

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
HOSPODÁŘSKÁ FAKULTA



Doktorská disertační práce

2004

Ing. Markéta Nesládková

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
HOSPODÁŘSKÁ FAKULTA

Studijní program:

6208 U – Ekonomika a management

Studijní obor:

Organizace a řízení podniků

**K problematice devizového kurzu jako obecně ekonomické kategorie
a jako nástroje hospodářské politiky**

To the Problem of the Exchange Rate as a General Economic Category
and as a Tool of the Economic Policy

Ing. Markéta Nesládková

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146070686

Školitel: prof. Ing. Václav Bakule, DrSc.

Počet stran: 149

Počet příloh: 9

Datum odevzdání: 23.01. 2004

RESUMÉ

Doktorská práce se zabývá devizovým kurzem jako velice komplexní ekonomickou veličinou. Práce je rozdělena do dvou samostatných oddílů. Cílem oddílu I, který se zabývá devizovým kurzem v poloze obecné ekonomické kategorie, a je tudíž zaměřen obecně teoreticky, je **nalézt některé nové souvislosti a řešení v problematice vymezení devizových kurzů**. Východiskem teoretického zkoumání se stalo studium jednotlivých teorií a názorů na existenci a pohyb devizového kurzu. Hlavním smyslem jejich kritické komparace je dobrání se teoretické podstaty devizového kurzu, tj. definování hlavních skupin faktorů oscilace devizového kurzu, které jsou hybnou silou nabídky a poptávky po devizách na devizovém trhu, kde se devizový kurz nepřetržitě a dynamicky utváří.

Aplikací teorie platební bilance v teorii přirozeného kurzu byly konkretizovány hlavní skupiny činitelů determinujících oscilaci devizového kurzu, a to faktory primární, sekundární a terciární, jež z kvalitativně zcela odlišných motivů ovlivňují vývoj devizového kurzu. Součástí prvního oddílu je kvantitativní a kvalitativní analýza platební bilance České republiky v období transformace (1993 – 1. čtvrtletí 2003) a také podrobnější analýza měnové krize ČR v roce 1997.

Oddíl II doktorské práce, který je svou podstatou částí aplikační a který se **zaměřuje na devizový kurz v poloze systému devizového kurzu, tj. na devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky**, je pojednáním o tom, jakým způsobem devizový kurz vytváří prostor pro fungování jednotlivých ekonomických subjektů, a to zejména firem. Hlavním cílem druhého oddílu doktorské práce je **analýza projevů devizového kurzu v podnikové sféře a aplikace poznatků vyplývajících z prvního oddílu na podnikovou sféru**, neboť zde leží základna primárních faktorů devizového kurzu. Součástí druhého oddílu je také **nástin systému pro predikci devizového kurzu**, jež je založen opět na poznatcích z oddílu I.

SUMMARY

The doctoral thesis deals with the exchange rate as a very complex economic variable. The thesis is divided into two separate sections. The section I deals with the exchange rate in its position of generally economic category and thus it is rather theoretical part. **The aim of the section I is to find some new theoretical connections and solutions within the problem of the exchange rate determination.** The base of the theoretical research was the study of different theories and opinions on the existence and oscillation of the exchange rate. The main sense of the critical comparison is to explain the theoretical fundamental of the exchange rate – the definition of the basic groups of the factors influencing the exchange rate's oscillation. These factors should be understood as the driving force of the supply and demand for foreign currencies on the exchange market, where the exchange rate is continuously and dynamically shaped.

The main groups of determining factors, namely the groups of the primary, secondary and tertiary factors, which influence the exchange rate development from the very different reasons, were specified by the application of the balance of payments theory into the theory of the so called natural exchange rate. The section I includes also the quantitative and qualitative analysis of the balance of payments of the Czech Republic during the period of transformation (1993 – 1. quarter of 2003) and also the detailed analysis of the monetary crisis in the Czech Republic in 1997.

The section II of the doctoral thesis, which is because of its fundamental the applicational part and **which is focused on the exchange rate in its position of the exchange rate system as a tool of the economic policy**, is the discourse in the problem, how the exchange rate creates the space for different economic entities, mainly for the companies. The main aim of the section II is **the analysis of the exchange rate's impact on companies and the application of the knowledge resulting from the section I into the companies' practice**, because there is the basement of the primary factors influencing the exchange rate. **The section II includes also the proposal of the system (formula) for the exchange rate prediction**, which is similarly as the whole section II based on the knowledge resulting from the section I.

OBSAH

ÚVOD	12
ODDÍL I - DEVIZOVÝ KURZ JAKO OBECNĚ EKONOMICKÁ KATEGORIE .	15
1 TEORETICKÁ PODSTATA DEVIZOVÉHO KURZU	15
1.1 Komparace názorů na existenci a pohyb devizového kurzu z hlediska různých teorií a přístupů.....	16
1.2 Činitelé (faktory) devizového kurzu	23
1.2.1 Primární faktory devizového kurzu.....	24
1.2.2 Sekundární faktory devizového kurzu	25
1.2.3 Terciární faktory devizového kurzu	26
1.3 Definice přirozeného devizového kurzu.....	28
1.4 Poptávka a nabídka deviz jako výsledek vzájemného střetávání faktorů devizového kurzu na devizovém trhu	30
1.5 Oscilace devizového kurzu	33
1.6 Teorie platební bilance a její aplikace v teorii přirozeného kurzu.....	40
1.6.1 Teorie platební bilance.....	40
1.6.2 Teorie přirozeného kurzu	42
1.6.3 Platební bilance a její modifikace na primární, sekundární a terciární faktory devizového kurzu.....	45
1.6.3.1 Primární faktory devizového kurzu z hlediska platební bilance.....	46
1.6.3.2 Sekundární faktory devizového kurzu z hlediska platební bilance.....	53
1.6.3.3 Terciární faktory devizového kurzu z hlediska platební bilance.....	54
1.6.4 Stadia platební bilance – stadia vývoje faktorů devizového kurzu ..	57
2 KVANTITATIVNÍ A KVALITATIVNÍ ANALÝZA FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU NA PŘÍKLADU ROZBORU PLATEBNÍ BILANCE ČR V DOBĚ TRANSFORMACE.....	59
2.1 Česká republika v období transformace	59
2.1.1 Otevřenost české ekonomiky na konci 20. a počátkem 21. století.....	59
2.1.2 Vývoj směnitelnosti české koruny.....	61
2.1.2.1 Proces zavádění směnitelnosti.....	61
2.1.2.2 Otázka správného načasování zavedení externí směnitelnosti české koruny.....	64
2.2 Rozbor primárních faktorů devizového kurzu koruny	69
2.2.1 Analýza běžného účtu platební bilance ČR 1993 – 2003 (1. čtvrtletí)	69
2.2.1.1 Zahraniční obchod České republiky.....	72
2.2.2 Analýza kapitálového účtu platební bilance.....	75
2.2.3 Analýza finančního účtu platební bilance.....	76
2.2.3.1 Přímé zahraniční investice	77
2.2.3.2 Portfoliové investice	83
2.2.3.3 Finanční deriváty.....	83
2.2.3.4 Ostatní dlouhodobé investice.....	84
2.3 Rozbor sekundárních faktorů devizového kurzu	86
2.4 Rozbor terciárních faktorů devizového kurzu	87
2.4.1 Vývoj devizových rezerv České národní banky	87
2.4.2 Stručný nástin vývoje systému devizového kurzu koruny v transformačním období	89

2.5 Analýza platební bilance a faktorů devizového kurzu jako celku	90
2.5.1 Vývoj běžného a finančního účtu v poměru k HDP	90
2.5.2 Porovnání vývoje běžného účtu s vývojem přímých zahranických investic a krátkodobých investic v ČR	91
2.5.3 Vývoj faktorů devizového kurzu a jejich vliv na vývoj koruny z dlouhodobého hlediska	92
2.5.4 Kumulativní vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a stavu devizových rezerv v transformačním období ČR.....	93
2.5.5 Očekávání budoucího vývoje faktorů devizového kurzu.....	94
2.6 Analýza měnové krize	96
2.6.1 Období apreciačního trendu.....	98
2.6.2 Období depreciačního trendu	103
2.6.3 Analýza měnové krize pomocí teorie přirozeného kurzu	105
2.6.4 Vyhodnocení síly vlivu jednotlivých faktorů na vývoj devizového kurzu	112
ZÁVĚR ODDÍLU I	116
 ODDÍL II - DEVIZOVÝ KURZ JAKO NÁSTROJ HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY	119
1 SYSTÉM DEVIZOVÉHO KURZU V SOUVISLOSTI SE ZAHRANIČNÍM OBCHODEM	120
2 PROJEV OSCILACE DEVIZOVÉHO KURZU V PODNIKOVÉ SFÉŘE	124
2.1 Řízení podnikového kurzového rizika	131
3 PROGNOZOVÁNÍ DEVIZOVÉHO KURZU PROSTŘEDNICTVÍM TEORIE PŘIROZENÉHO KURZU A TEORIE PLATEBNÍ BILANCE	140
3.1 Nástin systému pro predikci devizového kurzu	140
3.2 Problémy predikce devizového kurzu	144
ZÁVĚR ODDÍLU II.....	148
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	150
SEZNAM PŘÍLOH.....	156

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

am.	Americký
angl.	Anglický, Anglicky
ATS	Rakouský šilink
BÚ	Běžný účet
Běž.	Běžný
CB	Centrální banka
CPE	Centrálně plánovaná ekonomika
CZK	Česká koruna
č.	Číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSFR	Česká a Slovenská Federativní Republika
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
DEM	Německá marka
Dev.	Devizový
Dlouh.	Dlouhodobý, Dlouhodobě
el.	Elektrický
ER	Devizový kurz (angl. exchange rate)
ERM II	Exchange Rate Mechanism II
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FaME	Fakulta managementu a ekonomiky
FÚ	Finanční účet
F.	Faktory
FR	Forward Rate
FRF	Francouzský frank
GBP	Britská libra
HDP	Hrubý domácí produkt
CHF	Švýcarský frank
Kčs, Kč	Koruna československá, Koruna česká
Kumul.	Kumulovaně, Kumulovaný
LIBOR	London InterBank Offered Rate
LIFFE	The London International Financial Futures Exchange
MMF	Mezinárodní měnový fond
mot.	Motorový
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OPF	Objem primárních faktorů
OSF	Objem sekundárních faktorů
OTC	Over-The-Counter
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate
Prům.	Průměrný, Průměrně
PZI	Přímé zahraniční investice
Q	Čtvrtletí
r.	Rok
RVHP	Rada vzájemné hospodářské pomoci
s.	Strana
SBČS	Státní banka československá

SDR	Stav devizových rezerv
SITC	Nomenklatura zboží používaná v OSN
SPF	Saldo primárních faktorů
SR	Relativní změna nominálního devizového kurzu
SSF	Saldo sekundárních faktorů
STF	Saldo terciárních faktorů
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar
VRCV	Vnitřní reprodukční cenové vyrovnání
zahr.	Zahraniční

SEZNAM TABULEK

Tabulka č.1: Ekonomické faktory determinující poptávku a nabídku deviz	28
Tabulka č.2: Devizový plán	36
Tabulka č.3: Faktory devizového kurzu v situaci centrálně plánované ekonomiky	37
Tabulka č. 4: Schéma platební bilance ČR	45
Tabulka č. 5: Modifikace jednotlivých položek platební bilance na faktory primární, sekundární a terciární	56
Tabulka č. 6: Podíl zahraničního obchodu na HDP v % a běžných cenách	60
Tabulka č. 7: Ukazatel vlivu střednědobého a dlouhodobého zahraničního dluhu na domácí spotřebu (%).....	66
Tabulka č. 8: Vývoj salda běžného účtu platební bilance ČR	70
Tabulka č. 9: Vývoj zahraniční zadluženosti ČR, mld. Kč.....	70
Tabulka č. 10: Teritoriální struktura zahraničního obchodu České republiky v %	72
Tabulka č. 11: Komoditní struktura zahraničního obchodu České republiky (%).....	72
Tabulka č. 12: Přímé zahraniční investice na obyvatele v tranzitivních zemích střední a východní Evropy (v USD)	82
Tabulka č. 13: Vývoj kumulativních sald ostatních dlouhodobých investic 1993-2002 podle jednotlivých sektorů v mld. Kč.....	84
Tabulka č. 14: Stav devizových rezerv ke konci příslušného roku v mld. Kč.....	87
Tabulka č. 15: Porovnání vývoje sald běžného a finančního účtu platební bilance ČR v letech 1993 - 2003	90
Tabulka č. 16: Vývoj salda běžného účtu a přílivu zahraničních investic v ČR, mld. Kč.....	91
Tabulka č. 17: Vývoj sald primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu a vývoj stavu devizových rezerv	92
Tabulka č. 18: Kumulativní vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a devizových rezerv 1993 – 2003 (1.čtvrtletí), mld. Kč.....	94
Tabulka č. 19: Některé makroekonomické ukazatele ČR a Evropské unie 1993 - 1999.....	97
Tabulka č. 20: Měnový program centrální banky a skutečné množství peněz v ekonomice, mld. Kč	99
Tabulka č. 21: Vývoj sald primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu, stav devizových rezerv na konci příslušného čtvrtletí, mld. Kč, 1995 – 1.čtvrtletí 1998.....	106
Tabulka č. 22: Vývoj devizových kurzů CZK/DEM a CZK/USD – čtvrtletní průměry srovnání teoretického předpokladu se skutečným vývojem	111
Tabulka č. 23: Bilance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu 1997	113
Tabulka č. 24: Bilance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu za 2. čtvrtletí 1997.....	113
Tabulka č. 25: Vliv oscilace devizového kurzu na čistého exportéra a importéra – 1.příklad	126
Tabulka č. 26: Vliv oscilace devizového kurzu na čistého exportéra a importéra – 2.příklad	126
Tabulka č. 27: Vliv oscilace devizového kurzu na hospodářský výsledek podniku s různou devizovou pozicí	129
Tabulka č. 28: Obecné znázornění očekávané bilance devizových zdrojů a devizových potřeb	142
Tabulka č. 29: Bilance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu 1997	143

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Přirozený devizový kurz jako teoretický fundament nominálního devizového kurzu	29
Obrázek č. 2: Faktory devizového kurzu	30
Obrázek č. 3: Poptávka a nabídka deviz na devizovém trhu ve výchozím období.....	30

Obrázek č. 4: Zhodnocení poptávané zahraniční měny (zhodnocení domácí měny) v důsledku zvýšení poptávky po devizách	31
Obrázek č. 5: Zhodnocení poptávané zahraniční měny (zhodnocení domácí měny) v důsledku snížení nabídky deviz	31
Obrázek č. 6: Zhodnocení domácí měny (zhodnocení deviz) v důsledku zvýšené nabídky deviz	32
Obrázek č. 7: Zhodnocení domácí měny (zhodnocení deviz) v důsledku snížení poptávky po devizách	32
Obrázek č. 8: Oscilační cyklus devizového kurzu	33
Obrázek č. 9: Důkaz deformací přirozeného devizového kurzu dolaru do počátku sedmdesátých let 20. století	34
Obrázek č. 10: Průběh skryté oscilace devizového kurzu v situaci centrálně plánované ekonomiky	39
Obrázek č. 11: Vývoj běžného účtu platební bilance ČR 1993 – 2003 (čtvrtletně)	69
Obrázek č. 12: Saldo kapitálového účtu	75
Obrázek č. 13: Vývoj finančního účtu platební bilance ČR 1993 – 1.čtvrtletí 2003	76
Obrázek č. 14: Vývoj finančního účtu platební bilance ČR bez krátkodobých investic 1993 – 1.čtvrtletí 2003	77
Obrázek č. 15: Stav přímých zahraničních investic v ČR	77
Obrázek č. 16: Teritoriální struktura PZI v České republice v roce 2002	78
Obrázek č. 17: PZI do odvětví strojírenství a vývoj bilance zahraničního obchodu mot. vozidel, dopravních zařízení, el. strojů a přístrojů (mld. Kč, 1993 – 2001)	80
Obrázek č. 18: Přímé zahraniční investice na obyvatele v mil. EUR v roce 2001	82
Obrázek č. 19: Vývoj ostatních dlouhodobých investic dle sektorů, mld. Kč	85
Obrázek č. 20: Vývoj krátkodobých investic a salda chyb a opomenutí, mld. Kč, 1993 – 1. čtvrtletí 2003	86
Obrázek č. 21: Změna devizových rezerv – terciární faktor 1993 – 1. čtvrtletí 2003 (čtvrtletně)	88
Obrázek č. 22: Porovnání vývoje salda běžného a finančního účtu platební bilance ČR v poměru k HDP	90
Obrázek č. 23: Kumulovaný příliv zahraničních investic a deficit běžného účtu	91
Obrázek č. 24: Vývoj primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu koruny 1993 – 1. čtvrtletí 2003	93
Obrázek č. 25: Vývoj primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a stavu devizových rezerv 1993 – 2003 (1. čtvrtletí)	94
Obrázek č. 26: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v roce 1995 (měsíční průměry)	100
Obrázek č. 27: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v roce 1995 (měsíční průměry)	100
Obrázek č. 28: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v roce 1996 (měsíční průměry)	102
Obrázek č. 29: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v roce 1996 (měsíční průměry)	102
Obrázek č. 30: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v roce 1997 (měsíční průměry)	105
Obrázek č. 31: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v roce 1997 (měsíční průměry)	105
Obrázek č. 32: Vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny 1995 – 1. čtvrtletí 1998	107
Obrázek č. 33: Intervence ČNB na mezibankovním devizovém trhu v jednotlivých měsících roku 1997	108
Obrázek č. 34: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v letech 1995 – 1997 (měsíční průměry)	110

Obrázek č. 35: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v letech 1995 – 1997 (měsíční průměry)	110
Obrázek č. 36: Vývoj devizového kurzu CZK/EUR v roce 2002.....	124
Obrázek č. 37: Kurzové riziko rozvahových položek zahraničně obchodních podniků (otevřená devizové pozice).....	125
Obrázek č. 38: Kurzové riziko rozvahových položek smíšené zahraničně obchodní firmy (otevřená devizové pozice).....	129
Obrázek č. 39: Uzavřená devizová pozice.....	129
Obrázek č. 40: Postup při řízení kurzového rizika v podniku.....	131

ÚVOD

Z ekonomického hlediska není žádná země a její ekonomika izolovaným prostorem. Celý svět je v současnosti založen na vzájemné ekonomické závislosti. Prapříčinou této provázanosti jednotlivých ekonomik je mezinárodní dělba práce. Mezinárodní dělba práce, navenek se projevující mezinárodní směnou (obchodem) zboží a služeb, pohybem pracovních sil a toky kapitálu, umožňuje zemím, aby se specializovaly na oblasti své komparativní výhody¹ a vyvážely statky, v jejichž výrobě jsou relativně efektivní, a dovážely ty, u nichž jsou relativně neefektivní. Zahraniční obchod je pak uskutečňován prostřednictvím peněz – liber, dolarů, korun, eur atd. – tedy národních, nadnárodních a dalších měn, přičemž hraje důležitou úlohu devizový kurz. Tato veličina je v ekonomickém dění velké části zemí² stále řazena mezi nejdůležitější nástroje hospodářské politiky. Různým způsobem a různou intenzitou zprostředkovává vazby mezi vnitřním a vnějším ekonomickým prostředím státu.

V současnosti, kdy je většina národních měn volně směnitelných, existuje v ekonomické praxi i teorii celá řada modifikací devizového kurzu a dochází tak k nesprávné interpretaci různých druhů kurzů a kurzových systémů. Je proto důležité rozlišovat mezi devizovým kurzem nominálním, nominálním efektivním, reálným, reálným efektivním, promptním, termínovým, lhůtovým, nákupním, prodejním, středním, paritním, ústředním, tržním, mezi systémem pevných měnových kurzů a systémem pohyblivých měnových kurzů. Dále je nutné dostatečně rozlišovat „*mezi podstatou a formou kursu, mezi obecným vymezením kursu (jako abstraktní kategorií ekonomické teorie) a specifičností dané formy a daného systému devizového kursu (jako nástroje konkrétní hospodářské politiky)*.“³ Doktorská práce je proto z tohoto hlediska členěna do dvou samostatných oddílů:

Cílem oddílu I, který se zabývá devizovým kurzem právě v jeho poloze obecně abstraktní ekonomické kategorie, a je tudíž zaměřen obecně teoreticky, je nalézt některé nové souvislosti a řešení v problematice vymezování devizových kurzů. Zároveň se snaží verifikovat první základní hypotézu doktorské práce. Tato hypotéza říká, že devizový kurz je velice komplexní ekonomická veličina, avšak prozatím žádná koncepce či teorie devizového kurzu nedokáže zcela vysvětlit veškeré důvody, motivy a příčiny, jedním slovem faktory oscilace devizového kurzu tak, **aby tím byla současně vystižena teoretická podstata devizového kurzu a zároveň byl vytvořen ucelený systém devizového kurzu.**

První kapitola tohoto oddílu práce se opírá o studium jednotlivých názorů na existenci a pohyb devizového kurzu. Cílem kritického zkoumání a komparace jednotlivých teorií a koncepcí, resp. přístupů, k devizovému kurzu je dobrání se teoretické podstaty devizového kurzu, tj. definování hlavních skupin faktorů oscilace devizového kurzu, které jsou hybnou silou nabídky a poptávky po devizách na devizovém trhu, kde se devizový kurz nepřetržitě a dynamicky utváří.

¹ Zákon komparativní výhody – anglický ekonom David Ricardo, 1817. Zásada komparativní výhody tvrdí, že každá země se specializuje na výrobu a vývoz těch statků, které může vyrábět s relativně nižšími náklady (kde je relativně efektivnější než jiné země), naopak každá země bude dovážet ty statky, které vyrábí s relativně vyššími náklady (kde je relativně méně efektivní než jiné země).

² Členské státy eurozóny se naopak vzdaly své monetární suverenity a devizový kurz již nezařazují mezi nástroje své hospodářské politiky.

³ Bakule, V.: Patnáct tezí k rozpravě o devizovém kurzu. In Sborník referátů ze seminářů o ekonomicko-matematickém modelování, ročník III., č. 2, 1982, Československá vědecko-technická společnost, Pobočka ústředí SBČS a HÚ Praha, s. 16, 108 s.

Za teoretický fundament, na němž jsou založeny úvahy doktorské práce, lze pokládat myšlenky J. Robinsonové a V. Bakuleho, kteří významným způsobem přispěli ke specifikaci jednotlivých obecných skupin činitelů (faktorů) oscilace devizového kurzu. Přínosem v tomto směru jsou práce V. Bakuleho, který rozdělil činitele determinující oscilaci devizového kurzu do tří základních skupin – faktory primární, sekundární a terciární, jež z kvalitativně zcela odlišných motivů ovlivňují vývoj devizového kurzu. Velice přínosná je v tomto směru jeho myšlenka přirozeného devizového kurzu, který je determinován vývojem jedné z hlavních skupin faktorů devizového kurzu, a to faktorů primárních, které jsou v práci označovány také jako faktory přirozené.

Za stěžejní lze zcela jistě považovat také myšlenky českých národohospodářů K. Engliše a M. Horny, kteří zdůrazňují těsnou souvislost mezi vývojem devizového kurzu a vývojem platební bilance. Pro K. Engliše byl tento vztah tak významný, že teorii platební bilance považoval v podstatě za teorii devizového kurzu. Jejich názory o souvislostech mezi devizovým kurzem a platební bilancí se staly druhým teoretickým fundamentem prvního oddílu doktorské práce. Ve vztahu k problematice platební bilance lze za důležitý pramen považovat také metodiku pro sestavování platební bilance Mezinárodního měnového fondu, který svým dlouholetým úsilím neustále přispívá k unifikaci metodologických principů na širokém mezinárodním základě a který toto své úsilí koncentruje v 5. vydání Manuálu k sestavení platební bilance z roku 1993.

Všechny výše uvedené myšlenky a jednotná metodika platební bilance jsou aplikovány v podkapitole nazvané „Teorie platební bilance a její aplikace v teorii přirozeného kurzu“. Hlavním cílem této části je obecné rozvedení myšlenky přirozeného devizového kurzu a obecná kvantifikace faktorů devizového kurzu prostřednictvím aplikace teorie platební bilance. Nedílnou součástí této podkapitoly je také klasifikace položek platební bilance do hlavních skupin faktorů devizového kurzu. Hlavním kritériem při klasifikaci je účel operace zachycené v platební bilanci. Hlavním myšlenkovým vodítkem a inspirací byly v tomto směru opět názory K. Engliše, který je kromě výše uvedeného chápání souvislostí mezi platební bilancí a devizovým kurzem originální také svou aplikací teleologie v ekonomické vědě a její metodologii, neboli hledáním účelů všech věcí a všeho jednání: *„Abychom viděli a pochopili hospodářský pořádek, musíme se dívat jinak, musíme se ptát, kdo to hospodářství řídí, jaké myšlenky má a jaké účely při tom sleduje. ... Účel hospodářství pořádá všechno v něm. ... Každý účelový soubor (hospodářství) musí mít subjekt, jehož vůle jej jednotně pořádá, tedy jednotnou vůli a jednotný účel. ... Když je takto v hospodářství více lidí, ale s jednotnou vůlí a jednotným řádem, přimýšlíme si k tomuto hospodářství a k jednotné jeho vůli jednotný subjekt, jemuž dáváme i jméno (obec, stát, spolek, akciová společnost), a na který se díváme jako na jednu bytost, ačkoli za ní stojí mnoho fyzických osob. Tak máme pro každé hospodářství jednotný subjekt, jednotný účel a jednotný pořádek účelový.“*⁴

Ve druhé kapitole prvního oddílu je pozornost věnována kvantitativní a kvalitativní analýze faktorů devizového kurzu na příkladu rozboru platební bilance České republiky v době transformace. Protože je vývoj kurzu významným způsobem ovlivněn mírou otevřenosti dané ekonomiky a také konvertibilitou domácí měny, zabývá se tato kapitola nejprve těmito otázkami, jímž jsou věnovány samostatné podkapitoly nazvané „Otevřenost české ekonomiky na konci 20. a počátkem 21. století“ a „Vývoj směnitelnosti české koruny“,

⁴ Engliš, K.: Národní hospodářství (Vybrané kapitoly). Nadace Universitas Masarykiana v Brně, Nakladatelství Svoboda v Praze 1994, ISBN 80-85834-09-X, s. 46

kde je vedena polemika o správném načasování zavedení externí směnitelnosti české koruny. Následně jsou analyzovány a kvantifikovány primární, sekundární a terciární faktory devizového kurzu. Zde jsou také zmíněna očekávání budoucího vývoje faktorů devizového kurzu. Zvláštní pozornost je věnována analýze měnové krize v České republice v roce 1997 a to proto, že v tomto relativně krátkém období se ve vztahu k vývoji devizového kurzu významným způsobem projevila síla nejen faktorů primárních, ale také faktorů sekundárních a terciárních.

V závěru oddílu I doktorské práce jsou shrnuty nejdůležitější poznatky práce a přínosy pro teoretické poznání devizového kurzu a vyvozena některá doporučení týkající se problematiky určování devizových kurzů.

Oddíl II doktorské práce, který je svou podstatou částí aplikační a který se zaměřuje na devizový kurz v poloze systému devizového kurzu, tj. na devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky, je pojednáním o tom, jakým způsobem devizový kurz vytváří prostor pro fungování jednotlivých ekonomických subjektů, a to zejména firem. Tato část se snaží verifikovat druhou základní hypotézu doktorské práce, která tvrdí, že existuje všeobecně nízká míra povědomí ekonomických subjektů o existenci firemního kurzového rizika, a tedy i nízká míra povědomí o využití hedgingu firemních kurzových rizik. Hlavním cílem druhého oddílu doktorské práce je analýza projevů devizového kurzu v podnikové sféře a aplikace poznatků vyplývajících z prvního oddílu na podnikovou sféru, neboť zde leží základna primárních faktorů devizového kurzu.

V závěru oddílu II doktorské práce jsou obdobně jako v oddílu I shrnuty nejdůležitější poznatky a vyvozena doporučení týkající se možnosti využití některých teoretických závěrů vymezených v oddílu I v podnikové praxi.

ODDÍL I - DEVIZOVÝ KURZ JAKO OBECNĚ EKONOMICKÁ KATEGORIE

1 TEORETICKÁ PODSTATA DEVIZOVÉHO KURZU

Odborná literatura uvádí celou řadu teorií a definic, které se snaží vystihnout podstatu devizového kurzu a odpovědět na otázku, zda existuje jediná „správná úroveň“ devizového kurzu. Kurzové problematice byla v minulosti a samozřejmě stále je věnována značná pozornost. S vývojem národní a mezinárodní měnové soustavy vznikaly specifické problémy v oblasti devizových kurzů, které zároveň ovlivňovaly názory na problematiku původu existence této ekonomické veličiny. Na konci 19. století a počátkem století dvacátého, kdy se národní měnové soustavy opíraly o drahý kov (zlato, stříbro – tzv. monometalismus, nebo oba drahé kovy najednou – tzv. bimetalismus) vystupoval devizový kurz jednak ve formě mincovního (valutového) kurzu a jednak ve formě směnečného kurzu, kurzu zahraničních směnek. Existenci těchto dvou forem devizového kurzu dokládá citace z díla A. Bráfa: *„Známoť, kterak k ušetření nákladů rádi vyhýbáme se přímému zasílání hotových peněz našim věřitelům zahraničním nebo přímému zasílání směnek k výplatě zahraničním našim dlužníkům. Jsouce tedy věřiteli ciziny a majíce v ruce směnku v cizině splatnou, raději prodáme ji doma některému dlužníku ciziny, jenž zašle ji přímo věřiteli svému, aby za ni zaplacení opatřil, jsouce dlužníky ciziny, sami k podobnému účelu směnky zahraniční hledáme. . . Jsouce předmětem pravidelného trhu, mají směnky zahraniční tržní cenu – kurs (tzv. směnečný) denně vedle poměrů trhu se mění; základem pro její se tvoření je obnos ryzího drahokovu obsaženého v sumě, na niž směnka zní: po a nad tuto míru („par“) v jistých mezích kurs směnek klesá nebo se povznáší dle poměrů nabídky a poptávky.“*⁵

V bimetalickém standardu devatenáctého století, ve kterém vedle sebe souběžně existovaly oba měnové kovy, vznikal další specifický problém týkající se devizového kurzu. Tento problém vyplýval zejména z toho, že vývoj hodnoty obou drahých kovů neprobíhal lineárně, což vedlo k poruchám ve vzájemných vztazích mezi státem se zlatým monometalismem a státem se stříbrnou měnou. Vznikal nesoulad ve vztahu devizového kurzu a vnitřní kupní silou obou měnových kovů. Poruchy se projevovaly zejména v okamžiku, kdy se hodnota jednoho kovu vůči druhému začala prudce vychylovat. J. Drachovský k tomu píše: *„Tu projevovaly se účinky obdobné jako při inflaci, ve valutovém dumpingu aspoň po dobu přechodní, nežli došlo k opětovnému vzájemnému vyrovnání hladiny cen a kursů valutových ... Jakmile však máme tu měny dvě, z nichž každá odchylně se pohybuje ve své vnitrozemské kupní síle, nadto pak její kurs mezinárodní pohybuje se odchylně od poměru kupních sil vnitrozemských obojí valuty, ...“*⁶

S postupnou demonetizací drahých kovů⁷ a s přechodem k neplnohodnotným penězům ve vnitřních peněžních soustavách jednotlivých zemí přestává být problematika mincovních kurzů aktuální a váha je plně soustředěna na kurz zahraničních směnek: *„Dále pak přestávají být devizové kursy kursem zahraničních směnečných pohledávek a závazků a stávají se kursem stále se rozšiřujícího okruhu dalších zahraničních pohledávek a závazků. Jak postupně zaniká vazba pohybu „směnečného“ kursu na kurs mincovní (valutární), oscilace*

⁵Bráf, A.: Ažio. In.: Gruber, J. – Horáček, C.: Albín Bráf – život a dílo, díl II. Výbor statí z nauky národohospodářské. Praha, Vesmír 1932, s. 152.

⁶Drachovský, J.: Mezinárodní finančníctví. Praha, Bursík a Kohout 1923, s. 112, 115

⁷Demonetizace znamená vyřazení drahého kovu (zlata nebo stříbra) z funkce měnového kovu.

devizového kurzu se vymaňuje z rámce přirozených limitů a směřuje k volnému pohybu a k umělému limitu.⁸

Tyto historické tendence ve vývoji mezinárodních a národních měnových soustav s sebou přinášely řadu nových a více či méně uspokojivých odpovědí na otázku teoretické podstaty devizového kurzu. Například K. Engliš k problematice devizového kurzu poznamenává: „Kurs měny je mezinárodní cenou měny a má jako každá cena svou rovnovážnou funkci. ... Rovnovážná funkce kursu měny spočívá v tom, že udržuje rovnováhu platební bilance mezi tuzemskem a cizinou. Udrží tuto rovnováhu tak, že při dané tuzemské cenové hladině svým zvýšením nebo snížením (tedy zvýšením nebo snížením kursu měny) posune bod soutěživosti k bodu rovnovážnému, při kterém se vývozem uhradí všechny platy do ciziny (dovoz i pasivní saldo ostatních platů). Je tedy mezi domácí cenovou hladinou, kursem měny a světovou cenovou hladinou (která ovšem není jednotná) určitý funkční vztah, determinovaný rovnováhou v platební bilanci země. Za dané světové cenové hladiny musí být poměr mezi vnitřními cenami a kursem měny takový, aby byl bod soutěživosti bodem rovnovážným. Buď se musí přizpůsobit kurs cenové hladině anebo cenová hladina kursu.“⁹

V uvedeném výňatku je zdůrazněna **těsná souvislost mezi devizovým kurzem a postavením domácí země vůči zahraničí, které se odráží ve stavu platební bilance.** Devizový kurz plní podle Engliše funkci pružného pojítka mezi domácí cenovou hladinou a světovou cenovou hladinou, která ovšem není jednotná a kterou díky své oscilaci vyrovnává.

V. Bakule definuje devizový kurz takto: „Devizový kurs je kvantitativně proměnlivá veličina, udávající takové množství základních peněžních jednotek domácí měny, které je určitým způsobem přiřazováno k jedné jednotce měny zahraniční, případně veličina udávající zlomek základní jednotky zahraniční měny, který je určitým způsobem přiřazován k základní jednotce domácí měny.“¹⁰

1.1 KOMPARACE NÁZORŮ NA EXISTENCI A POHYB DEVIZOVÉHO KURZU Z HLEDISKA RŮZNÝCH TEORIÍ A PŘÍSTUPŮ

K vysvětlení existence a oscilace devizového kurzu je možné uvést řadu názorů, analytických metod a teorií. Například P. Einzig v této souvislosti uvádí: „Odchyłky od parit jsou vysvětlovány řadou teorií, k nimž především patří teorie:

- nabídky a poptávky,
- tržního mechanismu,
- obchodní bilance,
- kvantitativní,
- předtermínových a potermínových úhrad,
- cenových relací vývozu a dovozu,
- pohybu kapitálu,
- úrokových sazeb,
- psychologická,
- spekulace,

⁸ Bakule, V.: Světové finance. Praha, SNTL - Nakladatelství technické literatury, 1976, 04-320-76, s. 119

⁹ Engliš, K.: Národní hospodářství (Vybrané kapitoly). Praha, Nakladatelství Svoboda, 1994, ISBN 80-85834-09-X, s. 284

¹⁰ Bakule, V.: Mezinárodní finance. VŠE, Praha 1984, 1. vydání, číslo publikace 1301 – 4875, s. 110, 222 stran

- elasticity.¹¹

E. Drabowski ve své knize Teorie devizového kurzu¹² zmiňuje tyto teorie:

- *teorie parity kupní síly (absolutní, relativní),*
- *teorie platební bilance, teorie rovnovážného devizového kurzu,*
- *monetární přístup k devizovému kurzu,*
- *devizový kurz a teorie optimální měnové oblasti.*

J. Durčáková a M. Mandel v knize Mezinárodní finance¹³ mezi již tradiční přístupy k devizovému kurzu zařazují:

- *fundamentální analýzu a konstrukci prognostického modelu,*
- *paritu kupní síly a inflační diferenciál,*
- *paritu úrokové míry a úrokový diferenciál,*
- *mezinárodní Fisherův efekt – syntézu teorií parity úrokové míry a parity kupní síly.*

Dále uvádějí, že v současnosti je hlavní rozvoj teorií devizového kurzu směřován těmito způsoby¹⁴:

- *platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení,*
- *monetární přístup ke kurzu a nový pohled na vliv úrokových měr a reálného důchodu,*
- *přístup založený na teorii portfolia a význam rizikové premie,*
- *úloha očekávání, dlouhodobé a krátkodobé determinanty kurzu,*
- *technická analýza – prognózování budoucích spotových kurzů na základě jejich minulého vývoje.*

A. Landorová ve skriptech Centrální bankovníctví kromě některých výše jmenovaných teorií zmiňuje v současné době již pouze klasickou *teorii parity obsahu měnového kovu*¹⁵ (stříbra, zlata), reprezentovaného různými měnovými jednotkami. M. Mach v učebním textu pro inženýrské studium nazvaném Makroekonomie II¹⁶ zmiňuje opět *teorii parity kupní síly (absolutní i relativní), paritu úrokové míry, úlohu očekávání a rizika při determinaci devizového kurzu, snahu investorů při alokaci úspor formovat optimální portfolio, mezinárodní Fisherův efekt* a dále také nastiňuje *monetaristický přístup k devizovému kurzu*. Š.Lazarová¹⁷ a V.Kreidl¹⁸ se ve svých publikacích zabývají odhadem tzv. *rovnovážného měnového kurzu*. Obdobně také J.Frait a L. Komárek se zabývají otázkou *dlouhodobého rovnovážného reálného měnového kurzu a jeho determinanty*¹⁹. Problémem rovnovážného vývoje reálných měnových kurzů se zabývají také R. Barrell, D. Holland a K. Šmídková²⁰.

¹¹ Einzig, P.: A Textbook on Foreign Exchange. (Učebnice o devizách.) Londýn, 1969, s. 127.

¹² Drabowski, E.: Teorie kurzu walutowego. (Teorie devizového kurzu.) Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1981, ISBN 83-208-0157-5

¹³ Durčáková, J., Mandel, M.: Mezinárodní finance, Management Press, Praha 2000, 1. Vydání, s. 61 – 79, ISBN 80-7261-017-1, 392 s.

¹⁴ Tamtéž s. 86 - 103

¹⁵ Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví, Technická univerzita v Liberci, 1. vydání ISBN 80-7083-699-7, 226 s., 87-88

¹⁶ Mach, M.: Makroekonomie II., 1. část, Melandrium, Slaný 1998, 2. vydání, ISBN 80-86175-03-0, 172 s., 126-170

¹⁷ Lazarová, Š.: Odhad rovnovážného měnového kurzu. Finance a úvěr, č. 10, 1997

¹⁸ Kreidl, V.: Rovnovážný měnový kurz. Finance a úvěr, č. 10, 1997

¹⁹ Frait, J.; Komárek, L.: Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty. Výzkumná práce Institutu ekonomie ČNB, č. 9, Praha 1999

²⁰ Blíže viz např. článek Alternativy kurzové politiky v období před vstupem do eurozóny: empirická analýza. In Finance a úvěr, 53, 2003, č. 5-6, s. 243 - 264

Porovnáním jednotlivých teorií a přístupů k devizovému kurzu, jež jsou v současnosti nejvíce citovány v odborných literaturách, publikacích či pojednáních lze konstatovat, že buď zdůvodňují pohyby devizového kurzu na jednom či několika málo faktorech, které považují za nadřazené ostatním (označme je za **monokauzální**), nebo oscilaci devizového kurzu chápou jako výsledek spolupůsobení mnoha faktorů a kritérií najednou, které považují za rovnocenné (označme je jako **multikauzální**). Mezi monokauzální lze zařadit tyto teorie:

- teorii cenových relací vývozu a dovozu,
- teorii předtermínových a potermínových úhrad,
- teorii pohybu kapitálu,
- teorii úrokových sazeb,
- teorii spekulace,
- teorii obchodní bilance,
- teorii parity kupní síly (absolutní i relativní verzi),
- Fisherův efekt,
- mezinárodní Fisherův efekt,
- teorii portfolia,
- teorii psychologickou,
- teorii elasticity atd.

Do druhé skupiny teorií a přístupů k devizovému kurzu, označených jako multikauzální, je možné zařadit teorie a přístupy:

- nabídky a poptávky,
- tržního mechanismu,
- kvantitativní,
- monetární přístup ke kurzu,
- optimálních měnových oblastí,
- platební bilance a platebně bilanční přístupy,
- fundamentální analýzu,
- technickou analýzu,
- přístup rovnovážného (reálného) měnového kurzu atd.

