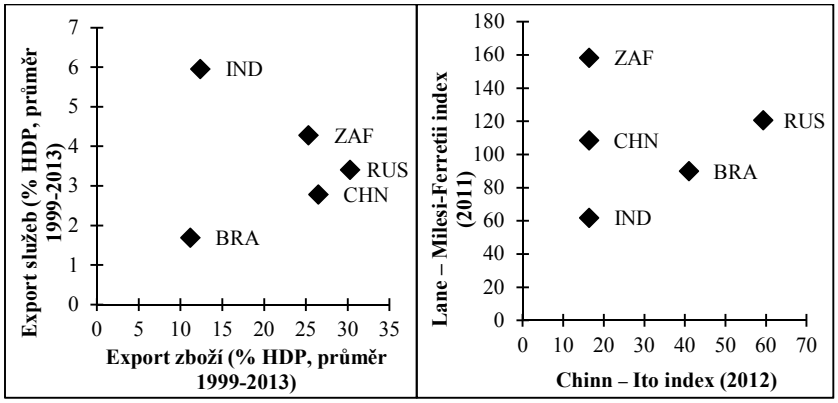
[1] Dle Clingingsmith – Williamson (2004), kteří sledovali vývoj Indie ponejvíce od konce 18. do počátku 20. století, připisují deindustrializaci Indie jednak vnitřním faktorům z druhé poloviny 18. století a také koloniální nadvládě Velké Británie.

[2] Kochhar aj. (2006) a Mishra – Shankar (2013) diskutují heterogenitu jednotlivých oblastí Indie. Dle Kapur – Kim (2006) může za heterogenitou indických oblastí stát správa Indie v době nadvlády Velké Británie.

[3] Jedná se např. o uvolňování úrokových sazeb na účtech nerezidentů, které umožňují refinancování externího dluhu a také investování jednotlivců přímo do cenných papírů, blíže IMF (2012a).

indexem[4] rozdíly patrné příliš nejsou, avšak při pohledu na *de facto* kapitálovou otevřenost měřenou Lane – Milesi-Ferretti indexem[5] již ano. Domníváme se, že kombinace faktorů uvedených dříve a dalších aspektů[6] má významné dopady na nízkou výši zahraničních aktiv a pasiv (viz nízkou hodnotu de facto otevřenosti). Jistou verifikaci též nabízejí Patnaik a Shah (2012), kteří upozorňují na výraznější restrikce na export kapitálu nežli na jeho import. Patrně byly obavy o odlivu domácího kapitálu z nestabilního prostředí do zahraničí.

Obr. 2: Export zboží a služeb, de iure a de facto kapitálová otevřenost



Zdroj: UNCTAD (2014) – levý obrázek; Ito – Chinn (2013), Lane – Milesi-Ferretti (2006) – pravý obrázek, obrázky a výpočty vlastní. V případě Chinn – Ito indexu hodnota rovna 100 značí úplnou (de iure) kapitálovou otevřenost. Lane – Milesi-Ferretti index uváděn v % HDP (podíl součtu zahraničních aktiv a pasiv k HDP).

Nákladem spojeným s liberalizací toků v rámci finančního účtu platební bilance bývá označována náchylnost na volatilní pohyby zahraničního kapitálu a z toho vyplývající možné dopady do ekonomiky (náhlé zastavení přílivu kapitálu, akumulace krátké devizové pozice domácích subjektů, odlivy kapitálu apod.). IMF (2012b) polemizuje s obvyklou asociací mezi finanční otevřeností, přílivem kapitálu a růstem pravděpodobnosti vzniku krize (ať již bankovní nebo měnové). Nabízí se zde dodatečný pohled, který tuto spojitost podmiňuje především institucionální kvalitou ekonomiky, kredibilní makroekonomickou politikou a otevřeností z pohledu mezinárodního obchodu. Již uvedené poznatky

[4] Chinn – Ito index je založen na informacích z AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) vydávaný IMF. Kromě informace o restrikcích pohybu mezinárodního kapitálu na finančním účtu zahrnuje např. také obdobné charakteristiky týkající se běžného účtu.

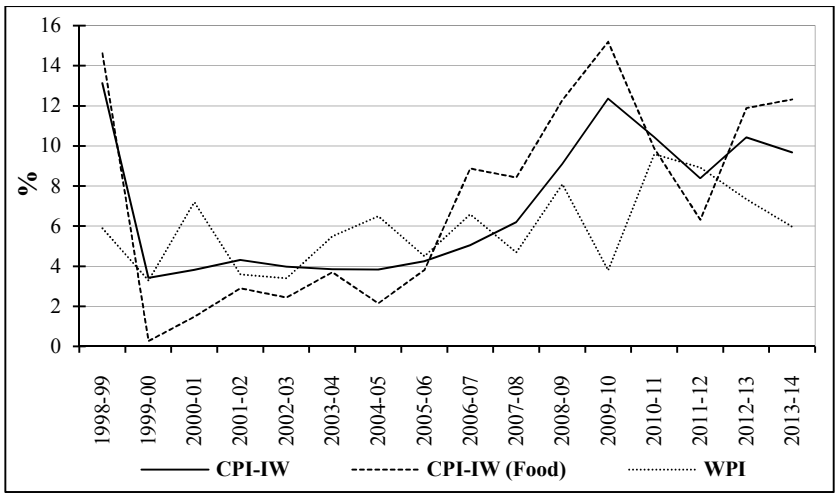
[5] Jedná se o prostý součet zahraničních aktiv a pasiv vyjádřených jako % HDP.

[6] Mimo již zmíněných např. nedostatečná infrastruktura, blíže Li – Mengistae – Xu (2011). Detailní informace o (de)regulaci indické ekonomiky v kontextu vnější (ne)rovnováhy nabízí Rangarajan – Mishra (2013).

o stavu indické ekonomiky dávají za pravdu nejen obvyklému pohledu, ale také dodatečnému akcentující existenci kapitálových kontrol nejen ve spojitosti s případným výskytem krizí, nýbrž v kontextu nízké vyspělosti ekonomiky.

Ačkoliv vyspělé ekonomiky čelí velmi nízké míře inflace (resp. hrozbě deflace), opak platí pro některé rozvíjející se ekonomiky včetně Indie. Míra inflace započala růst již v roce 2005 spolu s pozitivním produkt gapem indické ekonomiky a od roku 2008 se její růst zrychlil (obrázek č. 3).

Obr. 3: Míra inflace na bázi CPI[7] – celková, potraviny; míra inflace na bázi WPI



Zdroj: RBI (2014), obrázek vlastní, roční frekvence dat, finanční rok: duben – březen. *CPI* = consumer price index (index spotřebitelských cen), *IW* = industrial workers (viz poznámka pod čarou), *WPI* = wholesale price inflation.

Jedna z možných příčin může být nižší míra intervencí centrální banky Indie (Reserve Bank of India, RBI) a s tím spojená vyšší flexibilita měnového kurzu rupie (obrázek č. 7). Díky tomu však ekonomické subjekty jen obtížně mohly odezírat hlavní cíl a především směřování měnové politiky RBI, což mohlo vést ke zvýšeným inflačním očekáváním (Bhattacharya – Patnaik, 2014).[8] Kvůli relativně nízkým nominálním úrokovým mírám se reálné úrokové

[7] V Indii užívány čtyři různé indexy spotřebitelských cen: CPI-IW (industrial workers), CPI-RL (rural labourers), CPI-Rural a CPI-U (urban), od roku 2011 došlo ke sjednocení a je uváděn také tzv. kombinovaný CPI zahrnující CPI-U a CPI-Rural (RBI, 2014a). Zde uváděný CPI-IW užit z důvodu dostupnosti dat za celé sledované období.

[8] Jako cíl měnové politiky RBI je uváděna cenová a finanční stabilita a růst ekonomiky (IMF, 2014b), počátkem roku 2014 RBI nastolila postupný přechod k inflačnímu

míry z (termínovaných) vkladů pohybovaly v záporných hodnotách, a proto domácnosti své úspory vkládaly do méně likvidních aktiv, především importovaného zlata, čímž navyšovaly deficit běžného účtu.

Obdobný vliv na míru inflace měla expanzivní fiskální politika a vysoká cena komodit, obzvláště ropy, která tvoří necelou třetinu veškerého indického importu, později k růstu míry inflace přispěla též depreciace rupie. Nemalou měrou se o vyšší inflaci zasadily též vzrůstající ceny služeb (vliv reálné apreciace, která část výrobních faktorů realokovala do expandujícího neobchodovatelného sektoru některých služeb).

Signifikantní je též míra inflace potravin (obrázek č. 4), které tvoří podstatnou váhu výdajů subjektů v rozvíjejícím se světě, a má značný dopad na tvorbu inflačních očekávání spotřebitelů (index CPI), které se v případě Indie přibližně s odstupem jednoho roku odrazí též v jádrové inflaci (Anand – Ding – Tulin, 2014). Z důvodu vysokého podílu potravin ve spotřebitelském koši indických domácností[9] je diskutabilní, zda bylo vhodné více akcentovat WPI (Wholesale Price Index),[10] kde potraviny tvoří jen 27% váhu a jehož vývoj se díky tomu v posledních letech značně odlišoval od CPI-IW míry inflace (viz obrázek č. 3 a Bhattacharya – Patnaik, 2014; Patnaik – Shah – Veronese, 2011; obecně též Anand – Prasad, 2010). Možná toto je jeden z důvodů, proč guvernér RBI R. Rajan od roku 2014 hovoří o postupném přechodu k režimu cílování inflace na bázi kombinované CPI (cíl 4 % ± 2 %) (Parussini, 2014; RBI, 2014a), kde potraviny mají v tomto indexu vyšší váhu (viz poznámka dříve).