Platnost některých teorií je v současnosti díky významným změnám v oblasti mezinárodních vztahů, které proběhly od okamžiku jejich vzniku, nulová či velice omezená, a má proto mnoho odpůrců. Příkladem takových teorií je **teorie parity kupní síly**²¹ a **teorie parity obsahu měnového kovu**. Konzervativismus teorie parity obsahu měnového kovu je v současné době úvěrových peněz zcela zřejmý. Nedostatky teorie parity kupní síly jsou „viditelné“ až po citlivější ekonomické analýze či empirickém měření.²² Tomu byla teorie parity kupní síly podrobena již několikrát²³. Jedním z prvních, kteří v 50. letech minulého století vykonali její analýzu, byl Eduard Němeček. Ve své studii založené hlavně na srovnání cenových indexů velkoobchodních cen od r. 1913 do r. 1944 v USA, Velké Británii a Francii s ročními průměrnými kurzy všech těchto měn na devizových trzích v New Yorku, Londýně a

²¹ Problematiku kupní síly (hodnoty) peněz zmiňuje také publikace Money and Economic Balance (Peníze a ekonomická rovnováha), Federal Reserve Bank of New York, 4. vydání, s. 3-5

²² Slabiny teorie parity kupní síly zmiňuje např. R. H. Frank a B.S. Bernanke v knize Ekonomie, Grada Publishing, Praha 2003, 1. vydání, ISBN 80-247-0471-4, 804 s., s. 759

²³ Nesoulad mezi kurzy podle teorie parity kupní síly a kurzy skutečnými zmiňuje na příkladu měn zemí Latinské Ameriky v šedesátých letech minulého století studie A. Ecla „Measurement of Price Levels and Purchasing Power Currencies in Latin America 1960 – 1962“, Economic Bulletin for Latin America, Vol. VIII, 1963, s. 195

Paříži upozornil na omezenou platnost závěrů této teorie. Němeček²⁴ na základě své analýzy došel k následujícím závěrům:

- „1. Reálná hodnota měnových jednotek se vyvíjela naprosto odlišně od vývoje kupních sil měnových jednotek.
2. Skutečné kursy se naprosto lišily od těch kursů, jež by vyplývaly ze změn v poměru těchto kupních sil měnových jednotek.
3. Rozdíly mezi skutečnými kursy a „kursy odpovídajícím změnám poměru kupních sil měnových jednotek“ jsou větší než v epoše zlatého standardu.“

Nejvýznamnější je jeho shrnující závěr²⁵: „Za 67 let vývoje měnových vztahů (od roku 1878 do r. 1944) mezi hlavními kapitalistickými zeměmi byly mezi pohybem kursů a změnami poměru kupních sil měn tak velké rozdíly, že je vyloučeno, aby mezi oběma pohyby působila nějaká bezprostřední příčinná souvislost.“

Změny poměru kupních sil měn nemohou být hlavní příčinou změn měnových kursů a změny měnových kursů nejsou hlavní příčinou změn relací cenových hladin.“

Tento svůj hlavní závěr však autor zcela neabsolutizuje, protože současně přiznává potřebu konstatovat, že „údaje nejsou vcelku tak rozdílné, aby svědčily o úplné odtrženosti národních cenových hladin.“ Naopak, „.....mezi národními cenovými hladinami a stavem měnových kursů ekonomický svazek existuje.“²⁶, i když jej E. Němeček ve své práci přesně nekvantifikuje.

Kritickou analýzu platnosti této teorie uskutečnil také například německý ekonom Gustav Dieckheuer²⁷ konkrétně pro období pohyblivých měnových kurzů po druhé světové válce. Také on potvrdil stejné závěry neplatnosti teorie i pro období pohyblivých měnových kurzů, a to na základě zkoumání závislosti vývoje měnových kurzů hlavních světových měn – amerického dolaru, britské libry a japonského jenu ve srovnání s německou markou – v období let 1974 – 1992 a výší inflace v těchto zemích v uvedených letech. Také studie z posledních let, např. Miloš Král²⁸, který pro své zkoumání zvolil průběh 90. let a čtyři největší světové ekonomiky – USA, Německo, Japonsko a Velkou Británii dokazují shodný závěr, k jakému dospěli ve svých analýzách Němeček a Dieckheuer.

Hlavním nedostatkem teorie parity kupní síly je právě její monokauzalita – zaměření se na jedno kritérium, které nadřazuje (resp. jej chápe jako jediné) nad ostatní, a na základě kterého vysvětluje vývoj devizového kurzu. Teorie parity kupní síly spatřuje za hlavní hybnou sílu devizového kurzu mezinárodní obchod se zbožím a od obchodu se službami a mezinárodního pohybu kapitálu zcela abstrahuje. Teorie byla totiž zkonstruována²⁹ v době, kdy mezinárodní obchod se službami a mezinárodní pohyb kapitálu nebyly ještě tak rozvinuty a liberalizovány jako dnes.

²⁴ Němeček, E.: Teorie měnových kursů v kapitalistické světové soustavě, Academia, Praha 1967, s. 313 - 314

²⁵ Němeček, E.: Teorie měnových kursů v kapitalistické světové soustavě, Academia, Praha 1967, s. 313 - 314

²⁶ Tamtéž, s. 314

²⁷ Dieckheuer, G.: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, R. Oldenburg Verlag GmbH, München, 4. Auflage, 1998, ISBN 3-486-24854-5, 621 s., s. 343 - 344

²⁸ Král, M.: Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě – rukopis habilitační práce 2003, s. 197, s. 60 - 94

²⁹ Autorem teorie parity kupní síly je švédský ekonom G. Cassel. Jeho základním dílem je článek Abnormal Deviations in International Exchange z roku 1918, který byl publikován v Economic Journal.

Obdobný „nedostatek“ je charakteristický pro **teorii obchodní bilance**, která je podobně jako teorie parity kupní síly zaměřena na pohyb zboží mezi zeměmi. Teorie obchodní bilance říká, že aktivum obchodní bilance vyvolává zhodnocování devizového kurzu dané měny, zatímco pasivum obchodní bilance vede k jejímu znehodnocování. Podle **teorie elasticity** je pohyb kurzu ovlivňován přizpůsobivostí vývozu a dovozu určité země poptávce a nabídky ze strany ostatních zemí. Také **teorie předtermínových a potermínových úhrad** se zaměřuje zejména na pohyb zboží, když vysvětluje oscilaci devizového kurzu nesouladem mezi platebními podmínkami (záloha, promptní úhrada, obchodní úvěr) vývozu a dovozu, resp. platebními podmínkami pro jednotlivé skupiny vyváženého a dováženého zboží. **Teorie cenových relací vývozu a dovozu** je taktéž při vysvětlení oscilace devizového kurzu odvozována z mezinárodního pohybu zboží. Tvrdí totiž, že příčinou oscilace devizového kurzu je nerovnoměrný vývoj dovozních a vývozních cen dováženého zboží.

Jiné teorie zase odůvodňují pohyb devizového kurzu pouze pohyby kapitálu mezi zeměmi, které vysvětlují rozdílným způsobem. Podle **teorie úrokových sazeb** je pohyb kapitálu, a zejména krátkodobého, motivován rozdílem ve výši úrokových sazeb mezi zeměmi. Pohyby kapitálu mezi zeměmi pak vyvolávají oscilaci devizového kurzu. Podle **teorie pohybu kapitálu** je pohyb devizového kurzu podmíněn kompenzujícím vlivem, který je dán vyrovnávacím procesem mezi aktivem obchodní bilance a odlivem kapitálu ze země a mezi pasivem obchodní bilance a přílivem kapitálu ze zahraničí. **Psychologická teorie** je založena na tom, že oscilace devizového kurzu je způsobena psychologickými motivy účastníků devizového trhu. Psychologický motiv je také nepřímo obsažen v **teorii spekulace**, která svou pozornost, i když z pohledu vlivu očekávání budoucího vývoje devizového kurzu, opět soustřeďuje pouze na kapitálové transfery mezi ekonomikami. Další teorií, která sleduje pohyby kapitálu, je **teorie parity úrokové míry**. Tato teorie vychází z teze, že pokud existuje volný pohyb kapitálu, usilují investoři o dosažení stejných výnosů ze svých aktiv, ať jsou denominována v jakékoliv měně. **Teorie Fisherova efektu** vysvětluje pohyby kapitálu nejen na úrovni nominální úrokové sazby, ale říká, že investor při svém rozhodování musí sledovat reálný výnos, tj. reálnou úrokovou sazbu. Podle Fishera³⁰ se nominální úroková míra skládá z reálné úrokové míry a z očekávané míry inflace. Aplikace této teorie v mezinárodních ekonomických vztazích se nazývá **mezinárodní Fisherův efekt**. Také **teorie efektivních trhů** se zaměřuje na vysvětlení pohybů kapitálu, které podle ní ovlivňují očekávání účastníků kapitálových trhů o výnosnosti různých aktiv denominovaných v dané měně. Hlavní teze této teorie předpokládá, že tržní subjekty zapracovávají svá očekávání o budoucím vývoji kurzu okamžitě již do současné hodnoty kurzu. **Teorie portfolia** pohyby kapitálu vysvětluje nejen rozdílem úrokových sazeb, očekávanou změnou kurzu, ale také rozdílnou mírou rizika mezi zeměmi.

Jak vyplývá z porovnání jednotlivých nejčastěji citovaných „monokauzálních“ teorií, je jejich snahou vysvětlit vývoj kurzu buď pouze na dovozech a vývozech zboží, resp. i služeb, nebo na pohybech kapitálu mezi zeměmi, které jsou podle nich způsobeny různými motivy. I když neproběhla empirická měření jejich platnosti u všech těchto teorií, jak tomu bylo již několikrát v případě teorie parity kupní síly, lze se i přesto domnívat, že tyto teorie díky své jednostrannosti nemohou zcela vysvětlit pohyby devizového kurzu. Na druhou stranu by však bylo zcela nesprávné myšlenky těchto teorií absolutně odmítat. Lépe je

³⁰ Irving Fisher (1867 – 1947) – významný americký ekonom. Blíže viz např. MacMillanův slovník moderní ekonomie strana 102.

porozumět těmto teoriím jako vysvětlení jednotlivých faktorů či činitelů devizového kurzu, než je chápat jako vysvětlení oscilace devizového kurzu.

Například investor, který disponuje volnými finančními zdroji a který svá rozhodnutí formuje na základě výše úrokových sazeb, bude s největší pravděpodobností investovat v zemi s vyšším úrokovým diferencíálem a uloží své peníze např. na termínový vklad denominovaný v dané zahraniční měně. Pro jiného investora však může být úrokový diferenciál více či méně irelevantní, resp. jedním z mnoha dalších neméně důležitých kritérií. Například přímý zahraniční investor přichází do ekonomiky proto, že jej láká levná ale kvalifikovaná pracovní síla, podobná kultura obyvatel dané ekonomiky, dobrá infrastruktura, geografická poloha a také nízká míra rizika země, tj. kritéria, která investorovi umožní z dlouhodobého pohledu dosahovat v zahraničí vyšších zisků z jeho hlavní podnikatelské činnosti a nikoliv ze spekulace, než jakých by dosahoval doma. Co však všechny investory volných finančních prostředků v zahraničí spojuje, je těmito mezinárodními operacemi vyvolaná potřeba deviz, tj. poptávka po devizách, které si mohou opatřit jedině na devizovém trhu (koupí nebo výpůjčkou v bance, ve směnárně, na burze atd.). Také zahraničněobchodní podnik importující zboží nebo služby ze zahraničí, který hradí své závazky v devizách (protože jeho dodavatel tak požaduje), musí vstoupit na devizový trh a nakoupit danou zahraniční měnu.

Naproti tomu teorie, metody či koncepce, resp. přístupy, k devizovému kurzu, jež je možné označit za multikauzální, lze považovat za snahu o vysvětlení pohybů devizového kurzu jako takového, protože jednotlivá kritéria, motivy či faktory kumulují do vyšších agregátů, resp. makroekonomických veličin (jako např. měnové agregáty, nezaměstnanost, saldo platební bilance, hrubý domácí produkt, produktivita, agregátní poptávka po devizách/ domácí měně, agregátní nabídka deviz/ domácí měny atd.). Jejich smyslem je nejčastěji sledovat jejich minulý vývoj (např. vytvářením časových řad) ve vztahu k devizovému kurzu, na základě kterého se pak snaží odhadovat budoucí vývoj kurzu. (Některé přístupy, resp. analytické nástroje, jako např. **technická analýza kurzu**, dokonce již nezkoumají ani minulý vývoj makroekonomických veličin, ale pouze minulý vývoj devizového kurzu samotného, ze kterého pak odhadují jeho budoucí vývoj.) Můžeme obecně říci, že multikauzální teorie a koncepce devizového kurzu mezi definovanými agregáty jednotlivých faktorů a vývojem devizového kurzu hledají příčinný vztah (statistickou závislost), který se snaží kvantifikovat za účelem budoucí prognózy kurzu.

Například **monetární přístupy k devizovému kurzu** sledují závislost tempa růstu celkové peněžní zásoby (definované jako různé měnové agregáty M), tj. jak množství domácí měny tak také množství zahraniční měny v domácí ekonomice, ve dvou zemích a jejich devizového kurzu. **Kvantitativní teorie**, kterou zmiňuje Einzig, reprezentuje konkrétní monetární přístup k devizovému kurzu. Podle **teorie devizového tržního mechanismu** je pohyb devizového kurzu ovlivňován schopností účastníků trhu odhalovat základní příčiny nabídky deviz a poptávky po devizách a využívat mechanismu devizového trhu a jeho nástrojů k vyrovnání nabídky s poptávkou. Podle **teorie nabídky a poptávky** je impulsem k apreciaci domácí měny převaha poptávky po této měně ze strany kupujících nad nabídkou ze strany prodávajících a naopak. **Teorie platební bilance** definuje změnu devizového kurzu jako funkci salda celkové platební bilance. Saldo platební bilance vyjadřuje vzájemný vztah nabídky a poptávky měny na devizovém trhu. **Platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení** se snaží na modelu dluhově přizpůsobeného reálného devizového kurzu (Debt Adjusted Real Exchange Rate, DARER) o propojení teorie platební bilance, teorie parity kupní síly s „dluhovým“ přístupem. **Fundamentální analýza devizového kurzu**

zkoumá vztah jednotlivých fundamentálních faktorů (makroekonomické veličiny a makroekonomickou politiku), které spojuje do určitého uceleného systému, s vývojem devizového kurzu. **Teorie a různé přístupy rovnovážného kurzu** jsou využívány k empirickým odhadům tzv. rovnovážného kurzu, který je pak posléze srovnáván se skutečnou hodnotou kurzu nominálního, a k hledání důvodu jejich krátkodobých a dlouhodobých odchylek (nadhodnocení či naopak podhodnocení kurzu). **Avšak již sama definice rovnovážného kurzu založená na určení reálného devizového kurzu, který je v podstatě statistickou modifikací (indexem) nominálního devizového kurzu, je velmi sporná a záleží na přístupu každého analytika.**³¹

Teorie optimálních měnových oblastí, jejímž autorem je R. A. Mundell³² a kterou zmiňuje Drabowski, nabízí poněkud jiný pohled na danou problematiku.³³ Tato teorie se snaží odpovědět na otázku, kdy je pro dvě země či regiony výhodné mít společnou měnu. Teorie tvrdí, že je tomu v případě, kdy země vytvářejí tzv. optimální měnovou oblast, která je charakterizována jako oblast s nízkou pravděpodobností vzniku „asymetrických šoků“. Například blíže nespecifikované země **A** a **B** mohou být označeny za optimální měnovou oblast v případě, když je jejich produkce, vzájemný obchod a spotřeba výrobků **x** (které vyrábí země A) a **y** (které vyrábí země B) rovnoměrně rozmístěna v obou zemích, nebo v případech, když podmínky v zemích umožňují, aby se ekonomiky vzniklým šokům hladce přizpůsobily např. migrací pracovních sil, pružností cen a mezd. K obnovení vnější rovnováhy mezi dvěma zeměmi může totiž být dosaženo prostřednictvím pohybů jejich devizového kurzu a jeho rovnovážné funkce. Pokud nominální devizový kurz neexistuje, protože země mají jednotnou měnu, nemusí být dané ekonomiky před vzniklými šoky uchráněny. **Teorie optimálních měnových oblastí je v podstatě příkladem multikauzální teorie devizového kurzu**, která jen „z jiného úhlu pohledu“ vysvětluje pohyby devizového kurzu, a to na změně fundamentálních faktorů v ekonomice: komoditní struktura zahraničního obchodu, hrubém domácím produktu a hospodářském cyklu, fungování trhů výrobních faktorů – trhu práce a trhu kapitálu, konkurenceschopnosti domácích výrobců na zahraničních trzích a v neposlední řadě na vývoji reálného resp. reálného efektivního kurzu atd. Teorie v podstatě podtrhuje, jak velký význam a jaké funkce plní devizový kurz a samostatná měnová politika v ekonomice a jaké důsledky může přinést vzdání se tohoto důležitého nástroje hospodářské politiky. Avšak ve vztahu k vysvětlení a kvantifikaci konkrétních činitelů oscilace devizového kurzu nic nového nepřináší.

Na základě komparace různých teorií a koncepcí devizového kurzu je možné konstatovat, že bylo již definováno mnoho faktorů a příčin, které mají vliv na oscilaci devizového kurzu, avšak prozatím nebyl nalezen žádný pevný vztah alespoň mezi

³¹ Problematikou konstrukce reálného efektivního kurzu se zabývá např. A. Čapek v článku Reálný efektivní směnný kurz: problémy konstrukce. In Politická ekonomie č.5/1998, s. 611 – 631 nebo M. Nesládková v článku K problematice statistických modifikací devizového kurzu. In E + M č. 1/2003, s. 79 – 86 nebo D.R. Appleyard a A.J. Field v knize International Economic Payments, Exchange Rates, Macro Policy, 2. ed. New York, USA: Irwin, Inc., 1995

³² Autorem teorie optimálních měnových oblastí je Robert A. Mundell, který v roce 1999 získal Nobelovu cenu za ekonomii a který bývá často označován za *průkopníka cesty k jednotné evropské měně*. V článku „A Theory of Optimum Currency Areas“ z r. 1961 formuloval na tehdejší dobu překvapivou otázku: Za jakých podmínek může být pro několik regionů výhodné vzdát se své monetární suverenity a přijmout společnou měnu? Mundell ve svém článku krátce zmínil přínosy společné měny (mj. nižší transakční náklady v mezinárodním obchodě a menší nejistotu ohledně relativních cen) a soustředil se na náklady přijetí společné měny.

³³ Teorii optimálních měnových oblastí a její aplikaci při posouzení připravenosti české ekonomiky na neodvolatelné fixování kurzu se zabývají také např. M. Cincibuch a D. Vávra v článku Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz? In Finance a úvěr, 50, 2000, č. 6, s. 361 - 383

jedním z nich a devizovým kurzem. Proto je nutné zdůraznit, že i přes relativně velké množství empirických metod a teorií neexistuje žádná, která by zcela přesně uměla vysvětlit a predikovat devizový kurz.

Převážná část výše jmenovaných teorií a přístupů k problematice devizového kurzu se shoduje v tom, že základním činitelem oscilace devizového kurzu je nabídka (zdroje) deviz a poptávka (potřeba) po devizách na devizovém trhu, přičemž jejich prvotním motivem může být celá řada příčin vycházejících z mezinárodních ekonomických transakcí. U některých teorií a přístupů je tato vazba patrná nepřímou (monetární přístup k devizovému kurzu), technická analýza jako analytický nástroj kurzového vývoje se příčinami oscilace devizového kurzu vůbec nezabývá. Hlavním smyslem teorie optimálních měnových oblastí je dokonce otázka, za jakých podmínek může být pro dané ekonomiky výhodné vzdát se funkcí a významu devizového kurzu. Také u této teorie lze nalézt nepřímou vazbu devizového kurzu na devizový trh a jeho tržní mechanismy.

Avšak konstatování, že hlavní hybnou silou pohybů devizového kurzu je nabídka a poptávka po devizách na devizovém trhu, které jsou vyvolány celou řadou motivů a příčin, samo o sobě nestačí. Do budoucna bude proto úkolem vědy nalézt nějaký ucelený systém, který obsáhne všechny faktory, motivy a příčiny zdůrazňované výše uvedenými teoriemi a přístupy a který bude schopen chování devizového kurzu vysvětlit s větší přesností. Tato práce se proto pokusí nalézt některé nové souvislosti a řešení v problematice určování devizových kurzů. Nejprve se pokusím definovat a analyzovat základní skupiny faktorů devizového kurzu, které se v průběhu dějin lidstva vyprofilovaly a které jsou předmětem zájmu následující části. Dále bude má pozornost zaměřena na strukturální analýzu platební bilance a na teorii platební bilance.

1.2 ČINITELE (FAKTORY) DEVIZOVÉHO KURZU

Devizový kurz se neustále kvantitativně vyvíjí, čímž do jisté míry odráží změny v hodnotových vztazích mezi národními měnami jednotlivých zemí. Jedná se o proces probíhající v čase a prostoru, který se nazývá oscilace devizového kurzu. Za hlavní sílu tohoto procesu lze v nejobecnější rovině považovat změny poměru mezi devizovými zdroji a potřebami subjektů devizového trhu, tedy mezi nabídkou deviz a poptávkou po devizách. Ekonomické subjekty jsou motivovány poptávat a nabízet volné devizové prostředky z různých důvodů a v různých souvislostech. Zkoumání činitelů ovlivňujících oscilaci devizového kurzu je předmětem mnoha teoretických zkoumání. Například J. Robinsonová za činitele devizového kurzu označuje tyto prvky: „1. potřeba platit za zboží a služby nakupované od cizinců (nebo dary poskytované cizincům), tzn. potřeba uhrazovat závazky z viditelného a neviditelného dovozu; 2. potřeba poskytovat úvěry do zahraničí a nakupovat v zahraničí cenné papíry; 3. spekulativní záměry, tedy snaha získat výhody z předpokládaného přelomu vývoje devizového kurzu v budoucnosti; 4. potřeba přemístění fondů ze země, kde politické, fiskální nebo obchodní perspektivy se zdají být hroživé, do země, kde jsou méně riskantní; 5. skupina zahrnuje oficiální devizové obchody...“³⁴ V. Bakule tyto faktory (činitele) rozděluje do tří základních skupin:

³⁴ Robinsonová, J.: The Foreign Exchanges. (Devizy.) In: Readings in The Theory of International Trade. Londýn, George Allen and Unwin Ltd. 1966, s. 83 – 84.

1. primární faktory vyplývající z existence mezinárodního obchodu s přihlédnutím na energetické, surovinové a lidské zdroje,
2. sekundární faktory, které mají převážně spekulativní charakter,
3. terciární, které představují intervenční zásahy centrální banky. [Podle neopublikovaného rukopisu prof. Bakuleho]

1.2.1 Primární faktory devizového kurzu

Primární faktory (činitelé) oscilace devizového kurzu vycházejí z existence mezinárodního obchodu, jenž spočívá na mezinárodní dělbě práce a probíhá dle zásady komparativní výhody. Dělbá práce prošla v průběhu dějin lidstva složitým vývojem od nejjednodušších forem přirozené dělby práce dle věku a pohlaví k jednotlivým historickým etapám dělby práce společenské. Mezinárodní dělba práce je jistou formou společenské dělby práce, která přesahuje národní hranice a vytváří podmínky pro mezinárodní směnu (obchod). K významu mezinárodní dělby práce a mezinárodní směny K. Engliš poznamenává: „Mezinárodní směna umožňuje mezinárodní dělbu práce a mezinárodní dělba práce vede k mezinárodní směně; působnost je vzájemná. Rumunsko těží naftu a ČSR pěstuje chmel nikoli proto, že chtějí mezi sebou směňovat, nýbrž proto, že v ČSR nejsou naftová naleziště a chmel se v Rumunsku tak nedaří jako u nás; na to následuje směna mezi zeměmi. Když je zde směna, pěstujeme chmel a Rumunsko těží naftu nejen pro sebe, nýbrž i pro mezinárodní směnu; tato „plus práce“ rozdělená mezi národy je směnou umožněna. Má tedy mezinárodní směna statků obdobné účinky jako dělba práce a směna vnitrozemská, jenže se odehrává na širší prostorové základně. Znamená tedy zvyšování pracovního efektu i produktivity v poměru k práci ... mezinárodní směna utváří určitým způsobem skladbu, strukturu té které země ... Vývoz i dovoz se děje z iniciativy jednotlivých individuálních hospodářství, nikoli z nějakého směnného ústředí, protože to neexistuje. Jednotlivá hospodářství shledávají výhodnější vyvážet než prodávat doma (doma případně nemohou prodat vůbec), jednotlivá hospodářství shledávají výhodnější kupovat v cizině než doma (doma případně nemohou koupit vůbec).“³⁵

Z uvedené citace vyplývá, že mezinárodní dělba práce a mezinárodní směna vycházejí z přirozených poměrů dané ekonomiky, tj. z jejích půdních a geologických podmínek, zásob surovinových zdrojů, klimatických a geografických podmínek, ale také odborné kvalifikace a kulturní vyspělosti jejích obyvatel a také, že průběh mezinárodní dělby práce a směny je zcela přirozeným procesem – nikoli iniciativou „nějakého směnného ústředí“, které určitým způsobem vytváří strukturu národního hospodářství. Do primárních faktorů je třeba zařadit kromě pohybu zboží a služeb také pohyb peněžních fondů, které mezinárodní obchod doprovází. Pohyb peněžních fondů probíhá ve formě buď jednostranných transferových úhrad nebo inkas, či ve formě toků krátkodobého a dlouhodobého kapitálu nespekulativního charakteru mezi zeměmi.

Devizová potřeba je vyvolána nutností financovat nákupy zboží, jak viditelného, tak neviditelného (služeb), ze zahraničí, z potřeby poskytovat finanční dary, stipendia, hospodářskou pomoc do zahraničí a z potřeby splácet dříve přijaté úvěry od zahraničních bank či půjčky (krátkodobé i dlouhodobé) a nakupovat zde cenné papíry. Devizové zdroje naopak vznikají realizovaným obchodem domácí firmy v zahraničí, z přijatého úvěru (dlouhodobého nebo krátkodobého) od zahraniční banky, z přímých zahraničních investic,

³⁵ Engliš, K.: Národní hospodářství (Vybrané kapitoly). Praha, Nakladatelství Svoboda, 1994, ISBN 80-85834-09-X, s. 272-274

privatizací domácích podniků zahraničním vlastníkem nebo hospodářské pomoci poskytnuté zahraniční vládou domácí vládě atd.

Pro tyto faktory devizové nabídky a poptávky je charakteristické, že jsou každé ekonomice vlastní, jsou jí **přirozené**. Jsou s každou ekonomikou historicky svázané, stručně řečeno, byly zde vždy, případně přirozeně vznikaly postupně s rozvojem ekonomiky. Jejich hlavním motivem je zisk a užití (spotřeba) dané komodity, služby či půjčky, nebo také motiv neziskový v případě např. hospodářské pomoci, stipendia, darů apod. Bez **některých** primárních faktorů by se ekonomika pravděpodobně ani neobešla – Česká republika musí nakupovat naftu od arabských států (či jiných zemí produkujících ropu) nebo dovážet mořské ryby, protože ropné zdroje jsou v Čechách značně omezené a v druhém případě proto, že nemá moře. Hospodářskou pomoc sice nikomu Česká republika poskytovat nemusí, pokud není zavázána nějakou mezinárodní dohodou, ale je to spíše otázka mezinárodní prestiže a úspěšnosti českého národa atd.

1.2.2 Sekundární faktory devizového kurzu

Sekundární faktory devizového kurzu jsou iniciovány existencí nejistoty a rizika na devizovém (finančním) trhu. Účastníci devizového trhu, kteří využívají nejistoty a odhadu budoucího vývoje ve svůj prospěch k vytvoření zisku, jsou obecně v ekonomické teorii označováni za spekulanty. Spekulanti devizového trhu jsou určitou skupinou arbitrážérů, kteří kupují (nebo) prodávají devizové prostředky s úmyslem později je se ziskem prodat (nebo) koupit. Nejde jim o užití zahraniční měny např. ke splacení úvěru získaného od londýnské banky nebo k nákupu francouzského vína ve Francii. Chtějí spíše nakoupit devizy za nízkou cenu a v nejbližším možném okamžiku prodat za cenu vyšší. Spekulanti využívají toho, že devizový trh má jednak určitou strukturu cen v čase (devizový kurz se v čase pohybuje, osciluje) a jednak také v prostoru (rozdílný devizový kurz koruny v pražské bance oproti devizovému kurzu koruny v Lisabonu) – i když v současnosti díky rozvoji počítačové, telekomunikační techniky a existenci internetu apod. lze spíše hovořit jen o struktuře časové. Navíc při rozhodování o uskutečnění transakce zohledňují také očekávanou reálnou úrokovou sazbu a další kritéria. Tím, že se spekulant snaží odhalit ziskovou příležitost, propojuje a stabilizuje (vyrovnává, vyhlazuje) cenu devizy na různých devizových trzích a v různém časovém okamžiku, je pro ekonomiku užitečný.

Racionálně (inteligentně) se chovající spekulant se snaží vývoj devizového kurzu prognózovat pomocí fundamentální či technické analýzy nebo využívá alespoň „jen“ svůj „instinkt“, ale v každém případě zpracovává jemu dostupné a pro něj relevantní informace, čímž utváří svá očekávání a tím pak „směřuje“ své současné i budoucí chování na devizovém trhu. Tak se dostává do rovnováhy, která je neustále narušována, ale je vždy v procesu znovutváření se – podobně jako povrch jezera za větru.

Devizová spekulace však na druhou stranu může mít pro devizový trh i velmi negativní důsledky. A to v okamžiku, kdy se spekulanti přestávají chovat racionálně, resp. „inteligentně“, a podlehnou „síle davu“, velkým nadějím a snům, které „neodpovídají“ fundamentálním ukazatelům ekonomiky, čímž vytváří spekulaci bublinu³⁶. V případě, že spekulaci bublina „praskne“, vyvolá velké výkyvy devizového kurzu. Spekulace tak místo užitku způsobují společenskou škodu. Problém destabilizujících devizových spekulací nastal

³⁶ Příkladem spekulaci bubliny byla situace před měnovou krizí v květnu 1997 v ČR.

zejména po pádu bretton-woodského měnového systému v 70. letech minulého století, kdy s přechodem některých zemí na systém floatingu došlo ke zvýšení pohybů měnových kurzů a úrokových sazeb - vzrostla jejich volatilita. Problém se týkal zejména zemí malých, zemí s vysokou otevřeností vůči zahraničí a zemí v integračním procesu.

Na tomto místě je nutné položit si otázku, jak se liší primární faktory od faktorů sekundárních a proč jsou faktory sekundární označovány jako „sekundární“ a ne „primární“, a „primární“ faktory nejsou nazvány „sekundárními“. Motivem sekundárních činitelů devizového kurzu na devizovém trhu je stejně jako u primárních zisk, ale již ne užití devizových prostředků, jak bylo řečeno výše, např. na nákup francouzského vína. Primární faktory jsou také konfrontovány s rizikem a nejistotou, ale na rozdíl od spekulantů je nevyhledávají, nejsou pro ně „pracovním nástrojem“. Existence sekundárních faktorů je navíc primárními faktory podmíněna. Devizové prostředky totiž prvotně proudí do ekonomiky právě např. díky exportu českého skla do Japonska nebo prostřednictvím koupě akciového podílu ve Škodě Mladá Boleslav německou firmou Volkswagen, tj. prostřednictvím primárních faktorů.

Další podstatnou otázkou je, zda jsou tyto faktory ekonomice vlastní nebo-li zda jsou pro ni přirozené a není tedy možné se bez těchto činitelů ve společnosti a její ekonomice „obejít“. Odpovědí na tuto otázku a přímým důkazem toho, že sekundární faktory nejsou pro ekonomiku tak nezbytné jako faktory primární, může být např. několikadenní uzavření světových devizových trhů v letech 1971 a 1973, které tím reagovaly na zánik bretton-woodského mezinárodního systému a na vznik měnových turbulencí, jež se zánikem tohoto pevného systému devizových kurzů úzce souvisely. Také jeden z klíčových kroků České národní banky v květnu 1997, který učinila v reakci na vzniklou měnovou krizi, bylo zamezení přístupu zahraničních bank ke korunovým zdrojům, čímž fakticky dočasně pozastavila devizové spekulace. Protože tedy **tyto faktory nejsou pro ekonomiku a její fungování nezbytné, budeme je v dalších úvahách označovat jako nepřirozené.**

1.2.3 Terciární faktory devizového kurzu

Terciární faktory jsou třetím činitelem vstupujícím do hry o devizový kurz. Jsou vyvolány činností centrální měnové autority v ekonomice, tj. centrální bankou. Vznik centrálního bankovníctví jako kvalitativně odlišného prvku bankovní soustavy spadá až do druhé poloviny 17. století³⁷. Prvotní důvody zakládání centrálních bank byly často mimoekonomické, jako např. potřeba krýt náklady války nebo iracionální finanční hospodaření se státní pokladnou. V současnosti jsou centrální banky a jejich měnová politika ve většině států s vyspělou tržní ekonomikou samostatnými institucemi nezávislými na rozhodnutích vlády, které mají v ekonomice jak funkce makroekonomické tak funkce mikroekonomické. Hlavním úkolem této instituce není vytvářet zisk (i když jej zpravidla vytváří), nýbrž je jím dohled nad stabilitou měny, vnitřní a vnější, formulovaná v zákonech také jako stabilita cenová.

³⁷ První centrální banky byly založeny až ke konci 17. století – švédská Sveriges Riksbank a anglická Bank of England. V 18. století byly založeny další dvě – v Dánsku a ve Francii. Rozvoj centrálního bankovníctví nastává až ve století 19., avšak největší rozmach byl zaznamenán teprve až ve století minulém – v roce 1995 dosáhl počet centrálních bank svého prozatím historického maxima 163. 1.1. 1999 vzniká Evropská centrální banka a Evropský systém centrálních bank. Blíže viz např. Z. Revenda v knize Centrální bankovníctví.

Dosažení hlavního cíle, tedy cenové stability, je podřízena politika devizového kurzu domácí měny. Ovlivňování devizového kurzu centrální bankou a jeho používání jako aktivního nástroje měnové politiky je v praxi uskutečňováno prostřednictvím intervencí na devizovém trhu. Centrální banka se tak snaží **uměle** usměrnit úroveň devizového kurzu determinovaného na základě spolupůsobení primárních a sekundárních činitelů na devizovém trhu, aby dosáhla svého prvotního cíle cenové stability. **Řízení devizového kurzu devizovou intervencí je podřízeno nejen hlavnímu měnovému cíli, ale též zvolenému teoretickému přístupu a systému devizového kurzu, na jehož stanovení se centrální banka (dále jen CB) podílí spolu s vládou, nebo o něm rozhoduje pouze ona, nebo pouze vláda.**³⁸

Kurzové intervence mohou být permanentní, operativní, mimořádné, přímé, nepřímé či sterilizované a nesterilizované, fakultativní, obligatorní, koordinované, nekoordinované, ale také např. „pouze“ slovní, kdy se představitelé centrální banky ve veřejných médiích vyjadřují ke vzniklé měnové situaci atd. Přímé devizové intervence CB spočívají v nákupech a prodeích domácí měny za měny zahraniční na domácím devizovém trhu (především domácím komerčním bankám, případně zahraničním bankám působícím v domácí bankovní soustavě), nebo na zahraničním devizovém trhu (zahraničním bankám a jiným subjektům působícím na devizových trzích ve světových finančních centrech). Sleduje-li centrální banka jako cíl vzestup měnového kurzu domácí měny (zhodnocení), nakupuje domácí měnu za měnu zahraniční, nebo nabízí a prodává zahraniční měnu za měnu domácí. Sleduje-li cíl opačný, také jedná opačně než v případě předchozím. Úspěch přímých devizových intervencí záleží kromě jiného na množství jejích devizových rezerv, které má k dispozici. Zabránit zhodnocení domácí měny je proto snazší, neboť nabídku domácí měny může CB zvýšit snadněji.

Nepřímými intervencemi dociluje CB podobných účinků. Např. zvyšování domácích úrokových sazeb může vést ke zhodnocování domácí měny. Snižování úrokových sazeb CB může mít opačný vliv na devizový kurz domácí měny. Významnou úlohu má např. diskontní sazba, jejíž změny jsou signálem ohlašujícím zásadní změny v měnové politice atd. Devizové intervence regulují zprostředkovaně fungování celého tržního mechanismu – ovlivňují zaměstnanost, hrubý domácí produkt, platební bilanci, inflaci atd., tedy fundamentální ukazatele výkonnosti ekonomiky.

Nyní se nabízí stejná otázka jako v případě primárních a sekundárních faktorů, tj. zda jsou terciární faktory devizového kurzu vyplývající z existence centrální banky pro ekonomiku přirozené či nikoli. Odpověď na tuto otázku je zřejmá již z uvedeného data, do kterého spadá vznik centrálního bankovníctví, a také proto, že **některé ekonomiky současnosti dokáží fungovat i bez jeho existence**³⁹. Terciární faktory devizového trhu jsou zcela jistě faktory **nepřirozenými**, společnost a její ekonomika by se bez činnosti CB

³⁸ Např. v ČR stanoví systém devizového kurzu české měny k cizím měnám Česká národní banka po projednání s vládou, přičemž však nesmí být ohrožen hlavní cíl ČNB – dle § 35 zákona o ČNB platného k 1.5. 2002.

³⁹ V 18. – 19. století existoval ve Skotsku a USA jednostupňový bankovní systém, kde nepůsobila centrální banka. Tento systém je označován jako systém svobodného bankovníctví a soukromých peněz (angl. free banking and private money). Typickým příkladem ekonomiky bez centrální banky bylo v nedávné době například Lucembursko, kde některé funkce centrální banky zabezpečoval Lucemburský měnový institut a belgická centrální banka, která v důsledku měnové unie Belgie a Lucemburska od roku 1921 emitovala jak belgické tak lucemburské franky. Měnový kurz mezi oběma měnami byl pevně stanoven na úrovni 1:1. Teprve v roce 1998 v souvislosti se vznikem Evropské centrální banky se Lucemburský měnový institut formálně přeměnil na centrální banku. Dalšími ekonomikami bez centrální banky jsou Andorra, Lichtenštejnsko, San Marino. V některých zemích plní funkce centrální banky měnová rada (currency board).

v kurzové oblasti pravděpodobně „obešla“. Jiná otázka je, zda by fungování ekonomiky bez intervencí centrální banky bylo snadné či nikoli.

1.3 DEFINICE PŘIROZENÉHO DEVIZOVÉHO KURZU

V části 1.2 byly vymezeny činitele ovlivňující poptávku a nabídku deviz na devizovém trhu. Jejich stručný a názorný přehled podává tabulka č.1.

Tabulka č.1: Ekonomické faktory determinující poptávku a nabídku deviz

FAKTORY DEVIZOVÉHO KURZU		NABÍDKA DEVIZ	POPTÁVKA PO DEVIZÁCH
PRIMÁRNÍ FAKTORY	Pohyb zboží a služeb:	Vývoz zboží	Dovoz zboží
		Vývoz služeb	Dovoz služeb
	Pohyb transferových plateb:	Transferová inkasa	Transferové úhrady
	Pohyb kapitálu:	Dovoz krátkodobého kapitálu	Vývoz krátkodobého kapitálu
		Dovoz dlouhodobého kapitálu	Vývoz dlouhodobého kapitálu
SEKUNDÁRNÍ FAKTORY	Devizová spekulace - prostorová - časová	Na pokles reálné úrokové sazby zahraničních depozit	Na vzestup reálné úrokové sazby zahraničních depozit
		Na pokles kurzu zahraniční měny	Na vzestup kurzu zahraniční měny
TERCIÁRNÍ FAKTORY	Devizová intervence centrální banky	Nákup domácí měny centrální bankou	Prodej dom. měny centrální bankou

Zdroj: V. Bakule: Světové finance, s. 124, vlastní interpretace tabulky

Existují tedy vedle sebe tři základní skupiny faktorů devizového kurzu, které mají charakter pro danou ekonomiku „**přirozený**“, které jsou jí vlastní, a vedle nich současně působí faktory mající charakter „**nepřirozený**“, protože ekonomice daného státu vlastní nejsou a bylo by možné se bez nich s většími či menšími obtížemi ve fungování ekonomického mechanismu „obejít“. Tímto je dána základní myšlenka, která se stává východiskem pro další úvahy této práce. Logika uvažování dále říká, že **přirozené faktory determinují devizový kurz přirozený. ... „Velikost agregovaných devizových zdrojů (nabídky deviz) a velikost agregovaných devizových potřeb (poptávka po devizách) je indukována primárními, sekundárními a terciárními faktory. Pod vlivem primárních faktorů se vytváří přirozený devizový kurs...“**⁴⁰ Přirozený devizový kurz je myšlenkovou konstrukcí. Nemá být kótován žádnou komerční ani centrální bankou v žádné zemi. Ale my o něm budeme uvažovat, jako o jádru, resp. fundamentu devizového kurzu, který již bankami běžně kótován je – **jako o teoretickém jádru (substanci) devizového kurzu nominálního.**

⁴⁰Bakule, V.: Patnáct tezí k rozpravě o devizovém kurzu. In Sborník referátů 2/1982 EKONOMICKÉ MODELOVÁNÍ, Čs. vědecko-technická společnost, pobočka ústředí SBČS a HÚ Praha, s. 16

Obrázek č.1: Přirozený devizový kurz jako teoretický fundament nominálního devizového kurzu



Zdroj: vlastní zpracování

Sekundární a terciární faktory devizového trhu přetransformávají přirozený devizový kurz do podoby nominálního⁴¹ devizového kurzu. Nominální devizový kurz se bude kvantitativně přibližovat devizovému kurzu přirozenému tím více, čím méně bude devizový kurz přirozený ovlivňován, vyhlazován, přetransformován či dokonce deformován, jedním slovem modifikován, činiteli sekundárními a terciárními. Bude tedy záležet na síle působení sekundárních a terciárních faktorů. Pokud bude intenzita jejich působení relativně nízká, bude se nominální devizový kurz kvantitativně přibližovat tím více devizovému kurzu přirozenému. Pokud bude naopak působnost sekundárních a terciárních faktorů na vývoj přirozeného devizového kurzu značná, bude se nominální devizový kurz kvantitativně od svého teoretického jádra – přirozeného kurzu - značně vychylovat.

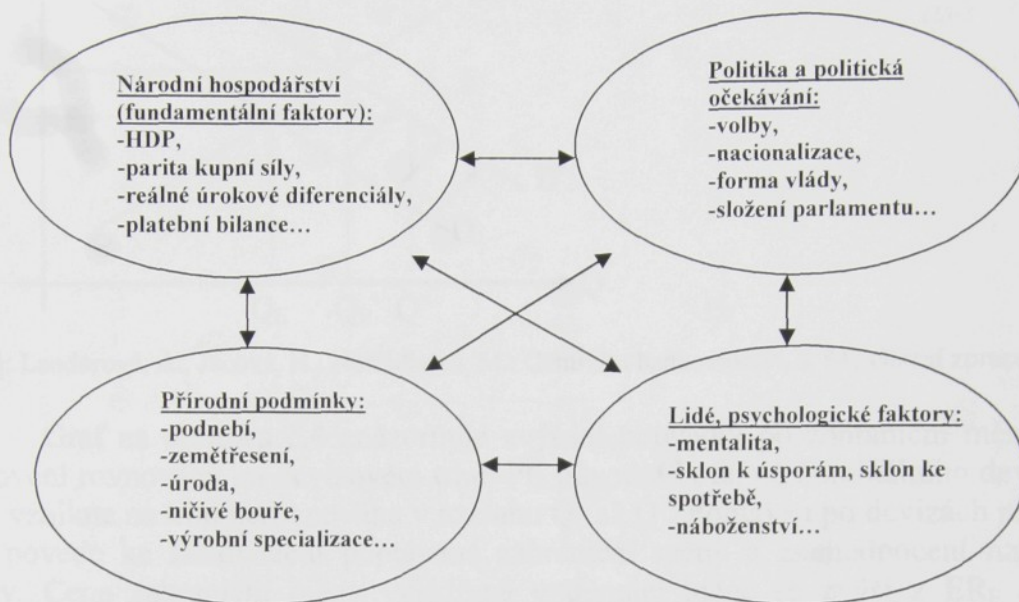
Sílu účinků centrální banky lze měřit např. výší jejích devizových rezerv použitých při přímém intervenování. Sílu účinků devizové spekulace je možné měřit objemem denních obchodů na devizovém trhu. Otázkami, co je největším zdrojem deformací přirozeného devizového kurzu, zda jsou jimi spíše sekundární či terciární faktory nebo pouze určitý segment těchto činitelů, a také problémem jejich kvantifikace se budou na příkladu České republiky v době transformace podrobněji zabývat následující části této práce.

Ještě než přikročíme k dalšímu problému úzce spjatému s otázkou devizového kurzu, je třeba zdůraznit, že devizový kurz je velice komplexní ekonomická veličina, obdobně jako například akciový index, inflace apod. Do jeho vývoje zasahuje velké množství faktorů, u kterých nelze jednoznačně určit, zda jsou faktory primárními, sekundárními či terciárními. Dalo by se o nich spíše konstatovat, že prostupují napříč všemi těmito základními skupinami faktorů – jsou v jejich formování již obsaženy. **Je totiž třeba uvědomit si, že za utvářením nabídky a poptávky po určité měně stojí více či méně racionálně uvažující lidé s různými motivy jejich nákupu či prodeje. Devizový kurz není nějaký matematicky zkonstruovaný index, jak se snaží zjednodušeně tvrdit některé teorie devizového kurzu.** Mezi tyto faktory patří například fundamentální ukazatele výkonnosti ekonomiky (HDP, zaměstnanost, úroková míra, inflace, platební bilance ...), úroda, ničivé bouře, politická očekávání nebo mentalita lidí - jejich momentální nálada nebo vkus. Některým měnám je proto dokonce připisována určitá pověst či „image“. Například švýcarský frank si již dlouhou dobu udržuje pověst velice kvalitní a pevné měny. **Je proto nutné zdůraznit, že je třeba na problém devizového kurzu nahlížet komplexněji, než bylo činěno dosud.** Faktory, které se

⁴¹ Pod pojmem nominální devizový kurz bude v práci chápán tržní devizový kurz, který je utvářen na devizovém trhu prostřednictvím střetávání agregátní nabídky deviz a agregátní poptávky po devizách.

promítají jak do faktorů primárních, sekundárních, tak také terciárních, jednoduše řečeno faktory, které ovlivňují myšlení lidí při nákupech a prodeích deviz, zobrazuje obrázek č.2.

Obrázek č.2: Faktory devizového kurzu

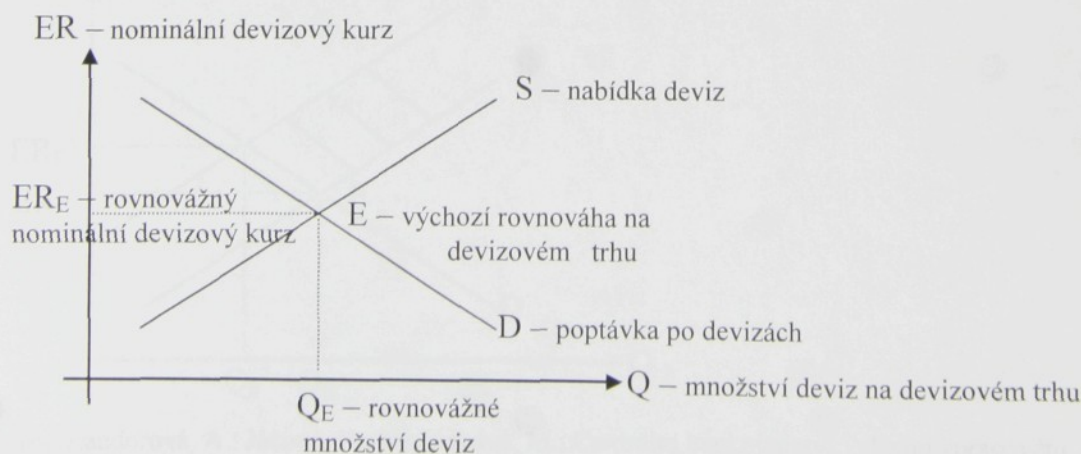


Zdroj: Foreign Exchange and Money Market Operations, interní materiály Swiss Bank Corporation, s. 43, únor 1992

1.4 POPTÁVKA A NABÍDKA DEVIZ JAKO VÝSLEDEK VZÁJEMNÉHO STŘETÁVÁNÍ FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU NA DEVIZOVÉM TRHU

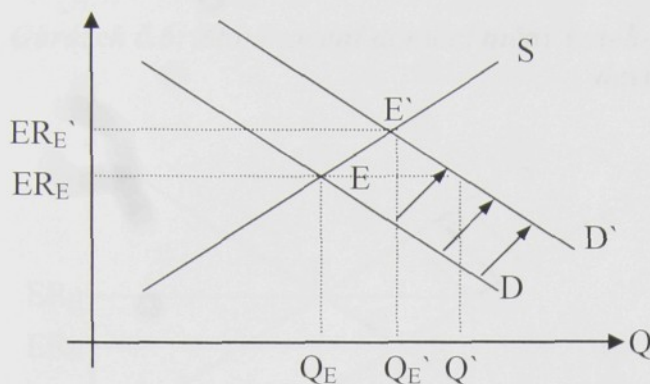
Komplexní a dynamické působení výše uvedených činitelů ovlivňujících devizový kurz se promítá do utváření určitého poměru poptávky a nabídky dané měny, což lze znázornit jako rovnováhu ve výchozím období v následujícím grafu:

Obrázek č.3: Poptávka a nabídka deviz na devizovém trhu ve výchozím období



Zdroj: Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví, s. 93

Obrázek č.4: Zhodnocení poptávané zahraniční měny(znehodnocení domácí měny) v důsledku zvýšení poptávky po devizách

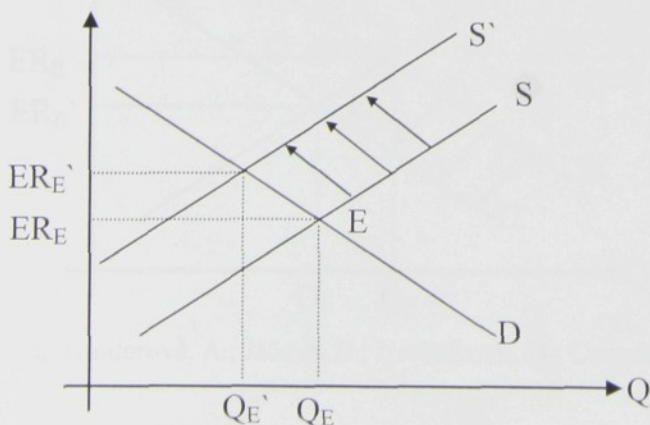


Zdroj: Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví, s. 94; vlastní zpracování

Graf na obrázku č.4 znázorňuje zvýšení poptávky po zahraniční měně z D na D' a obnovení rovnováhy na devizovém trhu. Při původní hodnotě nominálního devizového kurzu ER_E vznikne na trhu nerovnováha v rozsahu Q_E až Q' . Poptávka po devizách převýší nabídku, což povede ke zhodnocení poptávané zahraniční měny a znehodnocení nabízené domácí měny. Cena zahraniční měny vyjádřená v domácí měně se zvýší z ER_E na ER_E' , cena znehodnocené domácí měny vyjádřená v měně zahraniční poklesne. Rovnováha mezi nabídkou a poptávkou bude proto obnovena při kurzu ER_E' . (Znehodnocení domácí měny se projeví vzestupem počtu domácích měnových jednotek za měnovou jednotku cizí, a naopak zhodnocení domácí měny se projeví v poklesu tohoto počtu).

Ke znehodnocení domácí měny může ovšem dojít nejen v důsledku vyšší poptávky po devizách, ale také v důsledku nižší nabídky deviz ve srovnání s rovnováhou ve výchozím období. Tento případ se v uvedeném grafu na obrázku č.5 projevuje tak, že se křivka nabídky posune doleva nahoru.

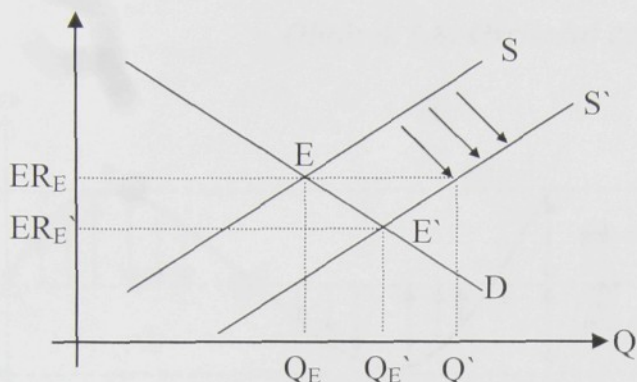
Obrázek č.5: Zhodnocení poptávané zahraniční měny(znehodnocení domácí měny) v důsledku snížení nabídky deviz



Zdroj: Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví; vlastní zpracování

Ke zhodnocení domácí měny může vést rostoucí nabídka zahraničních měn na devizovém trhu ve srovnání s předchozí úrovní nabídky a rovnovážného kurzu. V tomto případě lze danou situaci znázornit způsobem uvedeném na obrázku č.6:

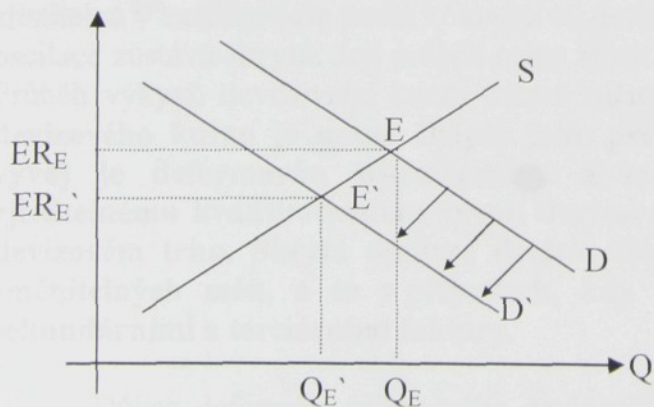
Obrázek č.6: Zhodnocení domácí měny (znehodnocení deviz) v důsledku zvýšené nabídky deviz



Zdroj: Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví; vlastní zpracování

Z grafu vyplývá, že růst nabídky deviz na devizovém trhu vede k posunu nabídkové křivky z S na S' . Při původní hodnotě kurzu ER_E vznikne na devizovém trhu nerovnováha v rozsahu Q_E až Q' . V důsledku vyšší nabídky deviz má kurz domácí měny tendenci ke zhodnocení a rovnováha je obnovena při kurzu ER'_E . V tomto případě to znamená, že poklesne cena devizy vyjádřená v domácí měně. Obdobně jako znehodnocení domácí měny vůči měně zahraniční může vyvolat vzestup poptávky po devizách nebo nižší nabídka deviz, tak i ke zhodnocení domácí měny může dojít nejen při rostoucí nabídce zahraniční měny, ale i při poklesu poptávky po devizách a nezměněné nabídce deviz. (Obrázek č.7)

Obrázek č.7: Zhodnocení domácí měny (znehodnocení deviz) v důsledku snížení poptávky po devizách

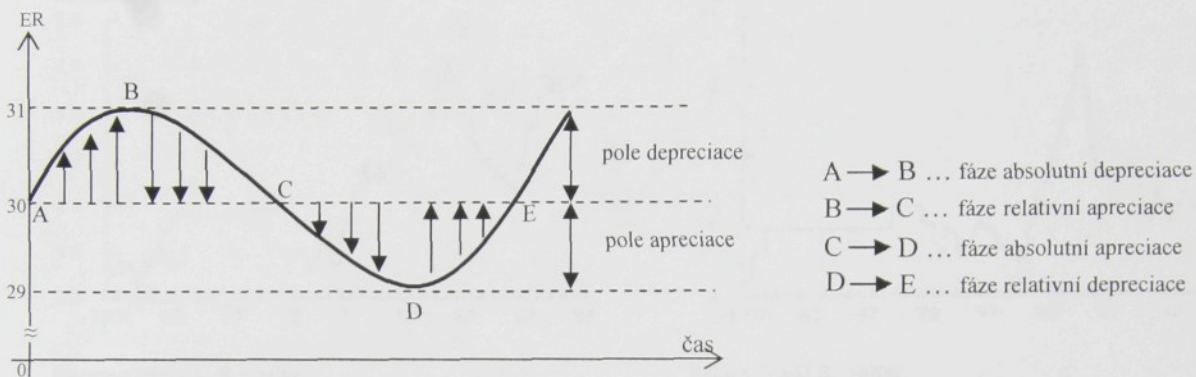


Zdroj: Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví; vlastní zpracování

1.5 OSCILACE DEVIZOVÉHO KURZU

Devizový kurz je kvantitativní veličina, lze ji proto vyjádřit v číselné hodnotě, která se v průběhu času díky působení primárních, sekundárních a terciárních faktorů utvářejících určitý poměr potřeb a zdrojů deviz na devizovém trhu vyvíjí – osciluje. Tento pohyb – oscilační cyklus - lze znázornit pomocí křivky blízké sinusoidě:

Obrázek č.8: Oscilační cyklus devizového kurzu



Zdroj: Bakule, V.: Mezinárodní finance, s. 111

Při růstu devizového kurzu domácí měny ER hovoříme o tom, že domácí měna vůči měně zahraniční znehodnotila, tj. depreciovala. Při poklesu devizového kurzu domácí měny naopak hovoříme o apreciaci domácí měny vůči měně zahraniční, tedy o jejím zhodnocení. Pokud v poli depreciace dochází ke zlepšování postavení domácí měny k měně zahraniční, devizový kurz domácí měny klesá, jedná se o tzv. relativní zhodnocení domácí měny ve vztahu k zahraniční. Pokud se toto zlepšení realizuje v poli apreciacie, hovoříme o absolutním zhodnocení domácí měny k měně zahraniční.

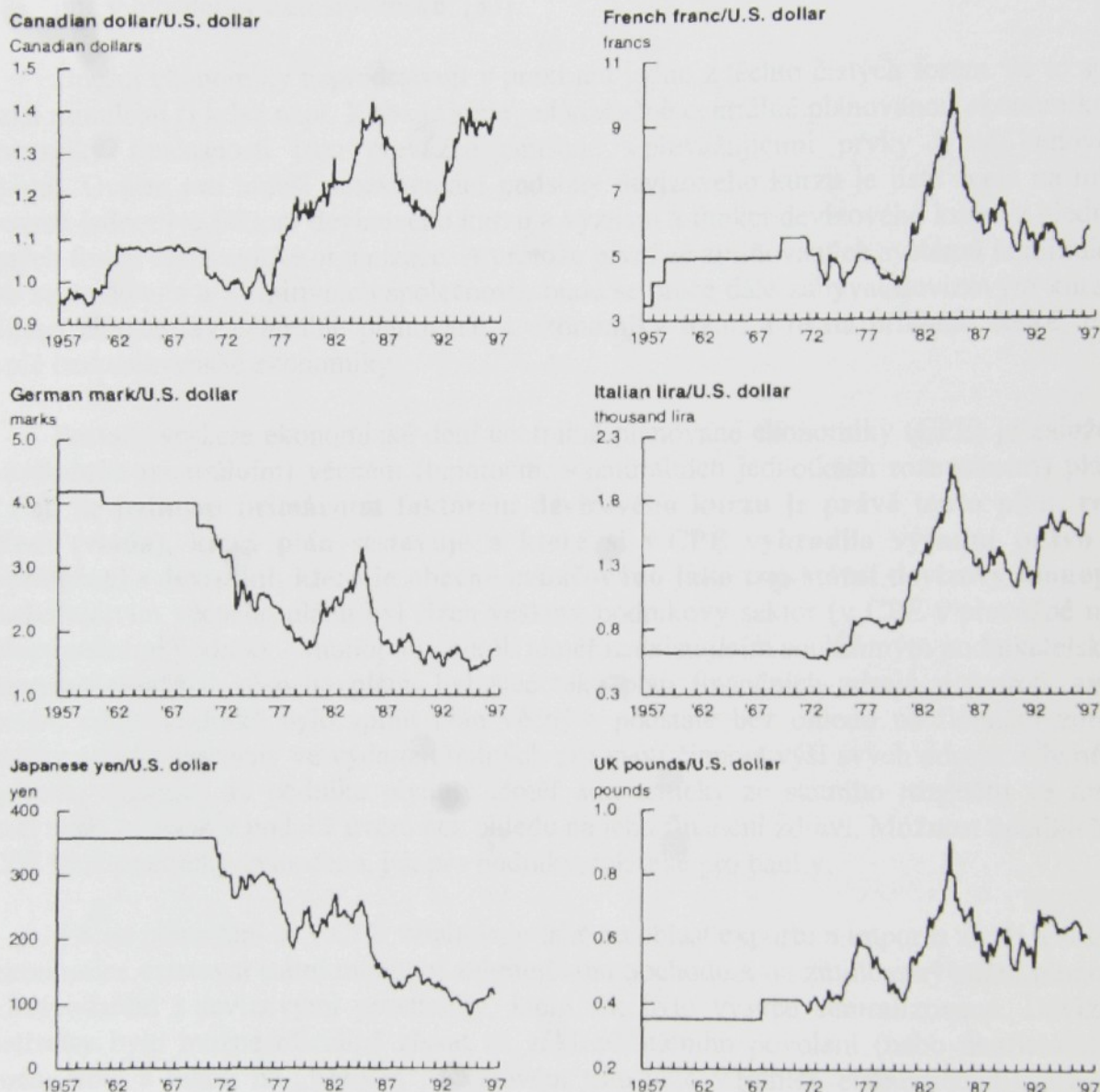
Proces kvantitativního vývoje, který odráží změnu v hodnotových vztazích mezi danými zeměmi, je vlastní všem národním i nadnárodním měnám. **Přitom je nutné rozlišovat oscilaci zjevnou a oscilaci skrytou. Zjevná oscilace** probíhá u externě směnitelných měn. Jedná se o takový pohyb kurzu, kdy je kvantitativní veličina bezprostředně zjištělná v každém čase podle kótování na devizových trzích. U externě nesměnitelných měn oscilace zůstává **skrytá**. Její průběh nelze zjistit na devizových trzích, kde nejsou operovány. Průběh výkyvů devizového kurzu takové měny se zjišťuje ex post. [49] **Skrytou oscilaci devizového kurzu je nutné chápat jako projev přirozeného devizového kurzu, jehož vývoj je deformován sekundárními a terciárními faktory, a neodpovídá proto zjištělnému kvantitativnímu vývoji devizového kurzu nominálního podle kótování na devizovém trhu. Skrytá oscilace devizového kurzu může proto probíhat i u externě směnitelných měn, a to v případech, kdy je přirozený devizový kurz deformován sekundárními a terciárními faktory.**

Důkaz deformací přirozeného devizového kurzu sekundárními a terciárními faktory v systému pevných devizových kurzů a průběh skryté oscilace přirozeného devizového kurzu dokládá obrázek č.9, který zachycuje vývoj kurzu dolaru vůči nejvýznamnějším světovým měnám v druhé polovině 20. století. Z jednotlivých grafů je čitelná stabilita pevných měnových kurzů v rámci bretton-woodského měnového systému, kdy byl přirozený kurz značně deformován sekundárními a terciárními faktory a jehož vývoj byl proto skrytý a kvantitativně velmi odlišný od nominálního devizového kurzu. Od počátku sedmdesátých let

je patrná naopak značná volatilita zmiňovaných kurzů po rozpadu bretton-woodského systému, kdy se vývoj nominálního devizového kurzu začal kvantitativně velmi přibližovat vývoji kurzu přirozeného.

Obrázek č.9: Důkaz deformací přirozeného devizového kurzu dolaru do počátku sedmdesátých let 20. století

Fixed versus flexible foreign exchange rates



Zdroj: Economic Perspectives 1Q/1998, ISSN 0164-0682, Federal Reserve Bank of Chicago: Are International Business Cycles Different under Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes?, Michael A. Kouparitsas, s. 48

Skrytou oscilaci devizového kurzu lze také výrazně dokumentovat na příkladu devizového kurzu externě nesměnitelné koruny v centrálně plánované ekonomice bývalého Československa. Charakter faktorů devizového kurzu je totiž v první řadě determinován typem ekonomického systému. Teorie i praxe hospodářské politiky popisuje tři základní ekonomické systémy, které zcela rozdílným způsobem řeší problematiku koordinace lidských činností ve společnosti. Jsou jimi:

- Systém dědičného přinucení, tzv. zvykové ekonomiky, které již spíše patří minulosti. V současnosti je možné je sledovat již jen u některých primitivních kmenů v Africe či

Austrálii či v nedávné době také v Indii, kde fungovala jedna z jeho forem – kastovní systém.

- b) Systém tržně cenový, tzv. tržní ekonomiky, který je nejrozšířenějším koordinačním mechanismem ekonomik v současnosti.
- c) Systém organizačně příkazový, tzv. centrálně plánované ekonomiky, který je založen na názoru, že ekonomickou koordinaci na úrovni společnosti lze organizovat na základě jediného centrálního plánu, a který byl v nedávné době praktikován i mimo jiné v bývalém Československu. [33]

Dnešní ekonomiky nepředstavují v praxi ani jednu z těchto čistých forem. Je to spíše otázka minulosti (i když např. Kuba je stále jednoznačně centrálně plánovanou ekonomikou). Ekonomiky současnosti jsou převážně smíšené s převažujícími prvky tržně cenového systému. Ovšem pro hlubší prozkoumání podstaty devizového kurzu je jistě zcela na místě porovnat jednotlivé faktory devizového kurzu a význam a funkci devizového kurzu z hlediska různých forem ekonomické organizace. A protože první ze zmiňovaných systémů je minulostí nebo se vyskytuje u primitivních společností, bude se práce dále zabývat devizovým kurzem v situaci ekonomiky centrálně plánované a ekonomiky tržní, a to na příkladu české, resp. bývalé československé ekonomiky.

Protože veškeré ekonomické dění centrálně plánované ekonomiky (CPE) je založeno na ústředním (centrálním) věcném (hmotném, v naturálních jednotkách rozepsaném) plánu, lze říci, že **jediným primárním faktorem devizového kurzu je právě tento plán, resp. ústředí (vláda), která plán sestavuje a která si v CPE vyhradila výsadní právo na hospodaření s devizami, které je obecně označováno jako tzv. státní devizový monopol.** Prostřednictvím věcného plánu byl řízen veškerý podnikový sektor (v CPE v převážné míře tvořený státními podniky – monopoly, nikoli téměř neexistujícím soukromým podnikatelským sektorem). Součástí věcného plánu byl sice také plán finančních zdrojů a potřeb, avšak hlavním cílem podniků bylo splnit plán věcný v podstatě bez ohledu na finanční zdroje. Podniky nebyly omezeny ve výdajích nutných pro svou činnost výší svých zdrojů. Chybějící prostředky (zdroje) do podniku plynuly téměř automaticky ze státního rozpočtu ve formě dotací nebo od bank v podobě úvěrů bez ohledu na jeho finanční zdraví. Možnost úpadku byla v CPE totiž prakticky vyloučena, jak pro podniky, tak také pro banky.

Věcné plánování se v CPE vztahovalo také na oblast exportu a importu zboží a služeb. V ekonomice existoval státní monopol zahraničního obchodu a již zmiňovaný státní monopol na hospodaření s devizovými prostředky, které tak bylo vysoce centralizované. Devizové prostředky bylo možné oficiálně získat na základě státního povolení (nebo neoficiálně na černém trhu, a nikoli na „běžném“ devizovém trhu jako v tržních ekonomikách). Národní měny CPE neměly vnitřní ani vnější směnitelnost – nebyly tedy obchodovány ani na domácích a ani na zahraničních devizových trzích.

V případě československé ekonomiky byl pohyb devizových prostředků řízen devizovým plánem, který byl od roku 1960 až do roku 1970⁴² sestavován ministerstvem zahraničního obchodu. Tento plán se dále ještě podrobně členil jednak podle měnových oblastí (nesocialistické země – volně směnitelné měny, socialistické země – převoditelný rubl a národní měny, rozvojové země – směnitelné a nesměnitelné měny), jednak podle subjektů

⁴² Např. zákony 142/1970 Sb. o devizovém hospodářství, 144/1970 Sb. o SBČS, 145/1970 Sb. o národohospodářském plánování atd.

(vláda, bankovní sektor, podniky, obyvatelstvo) a jednak podle položek obchodní a platební bilance (zboží, služby, kapitál, důchody, devizové rezervy).

Tabulka č.2: Devizový plán

Aktiva (potřeby) devizového plánu	Pasiva (zdroje) devizového plánu
- Nově vzniklé zahraniční pohledávky z exportu zboží a služeb - Změna stavu střednědobých a dlouhodobých zahraničních pohledávek	- Nově vzniklé zahraniční závazky z importu zboží a služeb - Změna stavu střednědobých a dlouhodobých závazků vůči zahraničí
Aktiva celkem	Pasiva celkem
Schodek platební bilance (snížení devizových rezerv)	Přebytek platební bilance (zvýšení devizových rezerv)
Aktiva = Pasiva	

Zdroj: Revenda, Z.: Centrální bankovníctví, Management Press

Výsledek devizového plánu bylo saldo („úplné“) platební bilance, resp. změna devizových rezerv. Z devizového plánu se vycházelo při sestavování plánu platební bilance.

Sekundárními faktory v tržních ekonomikách jsou devizové spekulace. V centrálně plánovaných ekonomikách se devizová spekulace z důvodů interní i externí nekonvertibility domácí měny, neexistence devizového trhu a tedy i téměř nulové oscilace devizového kurzu a nulovému kurzovému riziku nevyskytovala. V případě CPE tedy nelze hovořit o sekundárním faktoru devizového kurzu.

Úloha centrální banky v CPE se značně lišila od úlohy centrální banky v tržních ekonomikách. Centrální banka a celý bankovní sektor hrál v situaci CPE úlohu spíše pasivního vykonavatele záměrů vlády (plánovacího ústředí). Cílem celého bankovního systému CPE, označovaného také jako systém monobanky či jednostupňový bankovní systém, bylo financování úkolů centrálního plánu. Pro CPE bylo charakteristické, že zde působilo jen několik málo bank, které byly direktivně řízeny centrální bankou, jejíž měnová politika byla závislá a zcela podřízená potřebám vlády.

Centrální banka prováděla řadu operací v rozsahu výrazně širším než je tomu v tržních ekonomikách, avšak některé činnosti jako např. bankovní dohled vůbec neprováděla (v ekonomice neexistoval). Centrální banka a její pobočky především poskytovaly úvěry podnikovému sektoru a to bez ohledu na jejich finanční zdraví. Dalo by se také říci, že podniky v CPE měly na úvěr nárok. Centrální banka dále úvěrovala státní rozpočet tak, aby navenek z důvodů hlavně ideologických zůstával stále vyrovnaný nebo dokonce přebytkový, čímž docházelo k emisi peněz do ekonomiky a narůstání peněžní nerovnováhy, kdy skutečné množství peněz bylo vyšší než ekonomicky potřebné množství peněz, čímž dále docházelo k inflačním tlakům. Inflace se však navenek z důvodů rigidity cen neprojevovala. Měla jen skrytý průběh projevující se nedostatkem (nebo naopak přebytkem) nabízené produkce obzvláště v osmdesátých letech minulého století.

Úkolem centrální banky ve vztahu k devizovému kurzu bylo ve vymezeném rámci vyhlášovat základní podmínky kurzové politiky – tj. vyhlášovala devizové kurzy a pouze omezeně a pasivně vykonávala správu devizových rezerv. Z důvodů již zmiňované neexistence devizového trhu, externí a interní nekonvertibility domácí měny a také z důvodu oficiálně se navenek neprojevující oscilaci devizového kurzu neprováděla devizové intervence. **Nelze proto ani centrální banku označit za faktor devizového kurzu v centrálně plánované ekonomice.**

Tabulka č.3: Faktory devizového kurzu v situaci centrálně plánované ekonomiky

FAKTORY DEVIZOVÉHO KURZU		NABÍDKA DEVIZ - vynucená	STÁTNÍ DEVIZOVÝ MONOPOL	POPTÁVKA PO DEVIZÁCH - potlačená
PRIMÁRNÍ FAKTOR - ústředí	Centralizovaný pohyb zboží a služeb (monopol zahraničního obchodu):	Vývoz zboží		Dovoz zboží
		Vývoz služeb		Dovoz služeb
	Centralizovaný pohyb transferových plateb:	Transferová inkasa		Transferové úhrady
	Centralizovaný pohyb kapitálu:	Dovoz krátkodobého kapitálu		Vývoz krátkodobého kapitálu
		Dovoz dlouhodobého kapitálu		Vývoz dlouhodobého kapitálu
SEKUNDÁRNÍ FAKTORY	X	X		X
TERCIÁRNÍ FAKTORY	X	X		X

Zdroj: vlastní zpracování

Oficiální devizový kurz v CPE navenek nevykazoval v krátkodobějším smyslu evidovatelné odchylky od oficiálně vyhlášené parity, tj. byl dlouhodobě neměnný (strnulý, nepružný atd.). Pokud se hodnota devizového kurzu měnila, bylo to skokem na základě zákonného opatření, nikoli na základě změny v poměru mezi nabídkou a poptávkou po devizách na devizovém trhu. Přesto však u devizového kurzu centrálně plánovaných ekonomik docházelo k jistému ač „neviditelnému“, resp. **skrytému a neoficiálnímu**, odchýlování skutečných kurzových hodnot od oficiálně vyhlášeného devizového kurzu. Příčiny **skryté oscilace** lze nalézt v samotné podstatě fungování CPE. Konkrétní příčiny lze rozdělit do dvou základních skupin:

- objektivní příčiny – mezi které lze zařadit právě samotný princip fungování CPE a tedy prvotní důraz na věcné plánování, deformace cen a dalších hodnotových kategorií, slabá vazba finančních potřeb podnikové sféry na vytvořené finanční zdroje, téměř kompletní likvidace soukromého vlastnictví podniků, důraz na vertikální vazby v ekonomice, rušení přirozených horizontálních vazeb, neexistence hrozby úpadku podniků, monopolizace, slabá nebo velmi nepřímá zainteresovanost podniků na dosažených hospodářských výsledcích vedoucí k celkové ne hospodárnosti a v neposlední řadě centralizované hospodaření s devizovými prostředky, nekonvertibilita domácí měny, nereálný oficiální devizový kurz a státní monopol zahraničního obchodu atd. Ke skryté oscilaci, a spíše oscilaci ve směru dlouhodobého znehodnocování domácí měny vůči směnitelným měnám, docházelo z důvodu rovněž skrytého poklesu kupní síly domácí měny – docházelo ke **skryté inflaci**⁴³, která se navenek projevovala zejména v 80. letech minulého století nedostatkem či naopak přebytkem některého zboží a která byla jednou z příčin (resp. důsledků) skryté oscilace devizového kurzu;
- subjektivní příčiny – tedy chyby hospodářské politiky centrálně plánovaných ekonomik, které se projevovaly v preferenci ekonomického růstu (hmotného), rozsáhlých sociálních výdajích; měnová politika centrální banky, která vedla k nadměrným emisím peněz do ekonomiky, jež způsobovaly nerovnováhu mezi

⁴³ O skryté inflaci pojednává prof. Revenda ve své knize Centrální bankovníctví s. 380 - 384 a také prof. Vencovský v knize Měnová politika v české historii, Praha 2001, ČNB, s. 75

ekonomicky potřebným a skutečným množstvím peněz v ekonomice a vedoucí tak ke skryté inflaci atd.

Takto pojatý administrativně stanovený devizový kurz rozhodně **neplnil (a ani nemohl plnit) funkci přirozeného ekonomického pojítka** mezi vnitřním cenovým systémem domácí země a vnějším cenovým systémem zahraničních zemí, se kterými domácí ekonomika obchodovala. Devizový kurz **nemohl mít ani funkci cenotvornou**, docházelo proto k prohlubování deformace již tak deformovaných cen. S tímto **zároveň odpadla také funkce stimulační**, protože oficiální devizový kurz nevytvářel tlak vyplývající z porovnání zahraničněobchodních cen na domácí výrobce, na snížení jejich výrobních nákladů a zvýšení kvality produkce. Dalším důsledkem této politiky devizového kurzu byla ztráta **přirozené orientace ekonomiky v posouzení svých komparativních výhod** na mezinárodním trhu. Nesoulad mezi domácími deformovanými (podhodnocenými a jinými naopak nadhodnocenými) cenami CPE a cenami vyspělých tržních ekonomik vedl **k dalšímu prohlubování nesouladu mezi množstvím nabízeného a poptávaného zboží** (služeb), kdy poptávka dlouhodobě výrazně převyšovala nabídku, resp. naopak nabídka přesahovala poptávku, (v tržních ekonomikách by tato situace byla napravena růstem/poklesem cen nabízené produkce, avšak v CPE tento ekonomicky přirozený mechanismus chyběl).

Důsledkem skryté oscilace devizového kurzu byl postupně se prohlubující **nesoulad mezi oficiálním devizovým kurzem a vnější kupní silou domácí měny**. Devizový kurz tak nemohl sloužit k realistickému přepočtu zahraničních cen na domácí ceny. Proto byly převody postupně doplňovány **korigujícími opatřeními**, které měly uvedenou deformaci eliminovat. Korigování oficiálního devizového kurzu bylo odlišné pro oblast obchodních platů a pro oblast neobchodních platů (např. turistický ruch) a také pro oblast tzv. socialistických zemí, které byly reprezentovány nejprve sovětským rublem a později tzv. převoditelným rublem jako společnou mezinárodní měnovou jednotkou zemí Rady vzájemné hospodářské pomoci – RVHP, a pro oblast tzv. nesocialistických zemí, které byly reprezentovány americkým dolarem.

Složitým vývojem prošlo v bývalém Československu korigování oficiálního kurzu koruny v oblasti obchodních plateb. Od poloviny šedesátých let hovoříme o tzv. dvousložkovém kurzu⁴⁴: „...v souvislosti s poznáním nutnosti přechodu od extenzivních k intenzivním cestám rozvoje socialistické ekonomiky, došlo k určité objektivizaci a aktivizaci kursu koruny zavedením nového modelu korigování oficiálního kursu na základě kursového koeficientu (který začal fungovat pod názvem „vnitřní reprodukční cenové vyrovnání“ – VRCV⁴⁵). ... Jednou ze základních modifikací tohoto zdokonaleného systému kursových vztahů je existence kusového koeficientu (jako hlavního instrumentu korigování). ...kursový koeficient udává míru nadhodnocení oficiálního devizového kursu (založeného původně na fiktivním zlatém obsahu) později odvozovaného od souboru národních měn ve vztahu k tzv. parametrickému kursu. ... Parametrický kurs zde představuje náklady vyjádřené v domácích měnových jednotkách, které je při exportu nutno v průměru vynaložit k dosažení jedné

⁴⁴ Bliže viz také Bakule, V.: Světové finance. SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1976, 1. vydání, 245 s., 04-320-76, s. 127 – 132

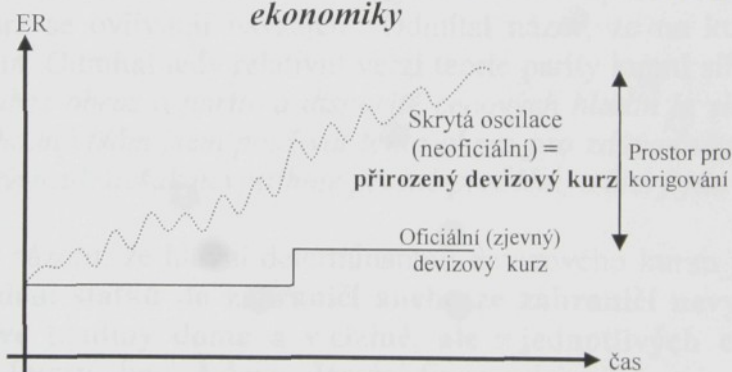
⁴⁵ V roce 1967 byl zaveden kurzový koeficient označovaný jako „vnitřní reprodukční cenové vyrovnání“ – VRCV, a to pro zahraniční obchod: 1. pro oblast socialistických zemí koeficient 2,25 (tj. příplatek 125%), 2. pro oblast nesocialistických zemí koeficient 3,75 (tj. příplatek 275%), k am. dolaru tedy $7,20 \times 3,75 = 27,00$ Kč. VRCV byl postupně upravován dle vývoje vnitřních i zahraničních cen. Řešení problému v devizové oblasti se hledalo i v dílčích institucionálních změnách. V roce 1965 byla zřízena Československá obchodní banka jako akciová společnost, do které se ze Státní banky československé vyčlenil mezinárodní platební, zúčtovací a úvěrový styk a úvěrování organizací zahraničního obchodu. [44]

devizové jednotky (např. amerického dolaru, převoditelného rublu)...Instalování parametrického kursu (odvozeného od kvantifikace korunových nákladů na získání jednotky zahraniční měny), a jeho rozdělení na dvě složky, na složku oficiálního kursu a na složku kursového koeficientu, znamenalo podstatnou změnu v systému devizového kursu: přispělo k vymezení přirozenější, realističtější a objektivnější úrovně kursu, a tím přispělo i k odstranění míry deformace informací, které vyplývají z používání oficiálního kursu „zmrazeného“ ve svém hodnotovém vývoji; tím došlo i k posílení informativní funkce devizového kursu.“⁴⁶

Jistým argumentem ve prospěch nepružného devizového kursu může být fakt, že nevedl k měnovým turbulencím a podniky domácí ekonomiky tak nebyly vystaveny riziku vyplývajícímu ze značné volatility devizového kursu, což pro ně nevyvolávalo žádné dodatečné náklady na zajištění se proti riziku. (Toto riziko spadalo na státní rozpočet a od roku 1965 také na Československou obchodní banku.)

Nebezpečím skrytého vývoje devizového kursu CPE byla jeho oficiální „neviditelnost“ (korigující opatření nebyla dostatečným řešením). Mnozí odborníci na oblast devizového kursu, např. prof. Bakule⁴⁷, prof. Tuček⁴⁸ a doc. Durčáková se ve svých odborných statích prosazovali o navrácení základních ekonomických funkcí devizovému kursu. Jejich názory však v té době nebyly vyslyšeny.

Obrázek č.10: Průběh skryté oscilace devizového kursu v situaci centrálně plánované ekonomiky



Zdroj: Podle dosud neopublikovaného rukopisu prof. Bakuleho

Devizový kurz CPE je tedy determinován na základě oficiálního rozhodnutí z centra. Takovéto pojetí devizového kursu bylo a je principu fungování centrálně plánované ekonomiky vlastní, v jistém smyslu i přirozené. Ovšem jeho podstata, teoretická i praktická, byla založena na devizových omezeních a na rušení přirozených vazeb v ekonomice, což jistě za „přirozené“ označit nelze. A přesto i v případě centrálně plánované ekonomiky je možné hovořit o přirozeném devizovém kursu, který byl definován v části 1.3. Přirozený devizový kurz se v situaci CPE projevoval skrytě. Zde je ovšem nutné zdůraznit, a to také vyplývá z obrázku č.10, že přirozený devizový kurz

⁴⁶ Kolektiv pracovníků Vysoké školy ekonomické v Praze pod vedením prof. Ing. Zdeňka Mošny, DrSc.: Zásady přebudování hospodářského mechanismu ČSSR. Československá vědeckotechnická společnost, únor 1987, s. 30 - 33

⁴⁷ Bakule, V.: Formování systému devizového kursu v socialistickém hospodářství, In Politická ekonomie, 31/1983, s. 963

⁴⁸ Tuček, M.: Tuček 1968. In Reflex, 39/ 2003, s. 80 - 82

nelze chápat jako fundament administrativně stanoveného kurzu v centrálně plánovaných ekonomikách.