Jednou z příčin růstu cen potravin v Indii kromě celosvětových faktorů bývá uváděna politika minimální podporované ceny některých plodin a rovněž podpora zaměstnanosti ve venkovských oblastech, jež vedla ke zvýšení kupní síly místního obyvatelstva (Kapur – Mohan, 2014).

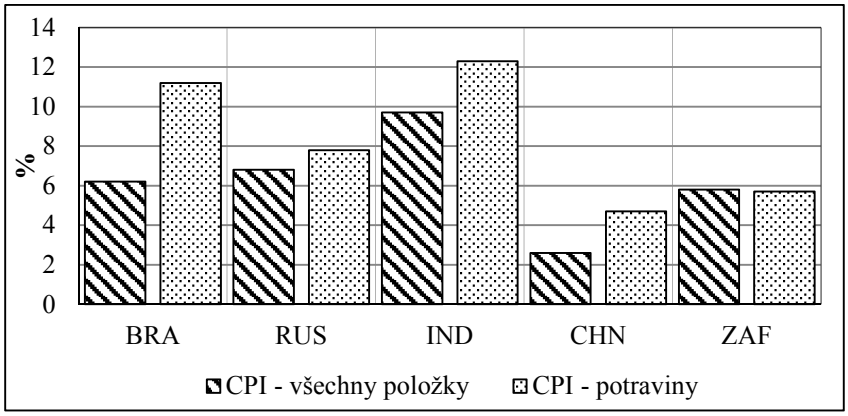
---

cílování (viz RBI, 2014a; obecně též Ostry – Ghosh – Chamon, 2012). Mishkin (2004) rozebírá problémy spojené s aplikací inflačního cílování v rozvíjejících se zemí oproti vyspělým ekonomikám. Mezi problémy řadí: a) méně kredibilní fiskální, monetární a vládní politiku, b) slabší regulaci a dohled nad finančním trhem, c) substituování národní měny za zahraniční měnu (např. USD), z toho vyplývající případná (krátká) otevřená devizová pozice, d) náchylnost k tzv. sudden stop (náhlé zastavení přílivu kapitálu).

9 Váhy potravin jsou následující: 46,2 % (CPI-IW), 66,8 % (CPI-RL), 56,6 % (CPI-Rural) a 35,8 % (CPI-U), v případě kombinované CPI váha potravin činí 47,6 %, pro WPI pak necelých 27 %, blíže RBI (2014a), Patnaik – Shah – Veronese (2011). Důvodem užívání různých měr inflace na bázi CPI bylo zachytit diference ve spotřebitelském chování různých skupin obyvatel (viz přívlastky za zkratkou CPI). V České republice je podíl potravin ve spotřebitelském koši přibližně 13,5 %, v 28 státech EU činí podíl necelých 14,5 % (údaje za rok 2014, Eurostat).

10 Jako důvod se uvádí, že WPI odráží vývoj cen v celé ekonomice, zatímco ostatní indexy postihují jen vybraný segment.

Obr. 4: Míra inflace (rok 2013)



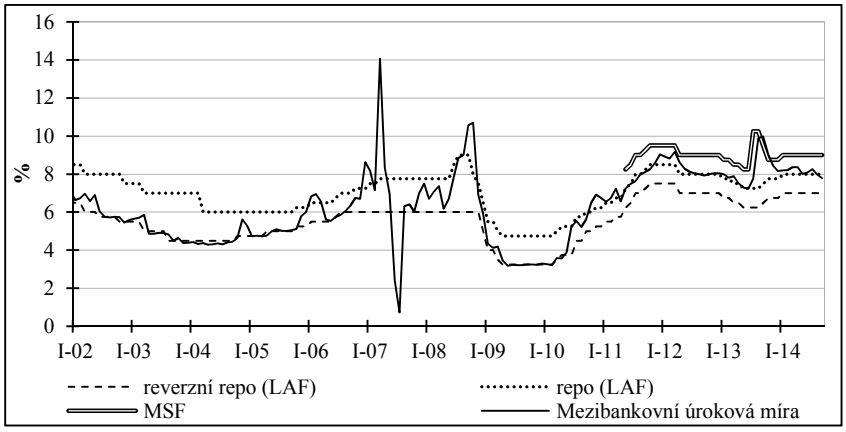
Zdroj: OECD (2014), RBI (2014), obrázek vlastní.

K vyšší míře (očekávané) inflace vedla též prolongovaná měnová expanze prováděná jako reakce na eskalaci krize 2008 až do počátku roku 2010. Při pohledu na hlavní úrokové sazby RBI uvedené v obrázku č. 5 vynikne asymetrická reakce centrální banky, kdy v září 2008 z hodnoty 9 % byla hlavní úroková sazba snížena až na 4,75 % v dubnu 2009, ale poté od března roku 2010 docházelo spíše ke gradualistickému zvyšování sazeb při rychle se zvyšující míře inflace (Bhattacharya – Patnaik, 2014). Postupná měnová restrikce, resp. nedostatečně adekvátní rychlost zvyšování měnově politických úrokových sazeb, jež by odpovídalo vnitřním faktorů indické ekonomiky, mohlo mít příčinu v nízkých úrokových sazbách a poté v provádění nekonvenční měnové politiky ve vyspělých ekonomikách (Hofmann – Bogdanova, 2012). RBI tak de facto pozvolným zvyšováním úrokových sazeb bránila rovněž rychlému růstu úrokového diferenciálu, na který je senzitivní některý dluhový kapitál[11] přicházející do Indie více, než přímé a některé druhy portfoliových[12] investic (Verma – Prakash, 2011; Corden, 2008).

[11] Např. vklady nerezidentů indického původu, zahraniční půjčky (soukromého sektoru), obchodní úvěry apod., blíže Gordon a Gupta (2004) a Dev (2013).

[12] Jedná se především o investice do majetkových cenných papírů.

Obr. 5: Hlavní úrokové sazby RBI, mezibankovní úroková míra



Zdroj: RBI (2014), obrázek vlastní, data měsíční. *LAF* = liquidity adjustment facility, *MSF* = Marginal Standing Facility, mezibankovní úroková míra (call money) – O/N splatnost. *Reverzní repo* sazbu lze označit za sazbu depozitní facility, *repo* sazbu za hlavní měnově politickou sazbu a *MSF* za sazbu zápůjční facility. Obvykle se O/N mezibankovní úroková míra pohybuje v koridoru vymezeném depozitní a zápůjční facilitou.

Reakce na tzv. taper talk a s tím související tlak na depreciaci rupie v létě 2013 bylo kromě jiného[13] také zvýšení sazby zápůjční facility o 200 bazických bodů s cílem omezit (resp. „zdražit“) short selling. Toto zvýšení bylo mnohem snadnější a flexibilnější než zvyšování hlavní repo sazby, které by mohlo mít negativní dopady do ekonomiky. Zápůjční sazba byla poté od září 2013 postupně snížena o 150 bazických bodů. Pozdější zvýšení hlavní sazby v období od září 2013 do ledna 2014 kumulovaně o 75 bodů na 8,00 % (podzim 2014) bylo spíše z důvodu vývoje očekávané míry inflace (dopadající vliv růstu cen potravin na jádrovou inflaci).

Vzhledem ke značné setrvačnosti při tvorbě inflačních očekávání (ceteris paribus) se lze domnívat, že RBI bude muset provádět restriktivní měnovou politiku i přes předpokládaný nižší růst ekonomiky. Současně bude stále vysoký úrokový diferenciál mezi indickou ekonomikou a vyspělými zeměmi (nebereme nyní v úvahu rizikovou prémii) přitahovat zahraniční kapitál. V kontextu případného převisu likvidity na mezibankovním trhu též bude pro RBI značně obtížné provádět režim cílování inflace a potlačit její míru na požadovanou úroveň. Obecnou diskuzi o obtížnosti inflačního cílování v rozvíjejících se

[13] Dále se jednalo o kurzové intervence, zvýšení cel na importované zlato, poskytování dolarové likvidity státním importérům ropy, uvolnění bariér pro příliv přímých zahraničních investic apod.

ekonomikách, kde centrální banka je v pozici dlužníka vůči bankovnímu sektoru, nabízí Löffler – Schnabl – Schobert (2010).

Kurzová politika a devizový trh Indie

Kurzová politika a volba systému měnového kurzu hrají při ovlivňování makroekonomického prostředí v Indii, obdobně jako v ostatních zemích BRICS, významnou roli. Preference uplatňovaného systému měnového kurzu se v průběhu celého sledovaného období prakticky neměnila (tabulka č. 1). S výjimkou roku 1999, kdy Indie využívala nezávislý floating, se kurzová politika opírá o řízený floating.[14] Kurz indické rupie tedy neměl vymezenu žádnou centrální paritu ani pásma oscilace. RBI intervenovala periodicky na devizovém trhu na základě nákupu a prodeje dolarů. V roce 2009 přistoupil IMF k metodologické změně v klasifikaci měnových kurzů. Indie tak je od roku 2009 (a vlastně zpětně již od r. 2008) zahrnována IMF do skupiny zemí, které používají floating. Věcně však jde o systém řízeného floatingu, který tak jako i v předchozích letech umožňoval Indii intervence na devizovém trhu.

Tab. 1: Systém devizového kurzu indické rupie

Rok	Systém měnového kurzu	Poznámka
1999	Nezávislý floating	Devizový kurz rupie je determinován na mezibankovním trhu. RBI obchoduje s AD (authorized dealer); nakupuje a prodává dolary na spotovém a forwardovém mezibankovním trhu. RBI může provádět rovněž swapové operace, při kterých nakupuje nebo prodává dolary spot nebo forward.
2000	Řízený floating	IMF klasifikuje kurzový systém Indie jako řízený floating, přičemž kurz rupie je determinován na mezibankovním trhu a nemá předem vymezeno žádné pásmo oscilace. RBI nakupuje a prodává dolary na spotovém a forwardovém trhu podle tržního kurzu; může provádět rovněž swapové operace.
2001	Řízený floating	RBI působí na devizovém trhu obdobně jako v předchozím roce.
2002	Řízený floating	RBI periodicky intervenuje na mezibankovním trhu, přičemž nakupuje a prodává dolary spot a forward. RBI může provádět rovněž swapové operace. Rezidenti mohou uzavírat s AD forwardové kontrakty s cílem krytí kurzového rizika.