1.6 TEORIE PLATEBNÍ BILANCE A JEJÍ APLIKACE V TEORII PŘIROZENÉHO KURZU

1.6.1 Teorie platební bilance

Platební bilance zaznamenává veškeré vnější vztahy, které nabývají podobu peněžních, finančních nebo zbožových toků mezi domácí ekonomikou a vnějším světem. Platební bilance je důležitým indikátorem vývoje devizového kurzu. Ještě než bude přistoupeno k vlastním úvahám, je vhodné se zamyslet nad tím, jakým způsobem hodnotili vztah mezi platební bilancí a devizovým kurzem významní národohospodáři K. Engliš a M. Horna.

Jak již bylo řečeno, shledával Engliš tento vztah jako velice těsný. Lze říci, že pro Engliše byla teorie devizového kurzu teorií platební bilance. Engliš navíc připomínal, že **platební bilanci je možné konstruovat jako vývoj zahraničních platů za určité období, ale pokud jde o devizový kurz, rozhoduje poměr platů určitého dne, tj. běžné střetávání nabídky a poptávky po devizách.** Zároveň zdůrazňoval, že tato poptávka a nabídka se nevyvíjejí nezávisle na devizovém kurzu, ale že jsou kurzem spoluurčeny, tedy platební bilance a devizový kurz se ovlivňují navzájem. Odmítal názor, že na kurz působí vývoj (pohyb) cenových hladin. Odmítal tedy relativní verzi teorie parity kupní síly: „*Chceme však mimoto prokázat, že vůbec obraz o paritě a disparitě cenových hladin je sice pro populární výklad představitivý a vhodný (sám jsem používal tento obraz pro zdůvodnění naší devalvace, ale v době klesajícího vývozu), avšak nevystihuje přesně problém, o který jde.*“⁴⁹

Engliš byl toho názoru, že hlavní determinantou devizového kurzu je právě platební bilance, **protože proudění statků do zahraničí anebo ze zahraničí nevyplývá z celkové nebo průměrné cenové hladiny doma a v cizině, ale z jednotlivých cen jednotlivých statků a z devizového kurzu.** Jinak řečeno, domácí firma zabývající se importem nedovází proto, že je v zahraničí nízká celková či průměrná cenová hladina, ale proto, že konkrétní dovezený produkt je levnější než domácí, a proto jej lze prodat s větším ziskem. Avšak importér vidí zahraniční ceny „*přes optiku kurzu*“, a proto zhodnocuje-li se kurz domácí měny, stávají se díky této „*optice devizového kurzu*“ **všechny** zahraniční vnitřní ceny nižší i přesto, že se v cizině číselně vůbec nezměnily.

Z tohoto poznatku dále Engliš vyvozuje, že každé hodnotě devizového kurzu odpovídá určitý vývoz a dovoz. Zhodnocuje-li se domácí měna, stává se domácí zboží pro zahraničí dražší, čímž se snižuje okruh zboží vhodného pro export – **snižuje se mezinárodní konkurenceschopnost domácích podniků.** Při znehodnocování domácí měny je tomu právě naopak – **mezinárodní konkurenceschopnost domácích podniků se zvyšuje.** Určité hodnotě devizového kurzu tedy odpovídá Englišem označovaný **bod či hranice soutěživosti,** která odděluje domácí zboží (podniky) na mezinárodním trhu konkurenceschopné a zboží na mezinárodním trhu nekonkurenceschopné. Za **rovnovážný bod soutěživosti** pak Engliš

⁴⁹ Engliš, K.: Přiměřený kurz měny. (Lidové noviny, 21. června 1936). In Národní hospodářství (Vybrané kapitoly), Nadace Universitas Masarykiana, Brno, 1994, s. 281, ISBN 80-85834-09-X, 335 s.

považuje takový bod, při kterém je platební bilance v rovnováze – vývozem jsou zaplaceny jak dovoz, tak také pasivní saldo ostatních platů - a na devizový kurz tak nejsou vytvářeny tlaky ke zhodnocení či znehodnocení.

Engliš si uvědomoval, že prostřednictvím devizového kurzu může stát (či jiná měnová autorita) ovlivňovat zmiňovaný bod soutěživosti a rozšiřovat tak uměle okruh domácího zboží v zahraničí konkurenceschopného. Zároveň ale upozorňuje, že existuje určitá mez, což je právě zmiňovaný rovnovážný bod soutěživosti: „*Kdyby byl kurs měny umístěn tak, že by byla hranice soutěživosti vysoko a vývoz by značně přesahoval dovoz (tj. devizový kurz by byl podhodnocený – poznámka autorky), odplývala by část národního produktu do ciziny, a do země by plynul peněžní kapitál, který by přes cedulovou banku rozmnožoval oběživo v zemi a tedy celkovou kupní sílu, a to buď přímo na trhu statků anebo přes kapitálový trh, avšak protipoložka této kupní síly byla vyvezena (mluvíme jen o aktivním saldu obchodní bilance), což má nutně za následek **inflační vzestup cen**, který by paralyzoval nízký kurs měny a snížil tak zase hranici soutěživosti. Kdyby naopak byl kurs měny příliš vysoký, tedy hranice soutěživosti příliš nízká, takže by obchodní bilance končila značným pasivem (tj. devizový kurz by byl nadhodnocený – pozn. autorky), plynul by kapitál ze země za dovozní přebytek a zmenšovala by se celková kupní síla, ať přímo na trhu statků anebo přes kapitálový trh, což by mělo nutně za následek **deflační cenový proces**, který by paralyzoval vysoký kurs měny a zvýšil by zpětně hranici soutěživosti zrovna tak, jako kdyby byl snížen kurs měny samotné.*“⁵⁰

Tímto Engliš popsal se současným využitím kvantitativní teorie cen **přirozený automatický mechanismus, jakým se mezinárodní platby (v dokonale konkurenčních podmínkách) dostávají do své přirozené a stabilní rovnováhy nevyžadující žádná cla či jiné vládní (umělé) zásahy, a ve kterém devizový kurz plní díky své oscilaci přirozenou rovnovážnou funkci.** Za faktory devizového kurzu považuje jednak dovoz a vývoz zboží a služeb, ale také pohyby kapitálu. Pro Engliše byl přirozený devizový kurz takový kurz, při kterém se platební bilance dostala do své přirozené rovnováhy, která je dlouhodobě stabilní a nevyžaduje žádné umělé zásahy ze strany státu.

Také M. Horna shledával vztah platební bilance a devizového kurzu jako velice těsný. Důkazem je jeho koncepce (viz příloha č.1) vyrovnávacího mechanismu deficitu (příp. přebytku) výkonové bilance. Horna za přirozeně rovnovážný devizový kurz považuje takový devizový kurz, kdy je platební bilance v běžných položkách vyrovnaná: „*K udržení stálosti (rovnováhy) devizového kursu není třeba vyrovnávat nerovnováhu běžných položek přesuny v kapitálové oblasti země (tj. udržovati pouze zdánlivou rovnováhu devizového kursu), ani není třeba zaváděti řízení platební bilance devizovou vázaností (tj. řídit rovnováhu devizového kursu).*“⁵¹

V současné odborné literatuře je za základ teorie platební bilance považována ta myšlenka, že existence a pohyb devizového kurzu nezávisí pouze na vzájemném obratu zboží a služeb mezi zeměmi (jak vysvětluje teorie parity kupní síly), ale že závisí na vývoji celé platební bilance, která za faktor devizové nabídky a poptávky vedle směny zboží a služeb považuje také neobchodní platy, mezinárodní pohyb kapitálu jak krátkodobého tak dlouhodobého, úvěrů, devizových rezerv a ostatní položky. Význam kapitálových položek platební bilance na formování devizového kurzu je v současnosti díky liberalizaci pohybů na finančním a kapitálovém účtu platební bilance minimálně stejně významný jako toky zboží a

⁵⁰Vědecký sborník Vysoké školy ekonomické v Praze – Acta Oeconomica Pragensia: Významní čeští národohospodáři, Část třetí: Život a dílo Prof. Dr. Karla Engliše, 1993, ISBN 80-7079-195-0, s. 84 - 96

⁵¹ Horna, M.: Měnová politika. Knihovna sborníku věd právních a státních. Praha 1945, s. 170 - 171

služeb. Pohyb devizového kurzu je podle této teorie funkcí salda platební bilance, jež informuje o vzájemném vztahu jednotlivých činitelů (faktorů) devizové poptávky a nabídky devizového trhu. Jestliže je saldo platební bilance dané země aktivní, poptávka po její měně na devizovém trhu zpravidla roste a její kurz se zhodnocuje. Naopak pasivní saldo platební bilance vyvolává poptávku této země po devizách a vede ke znehodnocení devizového kurzu domácí měny. Platební bilanci lze tedy chápat jako důležitý indikátor vývoje devizového kurzu, resp. tlaků, které mohou vést k jeho zhodnocení či znehodnocení.

Platební bilanci je možné konstruovat mnoha různými způsoby. Nejčastěji je možné se s platební bilancí setkat jako se systematickým výkazem, jež souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí (tedy devizovými tuzemci a devizovými cizozemci⁵²), jež se uskutečnily za určité období zpravidla jednoho roku. Ekonomické transakce, které platební bilance zaznamenává, (v případě darování hmotného předmětu devizovému cizozemci není samozřejmě tato transakce spojena s pohybem devizových prostředků apod.) vyvolávají příliv nebo odliv devizových prostředků, proto je platební bilance v konečném důsledku spojena s devizovým trhem, je tedy souhrnem faktorů devizové nabídky a devizové poptávky.

Domnívám se proto, že teorii platební bilance lze považovat za nejkomplexnější teorii devizového kurzu, a to nejen proto, že platební bilance je spojena s devizovým trhem, ale také proto, že vysvětluje pohyb devizového kurzu jak na základě pohybu obchodovatelného zboží a služeb, tak také na základě pohybu kapitálu a změn devizových rezerv. Tímto pak dle mého názoru zachycuje jak faktory primární a sekundární, tak také faktory terciární. Jejich spolupůsobení se pak promítá do formování jednotlivých dílčích sald platební bilance, resp. do formování devizové nabídky a devizové poptávky na devizovém trhu.

1.6.2 Teorie přirozeného kurzu

V předchozích částech práce byla uvedena teoretická východiska pro další úvahy o přirozeném devizovém kurzu. Prostřednictvím obecné modifikace jednotlivých položek platební bilance (která je teorií platební bilance chápána jako indikátor vývoje devizového kurzu) na jednotlivé faktory devizového kurzu a určením procentních podílů jednotlivých činitelů (faktorů) v devizové nabídce a devizové poptávce je možné definovat a kvantifikovat základní prvky teorie přirozeného kurzu.

Na začátku práce byl vysloven teoretický předpoklad, že primární, tj. přirozené faktory, determinují přirozený devizový kurz. Prostřednictvím aplikace teorie platební bilance v teorii přirozeného kurzu je možné tento předpoklad upřesnit a konstatovat, že **přirozený devizový kurz je funkcí salda primárních faktorů. Jestliže je saldo primárních faktorů dané země aktivní, přirozená poptávka po její měně na devizovém trhu roste a její přirozený devizový kurz se zhodnocuje. Naopak pasivní saldo primárních faktorů vyvolává přirozenou poptávku této země po devizách a vede ke znehodnocení přirozeného devizového kurzu domácí měny.**

⁵² Vymezení devizových tuzemců a devizových cizozemců není v jednotlivých zemích jednotné. V ČR devizové tuzemce a devizové cizozemce přesněji definuje devizový zákon. Někdy se také používají pojmy devizoví rezidenti a devizoví nerezidenti.

Změna přirozeného devizového kurzu je podle teorie přirozeného kurzu se současnou aplikací teorie platební bilance funkcí salda primárních faktorů. Takto definovaná funkce je zároveň funkcí skryté oscilace. Je zřejmé, že tato funkce je v případě nulové deformace přirozeného kurzu ze strany sekundárních a terciárních faktorů zároveň také funkcí zjevné oscilace. Funkci lze zapsat:

$$SR_{\text{přirozený}} = f(\text{SPF}) \quad (1),$$

kde $SR_{\text{přirozený}}$ je relativní změna přirozeného kurzu,
 SPF je saldo primárních faktorů dle jednotlivých položek platební bilance.

Zároveň bylo konstatováno, že přirozený devizový kurz není kótován žádnou bankou, že je jen určitou myšlenkovou konstrukcí, která má pomoci při pochopení vývoje devizového kurzu nominálního, tedy kurzu již běžně kótovaného obchodními a centrálními bankami podle vývoje na devizovém trhu, a jehož teoretickým jádrem je právě přirozený devizový kurz. Dále byla také vyslovena domněnka, že nominální devizový kurz vzniká spolupůsobením sekundárních a terciárních faktorů na devizový kurz přirozený a že nominální devizový kurz se bude kvantitativně přibližovat devizovému kurzu přirozenému tím více, čím menší bude síla vlivu faktorů sekundárních a terciárních. **O změně sekundárních faktorů devizového kurzu je nyní na základě výše uvedených teoretických předpokladů o platební bilanci možné obdobně jako o faktorech primárních konstatovat, že jsou funkcí celkového salda sekundárních faktorů.**

Terciární faktor devizového kurzu je v platební bilanci zachycen jako změna devizových rezerv. Přesná kvantifikace přímých intervencí je však poněkud komplikovaná. O míře skutečných přímých intervencí Česká národní banka údaje zpravidla nezveřejňuje nebo jen s určitým časovým zpožděním, a proto o nich lze usuzovat jen ze zpráv z médií, které se však mohou od skutečnosti více či méně lišit. [55] Dalším zdrojem informací o terciárním faktoru je statistika centrální banky o devizových rezervách. Tu je však nutné chápat jako informaci o jejím „devizovém potenciálu“, který může centrální banka při devizových intervencích použít. Z časových řad o stavu devizových rezerv lze však zjistit objemy změn (přírůstky, úbytky) devizových prostředků – viz příloha č. 8.

Kvantifikace nepřímých či slovních intervencí prostřednictvím samostatného salda platební bilance je prakticky nemožná. **Ale v podstatě tento segment terciárních faktorů „prostupuje“ i primárními a sekundárními faktory, protože je více či méně ovlivňuje: zahraniční investor dlouhodobého kapitálu do cenných papírů v České republice se při vytváření svého portfolia rozhoduje kromě jiného také na základě očekávaného vývoje úrokových sazeb doma a v zahraničí, obdobným způsobem formuje své chování spekulant při nákupu či prodeji deviz apod.** Síla vlivu a účinnost nepřímých intervencí je tedy samostatně jen těžko kvantifikovatelná a záleží na očekávání devizových obchodníků, kredibilitě centrální banky, úrokových sazbách ostatních ekonomik a dalších neméně důležitých faktorech.

O změně nominálního devizového kurzu⁵³ lze obecně říci, že je funkcí salda propočteného jako součet sald primárních a sekundárních faktorů a intervence centrální banky prostřednictvím nákupů či prodejů devizových rezerv. O takto vypočteném saldu platí obdobné předpoklady jako o saldu primárních a sekundárních faktorů, a sice: je-li takto vypočtené saldo aktivní, nominální devizový kurz domácí měny zhodnocuje, je-li pasivní, nominální devizový kurz naopak znehodnocuje. Lze proto psát:

$$SR_{\text{nominální}} = f(\text{SPF}) + f(\text{SSF}) + f(\text{STF}) \quad (2),$$

kde $SR_{\text{nominální}}$ je relativní změna nominálního devizového kurzu,

SPF je saldo primárních faktorů,

SSF je saldo sekundárních faktorů,

STF je saldo terciárních faktorů, resp. rozsah intervencí.

Takto definovaná funkce je zároveň funkcí zjevné oscilace nominálního devizového kurzu.

Ještě než bude přistoupeno k obecné modifikaci platební bilance na jednotlivé faktory devizového kurzu, je nutné ve vztahu k otázce přirozeného kurzu uvést další neméně důležité teoretické předpoklady:

- Devizový kurz nominální se kvantitativně tím více přibližuje devizovému kurzu přirozenému, čím méně v dané ekonomice existují devizová opatření omezující konvertibilitu domácí měny, či jiná opatření, např. kvantitativní omezení dovozu nebo cla bránící volnému obchodu se zbožím a službami apod. (Problematice směnitelnosti české koruny a otevřenosti české ekonomiky je věnována samostatná kapitola.)
- Devizový kurz nominální se kvantitativně přibližuje devizovému kurzu přirozenému tím více, čím je systém devizového kurzu pružnější.

⁵³ Pod pojmem nominální devizový kurz je v práci chápán tržní devizový kurz, který je utvářen na devizovém trhu prostřednictvím střetávání nabídky deviz a poptávky po devizách.

1.6.3 Platební bilance a její modifikace na primární, sekundární a terciární faktory devizového kurzu

Schéma platební bilance České republiky jako zdroje a užití mezinárodních fondů podle metodiky Mezinárodního měnového fondu platné od roku 1993 (na základě výkaznictví ČNB)⁵⁴ znázorňuje následující tabulka:

Tabulka. č.4 : Schéma platební bilance ČR

Zdroje mezinárodních fondů		Užití mezinárodních fondů	
A. BĚŽNÝ ÚČET:			
Obchodní bilance			
vývoz zboží		dovoz zboží	
Bilance služeb			
doprava cestovní ruch ostatní služby		doprava cestovní ruch ostatní služby	
Bilance výnosů			
výnosy		náklady	
Běžné převody			
příjmy		výdaje	
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET:			
příjmy		výdaje	
C. FINANČNÍ ÚČET:			
Přímé investice			
zahraniční v tuzemsku		domácí v zahraničí	
Portfoliové investice			
Aktiva:		Pasiva:	
majetkové cenné papíry a účasti		majetkové cenné papíry a účasti	
dluhové cenné papíry		dluhové cenné papíry	
Finanční deriváty			
Aktiva		Pasiva	
Ostatní investice			
Aktiva dlouhodobá:		Pasiva dlouhodobá:	
centrální banka		centrální banka	
obchodní banky		obchodní banky	
vláda		vláda	
ostatní sektory		ostatní sektory	
Aktiva krátkodobá:		Pasiva krátkodobá:	
centrální banka		centrální banka	
obchodní banky		obchodní banky	
vláda		vláda	
ostatní sektory		ostatní sektory	
Celkem A, B a C			
D. SALDO CHYB A OPOMENUTÍ, KURZOVÉ ROZDÍLY (+, -)			
Celkem A, B, C, a D			
E. ZMĚNA DEVIZOVÝCH REZERV (-nárůst)			

Zdroj: ČNB

Platební bilance v pojetí systematického výkazu je kvantifikací faktorů devizového kurzu, a to jak faktorů primárních, tak také faktorů sekundárních i terciárních. Co je však

⁵⁴ Platební bilance České republiky je obvykle vykazována v domácí měně (v milionech jednotek, zaokrouhleně na 1 deset. místo), v EUR a v USD (v milionech, zaokrouhleně na 1 deset. místo). Vykazování dat o vývoji platební bilance vůči zahraničí je v souladu s požadavky na jejich sjednocení, kladené Mezinárodním měnovým fondem, OECD, Eurostatem atd.

nutné zmínit hned na začátku dalších úvah a co bude vysvětleno až na závěr této části, že platební bilance v tomto pojetí je zároveň kvantifikací faktorů devizového kurzu v několika směrech nedokonalou s mnoha úskalími. Nejprve se ale pokusíme obecně klasifikovat položky platební bilance do jednotlivých skupin faktorů devizového kurzu tak, jak je dle metodiky Mezinárodního měnového fondu z roku 1993 (5. vydání Manuálu k sestavení platební bilance) vyčísluje Česká národní banka.

Hlavním kritériálním hlediskem bude cíl, resp. účel, konkrétní mezinárodní transakce. Hlavním myšlenkovým vodítkem a inspirací byly v tomto směru názory K. Engliše, který ekonomickou vědu a její metodologii obohatil svou aplikací teleologie, tj. hledáním účelu všech věcí a všeho jednání. Pro Engliše se národní hospodářství stalo „*vědou o pořádku, ve kterém jednotlivci a národy pečují o udržení a zlepšení života. Ne tedy pouze vědou o kauzálních procesech, o příčinných faktorech hospodářské aktivity – dynamiky, efektivnosti, cenových pohybů, kursových výkyvů, úrokových změn atd., ale především vědou o účelových vztazích, o racionalitě rozhodování a tedy o mechanismu řízení těchto procesů – prostě o systémových souvislostech.*“⁵⁵ Jednotným obecným kritériem primárních faktorů, a tedy kritériem pro zařazení konkrétní operace platební bilance mezi tyto faktory, je, že bez primárních faktorů, kterými jsou například přímé investování, nebo nákup zboží v zahraničí atp., není možné se v ekonomice obejít. Jednotným účelem sekundárních faktorů a opět také kritérium při klasifikaci položek platební bilance je dosažení vyššího zisku v zahraničí než doma prostřednictvím spekulace. Účelem terciárních faktorů devizového kurzu je dosažení hlavního cíle měnové politiky, jejímž plněním je v ekonomice pověřena centrální měnová autorita, resp. centrální banka. Velice významným pramenem při modifikaci jednotlivých položek platební bilance bude 5. vydání Manuálu k sestavení platební bilance z roku 1993⁵⁶.

1.6.3.1 Primární faktory devizového kurzu z hlediska platební bilance

Primární faktory devizového kurzu byly obecně vymezeny jako faktory, jež vycházejí z existence mezinárodního obchodu daného přirozenými poměry ekonomiky, tj. jejími surovinovými zdroji, klimatickými podmínkami či odbornou kvalifikací jejích obyvatel atd. Zároveň bylo zdůrazněno, že jsou tyto faktory každé ekonomice vlastní, tj. přirozené, a že nabídka a poptávka po devizách jimi vyvolaná determinuje devizový kurz přirozený. Nyní bude zodpovězena otázka, které položky platební bilance lze označit za faktory primární. Jsou jimi zcela jistě:

- devizové transakce spojené s **vývozem a dovozem zboží**, tj. položky obchodní bilance,
- **devizové příjmy a devizové výdaje spojené s dováženími a vyváženými službami**, tj. cestovní ruch a ostatní služby, např. doprava, pojištění, finanční služby, licence, patenty a jiné vědeckotechnické informace, spojové služby, příjmy a výdaje vyvolané diplomatickým a vojenským zastoupením v zahraničí, poskytováním kulturních služeb a jiné, tj. bilance služeb,
- **příjmy a výdaje důchodů z investic v zahraničí** - přílivy a odlivy výnosů z investovaného kapitálu tuzemci v zahraničí a cizozemci v tuzemsku, tj. důchody plynoucí ze zisků, dividend, úroků, rent a jiné, dále o příjmy a výdaje plynoucí ze zisků z finančních transakcí s devizami a zlatem; tyto důchody

⁵⁵ Významní čeští národohospodáři. In Acta Oeconomica Pragensia. Vědecký sborník Vysoké školy ekonomické v Praze 1993, č. 1, ISBN 80-7079-195-0, s. 65

⁵⁶ Tento Manuál k sestavení platební bilance je přístupný na internetové adrese www.cnb.cz.

- jsou důsledkem dovozu a vývozu kapitálu (např. přímých zahraničních investic) v předcházejících obdobích, tj. položky bilance výnosů,
- **devizové příjmy devizových tuzemců** zaměstnaných v cizině nebo naopak **výdaje na devizové cizozemce** zaměstnané domácí ekonomikou,
 - **soukromé převody** (dědictví a dary, výživné, příspěvky zahraničním organizacím a institucím ze soukromých prostředků aj.) a převody vládní (penze, příspěvky mezinárodním organizacím ze státního rozpočtu, zahraniční pomoc aj.), tj. položky účtu běžné převody.

Stručně řečeno **za primární faktory devizového kurzu lze považovat všechny mezinárodní operace běžného účtu**⁵⁷ (BÚ). Ještě než přejdeme ke klasifikaci ostatních položek platební bilance, je nutné se zamyslet nad významem tohoto účtu pro další části bilance, a tedy pro ostatní faktory devizového kurzu. Saldo běžného účtu je převážnou většinou ekonomů považováno za ideální pro analýzu devizové rovnováhy platební bilance. Za ekonomickou rovnováhu platební bilance je totiž velmi často považována právě vyrovnanost běžného účtu. Přebytek běžného účtu může vést ke zvýšení zahraničních pohledávek, ke snížení zahraničních závazků, nebo se může akumulovat v podobě držby zahraničního majetku (např. akcií zahraničních firem). Opak nastává při deficitu běžné bilance. Rovnováha platební bilance na úrovni běžného účtu nastane, jestliže:

$$\text{Export} - \text{Import} + \text{Výnosy} + \text{Běžné transfery} = 0 \quad (3)$$

Důvody pro přikládání takového významu běžnému účtu jsou následující:

1. **Saldo běžného účtu má bezprostřední návaznost na bilanci stavu celkového zadlužení země vůči zahraničí.** Nulové saldo běžného účtu znamená, že celkový stav vnější zadluženosti země se nezměnil. Aktivní saldo bilance představuje růst čistých zahraničních pohledávek, zatímco pasivní saldo znamená růst čistých zahraničních závazků. Tyto důležité vlastnosti, které má saldo běžného účtu, tj. že zachycuje změnu devizové pozice státu jako celku, nemůže vykazat žádný jiný typ kumulativního salda. Celkový stav zahraniční zadluženosti země však není patrný z platební bilance jako takové. Lze jej zjistit jen z bilance zadlužení země.
2. **Na běžném účtu musí být jakýkoliv přebytek nebo deficit (tedy aktivní nebo pasivní saldo BÚ) vyrovnán, vybilancován buď zbývajícími účty (kapitálovým a finančním), nebo změnami v devizových rezervách.** Z principů podvojného účetnictví, na jejichž základě je platební bilance sestavována, totiž platí, že platební bilance jako celek vykazuje nulový závěrečný zůstatek. Musí proto platit: saldo běžného účtu = saldo kapitálového účtu + saldo finančního účtu + změna devizových rezerv. Nebo jinak řečeno, rozdíl mezi pohybem na běžném účtu a pohyby na kapitálovém a finančním účtu se promítá do změny devizových rezerv. Například v případě, že pasivní saldo běžného účtu není kryto přílivem zdrojů na kapitálovém a finančním účtu platební bilance, např. přílivem přímých nebo nepřímých investic nebo přijetím krátkodobého kapitálu krátkodobým úvěrem, dojde ke snížení devizových rezerv centrální banky. K poklesu devizových rezerv dojde v důsledku intervencí centrální banky na devizovém trhu proti znehodnocení kurzu domácí měny, které hrozí následkem převahy poptávky po devizách.

⁵⁷ Blíže viz Manuál k sestavení platební bilance: kapitola IX – Structure and Characteristics of the Current Account, s. 51 – 53 a dále kapitola X – Goods, s. 54 – 60, kapitola XI – Transportation, s. 61-63, kapitola XII – Travel, s. 64 – 65, kapitola XIII – Other Services, s. 66-69, kapitola XIV – Income, s. 70 – 73, kapitola XV – Current Transfers, s. 74 – 76.

3. Další důvod, proč vývoj na tomto účtu je středem pozornosti mnoha ekonomů, je ten, že **především běžný účet odráží skutečný makroekonomický stav domácí ekonomiky**. Např. pasivum obchodní bilance, jež je součástí běžného účtu, může být zapříčiněno nízkou konkurenceschopností domácích podniků na zahraničních trzích atd. (Dříve merkantilisté usilovali o obchodní přebytek. Tento stav pro ně představoval „příznivou“ obchodní bilanci. Oproti tomu „nepříznivou“ byla pro merkantilisty taková obchodní bilance, kdy dovozy přesahovaly vývozy, tj. obchodní deficit. Dnes ekonomie učí, že obchodní deficity jsou někdy ekonomicky výhodné pro země, které potřebují načerpat cizí kapitál.)

Při analýze rovnováhy platební bilance ztotožněné se saldem běžného účtu je dále třeba náležitou pozornost věnovat i vývoji salda finančního účtu, zejména vývoji poměru krátkodobého a dlouhodobého kapitálu. Jde o to, že jednostranný růst krátkodobých závazků (způsobený dovozem krátkodobého kapitálu) kompenzovaný růstem dlouhodobých pohledávek může z pohledu budoucnosti ohrozit platební schopnost (likviditu) země. A to tím více, čím problematičtější je bonita zahraničních pohledávek (dlužníků). Za takových okolností vzniká otázka, zda rovnováha běžného účtu je udržitelná v relativně dlouhém období, aniž by nakonec nemusela vést ke změně (znehodnocení) kurzu měny nebo růstu úrokových sazeb. Do takovéto situace se může například dostat země s převážně surovinovým zaměřením dovozu a s vývozní orientací na vývoz strojů a investičních celků. To proto, že dovoz strategických surovin musí být zpravidla zaplacen okamžitě, zatímco strojírenské vývozy se obvykle uskutečňují na střednědobý nebo i dlouhodobý úvěr, tzn. se značně opožděným inkasem. Vztah krátkodobých a dlouhodobých závazků k pohledávkám se tak stává důležitým kritériem likvidity z časového hlediska. [28], [29]

Pod rovnováhou běžné bilance se může skrývat i jiná problémová situace. Jde např. o takový stav, kdy odliv krátkodobého kapitálu do zahraničí (ponejvíce způsobený pohybem spekulativního kapitálu) je kompenzován snižováním domácích devizových rezerv v důsledku již vzpomenutých devizových intervencí centrální banky na devizových trzích, aby tak čelila znehodnocení kurzu domácí měny. Hrozí však nebezpečí, že v případě, že centrální banka nebude mít dostatek devizových zdrojů na intervenování, bude muset dojít ke znehodnocení kurzu domácí měny nebo ke zvýšení domácích úrokových sazeb s cílem přilákat zahraniční investory a takto udržet rovnováhu platební bilance. Analytici proto pečlivě sledují běžný účet platební bilance, protože za jistých okolností může poskytnout spolehlivou informaci o budoucím pohybu měnového kurzu.

Dále při analýze běžného účtu platební bilance nelze přehlédnout, že i pouhý dovoz dlouhodobého kapitálu v podobě přímých zahraničních investic, který může stabilněji přispívat k devizové rovnováze platební bilance, na druhé straně zpravidla povede k budoucímu transferu (vývozu) důchodů. Při jednostranném dovozu tohoto kapitálu se tak skrytě vytvářejí předpoklady pro vznik nebo prohloubení deficitu běžné bilance v příštích letech, a to v důsledku vývozu důchodů do zahraničí (v podobě zisků, dividend). Jak dalece bude tento problém naléhavý, bude záležet na řadě dalších faktorů. Značnou roli budou hrát zejména takové okolnosti, jako míra exportního zaměření podniků se zahraniční majetkovou účastí, a též to, jaký podíl výrobních vstupů si tyto podniky budou zajišťovat na zahraničním a domácím trhu.

K primárním faktorům devizového kurzu lze dále zcela jistě přiřadit také operace týkající se účtu kapitálového⁵⁸, který má od roku 1997 nový obsah. (Do roku 1997 byl tento účet označován za účet finanční.) Jsou v něm obsaženy kapitálové transfery související s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů a vlastnickými právy k základním prostředkům, převody nevýrobních nefinančních hmotných aktiv (pozemky pro zastupitelské úřady, podzemní bohatství) a převody nehmotných práv (patenty, autorská práva atd.). Přínos kapitálového účtu k formování salda platební bilance České republiky, jak ukazuje analýza, zůstává méně významný.

Dále je do skupiny primárních faktorů devizového kurzu nutné přiřadit některé devizové transakce, jež metodika platební bilance zachycuje na současném finančním účtu. Za prvé jsou jimi devizové transakce vyplývající z přílivu a odlivu přímých zahraničních investic. Důvody pro zařazení přímých zahraničních investic mezi faktory primární, tj. přirozené, jsou následující:

Přímé zahraniční investice⁵⁹ je možné nejjednodušeji definovat jako investice, při nichž domácí investoři získávají takový podíl na základním kapitálu zahraničního podniku, který jim umožňuje jeho plnou kontrolu.

V České republice přesně definuje přímé zahraniční investice (PZI) zákon č. 219/1995 Sb.⁶⁰ PZI může být realizována buď výstavbou nového podniku, tzv. „na zelené louce“, nebo převzetím celého, nebo pouze části podniku již existujícího. Přímé investice nemusí být vždy nutně spojeny s „viditelným“ pohybem kapitálu z jedné země do druhé, protože zahraniční společnosti mohou zakládat a dále rozvíjet své pobočky či zvyšovat vlastnický podíl prostřednictvím svých reinvestovaných zisků nebo také prostřednictvím zdrojů získaných na úvěrovém trhu té země, kde působí.

Podle Manuálu k sestavení platební bilance vydaného Mezinárodním měnovým fondem (5. vydání) jsou přímé investice zastoupeny jednak v bilanci výnosů jako debetní položka, a to reinvestovanými zisky a dividendami, a také na účtu finančním (položka přímé zahraniční investice jako kreditní položka). Položka, která zvyšuje deficit běžného účtu a zároveň nezpůsobuje tlaky na vnější nerovnováhu a tedy nemá ani přímý vliv na vývoj devizového kurzu, jsou reinvestované zisky. **Reinvestované zisky⁶¹ zvyšují deficit běžného účtu i přesto, že tyto prostředky de facto zemi neopouštějí, neovlivňují tedy přímo ani vývoj devizového kurzu, protože se nestávají faktorem devizové nabídky a devizové poptávky na devizovém trhu.**

⁵⁸ Blíže viz také Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XVI – Structure and Characteristics of the Capital and Financial Account, s. 77 - 82

⁵⁹ Blíže viz také Manuál k sestavení platební bilance, kapitola VXIII – „Direct Investments“, s. 86 - 90

⁶⁰ Podle § 1 písmeno j) tohoto zákona se rozumí: „*přímou investicí při plnění oznamovací povinnosti takové vynaložení peněžních prostředků nebo jiných peněží ocenitelných majetkových práv a jiných majetkových hodnot, jehož účelem je založení, nabytí nebo rozšíření trvalých ekonomických vztahů investujícího tuzemce nebo tuzemců jako osob jednajících ve shodě na podnikání v zahraničí nebo investujícího cizozemce nebo cizozemců jako osob jednajících ve shodě na podnikání v tuzemsku, a to zejména některou z těchto forem: 1. vznik nebo získání výlučného podílu na podnikání včetně jeho rozšíření, 2. účast v nově vzniklém nebo existujícím podnikání, jestliže investor vlastní nebo získá nejméně 10% podílu na základním kapitálu obchodní společnosti nebo družstva nebo nejméně 10% podílu na vlastním kapitálu společnosti nebo nejméně 10% hlasovacích práv nebo jiný podíl na podnikání přesahující 10%, 3. další poskytnutí nebo přijetí finančních prostředků nebo jiných peněží ocenitelných majetkových hodnot nebo práv v rámci ekonomických vztahů založených přímou investicí, 4. finanční úvěr spojený s dohodou o podílu na rozdělení zisku nebo s výkonem účinného vlivu na řízení podniku, 5. užití zisku ze stávající přímé investice do této investice (reinvestice zisku)*“.

⁶¹ Blíže viz Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XIV – Income, s. 71

Přímé zahraniční investice jsou v současnosti často diskutovaným tématem nejen teoretickým ale i tématem politickým. Prozatím neexistuje jednotný názor v otázce optimální míry zapojení přímých zahraničních investic v domácí ekonomice. Někteří ekonomové či politici zastávají myšlenku, že „čím více, tím lépe“, druzí se zase obávají jednak rozsáhlých budoucích odlivů úroků a dividend z domácí ekonomiky do země, odkud přímé zahraniční investice pocházejí, a jednak varují před ztrátou ekonomické a politické nezávislosti.

Důvodů, proč zařadit tyto investice mezi primární faktory devizového kurzu, je hned několik. Přímí investoři totiž prostřednictvím realizace PZI místo exportu svého zboží nebo exportu svých služeb volí raději koupi rozhodujícího podílu či založení podniku nového v zahraničí, protože

- přímá zahraniční investice je legální způsob vyhnutí se cłům, kvantitativním omezením či nákladné dopravě svého zboží či služeb,
- využijí levnějších výrobních faktorů,
- využijí příznivějších daňových podmínek nebo investičních pobídek,
- využijí méně přísných a nákladných zdravotních, bezpečnostních a ekologických předpisů,
- následují své obchodní partnery do zahraničí atd.

Dalším činitelem motivace kapitálových pohybů, který ovlivňuje volbu investorů mezi domácími a zahraničními aktivy, je relativní bezpečí investovaného kapitálu. Domácí i zahraniční investoři jsou vystaveni různým rizikům. Riziko může být spojeno s rizikem politickým, s nebezpečím konfiskace, kdy vlády zemí, v nichž se investice nacházejí, neuznají právo soukromého vlastnictví atd. Dalším typem rizika je riziko kurzové, které je spojeno s možností nepříznivých výkyvů kurzu měny, v níž je investováno.

Naproti tomu hlavní důvod ze strany domácí politické scény na podporu přílivu zahraničních investic do ekonomiky je především ten, že na rozdíl od běžných zahraničních půjček jsou konkrétně PZI spojeny současně s importem know-how, moderních technologií a se zvýšením kvalifikace a zaměstnanosti domácí pracovní síly. Důvodem na podporu PZI v domácí ekonomice je, že PZI mají charakter nedluhového financování, a proto jejich příliv nezvyšuje (pokud je PZI realizována podílem na vlastním kapitálu domácího podniku) zahraniční zadluženost ekonomiky a nesnižuje tak její rating. Na druhou stranu je však znovu nutné zdůraznit, že budoucí odlivy úroků a dividend vytvářejí možnost působení na vznik či zvýšení vnější nerovnováhy v té době, protože mohou přispívat k nárůstu pasivního salda běžného účtu.

Dalším negativem, které je s PZI spojeno, je možné nepříznivé ovlivnění odvětvové struktury přímých zahraničních investic. Investice např. do těžebních odvětví či do sféry obchodních sítí mohou být totiž spojeny např. se ztrátou kontroly nad domácími přírodními zdroji, či horšími možnostmi pronikání domácích výrobců do obchodních sítí. Naproti tomu však vlastně žádoucí jsou takové PZI, které směřují do exportních odvětví. Jejich příliv je totiž spojen s očekáváním budoucího zlepšení salda obchodního účtu, a tedy i účtu běžného atd.

Velice silným argumentem, proč jsou přímé zahraniční investice primárním (přirozeným) faktorem devizového kurzu, je ten, že příliv PZI do domácí ekonomiky je motivován přirozenou strukturou hostitelské ekonomiky. Navíc přímé zahraniční investice představují zvláště pro mladé rozvíjející se ekonomiky příliv volných finančních zdrojů, které v ekonomice v takové míře, v jaké proudí ze zahraničí, z důvodu nízkého sklonu k úsporám

nejdou - podniky jsou podkapitalizované, protože banky poskytují úvěry jen v omezené míře, než by bylo pro hospodářský růst žádoucí atd. V podstatě lze konstatovat, že některé země, a Česká republika mezi ně patří, by se bez přílivu investic ze zahraničí neobešly, stejně jako by se neobešly např. bez dovozu nafty. Přímé zahraniční investice totiž představují alternativu domácím finančním zdrojům. Někdy jsou zahraniční investice dokonce jediným zdrojem finančních prostředků pro ekonomiku – např. pro země zničené válkou atd. Dalším argumentem pro zařazení PZI mezi primární faktory je, že investor je motivován realizací zisku v dlouhodobém horizontu na rozdíl od spekulanta, který se snaží realizovat zisk v krátké době, zpravidla do jednoho roku.

Co se týká České republiky, v posledních letech mezi politiky převládl názor, že přímé zahraniční investice mohou být pro ČR v mnoha směrech přínosem, a politici přistoupili proto k zavedení systému investičních pobídek⁶². Podle mého názoru jsou investiční pobídky nástrojem, který jen urychlil a urychluje příliv přímých zahraničních investic do domácí ekonomiky. Není proto možné tyto pobídky chápat jako důkaz, že přímé zahraniční investice nejsou primárním faktorem, tj. že ekonomika by se mohla bez přímých zahraničních investic obejít.

Další významný zdroj zahraničního investičního kapitálu vedle přímých zahraničních investic jsou tzv. **portfoliové investice**⁶³. Podle pátého vydání Manuálu k sestavení platební bilance Mezinárodního měnového fondu a rovněž v souladu se Statistickými metodami Evropské unie pro platební bilanci a vnější investiční pozici eurozóny Česká národní banka do položky portfoliové investice finančního účtu platební bilance zahrnuje majetkové cenné papíry a dluhové cenné papíry. Majetkovými cennými papíry se rozumí zejména akcie, a to jak prioritní, tak kmenové, dále zatímní listy a podílové listy podílových fondů. Přitom jako portfoliové investice se vykazují pouze majetkové cenné papíry, které představují méně než 10% podíl na základním kapitálu obchodní společnosti nebo vlastním kapitálu společnosti. Dluhovými cennými papíry podle metodiky platební bilance jsou např. podnikové a bankovní obligace, hypoteční zástavní listy, státní a komunální obligace, vyměnitelné a prioritní dluhopisy a podřízené dluhopisy. Podle potřeby platební bilance jsou dluhové cenné papíry členěny na krátkodobé (státní pokladniční poukázky, bankovní akceptované směnky) a dlouhodobé. (Podrobněji o portfoliových investicích, o systému sběru dat portfoliových investic např. ve Zprávě o platební bilanci 2002 České národní banky či devizovém zákoně.)