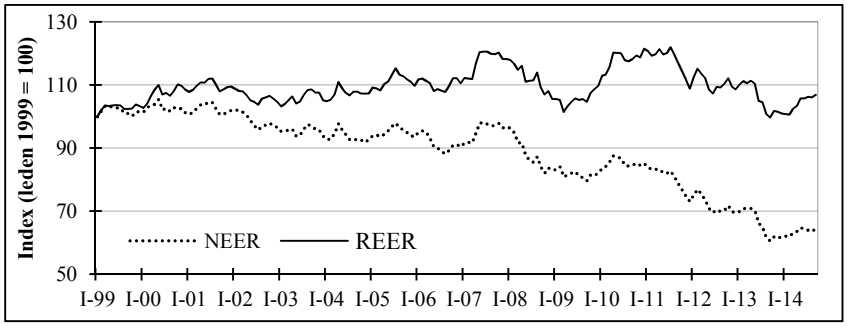
[14] Nechť čtenář srovná rozdílné názory na režim měnového kurzu indické rupie: (Bhattacharya – Patnaik, 2014) vs (Shah – Patnaik, 2011) vs AREAER (viz tab. 1).

Rok	Systém měnového kurzu	Poznámka
2003	Řízený floating	RBI periodicky intervenuje na mezibankovním devizovém trhu nákupy a prodeji dolarů spot a forward. S AD může uzavírat rovněž swapové operace. Rezidenti mohou využívat forwardový trh k hedgingu.
2004 – 2007	Řízený floating	Obdobně jako v roce 2003.
2008 – 2014	Floating	De iure je uplatňovaný systém floatingu. V únoru 2009 se v souvislosti se změnou metodologie de facto klasifikace změnilo označení kurzového systému rupie z řízeného floatingu bez předem vymezeného pásma pro pohyb kurzu na floating – a to se zpětnou platností od dubna 2008. Jde pouze o metodologickou změnu. Kurz rupie je determinován na mezibankovním trhu, kde RBI periodicky intervenuje nákupy a prodeji dolarů spot a forward podle tržního kurzu. Intervence RBI jsou publikovány v Měsíčním bulletinu RBI. RBI může uzavírat rovněž spotové operace. Obchody probíhají výhradně s AD. V roce 2009 obchodovalo na devizovém trhu celkem 87 AD. Tito dealeři mohou uzavírat forwardové obchody rovněž s rezidenty s cílem krytí kurzových rizik. Některé banky mají na devizovém trhu postavení *market makers.*

Zdroj: AREAER (1999-2013), tabulka vlastní.

Vzhledem k tomu, že intervenční nákupy a prodeje RBI na devizovém trhu byly ve sledovaném období především spojeny s nákupy a prodeji amerických dolarů, považují někteří autoři (Shah – Patnaik, 2011) kurzový systém RBI v určitém období spíše za systém, kdy národní měna je zavěšena na dolar. Zavěšení indické rupie na americký dolar bylo patrné zvláště po asijské krizi v období od druhé poloviny roku 1998 až téměř do konce prvního čtvrtletí 2004. V tomto období také docházelo k výrazné participaci RBI na devizovém trhu a ke sterilizovaným intervencím. V následujícím období (od druhého kvartálu 2004 do března 2007) již byla patrná vyšší flexibilita kurzu a sterilizované intervence byly pouze částečné díky vyčerpání zásoby státních dluhopisů vlastněných RBI (Bhattacharya – Patnaik, 2014). Stálá aplikace nákupů a prodejů dolarů centrální bankou RBI – i když s vyšší „povolenou“ flexibilitou kurzu rupie – a s tím spojené (částečné) sterilizované intervence však vedly k vzrůstajícím inflačním tlakům. Ačkoliv tedy RBI mohla do určité míry snížit tempo růstu nominální apreciace kurzu rupie, jak napovídá obrázek č. 6, jejímu postupnému reálnému zhodnocení se nevyhnula.

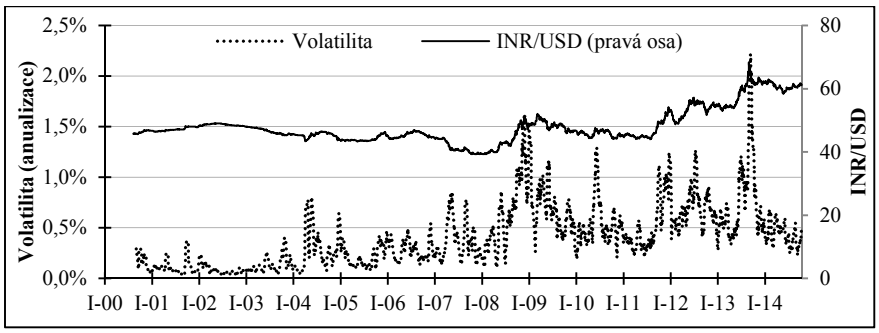
Obr. 6: Nominální a reálný efektivní kurz indické rupie



Zdroj: BIS (2014), obrázek a výpočty vlastní, měsíční data, nepřímá kotace.
Při výpočtu REER BIS užívá CPI.

Přibližně od března 2007 (a především od roku 2008) až do podzimu 2014 byla až na výjimky zaznamenána vysoká volatilita kurzu (obrázek č. 7).

Obr. 7: Vývoj kurzu indické rupie ve vztahu k US dolaru a jeho volatility



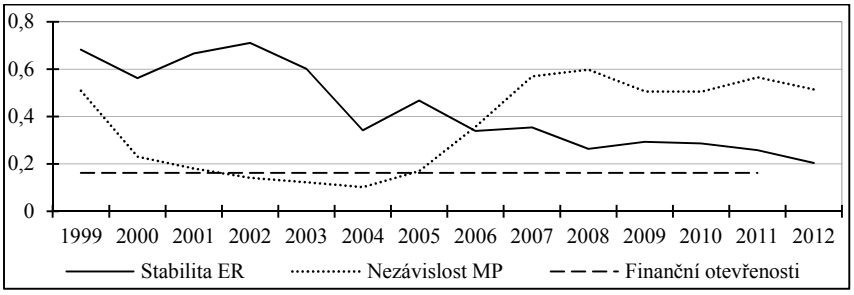
Zdroj: RBI (2014), obrázek a výpočty vlastní, denní data.
Numerické zvýšení kurzu = depreciace rupie.

Prakticky v celém sledovaném období se měnová politika RBI neopírala o žádnou nominální kotvu. Byla založena na monitorování řady ukazatelů, přičemž vyšší flexibilita měnového kurzu rupie byla doprovázena vyšší mírou nezávislosti měnové politiky,[15] ale za přítomnosti nižší finanční otevřenosti indické ekonomiky (obrázek č. 8). I přes kapitálové kontroly byl v období 2003 až 2007/2008 a dále v menší míře od konce roku 2009 do 1. poloviny 2013

[15] Patnaik a Shah (2012) upozorňují, že zde uváděný index nezávislosti měnové politiky měří korelaci mezi úrokovou sazbou v domácí (indické) ekonomice a v zahraničí (USA). Na druhé straně autoři poznamenávají, že i v období před rokem 2007 existovala autonomie měnové politiky díky prováděným intervencím RBI na devizovém trhu.

zaznamenán masivní příliv kapitálu, jelikož docházelo k jejich obcházení (Bhattacharya – Patnaik, 2014; IMF, 2014a). V případě Indie časté změny v aplikaci kapitálových kontrol korespondovaly s nízkou kredibilitou makroekonomické politiky, čímž by se dala vysvětlit jejich snížená účinnost.

Obr. 8: Trilemma index – Indie



Zdroj: Aizenman – Chinn – Ito. (2008), obrázek vlastní. MP = monetární politika, ER = měnový kurz. Vyšší hodnota indexu *stability ER* = stabilnější měnový kurz, vyšší hodnota nezávislosti MP = vyšší autonomie MP, vyšší hodnota *finanční otevřenosti* = vyšší otevřenost. Stabilita měnového kurzu počítána jako roční standardní odchylka měsíčního kurzu. Index nezávislosti měnové politiky měří pouze korelaci mezi úrokovou sazbou v domácí (indické) ekonomice a v zahraničí (USA), (de iure) finanční otevřenost měřena Chinn – Ito indexem.

Přehled o situaci na devizovém trhu Indie podle obchodovaných instrumentů nabízí níže uvedená tabulka č. 2.

Tab. 2: Průměrný denní obrat na devizovém trhu Indie podle transakcí

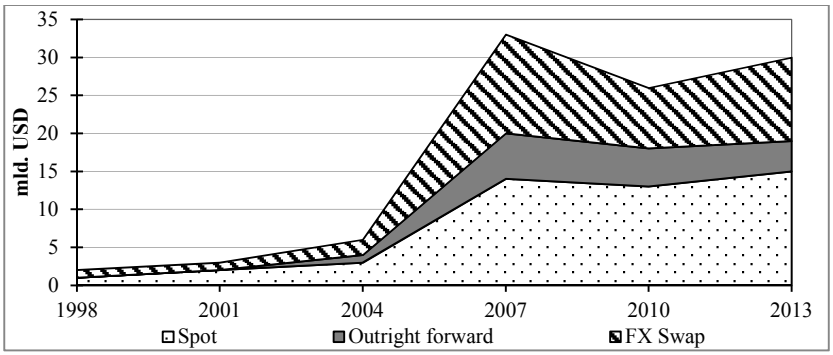
	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Spot	1	2	3	14	13	15
Outright forwards	0	0	1	6	5	4
FX Swaps	1	1	2	13	8	11
Currency swaps	0	0	0	0	0	0
Options	0	0	0	4	1	0
Celkem	2	3	7	38	27	31

Zdroj: BIS (2014), tabulka vlastní. Údaje uváděny v mld. USD, INR proti ostatním měnám.