Hlavním motivem portfoliových investic z pohledu investora je vytvoření optimální struktury aktiv z hlediska rizikovosti, výnosnosti a likvidity. Portfoliové investice proudící ze zahraničí mají pro domácí ekonomiku obdobný význam jako přímé zahraniční investice. Představují totiž kompenzaci deficitu volných domácích finančních zdrojů. Na druhou stranu neznamenají zpravidla import know-how či moderní technologie jako PZI. Příliv portfoliových investic je zároveň známkou kladného hodnocení rozvinutosti domácího kapitálového trhu zahraničními investory. Pokud jsou směřovány do exportních odvětví,

⁶² Investiční pobídky pomáhají státům při získávání maximálního podílu z mezinárodní nabídky investičního kapitálu. V ČR byl program investičních pobídek zahájen v dubnu 1998, kdy bylo přijato první vládní usnesení legislativně upravující tuto oblast. Dne 1. května 2000 nabyl účinnosti zákon o investičních pobídkách (č. 72/2000 Sb., ve znění zákona č. 453/2001 Sb.), který umožňuje využití investičních pobídek za stejných podmínek jak zahraničním, tak i domácím investorům. Investičními pobídkami jsou: Sleva na dani z příjmů na 10 let (u nově vytvořeného podnikatelského subjektu) nebo částečná sleva na dani na 5 let (již existující podnikatelský subjekt); dotace obcím na technické vybavení území, na němž má být umístěna výroba, a převod pozemků ve vlastnictví ČR pro stavby, jichž se investiční pobídky týkají; hmotná podpora vytváření nových pracovních míst; hmotná podpora rekvalifikace zaměstnanců. Pro udělení investičních pobídek musí být splněna určitá kritéria.

⁶³ Bliže viz Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XIX – Portfolio Investments, s. 91-94

zlepšují stejně jako PZI saldo obchodní bilance a celého běžného účtu platební bilance. Naproti tomu odliv úroků a dividend zhoršuje saldo bilance výnosů a může tím zhoršit saldo běžného účtu platební bilance. **Portfoliové investice z obdobných důvodů jako přímé zahraniční investice lze zařadit do primárních faktorů devizového kurzu. Ovšem je také nutné zdůraznit, že portfoliové investice vykazují mnohem vyšší citlivost na očekávaný vývoj úrokových sazeb a devizového kurzu. Proto je možné, že při náhlém nepříznivém vývoji na domácím kapitálovém trhu tyto investice rychle odplouvají ven z ekonomiky – stávají se sekundárním faktorem devizového kurzu.**

Relativně novými instrumenty finančních trhů a zároveň zvláštní položkou finančního účtu platební bilance jsou tzv. **finanční deriváty**⁶⁴. Důležitým historickým mezníkem pro jejich rozvoj se stal pokračující rozpad bretton-woodského měnového systému po jeho zhroucení v roce 1971 a následné zvýšení fluktuací devizových kurzů a úrokových sazeb. Finanční deriváty⁶⁵ jsou využívány jednak na zajištění (hedging) proti např. kurzovému riziku, ale zároveň mají značný význam také pro devizovou spekulaci, kdy hovoříme o tzv. pákovém efektu [s. 149 Durčáková, Mandel: Mezinárodní finance]. Pákový efekt devizových finančních derivátů spočívá v tom, že umožňují zvýšit obraty devizových spekulacních operací, což v případě tzv. stabilizujících spekulací je efekt pozitivní, protože dochází k rychlejšímu návratu devizových kurzů k jejich rovnovážné úrovni. V případě destabilizujících (iracionálních) spekulací tento efekt naopak zvyšuje pravděpodobnost vyšších výkyvů (tzv. přestřelování) devizových kurzů. Z tohoto důvodu a z obavy před rozsáhlejší měnovou krizí někteří ekonomové zastávají názor o potřebě jejich větší regulace.

Finanční deriváty v současné situaci liberalizovaných kapitálových toků jsou v podstatě výrazem globalizace finančního rizika a možnosti přenosu finančních krizí z jedné země do druhé. Durčáková a Mandel k problematice finančních derivátů poznamenávají: „...i přes relativní liberálnost prostředí není s derivátovými obchody doposud spojena žádná systémová krize. Občasné krachy jednotlivých subjektů (např. britské banky Baring Brothers v roce 1995) nejsou dostatečným důvodem pro přísnější globální regulaci. Z těchto důvodů se jako postačující zdá dosavadní „samoregulace“ devizových pozic, kterou v rámci řízení rizika provádí každá banka, případně regulace devizových pozic a mimobilančních položek, které provádí centrální banky v rámci běžného řízení likvidity.“⁶⁶

Z výše uvedeného užití, hedging nebo spekulace, vyplývá, že jejich zařazení do konkrétní skupiny faktorů devizového kurzu již není tak jednoznačné jako v případě mezinárodních transakcí spojených s dovozem a vývozem zboží či přímých zahraničních investic. Při jejich klasifikaci je nutné opět použít stejné kritérium jako v případě předchozích položek platební bilance, tj. účel dané operace. **Pokud je účelem finančního derivátu hedging, tj. zajištění at' již proti riziku kurzovému či proti riziku úrokovému vyplývajícího z investic do zahraničí, je nutné tuto transakci zařadit mezi primární faktory devizového kurzu. Pokud je hlavním motivem operace s finančními deriváty spekulace, je vhodné takovou transakci započítat mezi sekundární faktory devizového kurzu.**

⁶⁴ Název „deriváty“ je odvozen – derivován od aktiva stojícího v základě finančního derivátu. Rozlišujeme např. finanční deriváty na akciový index, finanční deriváty na devizový kurz atd.

⁶⁵ Blíže viz Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XIX – Portfolio Investments, odstavec 392, 393, s. 92

⁶⁶ Durčáková, J., Mandel, M.: Mezinárodní finance, Management Press, Praha 2000, 1. vydání, ISBN 80-7261-017-1, s. 150

Metodika platební bilance však nerozlišuje mezi finančními deriváty za účelem hedgingu a finančními deriváty za účelem spekulace⁶⁷. Někteří organizátoři a účastníci kapitálového trhu, např. komerční banky, od kterých centrální banka informace o těchto instrumentech získává, však vedou jejich oddělenou statistiku nebo jiné záznamy. (Např. výroční zprávy obchodních bank zmiňují zajišťovací nástroje a nástroje na obchodování nebo obchodní kontrakty a kontrakty související s řízením aktiv a závazků apod.) Finanční deriváty jsou však vykazovány na zvláštním účtu až od roku 2000. Jejich význam, resp. „síla“ jejich vlivu na formování salda platební bilance, a tedy také na vývoj devizového kurzu, není dosud tak významná, jako např. vliv přímých zahraničních investic. V kvantitativní a kvalitativní analýze platební bilance v další části práce budou proto započteny mezi faktory primární.

Další položka platební bilance, která má charakter pro danou ekonomiku přirozený a která pro zemi znamená zdroj či naopak odliv volného kapitálu, jsou ostatní dlouhodobé investice⁶⁸. Metodika platební bilance člení operace tohoto účtu z hlediska subjektu na investice vlády, obchodních bank, centrální banky a investice ostatních sektorů. Proudění či naopak odplývání kapitálu zaznamenaného na tomto účtu platební bilance je zpravidla vyvoláno obdobnými motivy, jako např. příliv či odliv portfoliových investic. **Ovšem je také obdobně jako u portfoliových investic nutné zdůraznit, že i tyto investice vykazují vyšší citlivost na očekávaný vývoj úrokových sazeb a devizového kurzu. Proto je možné, že při náhlém nepříznivém vývoji na domácím kapitálovém trhu tyto investice rychle odplouvají ven z ekonomiky – stávají se sekundárním faktorem devizového kurzu.**

1.6.3.2 Sekundární faktory z hlediska platební bilance

Spekulace na vývoj devizového kurzu, tj. sekundární faktory, jsou podle definice nákupy nebo prodeje měny za účelem dosažení kurzového zisku na základě očekávaného zhodnocení nebo znehodnocení kurzu při současném zohlednění vývoje úrokové sazby. Protože spekulace se týká především toků krátkodobého kapitálu, tzv. hot money, bude se pozornost nyní soustředit na účet krátkodobých investic, tj. investic zpravidla na dobu kratší než jeden rok. Metodika platební bilance člení operace tohoto účtu obdobně jako ostatní dlouhodobé investice, tj. z hlediska subjektu na investice vlády, obchodních bank, centrální banky a investice ostatních sektorů. **Avšak ne všechny krátkodobé investice zaznamenané na tomto účtu platební bilance přicházejí a odplývají primárně ze spekulativních důvodů.**

Čistý vývoz krátkodobých investic může nabývat různých forem, např. formu krátkodobých obchodních úvěrů poskytovaných do zahraničí, jež převyšují částku úvěrů přijatých ze zahraničí. Motivem takového toku krátkodobého kapitálu je primárně zahraniční obchod se zbožím či službami hrazený zahraničnímu dodavateli s jistým časovým zpožděním, tj. na obchodní úvěr. Jinou formou toků krátkodobých investic může být např. zvýšení krátkodobých prostředků, které mají domácí banky na tzv. nostro účtech u zahraničních bank, a to při nezměněné výši či nižší úrovni na účtech loro, které mají zahraniční banky u domácích bank. Další formou krátkodobých kapitálových toků je jejich umístění do zahraničních cenných papírů peněžního trhu atd. A právě poslední dvě formy krátkodobého kapitálu jsou nejvíce motivovány spekulací na vývoj devizového kurzu se současným

⁶⁷ Manuál k sestavení platební bilance pouze uvádí, že tyto rozdílné motivy existují. Blíže viz s. 92, odstavec 393

⁶⁸ Blíže viz Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XX – Other Investments, s. 95 - 96

zohledněním vývoje reálných úrokových sazeb. V případě náhlých změn kurzových, úrokových či jiných, např. politických, podmínek v dané zemi tento krátkodobý kapitál odplývá v masivní míře z ekonomiky. Jiným motivem např. u obchodních či centrálních bank může být snaha těchto subjektů zajistit plynulost mezinárodního platebního styku pro své klienty, což je faktor devizového kurzu, bez kterého by se jistě ekonomika neobešla nebo jen s velkými obtížemi. Při zajištění potřebné struktury svých devizových prostředků provádějí tyto instituce různé devizové operace, ke kterým patří konverze, termínové operace či swapy.

Tedy ne všechny operace zaznamenané na účtu krátkodobých investic jsou primárně motivovány devizovou spekulací. Příliv nebo odliv krátkodobého kapitálu částečně zachycuje také položka chyb a opomenutí. Existence tohoto účtu je dána praktickou nemožností zachytit dokonale veškeré kapitálové toky mezi zeměmi. Proto bývá často tento účet interpretován jako určité svědectví o pohybech soukromého krátkodobého kapitálu. Analýza sekundárního kapitálu a jeho kvantifikace z pohledu platební bilance může být proto z těchto důvodů určitým způsobem zkreslena. **Je proto nutné brát zřetel na tyto okolnosti při práci s platební bilancí a položky na účtu krátkodobých investic, případně také salda chyb a opomenutí, chápat jako přibližný potenciál sekundárního faktoru devizového kurzu, tedy jako zdroje podstatnou měrou přispívajícího k měnovým krizím.**

Síla vlivu sekundárních faktorů na vývoj přirozeného devizového kurzu záleží především na:

- míře regulace, resp. liberalizace finančního účtu platební bilance,
- množství volného krátkodobého kapitálu v aktivech soukromých bank či ostatního soukromého sektoru,
- velikosti reálného úrokového diferenciálu,
- míře sklonu k riziku,
- kurzových očekáváních devizových obchodníků,
- systému devizového kurzu atd.

1.6.3.3 Terciární faktory devizového kurzu z hlediska platební bilance

Jak již bylo uvedeno, vyplývají terciární faktory devizového kurzu z intervencí centrální banky, ke kterým (hovoříme-li o přímých intervencích na devizový kurz) využívá svých devizových rezerv⁶⁹. Pohyb devizových rezerv ve formě likvidních devizových pohledávek, zásob zlata, státních cenných papírů cizí země, valut, případně též potenciálních devizových facilit (tj. možného čerpání devizového úvěru u cizích centrálních bank anebo u mezinárodních měnových organizací) se promítá v části platební bilance nazvané „**změna devizových rezerv**“. K vytváření devizových rezerv kromě zmiňovaných intervencí vede též potřeba krýt jednorázové deficity v platební bilanci, které by obdobně mohly vést ke změně úrovně kurzu měny, přestože by k této změně nebyly fundamentální důvody. (Obchodní banky drží devizové rezervy z odlišných důvodů než centrální banky, a to zejména pro zajištění mezinárodního platebního styku a úvěru v souladu s potřebami svých klientů a též pro možnost vlastního investování za účelem zisku - devizové obchody. V případě deficitu platební bilance s tlakem na znehodnocení kurzu měny obchodní banky nemají povinnost své devizové rezervy prodávat a působit tak proti zhodnocování měny. Naopak mohou i spekulovat na pokles měny s cílem dosáhnout patřičného zisku.) V platební bilanci jsou zaznamenány pouze změny devizových rezerv centrální banky, k nimž došlo během

⁶⁹ Blíže viz Manuál k sestavení platební bilance, kapitola XXI – Reserve Assets, s. 97 - 100

sledovaného období (roku), nikoli jejich skutečná, existující výše. Konkrétní stav devizových rezerv, resp. možnou sílu terciárního faktoru devizového kurzu ke konci období (zpravidla jednoho měsíce), vede centrální banka ve své statistické evidenci (viz také příloha č.8).

Terciárním faktorem devizového kurzu jsou však také tzv. nepřímé devizové intervence, tj. intervence na devizový kurz prostřednictvím změny hlavních úrokových sazeb centrální banky, ale také slovní intervence, které mají za úkol ovlivnit očekávání devizových obchodníků. K těmto intervencím již devizové rezervy používány nejsou, i když v jejich důsledku může dojít k nárůstu či naopak poklesu devizových rezerv. Konkrétní výši devizových rezerv použitých při přímých intervencích na devizový kurz, tj. skutečně použitou sílu terciárního faktoru, centrální banka zpravidla nezveřejňuje. Centrální banky obvykle nejsou ochotny poskytnout odborné veřejnosti denní časové řady o svých intervencích. Nejčastějším důvodem, který uvádějí, je dosažení konkrétního účinku na devizový kurz. Centrální banky však údaje o intervencích často nezveřejňují ani se zpožděním. (Např. Rada guvernérů FED poskytuje časové řady svých intervencí s ročním zpožděním, ale až od roku 1985. Česká národní banka podává některé údaje o svých intervencích, např. ve Zprávách o platební bilanci.) Sílu terciárního faktoru, tedy množství devizových rezerv použitých při intervenci, je pak možné jen odhadovat z údajů z novin či z jiných médií. Ty se však od těch skutečných hodnot mohou značně lišit.

Síla vlivu terciárních faktorů, tj. intervencí centrální banky, závisí jednak na její kredibilitě, na množství devizových rezerv, kterými může disponovat, a také na očekávání účastníků devizového trhu. Množství devizových rezerv centrální banky je pak determinováno především měnovou politikou centrální banky, vývojem platební bilance země, systémem devizového kurzu a dalšími okolnostmi (např. členstvím v Mezinárodním měnovém fondu).

Jednotlivé položky platební bilance lze rozdělit do tří základních skupin faktorů devizového kurzu – faktory primární, sekundární a terciární. Z vertikálního hlediska je možné všechny tyto skupiny rozdělit na položky vyvolávající tvorbu deviz v domácí ekonomice, tj. faktory devizové nabídky na devizovém trhu, označované také jako položky kreditní, a na položky, které naopak vyvolávají devizovou potřebu, tj. faktory devizové poptávky označované také jako debetní. Modifikaci jednotlivých položek platební bilance na faktory devizového kurzu ukazuje následující tabulka, která je v podstatě konkretizací tabulky č.1:

Tabulka č.5: Modifikace jednotlivých položek platební bilance na faktory primární, sekundární a terciární

Faktory devizového kurzu	Platební bilance	Kreditní položky + tvorba deviz	Debetní položky - vynakládání deviz
Primární faktory	Běžný účet	Vývoz zboží	Import zboží
		Vývoz služeb	Import služeb
		Import důchodů	Export důchodů
		Import transferů	Export transferů
	Kapitálový účet	Transferová inkasa	Transferové úhrady
	Finanční účet	Import přímých zahraničních investic (bez reinvestovaných zisků)	Export přímých zahraničních investic (bez reinvestovaných zisků)
		Import portfoliových investic	Export portfoliových investic
		Import finančních derivátů za účelem hedgingu	Export finančních derivátů za účelem hedgingu
		Import ostatních dlouhodobých investic	Export ostatních dlouhodobých investic
Sekundární faktory	Finanční účet, účet chyb a opomenutí	Import finančních derivátů za účelem spekulace	Export finančních derivátů za účelem spekulace
		Import krátkodobého spekulativního kapitálu	Export krátkodobého spekulativního kapitálu
Terciární faktory	Změna devizových rezerv	Přímá intervence snížením devizových rezerv, Nepřímá intervence např. zvýšením hlavních úrokových sazeb	Přímá intervence zvýšením devizových rezerv, Nepřímá intervence např. snížením hlavních úrokových sazeb
		= nabídka deviz	= poptávka po devizách

Zdroj: vlastní zpracování

Již v úvodu této části bylo zmíněno, že kvantifikace jednotlivých faktorů devizového kurzu prostřednictvím číselných údajů platební bilance má mnohé jak metodické tak také praktické nedostatky. Některé, například nedostatečné informace o finančních derivátech či údaje o devizových rezervách, které platební bilance zaznamenává jako „změnu devizových rezerv“ za rok, čtvrtletí či měsíc již byly zmíněny. Dále je nutné podotknout, že k přesné kvantifikaci jednotlivých faktorů a jejich vzájemného poměru, resp. jejich síly, kterou ovlivňují vývoj devizového kurzu, by musela být platební bilance sestavována nejen za období jednoho roku, čtvrtletně či měsíčně, ale musela by být, sestavována nepřetržitě každým okamžikem, protože poměry sil jednotlivých faktorů se neustále vyvíjejí. Devizový kurz je totiž veličina, která se mění každým okamžikem na základě momentálních poměrů jednotlivých faktorů. Platební bilance sestavená dle metodiky Mezinárodního měnového fondu proto může vysvětlit vývoj devizového kurzu v daném časovém intervalu pouze z hlediska dlouhodobých tendencí a tlaků.

Již samotná metodika platební bilance počítá s „nedostatky“, které zaznamenává na vyrovnávacím účtu chyb, opomenutí a kurzových rozdílů. K existenci tohoto účtu prof. Bakule poznamenává: „Existence účtu „chyby a omyly“ je dána řadou okolností, k nimž patří jak nedostatky v organizaci statistické evidence příslušných transakcí, tak nedostatky v metodice zjišťování či propočtu objemu určitých transakcí, dále „únik“ některých zejména drobnějších transakcí a časové diskrepance v záznamu určité operace na debetní a kreditní straně platební bilance. Existence této položky tedy vyplývá z dosavadní praktické neschopnosti dosáhnout žádoucího stupně přesnosti při podchycení transakcí zahrnovaných do platební bilance. Kromě toho záznam na účtu chyby a omyly . . . může být často interpretován jako svědectví nezachycených pohybů soukromého kapitálu, ačkoliv závěry,

které by z nich mohly být odvozovány se liší dost významně jak mezi zeměmi, tak u téže země v různých dobách, což závisí na spolehlivosti zaznamenávaných informací. Proto se v poslední době položka „chyby a omyly“ zahrnuje přímo do kapitálového účtu mezi transakce krátkodobého kapitálu“.⁷⁰

Zároveň byla také zmíněna domněnka, že některé primární faktory, jež jsou velmi citlivé na vývoj úrokových sazeb nebo kurzový vývoj, mohou při náhle vzniklé nepříznivé situaci na domácím ale i zahraničním kapitálovém trhu „změnit svůj účel“ a mohou se stát faktorem sekundárním.

1.6.4 Stadia platební bilance – stadia vývoje faktorů devizového kurzu

Samuelson a Nordhaus na základě zkoumání dlouhodobého vývoje platební bilance USA ve své knize o ekonomii definují pět základních období ve vývoji bilance. Tyto stadia lze interpretovat jako jednotlivá stadia ve vývoji faktorů devizového kurzu:

- 1. Mladý a rostoucí dlužnický stát**, pro který je typický vyšší dovoz zboží a služeb nad vývozem, a tedy i pasivní saldo běžného účtu. Na úhradu těchto dovozů a také na vytvoření svých kapitálových zásob si daná země musí vypůjčit od okolních ekonomik, čímž se její finanční účet platební bilance dostává do aktiva. (Česká republika na začátku transformace přibližně do roku 1999.)
- 2. Zralý dlužnický stát**, který je již na zahraničních trzích konkurenceschopný, a proto se mu daří více svého zboží a služeb vyvážet než dovážet. Bilance výnosů se však dostává do pasiva díky odplývání dividend a úroků, které země musí odvádět do zahraničí, odkud v první fázi vývoje proudily kapitálové investice. Pasivum bilance výnosů tak přibližně vyrovnává aktivum obchodní bilance, čímž na běžném účtu nastává přibližná rovnováha. Finanční účet je v této fázi vývoje také přibližně vyrovnaný, protože poskytované půjčky do zahraničí již zhruba vyvažují nové výpůjčky.
- 3. Nový věřitelský stát** pokračuje v převažujících vývozech nad svými dovozy a také bilance výnosů je aktivní, protože stát již uhradil své dluhy vyplývající zejména z první fáze vývoje. Naopak se v této fázi dostává do pozice, kdy již půjčuje své volné kapitálové prostředky do zahraničí. Finanční účet se tak dostává do pasiva.
- 4. Zralý věřitelský stát** v této fázi je podle Samuelsona a Nordhause pro ekonomiku typický opět vyšší dovoz než vývoz, tj. obchodní bilance se opět vrátila do pasiva, které je však vyrovnáváno přílivem výnosů z kapitálových investic, které domácí ekonomika umístila v zahraničí ve třetím stadiu vývoje. Tím vzniká rovnováha běžného účtu. Účet finanční je také přibližně vyrovnaný.
- 5. Senilní dlužnický stát** je podle autorů světoznámé učebnice o ekonomii poslední stadiem ve vývoji ekonomiky. Pro tuto fázi je typické pasivum obchodní bilance, tj. ekonomika uspokojuje svou spotřebu vyššími dovozy než vývozy, na což si však vypůjčuje ze

⁷⁰ Bakule, V.: Světové finance, Praha, SNTL - Nakladatelství technické literatury, 1976, 04-320-76, s. 176

zahraničí. Aktivum finančního účtu je tedy v této fázi vyvoláno vyšší spotřebou než potřebou vyšších investic. [39]

Tranzitivní ekonomiky včetně České republiky se v posledním desetiletí staly čistými příjemci přímých zahraničních investic (PZI), které významným způsobem formují saldo finančního účtu i oscilaci devizového kurzu. Také tento významný faktor prochází různými stadii vývoje, jež vycházejí z hypotézy životního cyklu přímých zahraničních investic v hostitelské zemi. [69] Podle této hypotézy procházejí přímé zahraniční investice různými fázemi životního cyklu, v rámci kterých působí faktory ovlivňující jak míru zisku, tak jeho rozdělení mezi reinvestované zisky a dividendy vyplacené do zahraničí:

1. fáze – ztrátová fáze: V této fázi vývoje PZI po provedení investice nadnárodní společností v hostitelské zemi bude nově založený podnik vykazovat ztrátu. Avšak v případě akvizice, která má v tranzitivních zemích převážně podobu privatizačních přímých zahraničních investic, může být tato etapa velmi krátká nebo nemusí nastat vůbec.

2. fáze – růstová fáze: V této etapě vývoje PZI roste výkonnost podniku, podnik se stává konkurenceschopným a roste jeho zisk. S úspěšným rozvojem podniku jsou však spojeny další dodatečné investice, proto mohou být vytvořené zisky často reinvestovány v plném rozsahu zpět do výroby. Délka této fáze je determinována velikostí domácího trhu, postavením daného podniku na tomto trhu, na stabilitě exportních trhů a možnými alternativními způsoby financování podniku. Rozsah reinvestovaných zisků a rozsah vyplácených dividend může být podstatně ovlivněn také stupněm ozdravení podniku či banky v průběhu privatizace.

3. fáze – fáze dospělosti: Ve třetí fázi podnik s PZI dosáhne „dospělosti“ a jeho tržní podíl a ziskovost se stabilizuje. V této etapě vývoje mateřská společnost převádí většinu naakumulovaných zisků ve formě výplaty dividend. Lze tedy předpokládat, že v této fázi reinvestované zisky výrazně poklesnou jak relativně v poměru k celkovým ziskům, tak absolutně ve prospěch dividend. (Podle statistiky platební bilance ČR narostl objem vyplácených dividend v roce 2001 o více než 50% vůči předchozímu roku na 16,4 mld. Kč.) [69]



2 KVANTITATIVNÍ A KVALITATIVNÍ ANALÝZA FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU NA PŘÍKLADU ROZBORU PLATEBNÍ BILANCE ČR V DOBĚ TRANSFORMACE

Cílem analýzy je kvantifikovat primární, sekundární a terciární faktory devizového kurzu koruny v letech 1993 až 2003 a z tohoto pohledu zhodnotit jejich vliv na devizový kurz koruny v tomto období. Analýza je provedena na základě dat o platební bilanci a zahraničním obchodu ČR, jejichž zdrojem se staly údaje převážně České národní banky, Českého statistického úřadu a Ministerstva financí ČR. Tyto údaje jsou uvedeny v tabulkách (některé jsou součástí příloh) a grafech za čtvrtletí příslušného roku či v ročních údajích v miliardách korun a běžných cenách. Analýza se zaměřuje nejprve na rozbor primárních faktorů devizového kurzu, tj. na analýzu běžného účtu a kapitálového účtu platební bilance, a dále na ty položky účtu finančního, které v části obecné transformace platební bilance byly označeny rovněž za primární. Součástí analýzy je kvalitativní rozbor a kvantifikace faktorů sekundárních a terciárních. Poslední část analýzy již hodnotí sílu vlivu všech faktorů devizového kurzu jako celek a současně se pokouší zhodnotit jejich budoucí vliv na vývoj devizového kurzu koruny v následujících letech. V této části jsou uvedeny převážně údaje roční. Stejně tak při hodnocení např. přímých zahraničních investic jsou použity roční údaje. Samostatná část byla věnována podrobné analýze jednotlivých faktorů devizového kurzu v době měnové krize, která Českou republiku zasáhla v květnu 1997, a kdy se všechny faktory, zejména sekundární a terciární, projeví v celé své síle.

V části, v níž byla rozvedena myšlenka přirozeného kurzu nazvaná „Teorie přirozeného kurzu“, byly zmíněny teoretické předpoklady o tom, že přirozený devizový kurz je v podstatné míře ovlivněn existujícími devizovými opatřeními omezujícími konvertibilitu domácí měny a také mírou otevřenosti domácí ekonomiky. Proto bude před samotnou kvantifikací faktorů devizového kurzu vyhodnocena tato problematika.

2.1 ČESKÁ REPUBLIKA V OBDOBÍ TRANSFORMACE

2.1.1 Otevřenost české ekonomiky na konci 20. a počátkem 21. století

Mezinárodní obchod a mezinárodní finance jsou pro každou ekonomiku přínosné hlavně proto, že umožňují rozšířit spotřebu, a tím i blahobyt země. Před samotným hodnocením mezinárodních ekonomických vztahů České republiky a jednotlivých faktorů devizového kurzu je nutné si nejprve uvědomit, do jaké míry je česká ekonomika do těchto vztahů a vazeb zapojena a do jaké míry je jimi domácí ekonomika ovlivněna, či v jaké míře naopak Česká republika k těmto vazbám přispívá. Podle MacMillanova⁷¹ slovníku lze ekonomiku označit za otevřenou, jestliže je zapojena do mezinárodní dělby práce. Již téměř klasická učebnice ekonomie amerických autorů Samuelsona a Nordhause je v podstatě jen potvrzením výše uvedeného, protože říká, že „*ekonomika je otevřená v míře, v jaké směňuje statky, služby nebo výrobní faktory s ostatním světem*“, a že stupeň otevřenosti domácí ekonomiky lze měřit relativní velikostí zahraničního obchodu na HDP⁷². Zhodnotme proto

⁷¹ Autorský tým vedený Davidem W. Pearcem: MacMillanův slovník moderní ekonomie. Victoria Publishing, Praha 1992, 4. vydání, ISBN 80-856-05-42-2, s. 286

⁷² Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D.: Ekonomie. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995, 2. vydání, ISBN 80-205-0494-X, s. 899

otevřenost české ekonomiky podle těchto kritérií. Česká republika po roce 1989 prodělala značný vzestup otevřenosti své ekonomiky vůči zahraničí, což dokládá následující tabulka:

Tabulka č.6: Podíl zahraničního obchodu na HDP v % a běžných cenách

	1989			1994			2000			2002		
	VÝVOZ											
	zboží	služby	celkem	zboží	služby	celkem	zboží	služby	celkem	zboží	služby	celkem
ČR ⁷³	15,61	4,17	19,78	37,9	12,5	50,4	59,0	13,8	72,8	55,01	10,16	65,17
Rakousko			23,03			36,9			47,7			
Nizozemí			43,49			55,4			62,5			
	DOVOZ											
ČR	14,41	3,54	17,95	41,8	11,4	53,2	66,3	10,7	77,0	58,28	9,2	67,48
Rakousko			27,6			37,4			48,4			
Nizozemí			42,04			49,7			57,3			

Zdroj: ČSU, The EU Economy: 1999 Review

Česká republika je v současnosti velmi otevřenou ekonomikou a je v tomto ohledu srovnatelná s přibližně stejně „malými“ již vyspělými ekonomikami. Otevírání se světu byl proces, založený na liberalizaci zahraničního obchodu (zrušením monopolu zahraničního obchodu), kapitálového pohybu a postupném zavádění konvertibility domácí měny, který se stal jedním z hlavních pilířů transformace centrálně plánované ekonomiky v ekonomiku tržní.

Vnitřní směnitelnost koruny byla zavedena k 1.1. 1991 devizovým zákonem č. 528/1990 Sb. ve znění zákona č. 228/1992 Sb. Vnitřní konvertibilita znamenala především zrovnoprávnění přístupu podniků i osob k volně směnitelným měnám. Podnikatelské subjekty tímto získaly právo požadovat po devizové bance úhradu jejích závazků vůči devizovému cizozemci ve volně směnitelné měně s tím, že devizové bance splatí protihodnotu v domácí měně. Na druhé straně tento zákon devizovým tuzemcům nařizoval povinnost nabídnout všechny získané devizové prostředky ke koupi devizové bance. Veškeré devizové operace podnikatelských subjektů vyplývající ze zahraničního obchodu mohly probíhat pouze přes běžný korunový účet založený u libovolné banky. (Devizové účty v systému vnitřní směnitelnosti koruny podniky totiž vést nesměly, pouze výjimečně.) Ostatní mezinárodní operace, tj. operace mimo dovoz a vývoz zboží a služeb, podléhaly devizovému povolení centrální banky nebo ministerstva financí. V oblasti operací v rámci běžného účtu se toto povolení vztahovalo na některé běžné převody (jednostranné transfery), jako např. na daně, dědictví, výživné atd. Co se týká operací finančního (tehdy ještě kapitálového účtu), bylo zde nutné povolení centrálních měnových autorit u většiny transakcí. Příliv a odliv kapitálu byl tedy přísně regulován zvláště v prvních letech transformace. Zásadní zlom v tomto směru nastal 1.10. 1995, kdy byl přijat nový devizový zákon zavádějící externí směnitelnost koruny (viz dále). Do tohoto okamžiku zůstávala domácí měna (koruna) výhradně vnitrostátním platidlem. Koruna tedy nebyla obchodována na mezinárodních devizových trzích. [28]

Ovšem hlavní smysl zavedení vnitřní směnitelnosti spolu se zrušením monopolu zahraničního obchodu bylo především propojit vnitřní trh s trhem světovým, tj. znovuoobnovení přirozeného tlaku na domácí podnikatelskou sféru vyplývající ze zahraniční konkurence a jejího znovuzapojení do mezinárodní dělby práce. Protože to byl proces, který měl bezprostřední vliv na ekonomické subjekty – podniky, domácnosti, stát, stručně řečeno na miliony lidí, bylo třeba postupovat s jistou mírou obezřetnosti. Jak poznamenal Karel Dyba: „V našem případě byl koncepční záměr přechodu k plné liberalizaci naprosto jasný, ale v praxi liberalizace byly použity známé „Klausovy polštáře“, tj. kursový a mzdový i jiné

⁷³ Za rok 1989 jsou uvedeny údaje celé ČSSR.

brzdičky s cílem poskytnout jistý časový prostor ke strukturální adaptaci podnikové sféry na nové podmínky, ve kterých bude už permanentně vystavena tlaku mezinárodní konkurence. Tedy prostředí tak zásadně rozdílného od skleníkového prostředí RVHP (je dnes nutno vysvětlit, co tato zkratka znamená?), ve kterém podniková sféra byla zvyklá pohodlně přežívat. Vytvoření takového permanentního, přiměřeného tlaku je pro relativně malou ekonomiku, jako je česká, naprosto zásadní – jak z makroekonomických důvodů (protiinflační tlak dovozní konkurence), tak i z mikroekonomických důvodů (tlak na inovaci, technický pokrok atd.) – ale zároveň šlo o to nepřekročit meze sociální únosnosti.⁷⁴

2.1.2 Vývoj směnitelnosti české koruny

Transformační období bylo velmi bohaté na změny v oblasti měnové politiky. Tato etapa ve vývoji České republiky přinesla také mnoho zásadních změn v otázce směnitelnosti české koruny, což významným způsobem ovlivnilo zahraniční politiku ČR a také vývoj kurzu domácí měny. Pojem směnitelnost bývá často interpretován rozdílným způsobem a samotný pojem směnitelnost měny je velmi relativní záležitost. V současné praxi vyspělých tržních ekonomik je vždy přihlíženo k možnostem směnitelnosti pro soukromé osoby a zahraniční držitele měny. Problematiku směnitelnosti ošetřují jednotlivé články Dohody Mezinárodního měnového fondu. V nejobecnějším smyslu je možné za směnitelnou považovat takovou národní měnu, jejíž používání v běžných mezinárodních finančních transakcích nepodléhá intenzivním devizovým omezením. Možnost rozdílné interpretace tohoto často používaného pojmu dokládá výňatek z knihy V. Bakuleho: „*Směnitelnost lze chápat ve velmi širokém rozmezí: na jedné straně je to rozsáhlá směnitelnost v období klasického zlatého standardu, na druhé straně pak téměř úplné potlačení směnitelnosti v období hlubokých hospodářských krizí kapitalistického systému. Není proto divu, že nelze vyloučit eventuální nedorozumění, která vyplývají z nestejného pojetí a z nestejných představ o směnitelnosti. Zejména nebývá dostatečně jasno rozlišení mezi dvěma základními variantami, tj. tzv. interní směnitelností a tzv. externí směnitelností. Interní směnitelnost je možné chápat jako systém opatření upravujících přístup devizových tuzemců (rezidentů) k zahraniční měně a formy disponování s touto měnou. Externí směnitelnost je pak možné chápat jako systém opatření umožňujících devizovým cizozemcům (nerezidentům) vytvářet pohledávky v dané národní měně a disponovat jimi.*“⁷⁵

2.1.2.1 Proces zavádění směnitelnosti

Proces zavádění směnitelnosti české koruny, který vycházel ze zahraničních zkušeností, lze rozdělit do dvou zásadních kroků:

1. V první fázi se v rámci vnitřní směnitelnosti přistoupilo k liberalizaci běžného účtu platební bilance (dovoz zboží a služeb), zatímco kapitálové toky byly ponechány pod určitou státní kontrolou – tj. opatření devizového zákona z roku 1991.
2. Po dosažení plné liberalizace operací běžného účtu platební bilance došlo v druhé fázi k postupné liberalizaci kapitálových toků, což mělo vytvořit podmínky pro přechod k plné směnitelnosti koruny – tj. opatření devizového zákona z konce roku 1995.

⁷⁴ Dyba, K.: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let, In: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha – Sborník textů, Centrum pro ekonomiku a politiku, č. 8, Praha 2001, ISSN 1213-3299, s. 11

⁷⁵ Bakule, V.: *Světové finance*, 1. vydání, Praha: SNTL 1976. 04-320-76, s. 68

Tento proces zavádění směnitelnosti české koruny znamenal kombinaci volného přístupu k devizám s určitými devizovými omezeními. Existence těchto omezení vycházela z předpokladu, že plné uvolnění dovozu by v podmínkách roku 1990 bylo zcela nemožné. Znamenalo by buď vysoké nároky na zvýšení zadluženosti ve volně směnitelných měnách, nebo značnou devalvaci kurzu české měny a s tím související inflační tlaky. Pozvolné zavedení směnitelnosti bylo tedy provedeno s ohledem na předreformní stav československé ekonomiky, která nebyla natolik silná, aby mohla nést případné dopady plné směnitelnosti koruny; bylo zároveň jakýmsi mezistupněm k zavedení plné, tj. jak externí tak interní směnitelnosti měny.

Ad 1) Vnitřní směnitelnost koruny

Vnitřní směnitelnost koruny ve výše uvedeném smyslu, tj. určitého systému opatření, který umožňuje přístup devizových tuzemců k zahraničním měnám a upravuje jejich užití, byla zavedena 1.1. 1991. Toto opatření znamenalo liberalizaci operací na běžném účtu platební bilance, především vývozu a dovozu zboží a služeb, a částečně i liberalizaci kapitálových transferů směřujících do České republiky. Opatření spojená s vnitřní směnitelností umožňovala podnikatelským subjektům volný přístup ke směnitelným měnám a zároveň také pro ně znamenala povinnost získané volně směnitelné měny naopak prodat tuzemské bance. Ve vztahu k obyvatelstvu byla však dostupnost cizích měn omezena limitem: např. v roce 1991 byl limit ve výši 5 000,- Kčs, v roce 1992 7 500,- Kčs.

Smysl vnitřní směnitelnosti vychází z podstaty fungování tržní ekonomiky, kde hlavním kritériem při rozhodování podnikatelských subjektů je dosažený hospodářský výsledek, resp. tržní hodnota jejich majetku, tvořený střetem cen na straně jejich vstupů a výstupů. Cílem zavedení vnitřní směnitelnosti bylo na počátku transformace obnovit tržní prostředí otevřením domácí ekonomiky zahraniční konkurenci cestou liberalizace dovozu. A právě tato liberalizace byla jednoznačně podmíněna možností přímého přístupu tuzemských subjektů k devizám ve formě určitého stupně směnitelnosti domácí měny.

Ad 2) Vnější směnitelnost české koruny

Otázka vnější směnitelnosti koruny (podle kritérií VIII. článku Dohody Mezinárodního měnového fondu) byla vyřešena přijetím nového devizového zákona č. 219/1995 Sb. koncem roku 1995. Tento nový zákon plně liberalizoval operace běžného účtu platební bilance pro všechny tuzemce i cizozemce. Uvolňoval směnu korun za devizové prostředky pro všechny platby spojené s nákupem zboží a služeb a pro neobchodní platby soukromého či sociálního charakteru. Podle tohoto zákona se již dále neuplatňuje nabídková povinnost, tzn. že tuzemci již nemusí své devizové prostředky nabízet k odkupu za českou měnu, ale mohou je dle svého uvážení také uložit v tuzemské bance na devizový účet. Cizozemci mohou volně směňovat zůstatky české měny na svých účtech u tuzemských bank za cizí měnu nebo je převádět do zahraničí a některá další opatření. K tomuto zákonu je důležité zmínit, že zároveň liberalizoval kromě výše uvedených operací běžného účtu také některé kapitálové operace.

Zhodnotme nyní, jakým způsobem probíhala liberalizace kapitálových toků, tj. finančního účtu platební bilance České republiky ve vztahu k zahraničí. Hned na začátku je nutné zdůraznit, že kapitálové toky v době transformace byly ovlivněny nejen devizovými opatřeními znamenajícími jejich postupnou liberalizaci, ale také stavem kapitálového trhu v České republice, který zahájil opětovně svou existenci na počátku 90. let minulého století.

Český kapitálový trh byl zejména na počátku transformace v porovnání s vyspělými ekonomikami mladý, nerozvinutý a s nedokonalým právním rámcem. V prvních letech ekonomické transformace bylo jeho fungování spojeno zejména s různými etapami kupónové privatizace.

Devizové předpisy v otázce možnosti cizozemců investovat v České republice byly již na počátku transformace ČR liberální (devizový zákon č. 528/1990 Sb., ve znění zákona č. 228/1992 Sb.). Cizozemcům bylo v České republice umožněno zcela volně investovat kapitál jak do přímých, tak portfoliových investic. Jejich investice v ČR byly navíc chráněny na základě dvoustranných mezinárodních dohod o podpoře a vzájemné ochraně investic. Do konce roku 2002, podle Zprávy o platební bilanci za rok 2002, Česká republika uzavřela 78 těchto dvoustranných smluv. Důvodem k zavedení tohoto poměrně liberálního režimu vůči zahraničním investorům bylo umožnit příliv zdrojů ze zahraničí a posílit nízké devizové rezervy státu v počátcích ekonomické transformace. Zpráva o platební bilanci dále uvádí, že příliv zdrojů ze zahraničí byl zejména na počátku vzniku České republiky spojen s emisími dluhopisů domácími subjekty v zahraničí. Kromě České národní banky zaznamenal výraznou emisní aktivitu zejména veřejný sektor. Např. města Praha, Ostrava a Brno touto formou získala dlouhodobé zdroje na financování svých potřeb atd.