Při porovnání tří devizových instrumentů, které se na celkovém průměrném jednodenním devizovém obratu podílejí relativně nejvyšší měrou (obrázek č. 9), nás zajímalo, zda relativně vyšší míra flexibility kurzu rupie se odráží rovněž ve struktuře devizových operací uskutečňovaných na devizovém trhu. Celkový

devizový obrat se výrazně zvýšil po roce 2004. V roce 2007 činil více jak pětinásobek obratu dosahovaného v roce 2004. Rok 2010 přinesl snížení devizového obratu na téměř 70 % obratu dosahovaného v roce 2007. V roce 2013 vykazoval devizový obrat opět 15% zvýšení proti roku 2010. Nicméně relativně vyšší flexibilita devizového kurzu rupie je po celé sledované období doprovázena relativně významným podílem spotových operací na celkovém devizovém obratu. To podporuje hypotézu, že na devizovém trhu Indie nejsou v systému řízeného floatingu využívány operace, které by umožňovaly řízení, resp. minimalizaci kurzových rizik. Lze si klást otázku, zda je to spojeno spíše s nedostatečným rozvojem devizového trhu nebo s tím, že intervence centrální banky vedly k takové stabilizaci kurzu rupie, že větší potřeba hedgingu nebyla pociťována.

Obr. 9: Průměrný denní obrat na devizovém trhu Indie dle transakcí



Zdroj: BIS (2014), obrázek vlastní. INR proti ostatním měnám. Průměrný denní devizový obrat.

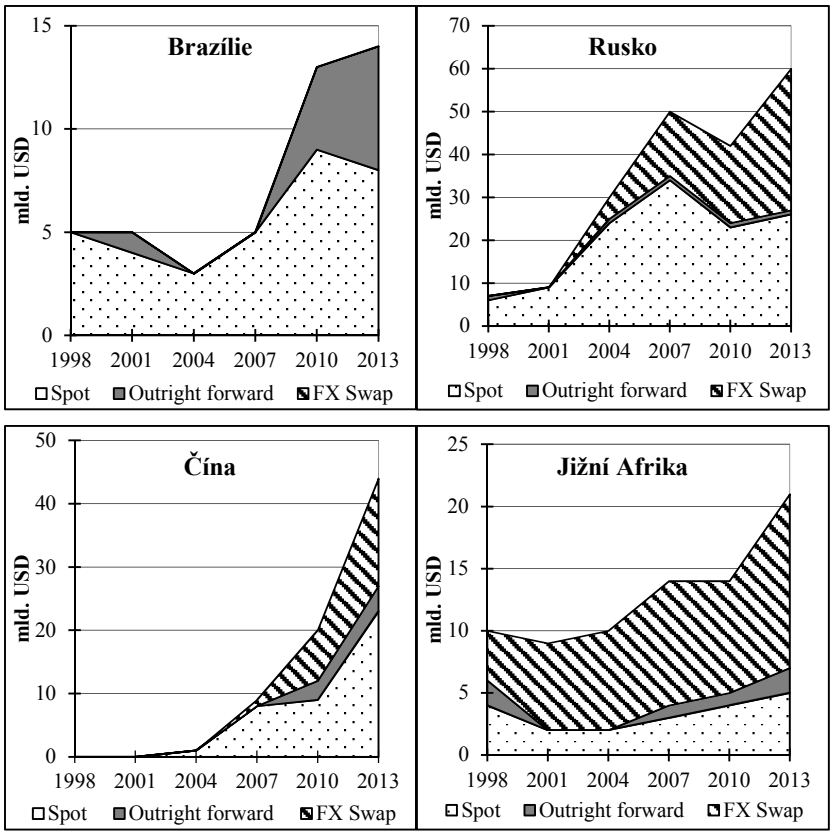
Z hlediska struktury devizového obratu podle obchodovaných produktů Indie jen zčásti potvrzuje hypotézu, že tržní riziko v systémech pohyblivých kurzů vede k růstu obratu na devizovém trhu a to zejména u termínových devizových operací forward a swap (Durčáková, 2009).

Vycházíme z toho, že pevné kurzy rozvoj aktivit na devizovém trhu limitují. Trh se jeví jako strnulý jak z hlediska rozvoje a aplikace znalostí, tak i z hlediska rozvoje aktivit na devizovém trhu. Z hlediska využívaných devizových transakcí je právě preference systému pevného kurzu spojena s převahou spotových transakcí. Devizové opce se rozvíjejí na devizovém trhu později, zpravidla spolu s přechodem ke kurzovým systémům s relativně větší pružností (pevné kurzy se širšími pásmy oscilace a pohyblivé kurzy, ať s řízenou nebo neomezenou pohyblivostí). Devizový trh Indie vykazuje, obdobně jako je tomu v Rusku, relativně vysoký podíl spotových operací i přesto, že je uplatňován řízený floating. RBI sice pravidelně intervenovala na devizovém trhu, rozsah intervencí však mnohdy nevedl ke snížení volatility kurzu rupie na devizovém

trhu. Obvykle centrální banky na devizovém trhu míru pohyblivosti kurzu v podmínkách řízeného floatingu omezují a s nižší volatilitou kurzu je i poptávka po produktech, které slouží k minimalizaci kurzového rizika, nižší.

Pro srovnání s ostatními zeměmi BRICS uvádíme situaci na devizových trzích také u zbývajících zemí (obrázek č. 10).

Obr. 10: Ostatní země BRICS: průměrný denní obrat na devizovém trhu dle transakcí

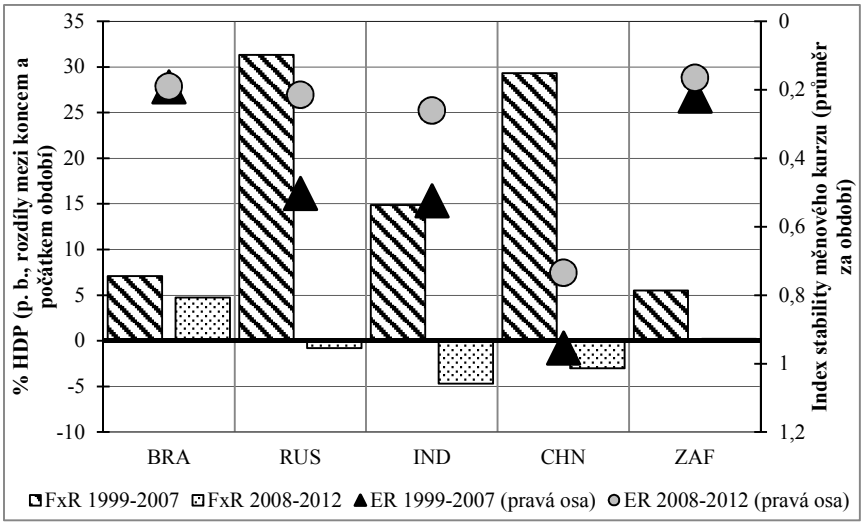


Zdroj: BIS (2014), obrázek vlastní. Průměrný denní devizový obrat v mld. USD podle zemí.

Při pohledu na obrázek č. 11 je zřejmé, že příklon k vyšší flexibilitě nominálního kurzu nenastal jen v Indii, ale také v dalších rozvíjejících se ekonomikách. Zároveň z obrázku vyznívá, že uváděné ekonomiky razantně zvyšovaly své devizové rezervy v období před propuknutím krize v roce 2008. Ačkoliv i přes mírný pokles v posledních letech má Indie dostatečné devizové

rezervy (IMF, 2014c), tak tyto zcela nedokáží izolovat zemi od případných negativních externích jevů, pakliže fundamentální faktory ekonomiky nevykazují stabilní dlouhodobý vývoj (IMF, 2013). Tohoto jsme byli svědky v případě Indie v druhé polovině roku 2013. V neposlední řadě je z obrázku patrné, že vyšší míra stability měnového kurzu je obecně spojena s vyšší tvorbou devizových rezerv.

Obr. 11: Devizové rezervy, stabilita měnového kurzu



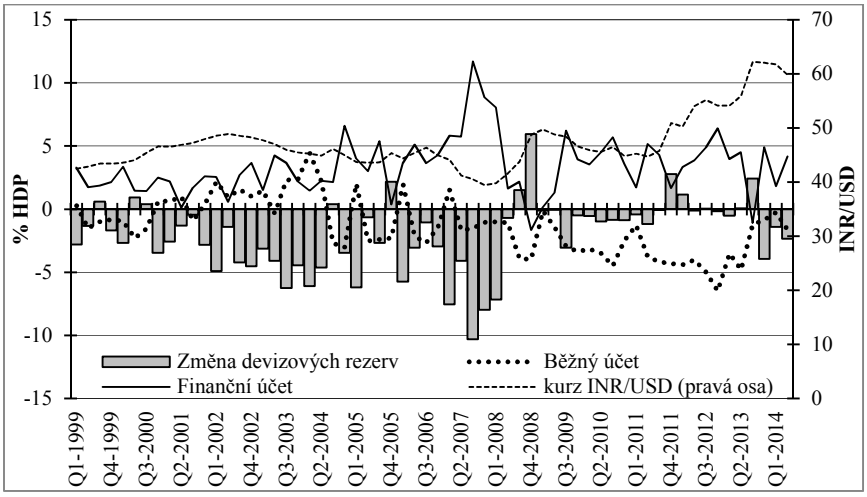
Zdroj: UNCTAD (2014), Aizenman – Chinn – Ito (2008), obrázek a výpočty vlastní.
FxR = devizové rezervy. Vyšší hodnoty indexu stability měnového kurzu signalizují vyšší stabilitu (nižší volatilitu) kurzu, v obrázku uvedeno v obráceném pořadí.
V případě Brazílie došlo k marginální změně hodnoty indexu stability měnového kurzu, proto se znaky obou období (šedý kruh, černý trojúhelník) téměř překrývají.