V prvních letech transformace umožňovaly devizové předpisy ve vztahu k devizovým rezidentům volně investovat domácí zdroje do zahraničních cenných papírů pouze bankám, kterým byla udělena příslušná licence. Nebankovním domácím subjektům bylo dovoleno investovat svá aktiva do zahraničních portfoliových investic až koncem roku 1995 v souladu se zmiňovaným devizovým zákonem znamenajícím zároveň zavedení externí směnitelnosti koruny. Další poměrně významná liberalizace kapitálových toků nastala přibližně v polovině roku 1998, kdy bylo umožněno investičním společnostem a investičním fondům nakupovat do svého portfolia zahraniční cenné papíry, které byly emitovány členskými zeměmi OECD, nebo jejich centrálními bankami nebo se kterými se obchoduje na veřejných trzích zemí OECD. Prudký vzestup investic domácích rezidentů do zahraničních cenných papírů nastal od roku 1999, kdy bylo nařízením vlády č. 129/1998 Sb. umožněno všem tuzemcům provádět operace se zahraničními cennými papíry bez devizového povolení. Tento liberalizační krok a situace na domácím kapitálovém trhu v kombinaci se snížením úrokového diferenciálu vedly poprvé k čistému odlivu portfoliových investic do zahraničí. [Zpráva o vývoji platební bilance České republiky 2002]

Nařízením vlády č. 129/1998 Sb. pak byly od 1. ledna 1999 uvolněny zbývající dosud regulované položky finančního účtu s výjimkou:

- zřizování a vedení účtů v zahraniční měně (toto bylo později uvolněno s účinností od počátku roku 2001 nařízením vlády č. 169/2000 Sb.),
- nabývání nemovitostí v České republice cizinci. K uvolnění by mělo dojít až po vstupu České republiky do Evropské unie, ale i potom s přechodnou výjimkou nabývání zemědělské půdy, lesů, nemovitostí sloužících k bydlení a pozemků určených pro výstavbu k účelům bydlení.
- volného pohybu kapitálu vyplývajícího z některých dílčích zákonů, jako např. vstup zahraničních investorů do pojišťovnictví, bankovníctví, telekomunikací atd. I v těchto případech dojde k uvolnění při vstupu České republiky do Evropské unie.

2.1.2.2 Otázka správného načasování zavedení externí směnitelnosti české koruny

Zavedení směnitelnosti a také její udržení však není jednoduchá záležitost a předpokládá u dané země splnění některých ne zrovna snadných požadavků. Je tedy otázkou, proč země usilují o to, aby jejich měny byly směnitelné. Jako hlavní důvody bývají uváděny nejčastěji:

- možnost čerpání volných finančních prostředků ze zahraničí,
- deponované prostředky cizích zemí umožňují domácí zemi financovat deficit platební bilance,
- příliv dalších směnitelných měn do domácí ekonomiky,
- zvýšení devizových příjmů domácích bank,
- zvýšení devizových rezerv centrální banky,
- lepší možnost stabilizace kurzu domácí měny,
- zvýšení konkurenceschopnosti domácích subjektů atd.

Směnitelnost ovšem neznamena jen výhody, ale může přinést i mnohá úskalí znamenající za určitých podmínek až recesi domácí ekonomiky. Především jde o vyšší pravděpodobnost spekulativních útoků na vývoj kurzu domácí měny s jejími dalšími negativními důsledky na vývoj celého hospodářství. V této souvislosti vzniká otázka, zda zavedení externí směnitelnosti české koruny bylo krokem v pravý okamžik či naopak, zda nepřineslo spíše negativa. K zavedení externí směnitelnosti musí daná ekonomika splňovat určité předpoklady. Stručně je můžeme vymežit těmito požadavky:

1. monetární požadavky:

- a) země musí splnit požadavek dostatečných devizových rezerv, aby mohla intervenovat na devizovém trhu vývoj devizového kurzu své měny,
- b) země nesmí být extrémně zadlužená, tj. vnější zadluženost domácí ekonomiky by neměla překročit 40% HDP, aby své devizové rezervy nemusela použít právě na úhradu svého dluhu,
- c) musí mít realistický systém devizového kurzu;

2. nemonetární předpoklady:

- a) země musí být schopna pružně se přizpůsobit požadavkům zahraničních trhů,
- b) země musí mít kvalifikované a zkušené pracovníky v bankovní sféře schopné provádět operace v cizích měnách. [2, s. 70-71]

Z výše uvedených předpokladů vyplývá, že zavedení externí směnitelnosti je spíše „prestižní“ záležitostí, kterou si země teprve musí „zasloužit“ svou vyspělostí, makroekonomickou stabilitou a funkceschopností ekonomiky. A pokud tyto předpoklady nesplňuje, může být její zavedení rizikové. Připomeňme si, že zavedení vnější směnitelnosti koruny na konci roku 1995 bylo provedeno v době, kdy v ekonomice současně existoval:

1. režim pevného devizového kurzu, ve kterém česká koruna byla pevně svázána na měnový koš s velice úzkým oscilačním pásmem $\pm 0,5\%$, tj. nízké kurzové riziko,
2. značný úrokový diferenciál, tj. úrokové sazby v domácí ekonomice byly výrazně vyšší než úrokové sazby v zahraničí,
3. liberální devizové předpisy v otázce možnosti cizozemců investovat v České republice,
4. příznivé očekávání zahraničních investorů díky obnovujícímu se růstu ekonomiky,
5. relativně stabilní politická sféra usilující o rychlou transformaci domácí ekonomiky,
6. nestabilní, tj. velmi zranitelný a slabý bankovní systém,
7. vysoká provázanost podnikového sektoru s domácím bankovním sektorem,
8. slabý a nerozvinutý kapitálový trh se slabým právním rámcem,

9. všeobecný konzervatismus domácích subjektů ve výběru finančních instrumentů, tj. zdroje obyvatelstva byly ukládány nejčastěji na běžných bankovních účtech, zdroje pro financování byly nejčastěji získávány formou úvěru.

Z bodů 1 až 5 vyplývá, že Česká republika se v období zavedení vnější směnitelnosti stala velice atraktivní pro zahraniční investory, což bylo pro domácí ekonomiku na jedné straně pozitivní, na druhou stranu vyvolávala tato situace i svá rizika. Kombinace těchto faktorů lákala totiž kromě přílivu kapitálu dlouhodobého, např. přímých zahraničních investic, což je pro ekonomiku pozitivum, také příliv krátkodobého kapitálu, který byl motivován očekáváním vysokého a zároveň rychlého zisku z konverze devizových prostředků a jejich ukládání především na běžné účty znějící na českou měnu v domácích bankách. Tím rostla poptávka po domácí měně, tj. rostly tlaky na zhodnocení domácí měny, ačkoliv situace na běžném účtu vyvolávala tlaky opačné, tj. tlaky na znehodnocení domácí měny.

V pasivech domácích bank narůstaly ty cizí zdroje, pro které bylo charakteristické, že pokud se změni pro zahraniční investory příznivá situace daná kombinací výše uvedených skutečností, rychle zmizí z bilancí bank, čímž může být ohrožena jejich likvidita a solventnost. Z vysoké provázanosti bankovního sektoru se sektorem podnikovým, na kterou upozorňují body č. 7 a 8 zároveň vyplývá také zprostředkované ohrožení domácích podniků. (Podniky v České republice totiž získávaly své zdroje hlavně prostřednictvím bankovních úvěrů, ne emisí dluhopisů či jiných dlužných cenných papírů na kapitálovém trhu. Nedostatek vlastních zdrojů byl dalším důvodem, proč byly domácí podniky zejména v prvních letech transformace odkázány na bankovní sektor a proč je podnikový sektor tak svázan se sektorem bankovním.)

Jak dále upozorňuje bod č. 6, bankovní sektor se navíc v první polovině 90. let vyznačoval značnou nestabilitou, vyplývající z nízké kvalifikace či malých praktických zkušeností managementu, z čehož vycházelo takové chování bank, které rozhodně nelze označit za obezřetné. Banky usilovaly spíše o „rychlý“ zisk, tj. docházelo často k poskytování úvěrů, aniž by byla dostatečně ověřena úvěrová způsobilost dlužníka apod. Nestabilita českého bankovního sektoru zejména v první polovině 90. let byla dána také tím, že v prvních letech ekonomické transformace byl relativně snadný vstup do bankovního podnikání, např. nízký požadavek na výši základního kapitálu bank atd. Daný stav bankovního systému lze také připsat nedostatečnému a nerozvinutému orgánu bankovní regulace a dohledu, jež je v české ekonomice úkolem centrální banky a jehož nedostatky vyplývaly opět převážně z nedostatečné kvalifikace a praktických zkušeností. Příčinu lze také připsat snaze politiků o co nejrychlejší transformaci českého hospodářství a z toho vyplývající tlaky na domácí banky úvěrovat domácí podniky, i když tomu finanční zdraví podniků často nenásvědčovalo. Z těchto a dalších příčin pak docházelo k častému ohrožení bankovní likvidity a solventnosti vedoucí až k bankrotům bankovních domů a k bankovní krizi.⁷⁶

Vraťme se ještě k požadavkům či spíše k předpokladům, které by měla ekonomika splňovat, pokud hodlá zavést externí směnitelnost své měny. **Požadavek dostatečnosti devizových rezerv lze** zhodnotit například pomocí „ukazatele vztahu mezi rozsahem devizových rezerv a objemem dovozu, resp. pomocí tzv. ukazatele L_m , který udává kolikaměsíční dovoz mohou devizové rezervy uhradit.“⁷⁷ Podle údajů České národní banky

⁷⁶ Této problematice byla věnována pozornost na Katedře financí a účetnictví HF TUL při zpracování projektu GAČR č. 402/00/0963: Příčiny prohlubování krize bankovního sektoru České republiky, prosinec 2000

⁷⁷ Bakule, V.: Světové finance, SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1976, 1. Vydání, 245 s., 04-320-76, s. 92

byla výše devizových rezerv v roce 1995 schopna krýt 5,6 – měsíční objem dovozu, což je vcelku dobrá výše devizových rezerv⁷⁸. V roce 1993 byly devizové rezervy schopny pokrýt ještě jen 2,6 – měsíční objem dovozu, v roce 1994 již 3,3 – měsíční objem dovozu, tj. v těchto letech byla výše devizových rezerv uspokojivá. V následujícím roce 1995 došlo k jejich značnému nárůstu. K tomuto ukazateli, který uvádí Česká národní banka v každoročních zprávách o platební bilanci ČR, je však nutné přistupovat s jistou opatrností. Je pravdou, že import je možno hradit buď exportem v adekvátní výši (což jednoznačně nebyl případ České republiky), nebo zahraničním úvěrem či nedluhovým financováním prostřednictvím například přímých zahraničních investic, anebo tento import uhradit ze svých devizových rezerv. Avšak devizové rezervy nejsou primárně určeny k úhradě závazků plynoucích ze zahraničního obchodu. Oficiální devizové rezervy v držbě centrálních bank jsou především určeny na devizové intervence na devizovém trhu k ovlivnění výše devizového kurzu a jejich potřeba je přímo úměrně závislá na míře „pevnosti“ devizového kurzu. A jelikož Česká republika v první polovině devadesátých let udržovala pevný systém devizového kurzu s úzkým oscilačním pásmem bylo její povinností, vyplývající ze zákona hájit toto úzké pásmo, z čehož vyplývá logicky i vyšší potřeba devizových rezerv, než kdyby byl devizový kurz koruny již v té době v režimu řízeného floatingu. Čili uvažovat z tohoto ukazatele na přiměřenost devizových rezerv je dosti diskutabilní.

Také druhý požadavek týkající se zahraniční zadluženosti se zdá být na první pohled v pořádku. Ta v roce 1995 činila 33,1% hrubého domácího produktu, tj. splňovala takovou míru zadlužení, kterou ratingové agentury obvykle označují za únosnou. Tento ukazatel je však konstruován tak, aby potenciálním věřitelům napověděl, zda je daná ekonomika schopna dostát svým závazkům. Je to tedy pohled věřitele. Ovšem z pohledu dlužníka, tj. v tomto případě České republiky, by mělo být zároveň akcentováno hledisko, zda toto zadlužení není příčinou snižování růstu HDP, nebo dokonce zda nevede k poklesu domácí spotřeby. K hodnocení přiměřenosti zadlužení z pohledu dlužníka by proto mohl lépe posloužit např. ukazatel „poměr dluhové služby (placená jistina plus úrok) k hrubému domácímu produktu“, který uvádí tabulka č.7.

Tabulka č.7: Ukazatel vlivu střednědobého a dlouhodobého zahraničního dluhu na domácí spotřebu (%)

Rok	Limit	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dluhová služba/HDP	5,0	3,5	6,0	5,2	5,5	9,3	8,7	8,0	8,9	6,0	5,9

Zdroj: ČNB

Výše uvedené údaje dluhové služby ze střednědobých a dlouhodobých závazků v první polovině devadesátých let implikují spíše nepříznivou tendenci, kdy dluhová služba (splátka jistiny a úroku) v roce 1994 a 1995 již překračuje limitní hodnotu 5%, což může pramenit buď z nárůstu splátek nebo naopak z poklesu výše hrubého domácího produktu. V letech 1994, 1995 a 1996 činil reálný růst HDP 2,2%; 5,9% a v roce 1996 4,8%. Vývoj poměrového ukazatele dluhové služby k HDP tedy spíše implikuje k růstu splátek jistiny a úroku ze zahraničního dluhu, avšak poměrový ukazatel již překračuje limitní hranici. K druhému monetárnímu kritériu pro zavedení externí směnitelnosti týkající se přiměřenosti zahraniční zadluženosti lze říci, že daná míra sice nepřekročila „psychologickou“ hranici varující potenciální věřitele ze zahraničí, avšak daný vývoj byl v té době přece jen mírně

⁷⁸ Pokud je $L_m > 5$, je zajištění devizovými rezervami dobré, pokud je $L_m > 2,5 - 5$, je zajištění devizovými rezervami uspokojivé, pokud $L_m < 2,5$, je zajištění devizovými rezervami neuspokojivé.

varující pro Českou republiku jako dlužníka, protože poměrový ukazatel překročil limitní hranici ukazatele „dluhová služba/HDP“.

Hodnotit třetí monetární kritérium je také poněkud složité. **Režim pevného devizového kurzu** koruny s vazbou na měnový koš s úzkým oscilačním pásmem byl stanoven proto, aby v ekonomice plnil funkci tzv. nominální kotvy bránící vzniku vysoké inflace, což se zpočátku ekonomické transformace dařilo. Česká republika měla nejnížší inflaci ze všech transformujících se zemí. Na samém počátku transformačního období (29.12.1990) byla provedena devalvace na startovní úroveň 28 Kčs/USD, která znamenala na jedné straně ochranu domácích exportérů před zahraniční konkurencí z vyspělých zemí, ale na druhé straně zároveň znamenala značný nesoulad mezi vnitřní a vnější cenovou hladinou, tj. rozdíl mezi nominálním devizovým kurzem a devizovým kurzem vypočteným podle parity kupní síly. Na druhou stranu je nutné přihlídnout k tomu, že převážná část cen zvláště v prvních letech transformace nebyla stanovena na tržních principech a zůstávala stále regulována. Určit proto správnou míru podle metody parity kupní síly by bylo více než problematické (resp. bylo by to možné, avšak jde o vypovídací relevanci). Během doby s postupující transformací se však tento rozdíl začal snižovat (jednak díky deregulaci vnitřních cen, ale také díky dlouhodobému nominálnímu zhodnocování koruny). Jelikož stanovené oscilační pásmo bylo zpočátku velmi úzké, lze za zdroj pohybů devizového kurzu koruny označit pohyb kurzu košových měn. Poptávka a nabídka deviz na domácím devizovém trhu ovlivňovala vývoj devizového kurzu jen nepatrně. Poptávka a nabídka deviz na mezinárodním devizovém trhu devizový kurz koruny ovlivnit nemohla, protože koruna ještě nebyla mezinárodně obchodovatelnou měnou. **Lze tedy říci, že pevný systém externě nesměnitelné koruny realistický nebyl, protože devizový kurz koruny se nevyvíjel na základě nabídky a poptávky na devizovém trhu.**

První z nemonetárních hledisek, tj. že země musí být schopna pružně se přizpůsobit požadavkům zahraničních trhů v roce 1995 také ještě splněno nebylo. Hodnocení tohoto kritéria může být dosti subjektivní, pokud není provedeno na základě podrobných analýz. Ale jedno víceméně objektivní hodnocení lze nalézt např. v podobě pravidelných zpráv Evropské komise, která měla za úkol hodnotit připravenost České republiky na vstup do Evropské unie na základě kodaňských kritérií⁷⁹. Tyto zprávy byly každoročně vypracovávány od roku 1997. Podle prvního hodnocení Evropská komise, tedy ještě v roce 1997, shledávala, že „Česká republika ani jiná kandidátská země ze střední a východní Evropy nedisponuje ekonomickým systémem, který by umožňoval alespoň některým sektorům existovat ve vnitřním trhu Evropské unie a odolávat tlakům přicházejícím z EU“⁸⁰, tj. že Česká republika v roce 1997 nesplňovala ekonomická kodaňská kritéria. Další problémy, které Evropská komise v té době shledávala, byla kromě jiného také vynutitelnost právních norem, české soudnictví, nespolehlivá státní správa, korupce a mnohé další. Tedy pokud Česká republika podle této zprávy Evropské komise nebyla schopna se pružně přizpůsobit tržním podmínkám v EU, nemohla toho být s největší pravděpodobností schopna ani v roce 1995.

⁷⁹ Kodaňská kritéria byla přijata na summitu vrcholných představitelů EU v Kodani v červnu 1993. Představují podmínky pro vstup kandidátské země do Evropské unie: politická kritéria, která vyžadují stabilitu institucí garantujících demokracii, fungování právního řádu, lidských práv a respektování a ochranu menšin; ekonomická kritéria, která vyžadují existenci fungujícího tržního hospodářství a schopnost ekonomiky vyrovnat se s konkurenčními tlaky a tržními procesy uvnitř EU; implementace tzv. *acquis communautaire*, tj. implementace legislativy EU.

⁸⁰ Blíže viz Landorová, A.; Jáčová, H.; Nesládková, M.: Centrální bankovníctví. Technická univerzita v Liberci 2003, ISBN 80-7083-699-7, s. 176

Hledisko druhého nemonetárního kritéria, tj. mít **kvalifikované a zkušené pracovníky v bankovní sféře** schopné provádět operace v cizích měnách, Česká republika v roce 1995 také s největší pravděpodobností nesplňovala. Byli jsme příliš mladý stát na to, abychom si dokázali vychovat vlastní odborníky s teoretickými a praktickými zkušenostmi, kteří by hned od samého počátku transformace vybudovali stabilní bankovní a finanční sektor. **Dalším důležitým požadavkem pro zavedení externí směnitelnosti by tedy mělo být také kritérium stabilizovaného bankovního a finančního systému.** Česká republika však v době zavedení externí směnitelnosti toto kritérium nesplňovala.

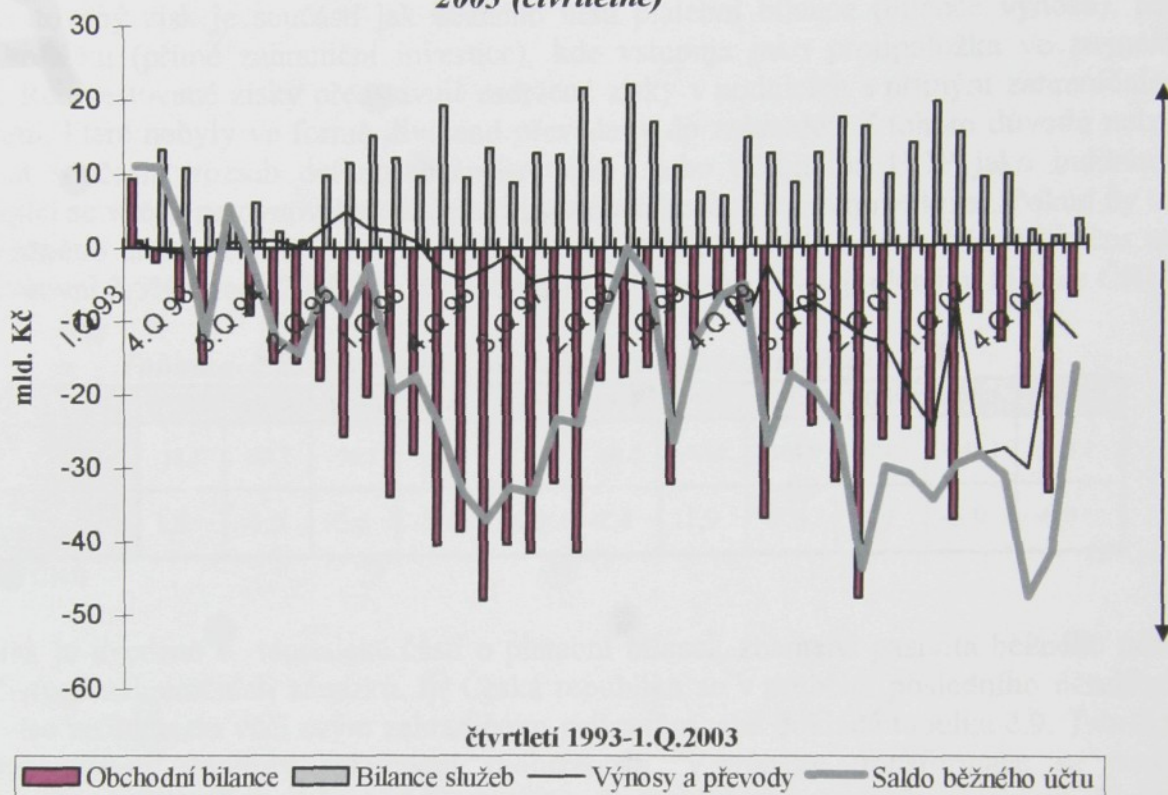
Z této úvahy o správném načasování zavedení externí směnitelnosti vyplývá, že Česká republika se poněkud v tomto kroku unáhnila, k čemuž se přiklání také např. Václav Klaus, když dodává: „*Myslím ale, že jsme ne tolik docenili druhé pravidlo, které se v poslední době více a více zdůrazňuje a tímto pravidlem je mít elementárně stabilizovaný bankovní a finanční systém, dříve než provedeme liberalizaci zahraničních finančních toků zejména na kapitálovém účtu (tj. nyní na finančním účtu platební bilance – poznámka autorky).*“ Tento krok se České republice „nevyplatil“ již v roce 1997, kdy byla zasažena měnovou krizí, kterou pak následovala celková recese domácí ekonomiky.

Pokud zhodnotíme vývoj směnitelnosti české koruny z pohledu teorie přirozeného kurzu, je třeba konstatovat, že všechna devizová opatření přijímaná v průběhu transformace české ekonomiky ve prospěch konvertibility měny směřovala a stále směřují k větší přirozenosti vývoje devizového kurzu. K tomu, že se nominální devizový kurz v současnosti více přibližuje devizovému kurzu přirozenému přispěl také proces kvalitativně změněnému otevírání se české ekonomiky světu, kdy se v tomto směru již směle může Česká republika řadit k podobně velkým, ale již vyspělým ekonomikám.

2.2 ROZBOR PRIMÁRNÍCH FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU KORUNY

2.2.1 Analýza běžného účtu platební bilance ČR 1993 – 2003 (1.čtvrtletí)

Obrázek č.11: Vývoj běžného účtu platební bilance ČR 1993 - 2003 (čtvrtletně)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci přirozeného kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci přirozeného kurzu koruny

Z grafického čtvrtletního rozboru běžného účtu platební bilance na obrázku č. 11 a z číselných údajů uvedených v tabulce uvedené jako příloha č.4 vyplývá, že výsledné saldo této části platební bilance je tvarováno z podstatné části obchodní bilancí, jejíž saldo je od druhého čtvrtletí 1994 pasivní (tj. Česká republika více dováží než vyváží). Od roku 1998 se na formování salda běžného účtu ve velké míře podílí také odplývající výnosy (tj. úroky a dividendy), jež vycházejí z umístěvaných zahraničních investic v České republice a jež jsou zaznamenány v bilanci výnosů. Takový vývoj bilance výnosů se promítá do deficitnosti zahraniční investiční pozice České republiky. Bilance služeb zůstala v průběhu devadesátých let i na počátku třetího tisíciletí aktivní.

Tato pasivita běžného účtu platební bilance se zvláště na počátku druhé poloviny devadesátých let zhoršovala, což v poměru k hrubému domácímu produktu znamenalo v letech 1996, 1997, 2000 a 2002 (viz tabulka č.8) překročení hranice -5%, tj. hranice, jež je mezinárodními ratingovými agenturami uznávanou mírou svědčící o zdravém chodu ekonomiky. V následujících letech 1998, 1999, jak dokládá tabulka č.8, došlo ke zlepšení vývoje na běžném účtu, jehož saldo se v poměru k HDP pohybovalo pod hranicí 5%.

V období let 2000, 2001 a 2002 došlo k opětovnému zhoršení deficitu běžného účtu platební bilance. Podíl tohoto deficitu na HDP překročil úroveň 5%.

Na rozdíl od období 1996, 1997 je nynější deficit běžného účtu při vcelku příznivém vývoji obchodní bilance (vývozy zboží rostou, dovozy zpomalují) v roce 2002 způsoben deficitem bilance výnosů, jehož rozsah a dynamika souvisí s rostoucím objemem příjmů z přímých zahraničních investic, a to především ve formě reinvestovaných zisků. Zopakujme, že reinvestovaný zisk je součástí jak běžného účtu platební bilance (bilance výnosů), tak finančního účtu (přímé zahraniční investice), kde vstupuje jako protipoložka ve stejném rozsahu. Reinvestované zisky představují zadržené zisky v podnicích s přímým zahraničním investorem, které nebyly ve formě dividend převedeny do zahraničí. Z tohoto důvodu nelze považovat současný rozsah deficitu běžného účtu a jeho podílu na HDP jako indikátor prohlubující se vnější nerovnováhy a tedy ani jako ohnisko vzniku měnové krize. Pokud by se deficit běžného účtu „očistil“ o reinvestované zisky, byl by podíl deficitu běžného účtu na HDP na úrovni 3,5% v roce 2000 a 3,1% v roce 2001. [Zprávy o vývoji platební bilance ČR]

Tabulka č.8: Vývoj salda běžného účtu platební bilance ČR

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ⁸¹
Saldo BÚ, mld. Kč	13,3	-22,2	-36,3	-111,9	-113,3	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-148,1	-16,3
BÚ/HDP (%), běžné ceny	1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-2,4	-1,9	-5,6	-4,7	-5,9	-6,0

Zdroj: ČNB

Jak je uvedeno v teoretické části o platební bilanci, znamená pasivita běžného účtu nárůst čistých zahraničních závazků, tj. Česká republika se v průběhu posledního desetiletí stávala více zadluženou vůči svým zahraničním partnerům, což dokládá tabulka č.9. Tabulka uvádí také vývoj struktury zahraniční zadluženosti. V průběhu transformace se podíl krátkodobého zadlužení České republiky zvyšoval a svého prozatímního maxima dosáhl v roce 2001, kdy podíl krátkodobého dluhu představoval 43%, a přesáhl tak mezinárodními ratingovými agenturami sledovanou hranici 40%. K překročení této mezinárodně uznávané meze krátkodobého dluhu došlo i v letech 2000 a 2001. Tento stav znamená pro Českou republiku jisté riziko, protože krátkodobé závazky musí být splaceny v krátkém časovém horizontu zpravidla do jednoho roku. Pokud jsou však krátkodobými zdroji financována dlouhodobá aktiva, znamenala by taková struktura dluhu ohrožení devizové likvidity České republiky. Minulý rok se krátkodobé zadlužení snížilo o dva procentní body oproti roku 2001.

Tabulka č.9: Vývoj zahraniční zadluženosti ČR, mld. Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Zahranič. zadlužen. - krátkodobá	69,7	100,5	140,8	164,9	244,8	271,5	315,8	343,8	345,6	321,5		
Zahranič. zadlužen. - dlouhodobá	218,0	242,0	316,5	414,0	503,9	455,4	506,8	473,3	465,7	470,6		
Zahraniční zadluženost celkem	287,7	342,5	457,3	578,9	748,7	726,9	822,6	817,1	811,3	792,1		
Podíl krátkodobé zadluženosti	24%	30%	31%	28%	33%	37%	38%	42%	43%	41%		
Podíl zadluženosti na HDP	25,4%		33,1%	36,9%	44,6%	39,5%	43,2%	41,2%	36,2%	35,7%	33%	31%

Poznámka: Podíl zahraniční zadluženosti na HDP pro roky 2003 až 2004 je predikcí Ministerstva financí ČR.

Zdroj: ČNB, Ministerstvo financí ČR

⁸¹ Údaje za 1.čtvrtletí 2003

Vývoj platební bilance z pozice běžného účtu lze zhodnotit v letech 1996, 1997 jako nerovnovážený. Obdobný vývoj je prostřednictvím poměrového ukazatele salda běžného účtu k HDP naznačován také v roce 2000, 2002 a v 1. čtvrtletí 2003, ale jeho charakter je zcela jiný. Deficit běžného účtu je totiž v současnosti vyrovnáván spíše dlouhodobými zdroji ve formě přímých zahraničních investic, než jak tomu bylo v letech 1996, 1997, kdy byl deficit běžného účtu profinancován krátkodobým kapitálem, zejména depozity velkých zahraničních klientů proudících do ekonomiky díky úrokovému diferencíálu. O způsobu vyrovnání tohoto deficitu svědčí vývoj finančního účtu platební bilance České republiky, jenž je analyzován v dalších částech práce.

Pokud bychom dále hodnotili vliv vývoje běžného účtu platební bilance na vývoj devizového kurzu koruny, lze konstatovat, že **vývoj běžného účtu zejména v letech 1996 a 1997 implikoval rostoucí poptávku po devizách (vyšší dovoz než vývoz způsoboval, že v ekonomice byly devizové prostředky více vynakládány než získávány, tj. devizové potřeby importérů byly vyšší, než kolik do ekonomiky proudilo z exportu a poskytovaných služeb) a převažující tlaky na depreciaci koruny.** Roky 1993, 1994, 1995 a roky 1998, 1999 lze považovat za spíše stabilní. O letech 2000, 2001 a 2002 lze říci, že tlaky na znehodnocení kurzu koruny z pohledu vývoje obchodní bilance stále zůstávají, avšak z pohledu celého běžného účtu jsou jiného charakteru než v letech 1996, 1997.

Z hlediska faktorů devizového kurzu lze vyvodit, že **běžný účet platební bilance sleduje operace a mezinárodní vztahy, jež jsou pro danou ekonomiku obecně vlastní (přirozené), tj. běžný účet je kvantifikací primárních faktorů devizového kurzu.** Podle hodnocení Samuelsona a Nordhause v učebnici *Ekonomie Česká republika již prošla fází mladého a rostoucího dlužnického státu*, ve kterém domácí poptávka není doposud uspokojena domácí nabídkou. **Tento deficit v domácí poptávce, jenž vyplývá z období centrálně plánované ekonomiky, byl proto ve značné míře vyrovnáván dovozem ze zahraničí, na což si ekonomika musela vypůjčit, což zase reflektuje nejen vývoj na finančním účtu, ale také údaje o zadluženosti ekonomiky.** Podobný vývoj bychom pravděpodobně mohli sledovat v případě ostatních tranzitivních ekonomik. V současnosti se již Česká republika dostává do 2. fáze *zralého dlužnického státu*.

Než bude přistoupeno k analýze kapitálového a finančního účtu platební bilance ČR, bude vhodné analyzovat blíže tu část běžného účtu, jež měla zejména před rokem cca 2001 největší podíl na formování jejího salda, tj. na obchodní bilanci zachycující zahraniční obchod podniků se zbožím. Blížší pohled na teritoriální a komoditní strukturu obchodní bilance totiž napoví mnohé o směrech vývoje mezinárodních vztahů domácí ekonomiky a jejím zapojování do mezinárodní dělby práce.

2.2.1.1 Zahraniční obchod České republiky

Tabulka č.10: Teritoriální struktura zahraničního obchodu České republiky v %

DOVOZ			
Rok	Vyspělé ekonomiky	Evropská unie	Evropské tranzitivní ekonomiky vč. Ruska
1989	27,8	14,9	60,0
1993	60,1	38,3	34,2
1999	73,6	64,0	19,7
2002	69,5	60,2	18,5
VÝVOZ			
1989	29,9	14,3	56,5
1993	55,4	41,4	33,8
1999	74,7	69,2	21,7
2002	75,3	68,4	20,8

Zdroj: ČSÚ, ČNB

Z tabulky č.10 hodnotící teritoriální strukturu zahraničního obchodu ČR v období let 1989 až 2002 vyplývá značná přeorientace českých podniků ze zemí bývalého komunistického bloku na vyspělé ekonomiky a především na ekonomiky, jež jsou součástí Evropské unie. Podíl států s vyspělou tržní ekonomikou na vývozu ČR přesahuje v současnosti 75%, z toho Evropská unie téměř 69%. Dolarová oblast a tranzitivní ekonomiky včetně Ruska jsou relativně slabým partnerem. Podle údajů Českého statistického úřadu na Slovensko směřuje v současnosti jen 7,7% celkového vývozu. U dovozu současný podíl EU činí 60%, tranzitivní ekonomiky včetně Ruska a včetně dovozu ropy se podílejí více než 18%, z toho Slovensko 5,2%. S rozvojovými zeměmi a se zeměmi se státem vlastněnou ekonomikou spolu s Čínou je vykazováno pasivní saldo zahraničního obchodu (v roce 2002 dosáhlo -85 mld. Kč). Se státy s vyspělou tržní ekonomikou vytváří Česká republika aktivní saldo zahraničního obchodu (tj. do vyspělých ekonomik včetně Německa více vyváží než dováží). Se státy s tranzitivní ekonomikou v současnosti česká ekonomika vytváří také ale jen mírné aktivum obchodní bilance.

Z hodnocení teritoriální struktury zahraničního obchodu ve vztahu k devizovému kurzu vyplývá, že depreciační tlaky v rámci běžného účtu na vývoj přirozeného kurzu koruny vycházejí z mezinárodních ekonomických vztahů ČR s rozvojovými státy a se zeměmi se státem vlastněnou ekonomikou.

Tabulka. č.11: Komoditní struktura zahraničního obchodu České republiky (%)

DOVOZ				
SITC ⁸²	1989	1993	1999	2002
0+1 potraviny, nápoje	7,6	7,3	5,4	4,6
2+3+4+5+6 suroviny, paliva, chemikálie, meziprodukty	46,2	44,5	42,5	42,4
7 stroje, dopravní prostředky	36,9	36,1	40,4	42,4
8 různé průmyslové výrobky	6,2	11,7	11,7	10,6
VÝVOZ				
0+1 potraviny, nápoje	4,9	7,8	3,6	3,2
2+3+4+5+6 suroviny, paliva, chemikálie, meziprodukty	39,0	51,9	39,4	35,1
7 stroje, dopravní prostředky	44,4	27,6	43,2	49,6
8 různé průmyslové výrobky	9,7	12,7	13,7	11,9

Zdroj: ČNB

⁸² SITC - nomenklatura zboží používaná v OSN

Druhá tabulka zabývající se zahraničním obchodem naznačuje, že Česká republika v průběhu 90. let minulého století postupně začala vyvážet spíše komodity s vyšším stupněm zpracování (tj. komodity ze skupin 7 a 8 dle klasifikace SITC). Na konci 90. let tento podíl na celkovém vývozu ČR činil více než 55% a v roce 2002 již více než 60%. Podstatná část těchto komodit byla vyvezena na trhy vyspělých států. U dovozu je zase zřetelná přeorientace ze surovin, paliv, chemikálií atd. směrem k dovozu různých strojů či dopravních prostředků. Na tomto místě je však nutné upozornit na srovnatelnost zkoumaných dat z období centrálně plánované ekonomiky a dat z období transformace.

Karel Dyba tento problém komentoval takto: „Striktně vzato je problematické srovnávat komoditní strukturu zahraničního obchodu z roku 1999 či jiného roku posttransformačního období s komoditní strukturou zahraničního obchodu před rokem 1989, kdy se zhruba 2/3 obchodu uskutečňovalo se zeměmi RVHP za „politické“ ceny, které se lišily od tržních cen, a které v případě zpracovatelských výrobků byly nad úrovní tržních cen a v případě surovin pod úrovní těchto cen. Charakter cen, za které se obchodovalo na trzích RVHP byl takový, že zřejmě docházelo k nadhodnocování podílu strojírenských produktů a na druhé straně k podhodnocování podílu surovin a energetických produktů v dovozu i vývozu. Pokud tato zkreslení nebereme v úvahu, bude naše interpretace čísel rovněž zkreslená. Např. u surovin v dovozu je zřejmé velké navýšení jeho podílu v roce 1993 ve srovnání s jeho podílem v r. 1989. Podle mého názoru je nepochybné, že za tímto zvýšením je převážně zreálnění cen v obchodě s Ruskem, tj. přechod na tržní ceny, a nikoliv podstatné zvýšení dovozní náročnosti ekonomiky na tyto suroviny.“⁸³

Podrobnější analýza zahraničního obchodu by pravděpodobně potvrdila hypotézu, že **Česká republika je na počátku 21. století již silně integrována mezi ekonomiky Evropské unie.** Tuto domněnku lze dokázat mnoha argumenty. Jedním z nich by mohl být vysoký stupeň tzv. vnitroodvětvového zahraničního obchodu, kdy je stejné zboží (myšleno dle klasifikace SITC) jak vyváženo tak také dováženo. Evidentním příkladem může být zahraniční obchod s automobily, ve kterém Česká republika vyváží automobily značky Škoda a dováží automobily jiných světoznámých značek. Tento typ zahraničního obchodu se děje proto, aby byl uspokojen různý spotřebitelských vkus a nároky. Z pohledu výrobce je tento obchod přínosný z hlediska hromadnosti výroby a využití efektu výnosů z rozsahu. „Tento typ obchodu je charakteristický pro vysoce integrované ekonomiky. Čím těsněji jsou trhy integrovány a čím nižší jsou překážky obchodu ve smyslu dopravních a jiných nákladů, celních a informačních bariér apod., tím vyšší míru vnitroodvětvového obchodu bychom měli pozorovat. To je rovněž potvrzeno různými empirickými studiemi a komparacemi výsledků pro různé země např. USA, Japonsko a země EU.“⁸⁴

Dalším argumentem hovořícím ve prospěch vysoké integrace České republiky do EU může být již zmiňovaný vysoký podíl těchto zemí na vývozech a dovozech ČR, který na počátku 21. století je více než dvoutřetinový. Hlavním partnerem se v období transformace stalo Německo. Podíl na zahraničním obchodu ČR tvoří v současnosti cca 40%. Vazba české ekonomiky na německou je již tak těsná, „že česká ekonomika vždy dostane chřipku, když německá ekonomika kýchne“ – tj. hospodářský cyklus ČR je těsně korelován s hospodářským

⁸³ Dyba, K.: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let. In: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha – Sborník textů, Centrum pro ekonomiku a politiku, č. 8, Praha 2001, ISSN 1213-3299, s. 14

⁸⁴ Dyba, K.: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let. In: Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha – Sborník textů, Centrum pro ekonomiku a politiku, č. 8, Praha 2001, ISSN 1213-3299, s. 15-16

cyklem ekonomiky německé. Pokud bychom srovnávali podobně „velké“ ekonomiky, jež jsou členy Evropské unie, např. Nizozemí či Rakousko měla by jejich teritoriální struktura zahraničního obchodu pravděpodobně obdobný charakter jako Česká republika v současnosti – tedy vysoký podíl států Evropské unie.

Další důvody současné vysoké integrace ČR do struktur Evropské unie lze nalézt v samotné geografické poloze České republiky, která se státy Evropské unie sousedí, tedy její přirozené charakteristiky. Dále lze za příčiny rychlé přeorientace domácí ekonomiky ze států bývalého komunistického bloku na Evropskou unii označit politické snahy, vycházející jednak z podnětů EU samotné, která si uvědomuje výhody svého rozšíření, a jednak z podnětů převážné části domácí politické reprezentace, jež shledává, že Česká republika v podstatě nemá žádnou jinou alternativu. Integrace naší země do EU je zároveň také považována za základní východisko, jak vyrovnat výkonnost české ekonomiky s vyspělými tržními ekonomikami především západoevropských zemí.⁸⁵

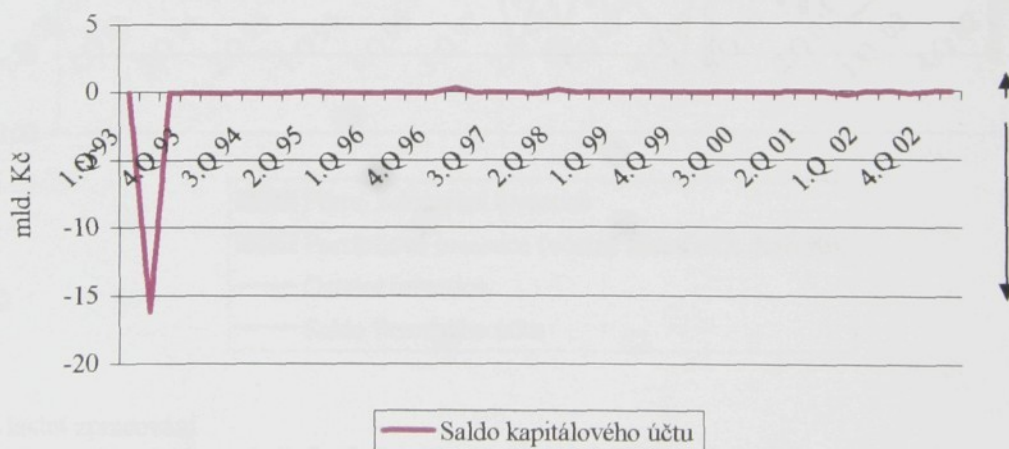
⁸⁵ Integrace byla oficiálně zahájena 1. února 1995, kdy vstoupila v platnost Evropská dohoda podepsaná již 4. října 1993. Faktické zahájení integračního procesu však proběhlo ještě dříve na základě smluvních dokumentů v rámci České a Slovenské Federativní Republiky: 1990 – Dohoda o obchodu a spolupráci mezi ČSFR a EU, prosinec 1991 – podpis první asociační Evropské dohody mezi EU, členskými státy EU a ČSFR atd. Česká republika by měla vstoupit do Evropské unie 1. května 2004 spolu s ostatními devíti kandidátskými státy. K dovršení integrace v měnové oblasti, tj. přijetí eura, by mělo dojít pravděpodobně kolem roku 2010.

2.2.2 Analýza kapitálového účtu platební bilance

Význam transakcí kapitálového účtu, na němž se sledují nákupy a prodeje patentů licencí, ochranných známek, autorských práv a převody migrantů a který byl do roku 1997 označován za účet finanční, je ve vztahu k obrátům běžného a finančního účtu téměř zanedbatelný. Kapitálový účet platební bilance České republiky se totiž pohybuje řádově v desítkách, maximálně ve stovkách mil. Kč. Ve sledovaném období výjimku tvořil deficit ve výši 16,2 mld. Kč v roce 1993, který byl způsoben převodem akcií z první vlny kupónové privatizace mezi Českou a Slovenskou republikou. V letech 1995 – 1998 bylo saldo tohoto účtu kladné, tzn. příjmy z kapitálových transferů a převodů nevýrobních a nefinančních aktiv a nehmotných práv byly větší než výdaje. Mírný deficit ve výši 73 mil. Kč byl zaznamenán v roce 1999 a v roce následujícím se ještě prohloubil na 195 mil. Kč. Výsledek kapitálového účtu byl v uvedených dvou letech ovlivněn především pasivním saldem nákupů a prodejů patentů, licencí, autorských práv a v roce 2000 také převody prostředků v souvislosti s migrací obyvatelstva. Za rok 2002 kapitálový účet skončil mírným čistým deficitem ve výši 0,1 mld. Kč (3,8 mil EUR). [Zprávy o vývoji platební bilance ČR]

Transakce kapitálového účtu lze tedy označit za faktory přirozeného devizového kurzu, jež mají v porovnání s ostatními primárními faktory devizového kurzu menší význam.

Obrázek č. 12: Saldo kapitálového účtu



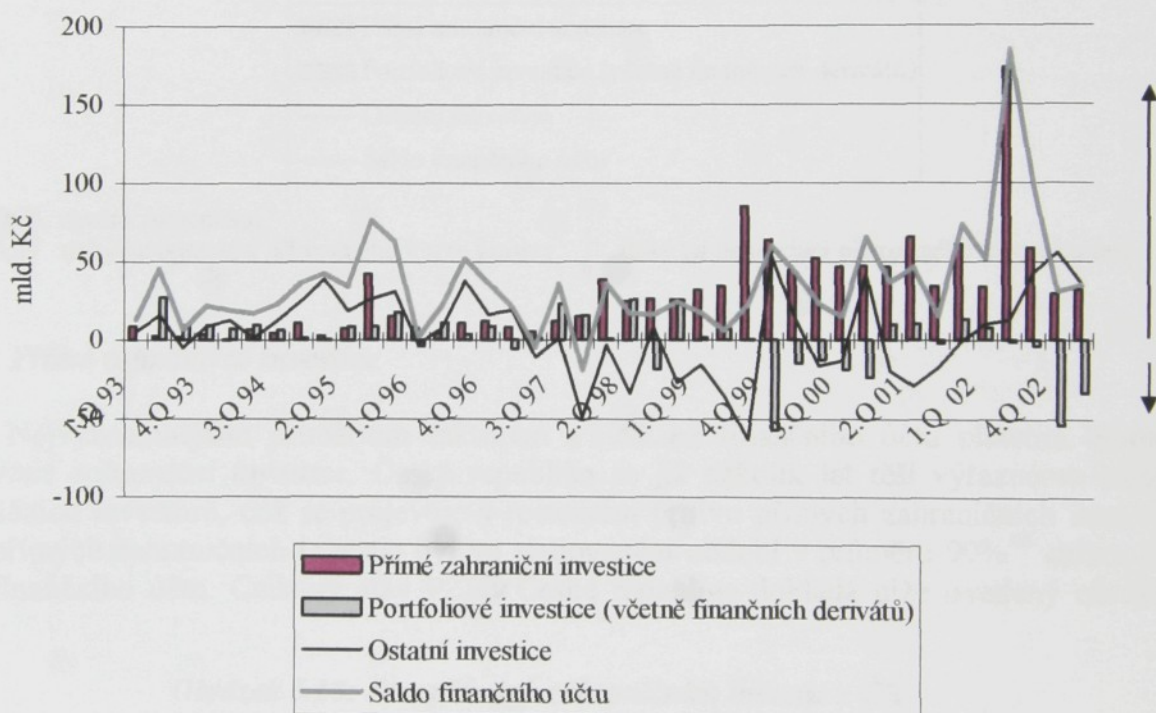
Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci přirozeného kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci přirozeného kurzu koruny

2.2.3 Analýza finančního účtu platební bilance

Z níže uvedených grafů a čísel z tabulky uvedené v přílohách vyplývá, že saldo finančního účtu platební bilance České republiky je zejména v posledních letech (od roku 1998) výsledkem čistého přílivu přímých zahraničních investic a skončilo téměř každoročně aktivem – kromě počátku druhé poloviny devadesátých let. Druhým významným činitelem salda finančního účtu jsou ostatní investice, tj. dlouhodobý i krátkodobý kapitál, kde se střídá jeho čistý příliv s čistým odlivem, tj. aktivní saldo se saldem pasivním. Portfoliové investice a zvláště pak finanční deriváty lze označit z hlediska salda finančního účtu za méně významné, ale na druhou stranu spíše přispívaly k čistému přílivu devizových prostředků do ekonomiky (kromě let 1999, 2000 a 2002).

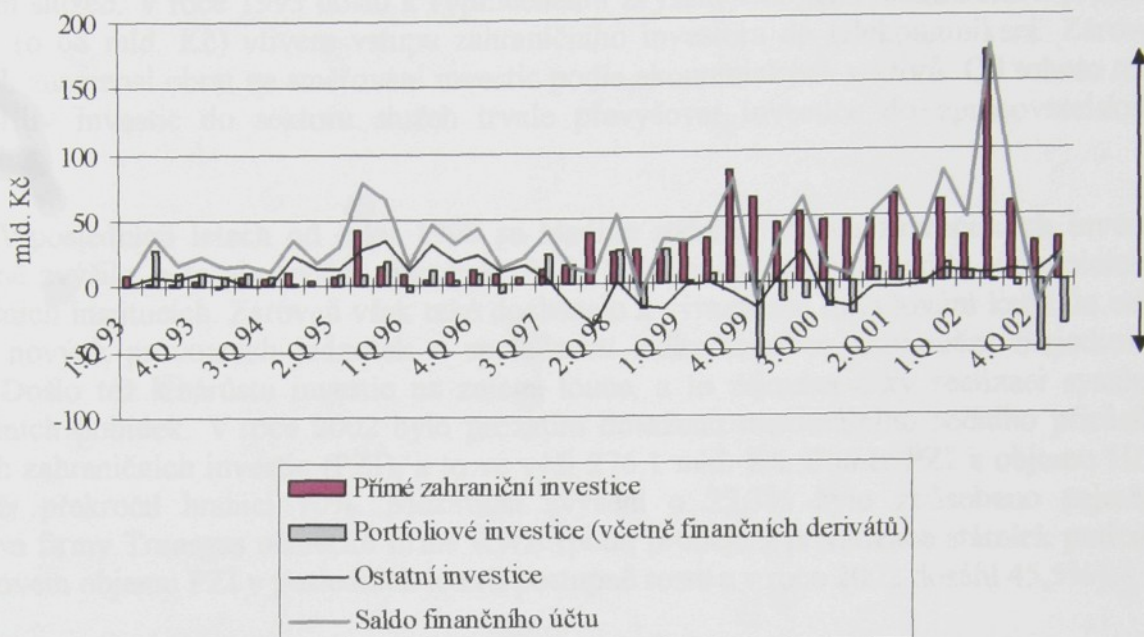
Obrázek č.13: Vývoj finančního účtu platební bilance ČR 1993 - 1.čtvrtletí 2003



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci nominálního kurzu koruny

Obrázek č.14: Vývoj finančního účtu platební bilance ČR bez krátkodobých investic 1993 - 1.čtvrtletí 2003



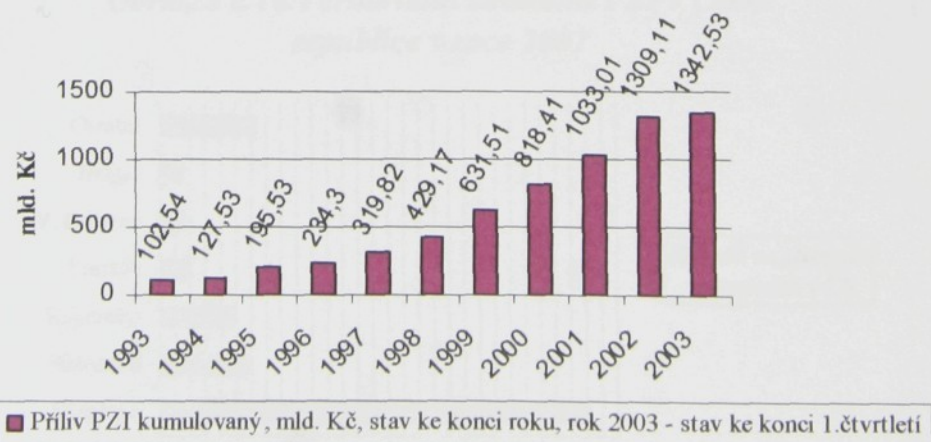
Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci přirozeného kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci přirozeného kurzu koruny

2.2.3.1 Přímé zahraniční investice

Nejvýznamnějším primárním faktorem z hlediska finančního účtu platební bilance jsou *přímé zahraniční investice*. Česká republika se již několik let těší výraznému zájmu zahraničních investorů, což se projevuje v rostoucím přílivu přímých zahraničních investic. Podíl přímých zahraničních investic byl ve sledovaném období v průměru 99%⁸⁶ celkového salda finančního účtu. Celkový stav PZI v České republice dokládá níže uvedený obrázek č.15:

Obrázek č.15: Stav přímých zahraničních investic v ČR



Zdroj: ČNB

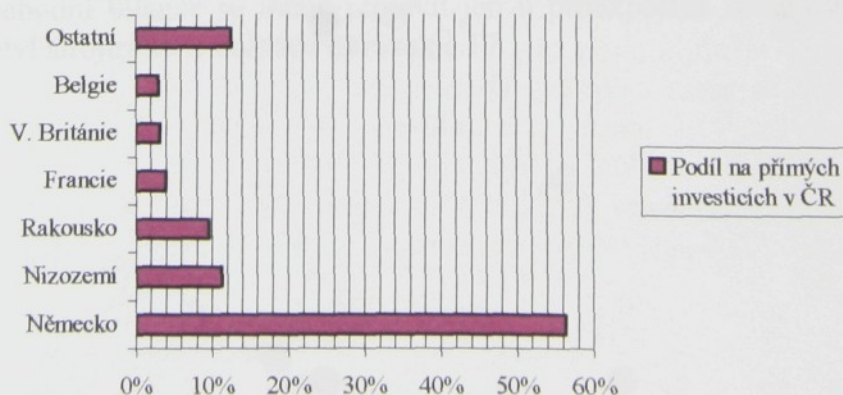
⁸⁶ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 35

Zprávy o platební bilanci vypracovávané každoročně Českou národní bankou uvádějí: Počátkem roku 1993 činil stav přímých zahraničních investic v české ekonomice 83,5 mld. Kč a roční přírůstky v následujících letech dosahovaly poměrně nízkých objemů. V sektorovém členění mírně převažoval příliv do odvětví zpracovatelského průmyslu nad sektorem služeb. V roce 1995 došlo k výjimečnému zvýšení v objemu zahraničních přímých investic (o 68 mld. Kč) vlivem vstupu zahraničního investora do telekomunikací. Zároveň tento rok znamenal obrat ve směřování investic podle ekonomických sektorů. Od tohoto roku začal příliv investic do sektoru služeb trvale převyšovat investice do zpracovatelského průmyslu.

V posledních letech od roku 1998 se hladina ročního přílivu zahraničních investic podstatně zvýšila, a to především díky pokračující privatizaci státních podílů v podnicích a v peněžních institucích. Zároveň však také docházelo k výraznému navyšování kapitálu nebo vzniku nových provozních jednotek u společností s dlouhodobou zahraniční majetkovou účastí. Došlo též k nárůstu investic na zelené louce, a to zejména díky realizaci systému investičních pobídek. V roce 2002 bylo prozatím dosaženo maximálního ročního přírůstku přímých zahraničních investic (PZI), a to ve výši 276,1 mld. Kč. Poměr PZI k objemu HDP tak opět překročil hranici 10%. Meziroční zvýšení o 22,3% bylo způsobeno zejména prodejem firmy Transgas německé firmě RWE (podíl prodeje z privatizace státních podniků na celkovém objemu PZI v posledních letech postupně roste a v roce 2002 dosáhl 45,5%).

Z hlediska teritoriální struktury přímých investic byly nejvýznamnější investice realizovány z Německa (56,3%), z Nizozemí (11,3%) a z Rakouska (9,6%). Dalšími investory byly Francie (4%), Velká Británie (3,2%), Belgie (3%), Kypr a Slovensko. **Ze zemí Evropské unie v současnosti pochází více než 80% (v roce 2002 tento podíl činil 87,4%) objemu přímých zahraničních investic.** Tím je opět podstatně podpořena mikroekonomická integrace ČR do EU. Důvodem značného přílivu PZI jsou především tato kritéria: výhodná geografická poloha, kvalita lidského kapitálu, ekonomická historie, mzdová úroveň, obdobné institucionálně-právní prostředí, očekávané přijetí do Evropské unie atd. Největší podíl na celkovém objemu přímých investic v ČR zaujímají již tradičně Nizozemí a Německo, jejichž podíl na stavu investic se pohybuje mezi 20-30%. Podniky původem z USA, Japonska a někdy i firmy ze zemí EU svoji expanzi v ČR realizují přes dceřiné společnosti založené v Nizozemí.

Obrázek č.16: Teritoriální struktura PZI v České republice v roce 2002



Zdroj: ČNB

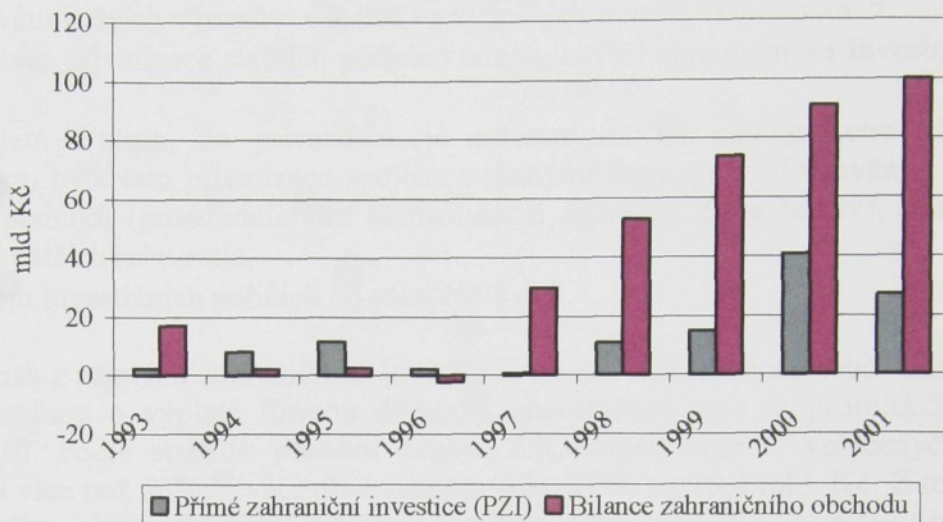
Vliv přímých zahraničních investic na obchodní bilanci

Přímé zahraniční investice by měly z dlouhodobého hlediska zvyšovat výkonnost ekonomiky, což by se mělo projevit v růstu přidané hodnoty, a prostřednictvím lepší konkurenceschopnosti tuzemských podniků tak přispět ke snižování deficitu zahraničního obchodu. Z hlediska exportní výkonnosti českého hospodářství je důležitá odvětvová struktura PZI, protože ne všechny přímé zahraniční investice znamenají budoucí růst exportů. Pro vývoj salda zahraničního obchodu je významné také posilování konkurenceschopnosti domácích výrobců, kteří se střetávají se zahraničními producenty na domácím trhu. Nejvíce přímých zahraničních investic proudilo do odvětví služeb (do odvětví obchodu, pohostinství a ubytování, do odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, do odvětví dopravy a telekomunikací a do odvětví elektřiny, plynu a vody). Tedy do odvětví, která nepatří mezi exportní odvětví, ale která zvyšují kvalitu služeb v domácí ekonomice. Z krátkodobého pohledu jsou tyto investice navíc většinou spojeny se zhoršením bilance zahraničního obchodu, protože zahraniční investoři většinu vybavení související s investicí pořizují ve své domovské zemi.

Mnohem větší význam z pohledu zvyšování exportní výkonnosti mají PZI směřující do odvětví zpracovatelského průmyslu. Ten se podílí na celkovém objemu od roku 1993 34%, ale zde byl právě v posledních letech zaznamenán zvýšený příliv. Na prvním místě v přílivu PZI do zpracovatelského průmyslu s přibližně 80 mld. Kč se umístilo odvětví stroje, přístroje a zařízení následované odvětvím výroby potravin, nápojů a zpracování tabáku.

Podle zpráv České národní banky a vývoje bilance zahraničního obchodu v některých zbožových skupinách členěných podle standardní klasifikace produkce vývozu a dovozu ve srovnání s přílivem PZI do jednotlivých odvětví se naplňují očekávání, podle kterých se má zlepšit díky přílivu PZI exportní výkonnost ekonomiky pouze částečně a pouze v některých odvětvích. Činit jednoznačné závěry je však v současnosti poněkud předčasné díky krátkosti časových řad a také časovým zpožděním mezi přílivem investice a zaznamenanými výsledky. Pozitivní vztah mezi přílivem PZI a vývojem salda obchodní bilance je podle ČNB patrný především ve strojírenství. Do oblasti strojírenství přiteklo 33% zdrojů směřujících do zpracovatelského průmyslu. Mezi objemově nejvýznamnější složky českého exportu patří stroje a dopravní prostředky. Zvláště aktivum obchodní bilance ve složce motorová a jiná vozidla zaznamenalo v posledních letech značný nárůst, který lze připsat vlivu PZI. Obdobný vliv lze vysledovat také v odvětví ostatních nekovových minerálních výrobků. V ostatních odvětvích není pozitivní vliv PZI prozatím patrný. Na tomto místě je opět nutné zdůraznit, že pozitivní vliv PZI na vývoj obchodní bilance se může projevit jen u proexportně orientovaných odvětví. Vliv PZI na odvětví strojírenství dokládá obrázek č.17.

Obrázek č. 17: PZI do odvětví strojírenství a vývoj bilance zahraničního obchodu mot. vozidel, dopravních zařízení, el. strojů a přístrojů (mld. Kč, 1993-2001)



Zdroj: ČNB

Vliv přímých zahraničních investic na bilanci výnosů

Jak již bylo několikrát poznamenáno, ovlivňují přímé zahraniční investice nejen dynamiku účtu finančního, ale i dynamiku účtu běžného (jako ostatně všechny mezinárodní operace, protože platební bilance je sestavována na principu podvojného účetnictví, avšak v případě přímých zahraničních investic je tento vliv v posledních letech obzvláště významný). Součástí přímých zahraničních investic je totiž základní kapitál, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál – dluhový i nedluhový. Rostoucí dynamiku objemu reinvestovaných zisků podniků ve vlastnictví nerezidentů značně ovlivňuje vývoj platební bilance jak na straně finančního účtu (položka přímé zahraniční investice), tak také na straně účtu běžného (položka výnosy). Reinvestovaný zisk lze vypočítat na základě obecné rovnice:

$$\text{Reinvestovaný zisk} = \text{zisk běžného roku po zdanění} - \text{ztráta běžného roku} - \text{dividendy} \quad (4)$$

Podle Zpráv o platební bilanci se zejména v posledních třech letech poměrně rychle zvyšuje podíl reinvestovaného zisku v nákladové položce bilance výnosů (od roku 1999, kdy byl cca 20%, vzrostl až na 34% v roce 2001)⁸⁷. Takto způsobený deficit běžného účtu nelze považovat za nebezpečný pro vnější rovnováhu⁸⁸. V tomto smyslu je značný rozdíl mezi charakterem deficitu běžného účtu platební bilance, jenž byl profinancován krátkodobým kapitálem na začátku druhé poloviny devadesátých let, a mezi deficitem současným. Navíc počátkem druhé poloviny devadesátých let byl deficit způsoben prohloubením záporné obchodní bilance na rozdíl od vývoje v letech 2000 až 2002, kdy se obchodní bilance vyvíjela vcelku příznivě, ale deficit běžného účtu je způsoben především deficitem bilance výnosů.

⁸⁷ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 57

⁸⁸ Problematikou reinvestovaných zisků se zabývá také makroekonomická analýza autorského týmu V. Tomšík, M. Plojhar, M. Srholec společnosti Newton Holding, a.s. nazvaná Přímé zahraniční investice a měnové krize. Autoři pozorují, že reinvestované zisky představují relativně bezpečný a stabilní zdroj financování deficitu běžného účtu, poněvadž ve skutečnosti představují jen účetní navýšení deficitu běžného účtu.

Právě položka bilance výnosů, ve které velmi podstatnou část tvoří reinvestovaný zisk, je položka, která od roku 1995 neustále roste a značně přispívá k prohlubování deficitu běžného účtu. Důvody, proč reinvestované zisky v posledních letech rostou, mohou být následující:

- vzrůstající podíl přímých zahraničních investic do základního kapitálu podniků,
- očekávání vyšších výnosů v ČR než ve vyspělých tržních ekonomikách,
- intenzivní privatizace státních podniků strategickými zahraničními investory od roku 1999,
- vzhledem k tomu, že privatizace je orientována na strategického zahraničního partnera, byla tato privatizace spojena s různými formami oddlužování a očišťování aktiv podniků (prostřednictvím Konsolidační agentury dříve banky), což může být důvod dalších reinvestic,
- program investičních pobídek od roku 1998 atd.

Je-li zisk z přímých zahraničních investic je znovu reinvestován nebo valné hromady podniků rozhodnou o výplatě formou dividend akcionářům, což se promítá v nákladech bilance výnosů. Podle statistik platební bilance ČR narostl objem vyplacených dividend v roce 2001 o více než 50%⁸⁹ vůči předchozímu roku 2000 na 16,4 mld. Kč. Z rozboru toku dividend podle ekonomických odvětví vyplývá, že největší výplaty směřují ze zpracovatelského průmyslu, obchodu a telekomunikací. V roce 2001 byl rovněž zaznamenán výrazný nárůst výplat dividend v oboru peněžnictví a pojišťovnictví. Např. Philip Morris vyplatil na dividendách zahraničnímu investorovi v roce 2001 necelou miliardu Kč a za rok 2003 byla schválena výplata v trojnásobné výši. [Zprávy o vývoji platební bilance ČR]

Pokud porovnáme vliv reinvestovaných zisků a výplaty dividend plynoucích z přímých zahraničních investic v České republice, je nutné zdůraznit, že na rozdíl od reinvestovaných zisků (které v současnosti převažují nad výplatou dividend) by masivnější odliv devizových prostředků z ekonomiky ve formě dividend mohl vést k prohloubení vnější nerovnováhy české ekonomiky. Ve vztahu k devizovému kurzu by vyplácení dividend ve větším rozsahu mohlo způsobit vyšší tlak na znehodnocení kurzu koruny. Vzhledem k tomu, že privatizace je v současnosti orientována na strategického zahraničního investora a byla spojena s různými formami ozdravování, oddlužování a očišťování aktiv podniků a bank, lze očekávat, že tvorba zisků těchto ekonomických subjektů bude v nejbližším období pokračovat v dosavadním rozsahu a u zahraničních vlastníků bude dominovat motiv vyplácení zisků ve formě dividend. [Zpráva o vývoji platební bilance ČR za rok 2002]

Přímé zahraniční investice v tranzitivních ekonomikách a vyspělých zemích západní Evropy

V důsledku transformace ekonomiky a privatizace jsou středoevropské země včetně ČR čistým příjemcem PZI. V tranzitivních zemích jsou to právě přímé zahraniční investice, které hrají důležitou úlohu při restrukturalizaci národního hospodářství. PZI představují do určité míry specifickou část mezinárodních kapitálových pohybů, nejde pouze o transfer zdrojů, ale také přenesení způsobů řízení na nově vzniklý podnik z mateřské společnosti. PZI tím přispívají k celkovému zlepšení podnikatelského klimatu v tranzitivních zemích. Česká republika je charakteristická nejvyšším podílem PZI na obyvatele mezi středoevropskými zeměmi (viz tabulka č.12).

⁸⁹ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 63

Tabulka č.12 : Přímé zahraniční investice na obyvatele v tranzitivních zemích střední a východní Evropy (v USD)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Celkem
Česko	63	84	248	138	126	361	615	447	2082
Maďarsko	228	112	436	224	214	202	196	170	1782
Polsko	45	49	95	116	127	165	188	233	1018
Slovensko	31	47	38	61	41	127	68	384	797
Slovinsko	57	64	89	97	189	125	91	91	803
Bulharsko	5	12	11	13	61	65	100	123	390
Rumunsko	4	15	18	12	54	90	46	44	283
Estonsko	107	143	136	102	183	400	212	291	1574
Litva	17	83	71	153	211	146	144	171	996
Lotyšsko	8	8	20	41	96	250	131	103	657
Chorvatsko	26	25	24	114	119	209	327	203	1047
Makedonie		10	5	6	8	59	16	83	187
Bosna a Hercegovina						27	24	32	83
Jugoslávie					70	11	13	0	94
Rusko	8	5	14	17	33	19	23	19	138
Ukrajina	4	3	5	10	12	15	10	12	71

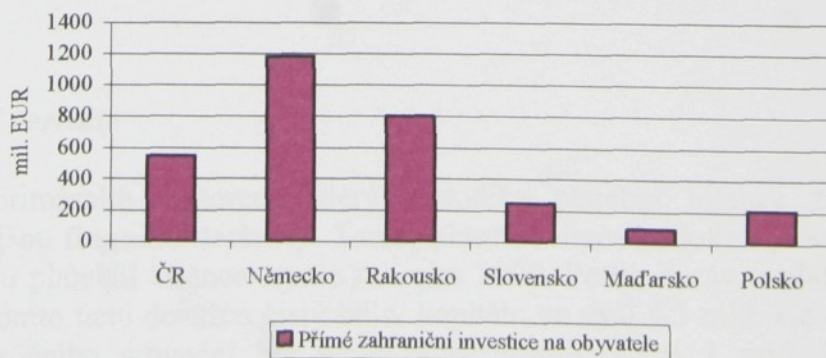
Zdroj: ČNB

Přiliv přímých zahraničních investic do jednotlivých zemí s tranzitivní ekonomikou byl realizován v různé intenzitě a nerovnoměrně rozložen v čase. Obecně byl spojen s ekonomicko-politickým klimatem v daném teritoriu, např. s jednotlivými fázemi privatizačního procesu v daných zemích, různou intenzitou zapojení zahraničních subjektů, systémů investičních pobídek, politickou situací v daném teritoriu apod.

Nejnižší objem přímých zahraničních investic v přepočtu na obyvatele obsadilo Rusko, Ukrajina a státy bývalé Jugoslávie, vyjma Chorvatska a Slovinska. Jediným příjemcem PZI s více než 2000 dolary na obyvatele (už v roce 2000) je Česká republika, která zaznamenala společně s Estonskem a Chorvatskem nejvyšší přiliv PZI zvláště v posledních letech. Tyto státy a dále Maďarsko a Polsko patří mezi země, kde objem PZI na obyvatele překročil 1000 dolarů. Vstup zahraničního kapitálu do těchto zemí byl výrazně vyšší než ve zbytku regionu.

Pokud srovnáme Českou republiku v otázce přilivu přímých zahraničních investic s vyspělými státy západní Evropy, lze říci, že domácí ekonomika v tomto směru dosahuje rovněž velmi pozitivních výsledků. Toto konstatování dokládá obrázek č.18.

Obrázek č.18: Přímé zahraniční investice na obyvatele v mil. EUR v roce 2001



Zdroj: Výzkumný projekt VŠE – Hodnocení efektivnosti investic a návrh koncepce jejich financování na podporu začleňování českého průmyslu do světové ekonomiky pod vedením Prof. Ing. Josefa Valacha, CSc.

2.2.3.2 *Portfoliové investice*

Váha **portfoliových investic** na celkových finančních, resp. kapitálových, tocích platební bilance ČR byla zejména v porovnání s přímými investicemi nízká. Od roku 1993 se čtvrtletní salda portfoliových investic v průměru podílela 2%⁹⁰ na saldu celkového finančního účtu platební bilance, zatímco podíl přímých investic představoval v průměru 99% a podíl ostatních investic (tj. krátkodobých i dlouhodobých) představoval v průměru -1% salda celkového finančního účtu. [Zpráva o vývoji platební bilance ČR za rok 2002]

Čtvrtletní toky celkových portfoliových investic byly do konce roku 2002 v průměru přibližně vyrovnané. V průměru za všechna čtvrtletí (počítáno 1996 – 2002) činil jejich odliv 1,4% mld. Kč. Během sledovaného období nastaly pouze dva výrazné čtvrtletní výkyvy toků celkových portfoliových investic, oba na straně odlivu investic z ČR. Největší odliv cca 57 mld. Kč nastal ve 4. čtvrtletí roku 1999 a souvisel zejména s odlivem investic českých rezidentů do zahraničních majetkových cenných papírů. Druhý výrazný odliv investic z ČR (cca 53 mld. Kč) nastal ve 4. čtvrtletí roku 2002 a souvisel zejména s odlivem investic českých rezidentů do zahraničních dluhových cenných papírů. Největší příliv portfoliových investic do ČR (26 mld. Kč) proběhl ve 2. čtvrtletí roku 1998. Odliv dluhových portfoliových investic na konci roku 2002 ČNB ve svých analýzách vysvětluje faktem, že od 2. poloviny roku 2002 byla česká ekonomika charakteristická záporným úrokovým diferencíálem vůči eurozóně, což společně se stabilizací kurzu koruny pravděpodobně nevytvářelo možnost tak vysokého zhodnocení korunových investic⁹¹. [Zpráva o vývoji platební bilance za rok 2002]

Podle Zprávy o platební bilanci za rok 2002 a srovnání ČR s Polskem, Maďarskem a Slovenskem, tj. tranzitivními ekonomikami České republiky nejbližšími, které provedla Česká národní banka, můžeme konstatovat, že v poměru k HDP zaznamenalo od roku 1997 nejvyšší průměrný roční příliv portfoliových investic Slovensko (3,1% HDP), následováno Maďarskem (1,7% HDP) a Polskem (1% HDP)⁹². Česká republika zaznamenala jako jediná ze sledovaných zemí v průměru od roku 1997 čistý odliv portfoliových investic (-0,4% HDP). Tento odliv byl způsoben zejména výraznou aktivitou českých rezidentů v zahraničních cenných papírech. Rezidenti žádné jiné ze sledovaných tranzitivních ekonomik neinvestovali v takové míře do zahraničních cenných papírů. Atraktivita Slovenska pro zahraniční investory vzrostla zejména v roce 1998 a postupně upadala. Nejstabilnější přílivy portfoliových investic ze strany nerezidentů zaznamenalo ve sledovaném období Polsko následováno Českou republikou. Nejstabilnější odlivy portfoliových investic rezidentů do zahraničních cenných papírů zaznamenalo také Polsko následováno Maďarskem. Polsko potom ve sledovaném období vykázalo nejstabilnější vývoj portfoliových investic. [Zprávy o vývoji platební bilance ČR]

2.2.3.3 *Finanční deriváty*

Dalším primárním faktorem, který metodika platební bilance zaznamenává na finančním účtu, jsou **finanční deriváty**. Tento faktor devizového kurzu je samostatně veden na zvláštním účtu platební bilance teprve od roku 2000. Podle Zpráv o platební bilanci byl v roce 2002 na tomto účtu dosažen čistý odliv kapitálu ve výši 4,3 mld. Kč (139 mil. EUR). Z hlediska meziročního srovnání byl tento odliv zdrojů o cca 1 mld. Kč vyšší oproti

⁹⁰ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 35

⁹¹ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 43

⁹² Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 2002, s. 46

minulému roku. Největší objem obchodů s finančními deriváty byl zaznamenán během druhého čtvrtletí 2002, kdy aktivní operace bank přesáhly pasivní obchody o cca 4 mld. Kč. [Zprávy o vývoji platební bilance ČR]

Prozatím lze finanční deriváty označit za faktor devizového kurzu koruny jako relativně bezvýznamný. Jelikož metodika pro sestavení platební bilance nerozlišuje mezi finančními deriváty za účelem hedgingu a finančními deriváty za účelem spekulace a také proto, že jako faktor devizového kurzu je jeho vliv prozatím méně významný, byly celkové údaje o tomto faktoru v dalších grafických rozborech a výpočtech zařazeny mezi primární faktory devizového kurzu.

2.2.3.4 Ostatní dlouhodobé investice

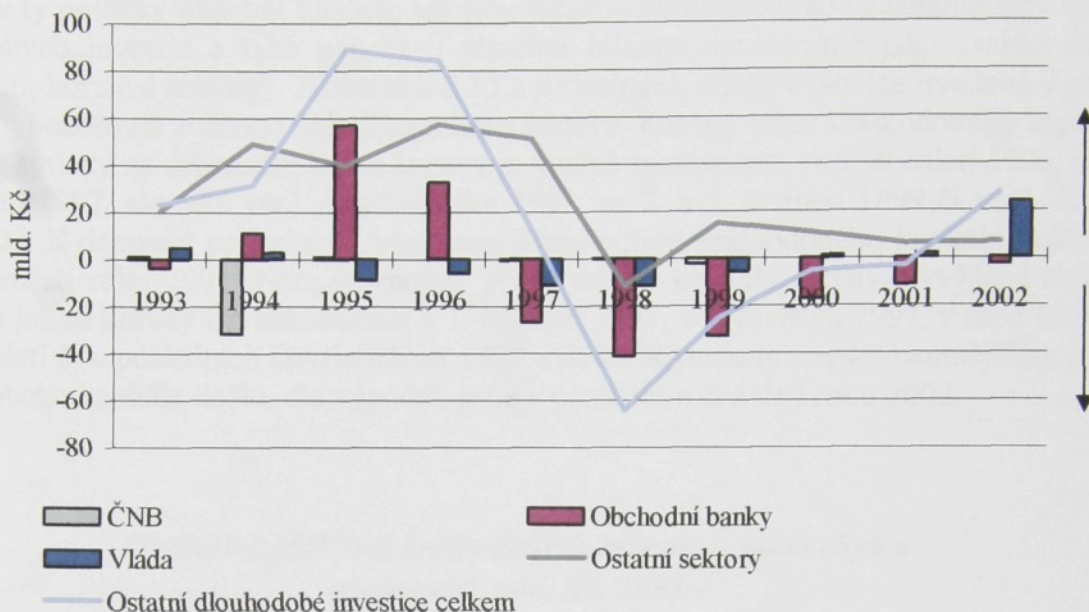
V prvních letech, především v letech 1993 – 1996, byly ostatní dlouhodobé investice významným zdrojem přílivu zahraničního kapitálu, o čemž svědčí i vývoj finančního účtu platební bilance na obrázku č.14. V roce 1993 byly objemově významné půjčky od Světové banky a EXIM bank. Dojednána byla také půjčka od Mezinárodního měnového fondu na posílení devizových rezerv, která však byla v daném roce hned splacena. V roce 1994 se podstatně zvýšil příliv kapitálu do sektoru soukromého. V daném roce Česká republika také předčasně splatila veškeré úvěry od Mezinárodního měnového fondu a stala se tak první postkomunistickou zemí, která přestala využívat úvěrovou pomoc této mezinárodní instituce.

Tabulka č.13: Vývoj kumulativních sald ostatních dlouhodobých investic 1993-2002 podle jednotlivých sektorů v mld. Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ČNB	1,297	-31,713	0,998	0,0	-0,368	-0,216	-2,084	-0,023	-0,022	-0,020
Obchodní banky	-3,549	11,158	57,003	32,566	-26,783	-41,352	-32,969	-17,162	-11,348	-2,787
Vláda	4,901	2,925	-8,712	-5,847	-11,062	-11,135	-5,406	1,099	1,929	23,817
Ostatní sektory	20,821	49,541	40,059	57,704	51,143	-11,418	15,288	11,195	6,505	6,833
Ostatní dlouhodobé investice celkem	23,470	31,911	89,348	84,423	12,930	-64,121	-25,171	-4,891	-2,936	27,843

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Obrázek č.19: Vývoj ostatních dlouhodobých investic dle sektorů, mld. Kč



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci přirozeného kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci přirozeného kurzu koruny

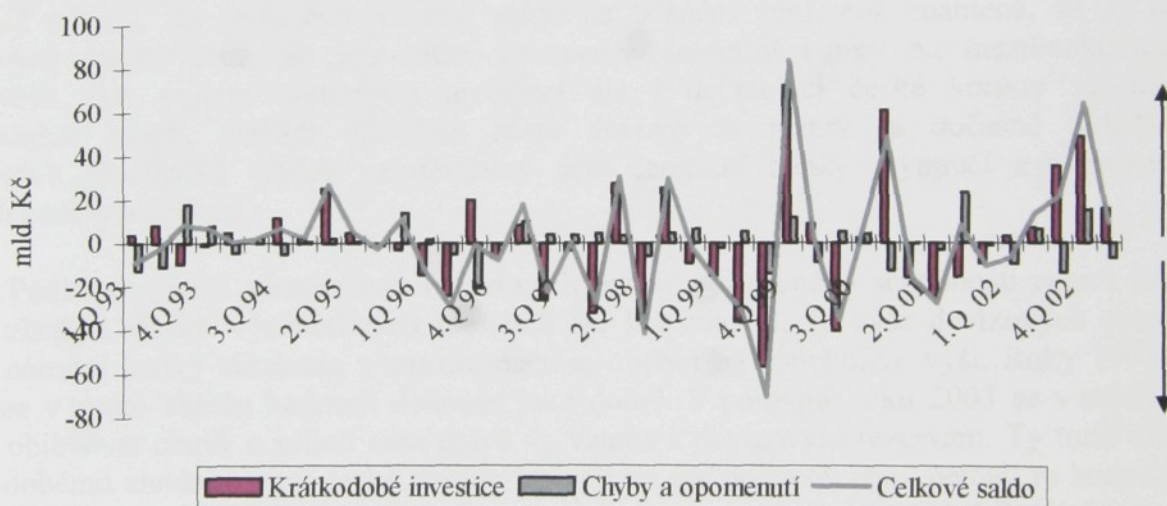
Při pohledu na tabulku č.13 nebo obrázek č.19 je zcela zřejmé, že v prvních letech transformace ČR bylo saldo ostatních dlouhodobých investic kladné a do roku 1995 mělo rostoucí tendenci, kdy dosáhlo svého vrcholu – přebytek účtu dlouhodobých investic dosáhl v tomto roce 89,348 mld. Kč. V roce 1996 již bylo saldo ostatních dlouhodobých investic nižší a dosáhlo jen 84,423 mld. Kč. V letech 1998 – 2001 odliv dlouhodobého kapitálu převýšil jeho příliv a saldo se tak pohybovalo v záporných číslech. Největšího pasiva bylo přitom dosaženo v roce 1998, a to ve výši -25,171 mld. Kč. Minulý rok se jeho vývoj opět obrátil do aktiva v celkové částce 27,843 mld. Kč.

Pokud bude posouzen podíl jednotlivých sektorů na vývoji přirozeného kurzu koruny měřený velikostí salda, je možno konstatovat, že nejmenší podíl měla v tomto směru Česká národní banka následovaná podílem vlády. Přibližně stejný vliv na vývoj přirozeného devizového kurzu koruny měly ostatní sektor a obchodní banky. Přitom do roku 1995 převládaly tlaky na apreciaci, dále v letech s pasivním saldem (1998 – 2001) převládaly tlaky na depreciaci koruny. V minulém roce se dlouhodobé investice podílely opět na apreciačních tlacích koruny.