Jak již bylo naznačeno, výše devizových rezerv Indie překračuje tradiční doporučené hodnoty (tj. pokrytí 3-6měsíčního importu, 20 % měnového agregátu M2, 100 % krátkodobého dluhu), blíže IMF (2014a). Komplexnější metoda stanovení optimální výše devizových rezerv navržená v IMF (2011) je Indií taktéž dodržována. V případě Indie lze tedy dojít k závěru, že akumulace devizových rezerv může být odvislá od obav z opakování krize platební bilance z počátku 90. let 20. stol. a asijské krize 1997/1998, nutnosti zajistit dostatečnou likviditu pro úhradu importu základních surovin s krátkodobě neelastickou poptávkou (ropa apod.). Rovněž zde ale hraje roli neefektivní aplikace kapitálových kontrol – tvorba devizových rezerv představuje nedokonalý substitut k těmto kontrolám (Steiner, 2010). Alfaro a Kanczuk (2013) si všímají všeobecného trendu týkající se rozvíjejících se zemí, kdy tyto země se stále častěji zadlužují jak v domácí, tak v zahraniční měně a jejich dluhové cenné

papíry jsou taktéž drženy zahraničními subjekty (Patnaik – Shah, 2012; IFM, 2014c). Aby měnová autorita omezila negativní dopady vyplývající ze zadlužení domácích subjektů, akumuluje devizové rezervy jako jakousi alternativu k řízení měnového kurzu.

Sledujeme-li vývoj devizových rezerv v čase na obrázku č. 12, pak nárůst devizových rezerv trvající do roku 2008 lze vysvětlit výrazným importem kapitálu do indické ekonomiky a častou participací RBI na devizovém trhu z důvodu intervencí (Bhattacharya – Patnaik, 2014). Po roce 2008 dochází k užití devizových rezerv z důvodu intervencí RBI spíše výjimečně a celkově v nižší míře než před rokem 2008. Koncem roku 2013 a počátkem 2014 devizové rezervy opět mírně narůstají. I přesto prozatím nedochází k tak masivnímu budování rezerv jako před krizí.[16]

Obr. 12: Platební bilance, devizové rezervy, bilaterální nominální kurz INR/USD



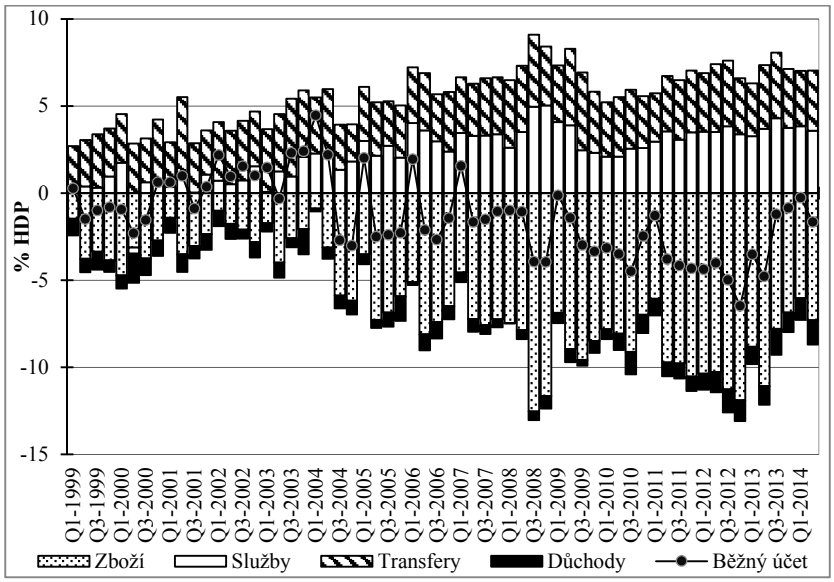
Zdroj: RBI (2014), obrázek a výpočty vlastní. Zvýšení devizových rezerv (-), snížení devizových rezerv (+).

[16] Důvodů, proč RBI již neakumuluje takové množství devizových rezerv, existuje více (např. náklady a následné dopady intervencí a sterilizace, větší akcent na postupné přecházení k režimu cílování inflace než na stabilitu měnového kurzu apod.).

Platební bilance Indie

Nebezpečným jevem byl nárůst deficitu běžného účtu nad hranici 5 % HDP[17] (vliv neelastické poptávky po importované ropě a také importu zlata) souběžně s poklesem růstu indické ekonomiky v druhé polovině roku 2012, který byl způsoben především domácími faktory – např. sníženou investiční aktivitou. Přehled o vývoji běžného účtu platební bilance Indie nabízí obrázek č. 13.

Obr. 13: Běžný účet platební bilance Indie



Zdroj: RBI (2014), obrázek a výpočty vlastní, čtvrtletní data. Transfery zahrnují jednak osobní transfery, ale také oficiální transfery. Význam oficiálních transferů (např. humanitární pomoci apod.) je v porovnání s osobními transfery zcela zanedbatelný.

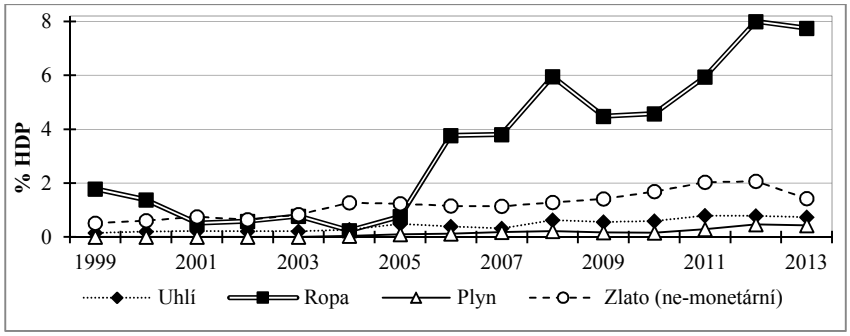
Signifikantní položkou v případě běžného účtu představuje bilance služeb, která vykazovala za sledované období trvale pozitivní saldo. Nejvýznamnějším exportním artiklem jsou IT služby (software apod.). Vedle bilance služeb tvoří soukromé transfery (resp. remitence) významnou a – s menší výjimkou období přelomu let 2008 a 2009 – anticyklickou stabilní složku příjmů kapitálu

[17] Goyal (2012) stanovil udržitelný podíl deficitu běžného účtu na HDP ve středním období na 2,4 – 2,8 % (platí za jistých podmínek – např. růst ekonomiky mezi 6 až 8 %, míra inflace kolem 5 % apod.).

(Gupta, 2005).[18] Svým významem převyšují přímé zahraniční investice a zahraniční pomoc proudící do Indie. Od počátku milénia dosahují soukromé transfery přibližně 3 – 4 % HDP (v případně ostatních zemí BRICS nedosahovaly za sledované období 1999 – 2013 většinou ani 1 % HDP; World Bank). Prostředky od osob indického původu tvořily podstatnou část kapitálu financujícího deficit běžného účtu v posledních několika letech.[19]

Překvapivě nízký podíl má negativní saldo důchodů (za sledované období maximálně 1,5 % HDP), které se v posledních letech jen mírně zvyšuje. Od rozvíjející se země typu Indie bychom očekávali významnější negativní saldo. Plně se zde odráží již dříve popsaná charakteristika o uzavřenosti indické ekonomiky v porovnání s ostatními rozvíjejícími se ekonomikami. Nejvýznamnější podíl na deficitu běžného účtu má obchodní bilance. Od roku 2005 došlo k výraznému nárůstu importu ropy a po roce 2009 také zlata (obrázek č. 14).

Obr. 14: Import vybraných komodit do Indie



Zdroj: UNCTAD (2014), obrázek a výpočty vlastní, roční data.

Poptávka po ropě je prakticky krátkodobě neelastická, v případě Indie se k tomuto jevu připojily ještě státní dotace na tuto strategickou surovinu (Kapur – Mohan, 2014). Díky snižující se ceně ropy v roce 2014 a restrikcím na import zlata dochází ke snižování deficitu běžného účtu. Otázkou zůstává, zda tento

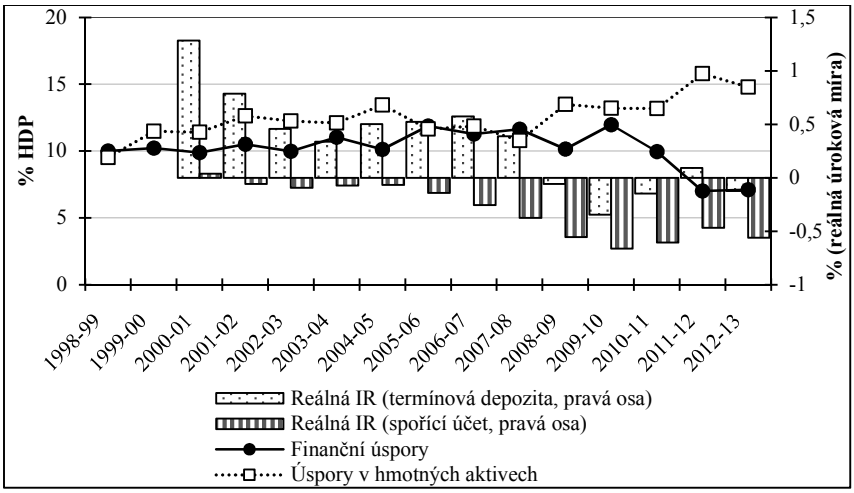
[18] Mezi nejčastější cílové země indických pracovníků působící v zahraničí patří státy Perského zálivu (Spojené Arabské Emiráty, Saudská Arábie…), anglicky mluvící země (USA, Velká Británie, Kanada…) a oblast jihovýchodní Asie (Malajsie, Indonésie…). Obecná tendence je, že do vyspělých ekonomik směřují vzdělanější Indové, kteří v hostitelské zemi obvykle zůstávají delší dobu, případně zakládají rodinu. Do Indie proto posílají menší množství transferů. Opak platí pro Indy pracující ve státech Perského zálivu – tam směřují převážně méně vzdělaní, na kratší časové období a větší množství vydělaných prostředků zasílají zpět do své rodné země. Celkový počet migrantů z Indie se odhaduje na 25 milionů osob (Afram, 2012).

[19] Nesmíme však opomenout, že část transferů bývá užita na importy.

nízký deficit je udržitelný, pokud bude postupně ožívat domácí agregátní poptávka. Lze se domnívat, že toto oživení přijde jistě dříve, než proklamovaný nárůst indického průmyslu a exportní kapacity země.

Nárůst importu zlata souvisí s vysokou (očekávanou) mírou inflace[20] a nízkými nominálními úrokovými sazbami na depozita implikují negativní úrokovou míru. Domácnosti preferovaly držbu zlata (úspory v hmotných aktivech) před finančními úsporami.[21] Na makroekonomické úrovni došlo ke snížení míry úspor a zvýšení míry investic (obrázek č. 15), což vyústilo ve zvýšené saldo běžného účtu. Tento jev nezůstal bez povšimnutí a RBI zareagovala zvyšováním cel a ostatních restrikcí na snížení importu zlata (RBI, 2014b; Mohanty, 2014). Zvýšení importu uhlí neodráží domácí nedostatek této suroviny, ale spíše strukturální problémy indické ekonomiky (IMF, 2014a).

Obr. 15: Dopady záporné reálné úrokové míry na míru úspor domácností



Zdroj: RBI (2014), obrázek a výpočty vlastní, roční data, finanční rok: duben – březen, Při výpočtu reálné úrokové míry užita míra inflace CPI-IW. *IR* = úroková míra.

Dalším negativem vysoké míry inflace je prakticky stacionární vývoj reálného efektivního měnového kurzu i přes značné nominální oslabení indické rupie od roku 2011 (obrázek č. 16).[22]

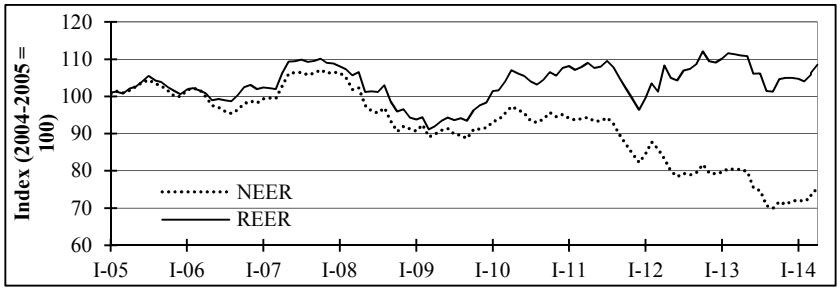
---

[20] Korelace mezi importem zlata a očekávané míry inflace v období 3. čtvrtletí 2006 – 2. čtvrtletí 2013 je 83 % (IMF, 2014b). Nesmíme též opomenout dlouhodobou (tj. nejen s narůstající mírou inflace spojenou) oblibu indických obyvatel investovat do zlata.

[21] Vláda Indie na toto reagovala mj. emisí inflačně indexovaných dluhopisů.

[22] Všimněme si, že RBI akcentuje WPI na rozdíl od většiny ostatních institucích preferujících CPI při propočtu REER. WPI (případně též ULC, unit labour cost) je vhodné užít k propočtu REER, jelikož více odráží konkurenceschopnost ekonomiky.

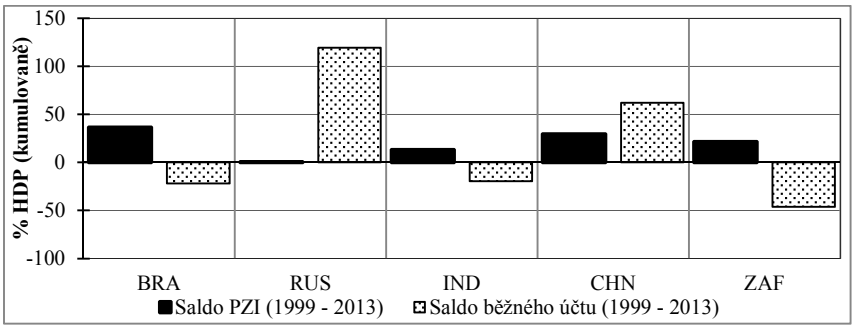
Obr. 16: Nominální a reálný efektivní měnový kurz indické rupie



Zdroj: RBI (2014), obrázek vlastní, měsíční data, nepřímá kotace. *NEER* (*REER*) propočten na základě váženého geometrického průměru, kde váhy tvoří podíly 36 významných exportních trhů Indie. RBI užívá k propočtu REER WPI v případě Indie a CPI pro ostatní země.

Ačkoliv již v roce 1993 bylo stanoveno, že při postupné finanční integraci Indie by přímé zahraniční investice měly vytvářet základní pilíř financování případného deficitu běžného účtu (Rangarajan – Mishra, 2013; obecně též IMF, 2012b), z uvedeného obrázku č. 17, který kromě údajů o saldu přímých zahraničních investic a saldu běžného účtu Indie nabízí také tytéž hodnoty pro ostatní státy BRICS, se toto s jistotou potvrdit nedá. Indie se musela spoléhat taktéž na méně stabilní (dluhový) kapitál při financování deficitu běžného účtu.

Obr. 17: Saldo přímých zahraničních investic a běžného účtu zemí BRICS

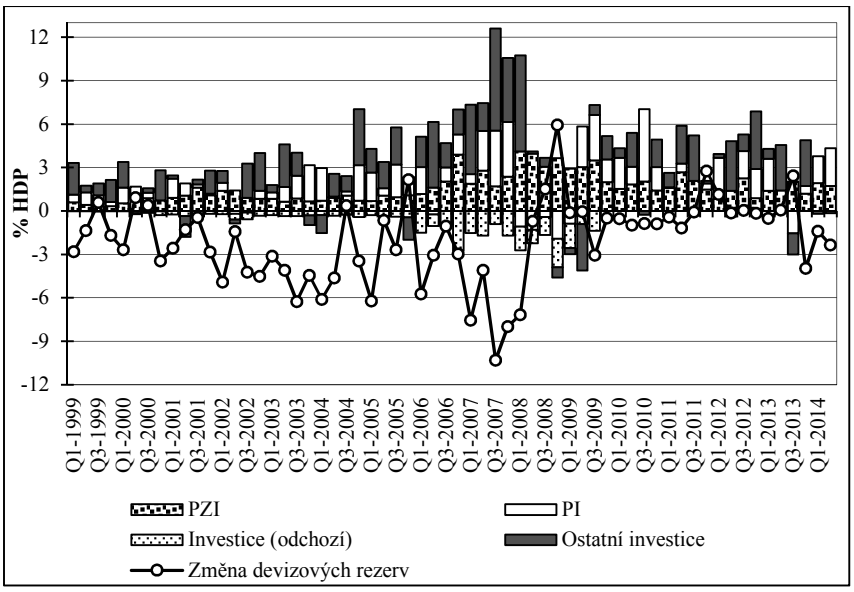


Zdroj: UNCTAD (2014), obrázek a výpočty vlastní, počítáno z ročních dat. *PZI* = přímé zahraniční investice. V případě Ruska saldo PZI nevýznamné (0,36 % HDP), proto není v obrázku příliš patrné.

Indie se několik let před pádem Lehman Brothers potýkala s nadměrným přílivem kapitálu (obrázek č. 18), a byla tak nucena zavést některé kapitálové

kontroly,[23] aby zamezila nárůstu (nadbytečné) likvidity a inflačních tlaků spojených s importem kapitálu. Na přelomu let 2008/2009 přiliv kapitálu ustal, avšak poté opět započal především díky provádění nekonvenční měnové politiky vyspělými ekonomikami. Indie se stala jednou z rozvíjejících se ekonomik, které importovaly největší množství kapitálu, jehož objem neodpovídal fundamentům tamní ekonomiky (IMF, 2014c). Odliv kapitálu z indické ekonomiky nastal v druhé polovině roku 2013 ve spojitosti s uvažovaným postupným snižováním kvantitativního uvolňování Fedu.

Obr. 18: Finanční účet platební bilance Indie



Zdroj: RBI (2014), graf a výpočty vlastní, čtvrtletní data. *PI* = portfoliové investice. Devizové rezervy: (-) zvýšení, (+) snížení. Položka *Investice (odchozí)* nerozlišuje mezi PZI a PI (RBI sledovala do 3. čtvrtletí 2009, pak zahrnuto do salda PZI, resp. PI). Rezervní banka Indie nabízí obvyklé členění položek finančního účtu až od 2. čtvrtletí 2000.

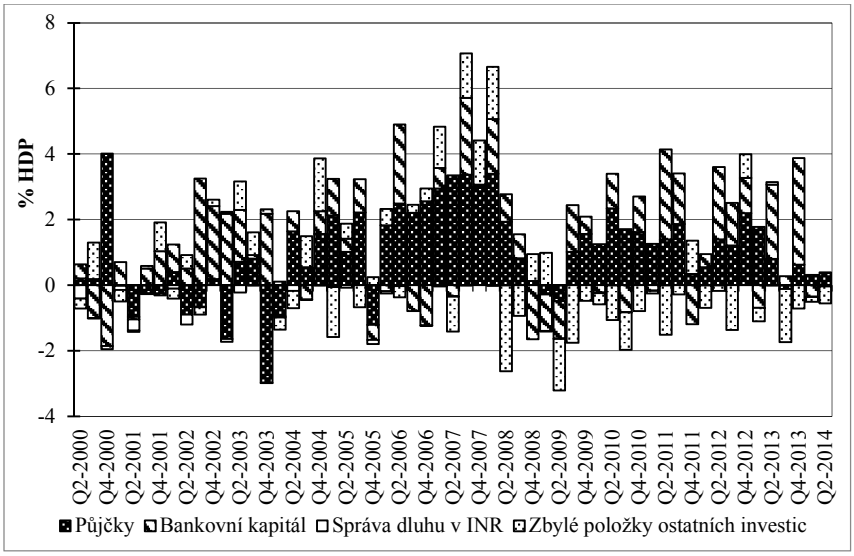
V položce ostatních investic obzvláště před rokem 2008 měly půjčky výrazný podíl (obrázek č. 19). Půjčky ze zahraničí byly mnohdy vzhledem k nízkým měnově politickým sazbám v porovnání s půjčkami v domácí měně značně atraktivní možností financování (Dev, 2013). Negativem byla postupná

[23] Kapitálové kontroly se však mnohdy minuly účinkem, detaily nabízí Patnaik – Shah (2012).

akumulace krátké otevřené devizové pozice v případě neprovedení zajištění proti kurzovému riziku (některé aspekty diskutuje IMF, 2014b a IMF, 2014c).[24]

Po roce 2008 a obzvláště v posledních sledovaných letech zvýšil svůj význam bankovní kapitál, obzvláště již zmíněné vklady osob indického původu ze zahraničí (IMF, 2014a). Ačkoliv vklady jsou stabilnější položkou financování deficitu běžného účtu než např. ostatní dluhový kapitál, i tyto nejsou imunní vůči některým faktorům (úrokový diferenciál, nestabilita indické ekonomiky apod., blíže Gordon – Gupta, 2004).

Obr. 19: Detailní struktura položky ostatních investic



Zdroj: RBI (2014), graf a výpočty vlastní, čtvrtletní data.

Ve spojitosti s nutností strukturálních reforem týkajících se především trhu práce a zkvalitnění obecného podnikatelského prostředí (viz počátek textu a uváděné indexy), se jeví jako mnohem snadnější spoléhat se na příliv dluhového kapitálu, který by profinancoval deficit běžného účtu (Nagaraj, 2013). V tomto kontextu má Indie nespornou výhodu v podobě prostředků od nerezidentů indického původu ze zahraničí, avšak v delším období je nutné začít pracovat na zvýšení konkurenceschopnosti, produktivitě a rozvoji průmyslové výroby,

[24] Obdobně se tak dělo v roce 2008, kdy volatilita indické rupie oproti předchozímu vývoji vzrostla, a některé firmy zůstaly otevřeny kurzovému riziku, jelikož před rokem 2008 se vzhledem k nižší volatilitě neměly potřebu zajišťovat (Shah – Patnaik, 2011).

které by zvýšily exportní potenciál průmyslu. Manévrovací prostor pro oživení ekonomiky pomocí stimulů fiskální či monetární politiky je značně omezený.

Závěr

Indie s výjimkou roku 2008 v období 2003–2010 vykazovala silný růst HDP 7–10 % ročně, avšak tyto hodnoty po roce 2010 poklesly a pro rok 2013 růst HDP dosáhl jen 5,02 %. Důvodem oslabení kromě tzv. Velké recese jsou především domácí faktory, jimž je věnována první část tohoto příspěvku.

Oproti ostatním členům skupiny BRICS vykazuje Indie horší podmínky k rozvoji podnikání a díky nadměrné míře regulace na trhu produktů a práce se v této asijské ekonomice rozvinul rozsáhlý neformální sektor tvořící až 50 % HDP. Tato charakteristika přispěla k nízkému významu exportu zboží z indické ekonomiky. Na druhé straně díky specifickému (nejen historickému) vývoji se Indie řadí k významným exportérům služeb (IT sektor apod.). Indie dosahuje též nízké míry otevřenosti z hlediska pohybu kapitálu. Ze všech zemí BRICS má nejnižší míru tzv. de facto kapitálové otevřenosti. Dalším specifikem indické ekonomiky je vysoká míra inflace (index CPI), která v roce 2013 dosahovala více než 9 %, nejvíce ze všech zemí BRICS. Signifikantní vliv měly především rostoucí ceny potravin a ropy, které měnová politika RBI prakticky nemůže přímo svými nástroji ovlivnit.

Druhá část stati diskutuje kurzovou politiku a devizový trh Indie. Režim měnového kurzu ve sledovaném časovém úseku byl – s výjimkou roku 1999, kdy Indie užívala nezávislý floating – řízený floating. I přes prakticky neměnný systém měnového kurzu, lze analyzované období rozdělit na dva úseky. První období od roku 1999 do 2007, charakteristické nižší mírou volatility kurzu indické rupie a častými intervencemi RBI spojenými s tvorbou devizových rezerv, a dále druhé období od roku 2008 až do podzimu 2014, vyznačující se vyšší volatilitou kurzu při nižší participaci RBI na devizovém trhu. Vyšší míra flexibility měnového kurzu sice vedla k rozvoji užívání operací řídící (resp. omezující) kurzové riziko, avšak stále téměř polovinu všech operací na devizovém trhu tvoří spotové transakce. Toto podporuje domněnku o nízkém rozvoji devizového trhu, resp. indické ekonomiky obecně, vyslovenou v první části příspěvku.

Třetí část článku zevrubně analyzuje indickou platební bilanci. Všímá si zvyšujícího se deficitu běžného účtu do roku 2012 způsobeného především importem ropy a zlata. Indické subjekty preferovaly držbu zlata před některými finančními investicemi z důvodu záporné reálné úrokové míry. Další položkou zvyšující deficit běžného účtu je bilance výnosů, která však má marginální význam, což potvrzuje nízkou participaci Indie na trhu mezinárodního kapitálu. Bilance transferů a bilance služeb naopak přispívaly ke zlepšení salda běžného účtu. Po roce 2008 hrály přímé zahraniční investice menší roli při financování

deficitu běžného účtu a na významu naopak získaly dluhové formy kapitálu, především krátkodobé úvěry a bankovní vklady nerezidentů indického původu.

Literatura:

[1] Afram, G. G. (2012): *The Remittance Market in India. Opportunities, Challenges, and Policy Options.* [on-line], Washington, D. C., World Bank, c2012, [cit. 30. 4. 2014], <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/2228/9780821389720.pdf?sequence=4>.

[2] Aizenman, J. – Chinn, M. D. – Ito. H. (2008): *Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time*. [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research working paper series 14533, c2008, [cit. 30. 9. 2013], <http://www.nber.org/papers/w14533.pdf> a <http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm>.

[3] Alfaro, L. – Kanczuk, F. (2013): *Carry Trades, Reserve Accumulation, and Exchange-rate regimes.* [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research working paper series 19098, c2013, [cit. 9. 5. 2014], <http://www.nber.org/papers/w19098.pdf>.

[4] Anand, R. – Ding, D. – Tulin, V. (2014): *Food Inflation in India: The Role for Monetary Policy.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/14/178, c2014, [cit. 2. 10. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14178.pdf>.

[5] Anand, R. – Prasad, E. S. (2010): *Optimal Price Indices for Targeting Inflation under Incomplete Markets.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/10/200, c2010, [cit. 2. 10. 2014], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10200.pdf>.

[6] AREAER (1999-2013): *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c1999-2013, [cit. 14. 9. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>.

[7] Bhattacharya, R. – Patnaik, I. (2014): *Monetary policy analysis in an inflation targeting Framework in emerging economies: The case of India*. [on-line], New Delhi, National Institute of Public Finance and Policy Working Paper No. 131, c2014, [cit. 20. 8. 2014], <http://www.nipfp.org.in/media/medialibrary/2014/08/WP_2014_131.pdf>.

[8] Clingingsmith, D. – Williamson, J. G. (2004): *India´s De-industrialization under British Rule: New Ideas, New Evidence.* [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 10586, c2006, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.nber.org/papers/w10586>.

[9] Corden, W. M. (2008): *Reflection on the Indian Exchange Rate Regime*. [on-line], New Delhi, National Council of Applied Economic Research, India Policy Forum 2008, c2008, [cit. 19. 8. 2014], <http://www.maxcorden.com/wp-content/uploads/2013/12/Indian-Exchange-Rate-Regime-2008.pdf>.

[10] Dev, S. (2013): *External Commercial Borrowings in India and its Sensitivity to Macroeconomic Factors: An Empirical Analysis*. [on-line], Bhubaneswar, Institute of Management and Information Science, c2013, [cit. 19. 8. 2014], <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2406766>.

[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. – Kunz, T. (2012): *Kurzová politika Ruska v kontextu nestability finančních trhů*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 2, s. 6-21.

[13] Durčáková, J. – Šíma, O. (2013): *BRICS: Kurzová politika Brazílie v kontextu vnitřní a vnější rovnováhy*. Český finanční a účetní časopis, 2013, roč. 8, č. 4, s. 7-29.

[14] Gordon, J. – Gupta. P. (2004): *Nonresident Deposits in India: In Search of Return?* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, Working Paper WP/04/48, c2004, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0448.pdf>.

[15] Goyal, R. (2012): *Sustainable Level of India´s Current Account Deficit*. [on-line], Mumbai, Reserve Bank of India Working Paper Series (DEPR) 16/2012, c2012, [cit. 19. 8. 2014], <http://www.rbi.org.in/scripts/PublicationsView.aspx?id=14349>.

[16] Gupta, P. (2005): *Macroeconomic Determinants of Remittances*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/05/224,, c2005, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05224.pdf>.

[17] Hofmann, B. – Bogdanova, B. (2012): *Taylor Rules and Monetary Policy: A Global 'Great Deviation'?* [on-line], Basel, Bank for International Settlements Quarterly Review September 2012, s. 37-49, c2014, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209f.pdf>.

[18] IMF (2011): *Assessing Reserve Adequacy*. [on-line], Washington D. C., International Monetary Fund, c2011, [cit. 14. 9. 2013], <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>.

[19] IMF (2012a): *India 2012 Article IV Consultation*. [on-line], Washington, D. C. International Monetary Fund, IMF Country Report No. 12/96, c2012, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1296.pdf>.

[20] IMF (2012b): *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c2012, [cit. 15. 9. 2014], <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.

[21] IMF (2013): *Assessing reserve adequacy – further considerations*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, IMF Policy paper, c2011, [cit. 15. 9. 2014], <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/111313d.pdf>.

[22] IMF (2014a): *India 2014 Article IV Consultation*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, IMF Country Report No. 14/57, c2014, [cit. 30. 4. 2014], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1457.pdf>.

[23] IMF (2014b): *India – Selected Issues*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, IMF Country Report No. 14/58, c2014, [cit. 30. 4. 2014], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1458.pdf>.

[24] IMF (2014c): *Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, IMF Staff Discussion Note SDN/14/09, c2014, [cit. 4. 10. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1409.pdf>.

[25] Ito, H. – Chinn, M. (2013): *Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2011 Update.* [on-line], April 2013, c2013, [cit. 20. 9. 2014], <http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm>.

[26] Kapur, M. – Mohan, R. (2014): *India´s Recent Macroeconomic Performance: An Assessment and Way Forward.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/14/68, c2014, [cit. 20. 8. 2014], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1468.pdf>.

[27] Kapur, S. – Kim, S. (2006): *British Colonial Institutions and Economic Development in India.* [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 12613, c2006, [cit. 25. 9. 2014], <http://www.nber.org/papers/w12613>.

[28] Kaufmann, D. – Kraay, A. – Mastruzzi, M. (2010): *The Worldwide Governance Indicators : A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues*. [on-line], Washington, D. C., World Bank Policy Research Working Paper No. 5430 c2010, [cit. 30. 4. 2013], <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1682130> a <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>.

[29] Kochhar, K. – Kumar, U. – Rajan, R. – Subramanian, A. – Tokatlidis, I. (2006): *India´s Pattern of Development: What Happened, What Follows*. [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 12023, c2006, [cit. 25. 9. 2014], <http://www.nber.org/papers/w12023>.

[30] Lane, P. – Milesi-Ferretti, G. M. (2006): *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/06/69, c2006, [cit. 30. 4. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0669.pdf> a <http://www.philiplane.org/EWN.html>.

[31] Li, W. – Mengistae, T. – Xu, L. C. (2011): *Diagnosing Development Bottlenecks: China and India.* [on-line], Washington, D. C., World Bank, Policy Research Working Paper WPS5641, c2011, [cit. 30. 4. 2014], <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-5641>.

[32] Löffler, A. – Schnabl, G. – Schobert, F. (2010): *Inflation Targeting by Debtor Central Banks in Emerging Market Economies.* [on-line], Munich, Society for the Promotion of Economic Research, CESifo Working Paper No. 3138, c2010, [cit. 4. 10. 2012], <https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3138.pdf>.

[33] Mishra, N. – Shankar, R. (2013): *India Market Strategy. India´s better Half: The Informal Economy.* [on-line], Zürich, Credit Suisse Equity Research, c2013, [cit. 30. 4. 2014], <https://www.credit-suisse.com/newsletter/doc/apac/aic2013/20130712_i ndiamkt.pdf>.

[34] Mishkin, F. S. (2004): *Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?* [on-line], Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 10646, c2004, [cit. 25. 9. 2013], <http://www.nber.org/papers/w10646>.

[35] Mohanty, D. (2014): *Unconventional Monetary Policy and the Indian Economy*. [on-line], Mumbai, Reserve Bank of India, RBI Monthly Bulletin, August 2014, c2014, [cit. 30. 9. 2014], <http://rbi.org.in/scripts/BS_SpeechesView.aspx?Id=905>.

[36] Nagaraj, R (2013): *India´s Dream Run, 2003-08*. [on-line], Economic & Political weekly, 2013, roč. 48, č. 20, s. 39-51.

[37] 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, c2012, [cit. 14. 9. 2013], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1201.pdf>.

[38] Parussini, G. (2014): *Reserve Bank of India Gov. Rajan: Inflation on Target: Interest-Rate Decisions to be Guided by Consumer Prices.* [on-line], Wall Street Journal, 27. 8, 2014, c2014, [cit. 19. 8. 2014], <http://online.wsj.com/articles/reserve-bank-of-india-gov-rajan-inflation-on-target-1409151490>.

[39] Patnaik, I. – Shah, A. – Veronese, G. (2011): *How Should Inflation Be Measured in India?* [on-line], Economic & Political Weekly, 2011, roč. 46, č. 16, s. 55 – 64. c2011, [cit. 20. 8. 2014], <http://www.epw.in/special-articles/how-should-inflation-be-measured-india.html>.

[40] Rangarajan, C – Mishra, P. (2013): *India´s External Sector: Do We Need to Worry?* [on-line], Economic & Political Weekly, 2013, roč. 48, č. 7, s. 52-59.

[41] RBI (2014a): *Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework.* [on-line], Mumbai, Reserve Bank of India, c2014, [cit. 20. 8. 2014], <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/ECOMRF210114_F.pdf>.

[42] RBI (2014b): *Macroeconomic and Monetary Developments 2014-15 (An Update).* [on-line], Mumbai, Reserve Bank of India, Monetary Policy Statement 2014-2015, c2014, [cit. 20. 8. 2014], <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/MM01042014D84537B376.pdf>.

[43] Shah, A. – Patnaik. I. (2011): *India´s Financial Globalisation*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund Working Paper WP/11/7, c2011, [cit. 30. 4. 2014], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1107.pdf>.

[44] Steiner, A. (2010): *The Accumulation of Foreign Exchange by Central Banks: Fear of Capital Mobility?* [on-line], Osnabrück, University of Osnabrück, Institute of Empirical Economic Research, Working Paper 85, c2010, [cit. 28. 4. 2014], <http://web.fb9.uni-osnabrueck.de/repec/iee/wpaper/12906268_WP_85.pdf>.

[45] Verma, R. – Prakash, A. (2011): *Sensitivity of Capital Flows to Interest Rate Differentials: An Empirical Assessment for India*. [on-line], Mumbai, Reserve Bank of India, Working Paper Series (DEPR) 7/2011, c2011, [cit. 19. 8. 2014], <http://www.rbi.org.in/scripts/PublicationsView.aspx?id=13364>.

Databáze

[1] BIS (2014): *BIS International Financial Statistics.* [on-line], Basil, Bank For International Settlements, c2014, [cit. 10. 9. 2014 a dále], <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

[2] Eurostat (2014): *Statistics Database*. [on-line], Luxemburg, Eurostat, Statistical office of the European Union, c2014, [cit. 1. 10. 2014], <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database>.

[3] IMF WEO (2014): *World Economic Outlook Database, October 2014.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, October 2014, c2014, [cit. 9. 10. 2014], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>.

[4] OECD (2014): *OECD StatExtracts*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, c2014, [cit. 4. 9. 2014 a dále], <http://stats.oecd.org/#>.

[5] RBI (2014): *Database on Indian Economy. RBI's Data Warehouse*. [on-line], Mumbai, Reserve bank of India, c2014, [cit. 4. 9. 2014 a dále], <http://dbie.rbi.org.in/DBIE/dbie.rbi?site=statistics>.

[6] UNCTAD (2014): *UNCTADstat.* [on-line], Geneva, United Nation Conference on Trade and Development, c2014, [cit. 4. 9. 2014 a dále], <http://Unctadstat.Unctad.Org/Reportfolders/Reportfolders.Aspx>.

[7] World Bank (2014): *World Development Indicators*. [on-line], Washington, World Bank, c2014, [cit. 4. 9. 2014 a dále], <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=1&id=4>.

BRICS: Vzájemné souvislosti měnového kurzu, platební bilance a devizových rezerv – příklad Indie

Jaroslava Durčáková – Ondřej Šíma

ABSTRAKT

Příspěvek se zaměřuje na kurzovou politiku Indie v období 1999–2013. V úvodní části seznamuje se specifiky indické ekonomiky. Tato specifika kromě tzv. Velké recese vedla k nižšímu výkonu indické ekonomiky po roce 2010. V další části je předmětem zájmu kurzová politika a devizový trh Indie. Třetí část analyzuje platební bilanci Indie a všímá si narůstajícího deficitu běžného účtu do roku 2012, který je v posledních pěti letech financován z větší části než dříve dluhovým kapitálem.

Klíčová slova: Indie; Kurzová politika; Platební bilance.

BRICS: Interconnection of Exchange Rate, Balance of Payments and Foreign Exchange Reserve – the Example of India

ABSTRACT

The article deals with the exchange rate policy of India in the period 1999–2013. The first part informs about specificity of Indian economy. These features (apart from the Great recession) have brought Indian economy to sluggish growth after 2010. Next part is concentrated on Indian exchange rate policy and forex exchange market. The last part scrutinizes Indian balance of payments. It pays attention to widening current account deficit till 2012. Moreover, the current account deficit has been financed primarily by debt for approximately last five years.

Key words: India; Exchange rate policy; Balance of payments.

JEL classification: E02, E31, F31, F40.