2.3 ROZBOR SEKUNDÁRNÍCH FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU KORUNY

V části obecné analýzy platební bilance a její transformace na jednotlivé faktory devizového kurzu byly za přibližný potenciál sekundárního faktoru devizového kurzu označeny ty položky platební bilance, jež jsou Českou národní bankou zaznamenány na účtu krátkodobých investic a také v té části platební bilance označované jako „saldo chyb a opomenutí, kurzové rozdíly“. Z obrázku č.20 a z číselných údajů v tabulce uvedené v příloze č. 7 lze vypočítat značnou volatilitu tohoto faktoru. Značný odliv krátkodobého kapitálu a tedy i vyšší tlaky na depreciaci kurzu koruny je možné zaznamenat ve 2. čtvrtletí 1996, ve 2. a 4. čtvrtletí 1997, ale také ve 2. čtvrtletí roku 1998, ve 2. a 3. čtvrtletí 1999 či ve 2. čtvrtletí roku 2000. K doposud poslednímu významnějšímu odlivu krátkodobého kapitálu došlo také ve 2. čtvrtletí roku 2001. Naopak značný příliv tohoto kapitálu a tedy i zvýšené tlaky na apreciaci kurzu koruny lze zaznamenat v 1. čtvrtletí 1995, v 1. čtvrtletí 1997, v roce 1998 v 1. a 3. čtvrtletí či v posledních čtvrtletích let 1999 a 2000. K poslednímu významnějšímu přílivu krátkodobého kapitálu došlo, dle výpočtů, ještě v posledním čtvrtletí roku 2002.

Obrázek č.20: Vývoj krátkodobých investic a salda chyb a opomenutí, mld. Kč, 1993 - 1. čtvrtletí 2003



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci nominálního kurzu koruny

Dříve než bude přikročeno k analýze terciárního faktoru devizového kurzu, je opět zcela na místě zdůraznit, že kvantifikace sekundárního faktoru dle údajů platební bilance bude pravděpodobně z již zmiňovaných důvodů velmi nepřesná. Zvláště v době měnové krize (květen 1997) byla síla vlivu sekundárního faktoru na vývoj nominálního devizového kurzu fakticky mnohem vyšší než zde uvedená čísla. Lze se totiž domnívat, že v případě měnových turbulencí se k odlivům spekulativního krátkodobého kapitálu (jehož primární účel byla právě devizová spekulace) přidává také odliv toho kapitálu, který byl prvotně zamýšlen na dlouhodobější investice nespekulativního charakteru (tj. například část dlouhodobých portfoliových investic do různých druhů cenných papírů).

2.4 ROZBOR TERCIÁRNÍCH FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU KORUNY

2.4.1 Vývoj devizových rezerv České národní banky

Česká národní banka vede statistickou evidenci o stavu svých devizových rezerv. Tento stav je možné označit za jakýsi „potenciál terciárního faktoru devizového kurzu“, který centrální banka může použít při přímém intervenování. Tabulka uvedená v příloze č.8 a tabulka č.14 obsahuje údaje o stavu rezerv ke konci příslušného období a také informuje o jejich přiměřenosti vzhledem k měsíčním dovozům do České republiky.

Tabulka č.14: Stav devizových rezerv ke konci příslušného roku v mld. Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ⁹³
Stav devizových rezerv k 31. 12. v mld. Kč	116,0	175,1	373,0	339,9	338,5	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	707,7
Krytí dovozu dev. rezervami v měsících – ukazatel L_m	2,6	3,3	5,6	4,4	3,9	4,0	4,6	4,1	3,9	5,6	

Zdroj: ČNB

Devizové rezervy od roku 1993 do poloviny roku 1995 narůstaly. Na konci 3. čtvrtletí 1995 zaznamenaly první pokles, který pokračoval po celý rok 1996. V prvním až třetím čtvrtletí 1997 opět vzrostly. Ve 4. čtvrtletí 1997 opět poklesly. Od tohoto okamžiku lze o devizových rezervách konstatovat, že mají rostoucí trend. Tento směr ve vývoji devizových rezerv je v převážné míře způsoben vývojem na finančním účtu platební bilance, jehož aktivní saldo již několik let překračuje pasivní saldo na běžném účtu, což znamená, že se do devizových rezerv promítají prováděné intervence centrální banky na mezibankovním devizovém trhu s cílem eliminovat apreciaci ale i depreciaci české koruny zejména v posledních letech. Dalším důvodem růstu devizových rezerv je dočasné ukládání devizových prostředků vládou na devizový účet centrální banky plynoucí z privatizace státních podílů podniků.

Podle ukazatele přiměřenosti devizových rezerv vyjádřeného schopností rezerv krytí dovoz zboží a služeb v jednotlivých měsících lze konstatovat, že výše devizových rezerv České národní banky zůstávala v transformačním období na uspokojivé výši. Roky 1995 a 2002 lze v tomto ohledu hodnotit dokonce jako dobré. V polovině roku 2003 se v médiích začaly objevovat obavy o přijetí eura právě ve vztahu k devizovým rezervám. Ty totiž díky dlouhodobému zhodnocování české koruny ztrácejí na své hodnotě, resp. nemají tu hodnotu, jaké by mohly dosáhnout, pokud by nedocházelo ke značnému zhodnocování domácí měny. Centrální banka se tak dostává do ztráty, která na konci roku 2002 činila cca 54 mld. Kč. V budoucnu se podle dalších sdělení představitelů ČNB bude tato ztráta hradit buď ze státního rozpočtu nebo z předpokládané ražby eur.

K problému přiměřenosti devizových rezerv je nutné dodat následující. Přiměřenost devizových rezerv je sice měřena již zmiňovaným ukazatelem L_m – měsíční krytí dovozu rezervami⁹⁴, ale jejich skutečná výše by se měla odvíjet spíše od zvoleného systému devizového kurzu. S „pevností“ daného systému potřeba devizových rezerv narůstá, protože centrální banka musí udržovat vývoj kurzu ve stanoveném oscilačním pásmu. V průběhu

⁹³ Údaje za 1.čtvrtletí roku 2003

⁹⁴ Bakule, V.: Světové finance, SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1976, 1. Vydání, 245 s., 04-320-76, s. 92: Pokud je $L_m > 5$ je zajištění devizovými rezervami dobré, pokud je $L_m > 2,5 - 5$ je zajištění devizovými rezervami uspokojivé, pokud $L_m < 2,5$, je zajištění devizovými rezervami neuspokojivé.

transformace české ekonomiky prošel systém devizového kurzu několika kvalitativně odlišnými fázemi. Stručně řečeno od strnulého (nepružného) systému devizového kurzu byl postupně „zpružňován“ až k relativně nejpružnější formě režimu devizového kurzu – k řízenému floatingu, tj. k systému devizového kurzu, který je teoreticky nejméně náročný na devizové rezervy.

Za terciární faktory byly v části obecné transformace platební bilance na jednotlivé faktory devizového kurzu označeny intervence centrální měnové autority, které mohou nabývat různých podob (přímých, nepřímých, slovních apod.) Také bylo již zmíněno, že přesné informace o přímých devizových intervencích nejsou snadno zjistitelné, centrální banky se tomu zpravidla brání, a že síla vlivu nepřímých či slovních intervencí je jen velice těžko kvantifikovatelná a záleží na mnoha faktorech (kredibilitě České národní banky, očekávání účastníků devizového trhu apod.) V posledních letech panuje mezi odbornou veřejností spíše nedůvěra v jejich účinnost. Pohyb devizových rezerv ve formě likvidních devizových pohledávek, zásob zlata, státních cenných papírů cizí země, valut, případně též potenciálních devizových facilit (tj. možného čerpání devizového úvěru u cizích centrálních bank anebo u mezinárodních měnových organizací) se promítá v části platební bilance nazvané „**změna devizových rezerv**“. Vývoj této položky platební bilance, jež je svědectvím devizových intervencí centrální měnové autority v České republice v průběhu let 1993 - 2003, dokládá následující obrázek:

**Obrázek č. 21: Změna devizových rezerv - terciární faktor
1993 - 1. čtvrtletí 2003**



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ nárůst devizových rezerv, tlaky na depreciaci nominálního kurzu koruny, ↓ pokles devizových rezerv, tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny

Z uvedeného schématu vyplývá, že ve sledovaném období převládaly intervence na depreciaci nominálního kurzu koruny. Pouze na počátku druhé poloviny devadesátých let a také na počátku třetího tisíciletí (3. čtvrtletí 2000) ČNB několikrát intervenovala ve prospěch apreciacie nominálního kurzu koruny.

2.4.2 Stručný nástin vývoje systému devizového kurzu koruny v transformačním období

V roce 1989 byl tzv. dvousložkový kurz⁹⁵ nahrazen kurzem jednosložkovým a vnitřní korigující koeficienty, tzv. VRCV, zanikly. Již od roku 1981 byla koruna vázána na měnový koš složený z pěti měn, které se v daném roce nejvíce podílely na obratu platební bilance. Tuto metodu užívala Státní banka československá v předtransformačním období pouze jako orientační. Kurz schvalovala vláda po projednání s řídicími centrálními orgány (banka, ministerstvo financí, zahraničního obchodu atd.). Změny kurzu měly rozpětí $\pm 5\%$ od schválené úrovně, mohly je provádět jednotlivé řídicí stupně podle rozpětí změny. Během roku 1989 byly zavedeny měsíční devizové aukce, což byl jakýsi počáteční zárodek zatím dosti omezeného devizového trhu. Nabídka a poptávka po devizách byla vytvořena dovozci a vývozci zboží. Devizy byly obchodovány v tzv. lotech, přičemž lot činil 10 tisíc Kčs v protihodnotě devizového depozita přepočteného kurzem aukčního dne.

V průběhu roku 1990 došlo ke třem devalvacím vůči směnitelným měnám – na konci tohoto roku byl kurz stanoven ve výši 28 Kčs/USD (turistický kurz 26 Kčs/USD) a revalvací vůči převoditelnému rublu. Touto devalvací vyplávalo na povrch, že koruna byla v roce 1953 nadhodnocena vůči volně směnitelným měnám a revalvací, že koruna byla podhodnocena vůči měnám tzv. socialistických zemí. Od září 1992 v souvislosti se zahájením devizového fixingu stanovovala centrální banka kurz Kčs ke směnitelným měnám podle nové metody: Vlastní vazba na pětiměnový koš (USD, DEM, ATS, CHF, GBP/FRF) nebyla již pevně fixována, jak tomu bylo dříve, ale pro pohyb kurzu k měnovému koši bylo zavedeno úzké oscilační pásmo v rozsahu $\pm 0,5\%$. Pětiměnový koš byl v roce 1993 po rozdělení Federace nahrazen košem dvouměnovým (65% DEM, 35% USD) na základě změny měnové struktury běžného účtu platební bilance. Úzké oscilační pásmo $\pm 0,5\%$ zaručovalo značnou stabilitu devizového kurzu, což mělo pozitivní vliv na zahraniční obchod. Z důvodu silícího přílivu zahraničního kapitálu a tím inflačních tlaků rozhodla bankovní rada v únoru 1996 o rozšíření flukтуаčního pásma na $\pm 7,5\%$. Na konci května 1997 Česká národní banka zrušila systém pevného kurzu koruny a zavedla systém řízeného floatingu, který uplatňuje dodnes.

S očekávaným vstupem do Evropské unie bude zvažováno přijetí režimu ERM II⁹⁶, který bude muset koruna dodržet minimálně po dobu dvou let. Tento pevný systém devizového kurzu je vymezen několika elementy. Jedním z nich je stanovení ústředního kurzu domácí měny vůči euru a dodržení oscilačního pásma $\pm 15\%$. (V posledních měsících je oscilační pásmo tohoto mechanismu ČNB interpretováno dokonce jako $\pm 2,25\%$.) **Vstupem do tohoto mechanismu z pohledu teorie přirozeného kurzu však koruna učiní krok zpět – přirozený průběh kurzu bude totiž opět více deformován působením především terciárního faktoru. Také sekundární faktor pravděpodobně zesílí, protože reakce centrální banky budou lépe čitelné.**

⁹⁵ Viz např. Bakule, V.: Světové finance. SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1976, 1. Vydání, 245 s., 04-320-76, s. 127 – 132; nebo Kubálek, J.: Ceny a měření efektivnosti v zahraničním obchodě. SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1973, 1. Vydání, 04-329-73, s. 88

⁹⁶ „Exchange Rate Mechanism II“ = mechanismus devizového kurzu II

2.5 ANALÝZA PLATEBNÍ BILANCE A FAKTORŮ DEVIZOVÉHO KURZU JAKO CELKU

Tato část kvantitativní a kvalitativní analýzy platební bilance se snaží zhodnotit působnost jednotlivých faktorů devizového kurzu jako celek. Zároveň se také snaží na základě velikosti jednotlivých sald platební bilance kvantifikovat sílu těchto faktorů a postihnout jejich vývoj v období transformace české ekonomiky.

2.5.1 Vývoj běžného a finančního účtu v poměru k HDP

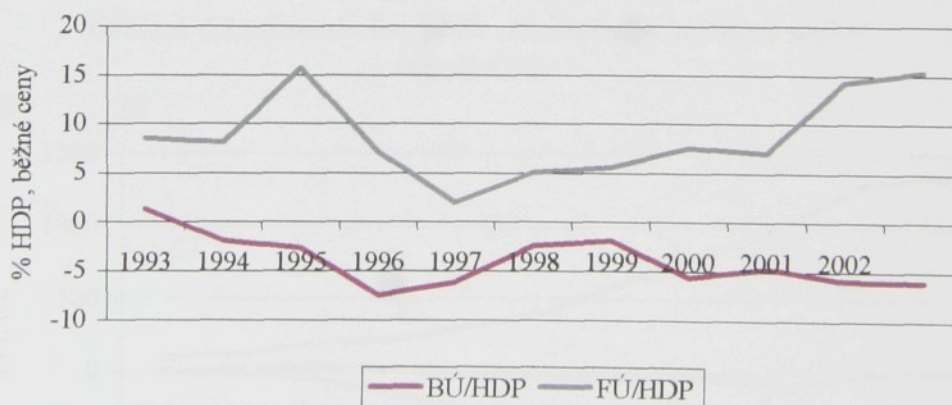
Tabulka č.15 porovnává vývoj sald běžného a finančního účtu platební bilance. Z tabulky i z následného grafu na obrázku č.22 je zřejmá vnější nerovnováha z pohledu běžného účtu, která je již téměř jedno desetiletí profinancována aktivním saldem účtu finančního, které je výsledkem (jak vyplývá z údajů předešlých) způsobeno především značným přílivem přímých zahraničních investic. Značná pasivita běžného účtu je již téměř tradičně v případě České republiky v době její transformace zapříčiněna pasivitou obchodní bilance, v posledních letech také pasivitou výkonové bilance způsobené značným odlivem výnosů z ekonomiky.

Tabulka. č. 15: Porovnání vývoje sald běžného a finančního účtu platební bilance ČR v letech 1993 - 2003

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ⁹⁷
BÚ/HDP (%), běžné ceny	1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-2,4	-1,9	-5,6	-4,7	-5,9	-6
FÚ/HDP (%), běžné ceny	8,6	8,2	15,8	7,2	2,0	5,1	5,6	7,6	7,1	14,3	15,4

Zdroj: ČNB, ČSÚ

Obrázek č.22: Porovnání vývoje salda běžného a finančního účtu platební bilance ČR v poměru k HDP



Zdroj: ČNB

Co se týká přiměřenosti salda běžného účtu, za který je všeobecně (z pohledu ratingových agentur) pokládána hranice -5,0% a který naznačuje zdravý chod ekonomiky, začíná se tento problém v období transformace ČR objevovat již podruhé – poprvé v letech 1996, 1997 tedy v roce před a v průběhu měnové krize a podruhé v roce 2002 a zdá se, že problematický v tomto ohledu bude i rok 2003. V posledních letech totiž opět nastává

⁹⁷ Údaje za 1.čtvrtletí 2003

problém rozevírajících se nůžek mezi finančním a běžným účtem – poprvé v období 1994-1995, podruhé pro období od roku 1999 až po současnost.

Avšak opět je nutné zopakovat, že na rozdíl od období 1996, 1997 je nyní deficit běžného účtu při vcelku zlepšeném vývoji obchodní bilance způsoben deficitem bilance výnosů, jehož rozsah a dynamika souvisí s rostoucím objemem příjmů z přímých zahraničních investic, a to především ve formě reinvestovaných zisků. Z tohoto důvodu nelze považovat současný rozsah deficitu běžného účtu a jeho podílu na HDP jako indikátor prohlubující se vnější nerovnováhy a tedy ani jako ohnisko vzniku měnové krize.

2.5.2 Porovnání vývoje běžného účtu s vývojem přímých zahraničních investic a krátkodobých investic v ČR

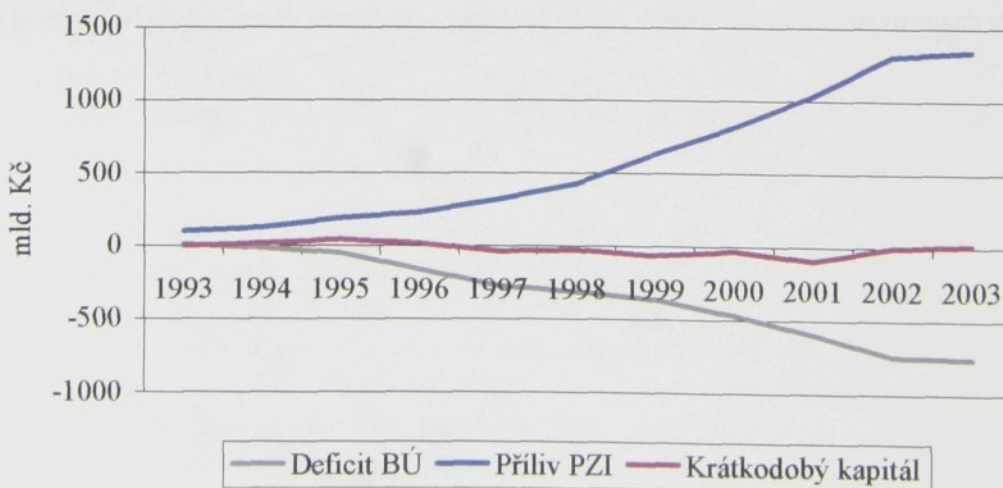
Kumulativní údaje (počínaje rokem 1993) ilustrují kompenzaci schodků na běžném účtu platební bilance přílivem přímých zahraničních investic. Relativně malou roli, ve srovnání se saldem běžného účtu a přílivem přímých zahraničních investic, hraje krátkodobý kapitál, ať již hodnocený pouze na základě účtu krátkodobých investic nebo na základě čísel získaných společným součtem krátkodobých investic a salda chyb a opomenutí.

Tabulka č.16: Vývoj salda běžného účtu a přílivu zahraničních investic v ČR, mld. Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ⁹⁸
Saldo běžného účtu mld. Kč	13,3	-22,2	-36,3	-111,9	-113,3	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-148,1	-16,3
Saldo BÚ kumulov. mld. Kč	13,3	-8,7	-45,0	-156,9	-269,9	-310,4	-361,0	-465,9	-590,4	-738,5	-754,8
Příliv PZI kumulov. mld. Kč	102,54	127,53	195,53	234,3	319,82	429,17	631,51	818,41	1033,01	1309,11	1342,53
Krátkodobé investice kumulov.	1,631	20,593	46,365	21,206	-32,3	-24,23	-59,926	-28,182	-92,328	1,859	17,671
Krátkodobé investice + saldo chyb a opomenutí kum.	4,651	17,490	59,041	9,678	-21,461	-4,673	-39,132	-18,765	-63,800	28,929	38,046

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Obrázek č.23: Kumulovaný příliv zahraničních investic a deficit běžného účtu



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

⁹⁸ Údaje za 1. čtvrtletí 2003

Závěrem k části, jež porovnává vývoj běžného účtu s vývojem přímých zahraničních investic a krátkodobých investic v České republice, lze uvést, že krátkodobý kapitál (sekundární faktor) nepochybně zůstává významným krátkodobým faktorem přispívajícím k měnové krizi. Viděno v delší časové perspektivě však krátkodobý kapitál nesporně není tím faktorem, který by tvaroval vývoj platební bilance České republiky nebo vývoj devizového kurzu koruny.

2.5.3 Vývoj faktorů devizového kurzu a jejich vliv na vývoj koruny z dlouhodobého hlediska

Níže uvedená tabulka dokumentuje vývoj sald faktorů devizového kurzu, a to jak primárních tak také sekundárních. Terciární faktory jsou zde zastoupeny změnou devizových rezerv a také jejich stavem ke konci příslušného roku, resp. 1. čtvrtletí v roce 2003. Přesné údaje o přímých intervencích nebylo možné získat pro celé sledované období. Získána byla pouze data o přímých intervencích, které ČNB prováděla v průběhu roku 1997, tj. roku měnové krize, která jsou uvedena až v další části práce.

Tabulka č.17: Vývoj sald primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu a vývoj stavu devizových rezerv ⁹⁹

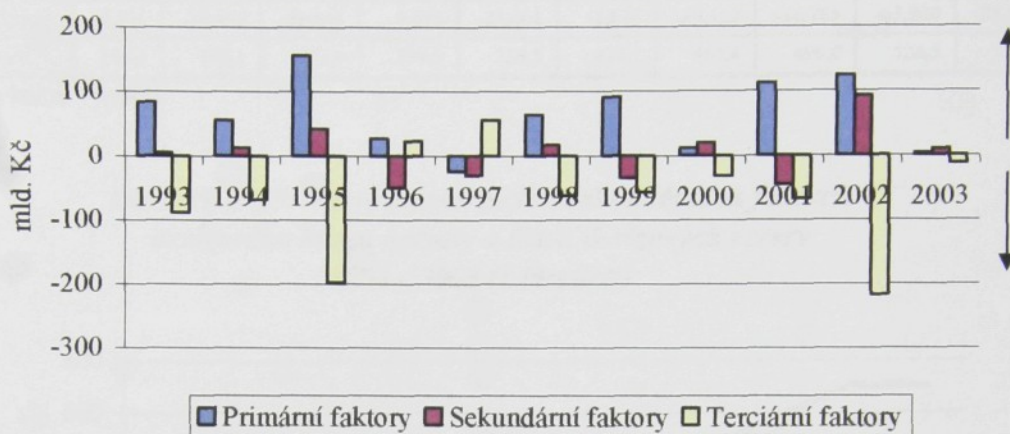
Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I běžný účet	13,287	-22,643	-36,331	-111,869	-113,037	-40,492	-50,596	-104,877	-124,478	-148,061	-16,304
II přímé zahraniční investice	16,422	21,551	67,021	34,625	40,451	115,866	215,704	190,767	208,296	295,585	32,284
III portfoliové investice	46,659	24,596	36,144	19,693	34,439	34,508	-48,269	-68,173	34,857	-46,749	-32,734
IV finanční deriváty	0	0	0	0	0	0	0	-1,403	-3,22	-4,282	-0,619
V kapitálový účet	-16,175	0	0,179	0,016	0,316	0,066	-0,073	-0,198	-0,331	-0,119	-0,04
VI ostatní dlouh. investice	23,473	31,911	89,350	84,423	12,931	-64,118	-25,170	-4,891	-2,938	27,841	20,591
I+II+III+IV+V+VI = PRIMÁRNÍ F.	83,666	55,415	156,363	26,888	-24,900	64,118	91,596	11,225	112,186	124,215	3,178
krátk. spek. kapitál = SEKUNDÁRNÍ F.	4,651	12,839	41,551	-49,363	-31,139	16,788	-34,459	20,367	-45,035	92,729	9,117
PRIMÁRNÍ + SEKUNDÁRNÍ F.	88,317	68,254	197,914	-22,475	-56,039	62,618	57,137	31,592	67,151	216,944	12,295
Změna dev. rezerv = Terciární F.	-88,317	-68,254	-197,914	22,475	56,039	-62,618	-57,137	-31,592	-67,151	-216,944	-12,295
Dev. rezervy k 31.12.	116,0	175,1	373,0	339,9	338,5	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	707,7

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Poznámka: U změny devizových rezerv znaménko – znamená nárůst, + znamená pokles devizových rezerv.

⁹⁹ Velikost sald byla zaokrouhlována, nemusí proto v posledních desetinných místech odpovídat údajům, které poskytuje ČNB

Obrázek č. 24: Vývoj primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu koruny 1993 - 1. čtvrtletí 2003



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci nominálního kurzu koruny

Pokud zhodnotíme vývoj primárních faktorů devizového kurzu, můžeme konstatovat, že jejich vývoj téměř po celé období transformace české ekonomiky implikoval apreciační tlaky na vývoj přirozeného kurzu koruny. Tento vývoj primárních faktorů zároveň dokládá skrytou oscilaci přirozeného devizového kurzu. Výjimkou byl rok 1997, rok měnové krize, ve kterém tyto primární faktory dosáhly záporného salda a znamenaly tlaky na depreciaci přirozeného kurzu koruny. Velice významný vliv na vývoj přirozeného kurzu koruny měly operace běžného účtu, které ale, kromě roku 1993, přispívaly značným podílem k depreciacím tlakům (jejich saldo bylo záporné). Další významnou roli měly přímé zahraniční investice, které naopak svým aktivním saldem přispívaly k apreciaci kurzu. Tento jejich vliv zesílil významným způsobem zejména od roku 1998, kdy aktivní saldo dosáhlo částky téměř 116 mld. Kč, tj. částky více než dvojnásobné oproti roku předešlému. Faktory sekundární přispívaly střídavě k apreciačním nebo depreciacím tlakům. Terciární faktory naopak implikovaly spíše depreciacní tlaky na vývoj kurzu (kromě let 1996 a 1997). Z celkového salda primárních a sekundárních faktorů je patrný dlouhodobý trend apreciace nominálního kurzu koruny (kromě již zmiňovaného roku 1997 a také roku 1996). Vývoj faktorů primárních, sekundárních a terciárních dokládá obrázek č. 24.

2.5.4 Kumulativní vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a stavu devizových rezerv v transformačním období ČR

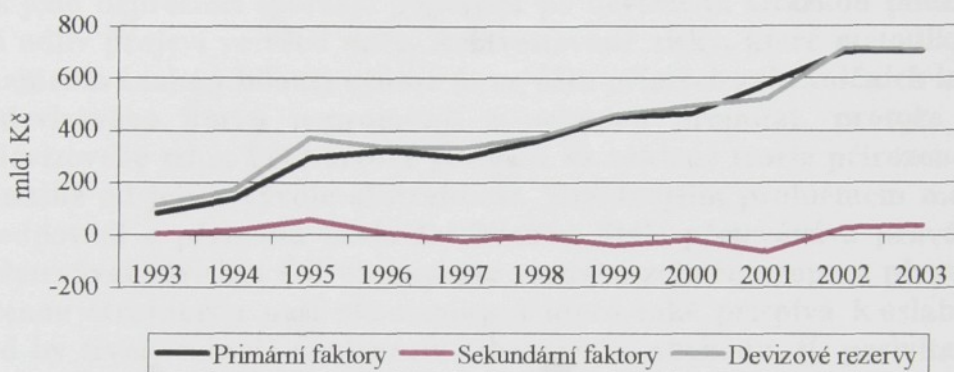
Z tabulky č.18 a z níže uvedeného obrázku zaznamenávajícího vývoj kumulativních sald primárních a sekundárních faktorů a stavu devizových rezerv vyplývá, že **vývoj rezerv je závislý na vývoji primárních faktorů, přičemž oba ukazatele mají dlouhodobě rostoucí trend.** Sekundární faktory se vyvíjejí zcela nezávisle na zbývajících dvou ukazatelích a vyvíjejí se velice nestabilně.

Tabulka č.18: Kumulativní vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a devizových rezerv 1993 – 2003 (1.čtvrtletí), mld. Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Primární faktory	83,666	139,081	295,444	322,332	297,432	361,550	453,146	464,371	576,557	700,772	703,95
Sekundární faktory	4,651	17,490	59,041	9,678	-21,461	-4,673	-39,132	-18,765	-63,800	28,929	38,046
Devizové rezervy	116,0	175,1	373,0	339,9	338,5	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	707,7

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Obrázek č. 25: Vývoj primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny a stavu devizových rezerv 1993 - 2003 (1.čtvrtletí)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Na tomto místě lze vyslovit domněnku, že existuje vzájemný vztah nejen mezi primárními faktory a devizovými rezervami, tj. potenciálem terciárního faktoru, ale že existuje také závislost mezi sekundárními a terciárními faktory. Ovšem vzhledem k již zmiňovaným metodickým nedostatkům sestavování platební bilance nelze tento vztah přesně kvantifikovat.

2.5.5 Očekávání budoucího vývoje faktorů devizového kurzu

Z vývoje platební bilance je zřejmé, že dlouhodobé aktivní saldo finančního účtu způsobené značným přílivem přímých zahraničních investic, jenž dlouhodobě překonává pasivitu účtu běžného a vytváří tak celkový přebytek platební bilance a také růst devizových rezerv, je hlavním motorem apreciacie české koruny. V budoucnu se dá očekávat vzhledem k vysoce pravděpodobnému vstupu do Evropské unie, že tento vývoj bude i nadále pokračovat. Vnější nerovnováhu z pohledu deficitu běžného účtu lze hodnotit spíše jako typický rys transformačního období. Podle Samuelsona a Nordhause se totiž Česká republika nacházela ve fázi mladého a rostoucího dlužnického státu, pro který je charakteristické právě pasivní saldo běžného účtu, které je profinancováno aktivním finančním účtem, protože tak do ekonomiky proudí kapitálové zdroje na investice určené pro další rozvoj.

Na tomto místě je však nutné upozornit, že po této fázi by měla následovat fáze **zralého dlužnického státu**, pro který je typická vyrovnanost běžného účtu, jež plyne z přebytku obchodní bilance avšak je vyrovnána odplýváním dividend a úroků do zahraničí

způsobených právě masivním přílivem zahraničních investic v předchozí fázi. Finanční účet bude také přibližně vyrovnaný, protože poskytované půjčky budou přibližně vyrovnávat nové výpůjčky. Česká republika se pravděpodobně již nachází na začátku této druhé etapy vývoje platební bilance. Saldo běžného účtu v poměru k HDP se sice ještě minulý rok (2002) nacházelo pod kritickou hranicí -5%. O nastupující druhé fázi však svědčí vývoj na účtu zaznamenávajícím toky výnosů, jejichž odplývání do zahraničí v posledních letech zesílilo. Také zprávy z médií¹⁰⁰ hovoří ve prospěch rostoucí konkurenceschopnosti českých podniků a šanci na rostoucí export do vyspělých zemí, zejména Evropské unie, kde i přes dočasně slabou poptávku v těchto zemích si české firmy udržely svou pozici.

Z predikce přechodu české ekonomiky a její platební bilance do fáze zralého dlužnického státu vyplývá mnohé pro budoucí vývoj faktorů devizového kurzu: Z domácí ekonomiky budou odplývat výnosy v podobě dividend a úroků, které budou tlačit kurz k jeho depreciaci (poroste poptávka po devizách). Otázkou pouze zůstává, kdy se tento odliv projeví ve větší míře. Reinvestované zisky, které metodika platební bilance zaznamenává také v bilanci výnosů (a na účtu přímých zahraničních investic), se do vývoje devizového kurzu nepromítají a nebudou promítat, protože se vůbec nedotýkají devizového trhu. Při kurzové predikci na základě teorie přirozeného kurzu bude proto nutné od jejich vývoje abstrahovat. Závažnějším problémem možná bude vyplnění předpovědi o přebytku obchodní bilance. Stále přetrvává a pravděpodobně také bude přetrvávat závislost ČR na importu surovin, zejména ropy a plynu, která je dána přirozenou strukturou naší ekonomiky a která také přispívá k oslabení kurzu měny. Pokud by trvaly minulé tendence v zahraničním obchodu, tj. pasivita obchodní bilance, musel by být deficit běžného účtu profinancován aktivním saldem ostatních položek účtu běžného nebo účtu finančního, tedy buď dalším zadlužováním národního hospodářství nebo přílivem nedluhového kapitálu v podobě PZI. Tím by ovšem opět sílily tlaky na zhodnocování devizového kurzu koruny a tedy i další zhoršování cenové konkurenceschopnosti domácích exportérů. Riziko takového vývoje lze eliminovat dalším zvyšováním konkurenceschopnosti necenové, a to zvyšováním kvality domácí produkce směřující do zahraničí. Základy tohoto procesu již byly položeny právě zmiňovaným přílivem přímých zahraničních investic v minulých letech.

Na dosavadním vývoji kurzu koruny se v podstatné míře podílel primární faktor v podobě přílivu přímých zahraničních investic. V dalších měsících až letech bude na objem investic působit několik protichůdných vlivů. Jedním z hlavních lákadel se stane vstup ČR do Evropské unie v květnu 2004. Od tohoto data se zjednoduší některé dosud existující procedury. Jednotný trh EU a odstranění zbývajících bariér volného pohybu zboží, služeb a kapitálu povede k tomu, že region střední a východní Evropy se stane zajímavým investičním místem pro malé a střední firmy. Objemově by to znamenalo nárůst investic z Itálie, Francie či Rakouska, jejichž ekonomika je postavena právě na malých a středních firmách. Pro bude také působit očekávané oživení světové a evropské ekonomiky, ačkoliv se nepředpokládá, že bude rychlé a silné. Další fakt hovořící pro investice v ČR je, že západní ekonomiky se stávají pro místní firmy drahé, a tak často přesouvají výrobu na východ. Trvalým argumentem ve prospěch ČR stále zůstává také její geografická poloha v srdci Evropy.

¹⁰⁰ Např. Ekonom č.34/2003, s.53: Export má šanci na růst, kde jeho autor Martin Tlapa, generální ředitel Czech Trade, kromě očekávaného zlepšení domácího exportu také zmiňuje toto: „Téměř 70% vývozu inkasují české firmy v eurech, zatímco podíl plateb v dolarech se ustálil na 20%. Je zřejmé, že český vývoz je tak dominantně závislý na kurzu české měny k euru.“

Proti těmto trendům ovšem bude působit obava z růstu nákladů v nových členských zemích, a to především mzdových, které jsou stále jednou z komparativních výhod ČR. Další negativní dopad by mohla mít také fiskální politika státu, především v oblasti daní. Pokud by například všechny okolní země měly nižší zdanění (např. Slovensko od příštího roku), kvalifikovaná česká síla by tento fakt nemusela vyvážit. Podobně negativním způsobem by mohlo působit i váhání s přijetím jednotné měny eura. I když podíváme-li se na Švédsko, které v nedávném referendu opět euro odmítlo, a i přesto stále láká významné investice, nemusela by se tato obava vyplnit.

Za první pololetí tohoto roku (2003) dosáhl příliv PZI 66,9 mld. Kč, což je výsledek mnohem slabší než minulý rok. Zde je však třeba si uvědomit, že značný podíl v celkovém objemu představoval příjem za prodej státního podílu ve firmě Transgas. Podle některých analytiků lze letos (2003) očekávat celkový příliv PZI ve výši 130 – 140 mld. Kč. Konečné číslo může ještě zvýšit případný odprodej některých státních podílů a reinvestice. Dlouhodobější predikce předpokládají, že po roce 2003 by se PZI do České republiky měly pohybovat stabilně kolem 3 – 5 mld. USD.

2.6 ANALÝZA MĚNOVÉ KRIZE

Tato část práce má za cíl podrobněji vyhodnotit etapu transformačního období ČR, která byla bohatá na změny ve vztahu k různým systémům devizového kurzu koruny. Větší pozornost je věnována zejména relativně krátkému období měnové krize, kdy se nejvíce projevila síla nejen primárních, ale i sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu. Nejprve jsou analyzovány příčiny vzniku krize a dále situace v průběhu roku 1997 – roku měnové krize.

Měnová krize měla řadu příčin. Jak již bylo uvedeno v části pojednávající o vývoji směnitelnosti české koruny, její původ byl úzce spjat se současnou existencí externí směnitelnosti koruny, existencí vnější nerovnováhy v podobě značné pasivity běžného účtu a zadluženosti ekonomiky, nestabilního bankovního sektoru, nerozvinutého kapitálového trhu, v existenci pevného devizového kurzu s úzkým pásmem oscilace (a tedy relativně nízkého kurzového rizika) a relativně vysokém úrokovém diferenciálu lákajícího do ekonomiky vyšší příliv kapitálu ze zahraničí, jehož následný rychlý a masivní odliv v květnu 1997 pak způsobil měnovou krizi.

Nejprve bude provedena analýza tzv. apreciačního období, jež krizi předcházelo. Následně bude pozornost zaměřena na měnovou krizi v květnu 1997. K lepší orientaci v dané situaci poslouží tabulka č.19 shrnující nejdůležitější makroekonomické ukazatele České republiky, Evropské unie a také největšího obchodního partnera ČR, Německa, s nímž je hospodářský cyklus české ekonomiky v posledních letech silně korelován. Tabulka byla sestavena tak, aby obsahovala makroekonomické indikátory, které se odrážejí ve vývoji platební bilance a ve vývoji devizového kurzu. Cílem teorie přirozeného kurzu je vysvětlit vývoj kurzu na komplexním souboru faktorů, tj. na mnohem větším množství faktorů, než které zachycuje tabulka. Smyslem však bylo zachytit ty faktory, které jsou snadno měřitelné a které jsou nejčastěji analyzovány z důvodu predikce měnových krizí.

Ukazatele jsou rozděleny do čtyř hlavních skupin. První skupina zachycuje vývoj systému devizového kurzu ve sledovaném období 1993 – 1999. Druhá skupina ukazatelů sleduje vývoj vnější nerovnováhy České republiky zejména na základě vývoje hlavních účtů

platební bilance. Třetí skupina ukazatelů měla za cíl podchytit možné příčiny vzniku vnější nerovnováhy. Poslední skupina makroekonomických ukazatelů odráží zejména dopady vzniklé vnější ekonomické nerovnováhy a její nápravy na makroekonomický vývoj České republiky. Je zřejmé, že některé ukazatele zařazené do skupiny „příčiny“ mohou zároveň odrážet i „důsledky“ a naopak.

Tabulka č.19: Některé makroekonomické ukazatele ČR a Evropské unie 1993 - 1999

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1. Systémy devizového kurzu koruny:	Pevný systém s vazbou na měnový koš (65% DEM, 35% USD) s úzkým oscilačním pásmem $\pm 0,5\%$, pouze vnitřní směnitelnost do 1.10. 1995			Externí i interní směnitelnost, pásmo oscilace rozšířeno na $\pm 7,5\%$ od 28.2.	Květen 1997 : systém řízeného floatingu externě i interně směnitelné měny		
2. Vývoj vnější nerovnováhy:							
saldo běžné bilance (mld. Kč), běž. ceny	13,3	-22,2	-36,3	-111,9	-113,3	-40,5	-50,6
běžná bilance/HDP (%)	1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-2,4	-1,9
hrubý zahr. dluh/HDP (%)	25,4		33,1	36,9	44,6	39,5	43,2
podíl krátkodobého dluhu na celkovém dluhu (%)	24	30	31	28	33	37	38
čistý příliv PZI – nedluhový kapitál (mld. Kč)	16,4	21,6	67,0	34,6	40,5	115,9	215,7
saldo krátkodobého kapitálu – rizikový dluhový kapitál (mld. Kč)	1,6	19,0	25,8	-25,2	-53,5	8,7	-35,7
saldo finančního (do 1997 kapitálového) účtu, mld. Kč	88,2	97,1	218,3	113,6	34,3	94,1	106,6
3. Příčiny vnější nerovnováhy a měnové krize:							
saldo veřejných financí/HDP (%)	2,3	0,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,6	
saldo státního rozpočtu/HDP (%)	0,1	0,9	0,9	-0,1	-0,9	-1,6	-1,6
změna reálné mzdy (%)	3,7	7,7	8,7	8,4	3,1	-1,4	7,4
produktivita práce (%)	1,9	1,6	4,5	2,6	1,1	-0,4	3,6
nominální kurz CZK/DEM – roční prům.	17,4	17,9	18,5	17,6	19,6	18,0	18,4
nominální kurz CZK/USD – roční prům.	29,16	28,78	26,55	27,14	31,71	32,27	34,6
PRIBOR – 2T (%) – roční aritmetický průměr	11,2	8,6	10,9	12,1	18,1	14,2	6,9
vývoj peněžní zásoby, změna M2 (%) ¹⁰¹	19,8	19,9	19,8	9,2	10,1	5,2	8,1
reálný růst HDP v EU (%)	-0,5	2,8	2,5	1,7	2,1	2,8	2%
reálný růst HDP v Německu (%)		2,9	1,9	1,4	1,4	2,1	1,4
Hlavní úrokové sazby ČNB (nejvyšší daný rok): -repo sazba – 2T (%)			11,3	12,4	39 (4,6.)	15	8,75
-diskontní sazba (%)	9,5	8,5	9,5	10,5	13	11,5	6
-lombardní sazba (%)	14	11,5	12,5	14	50 (16,5.)	19	10
-povinné min. rezervy z primárních vkladů (%)	12	9	8,5	11,5	9,5	9,5	5
4. Důsledky vnější nerovnováhy a řešení měnové krize:							
vývoj v bankovním sektoru (počet bank na konci roku/ banky, které ukončily činnost, kumulativně)	52/0	55/2	55/5	53/7	50/11	45/18	42/21
CPI (%), prosinec	18,2	10,2	7,9	8,6	10,0	6,8	2,5
čistá inflace (%)			7,3	6,6	6,8	1,7	1,5
reálný růst HDP České republiky (%)	0,1	2,2	5,9	4,3	-0,8	-1,0	0,5
změna devizových rezerv (znaménko – znamená nárůst), mld. Kč	-88,3	-68,3	-198	22,5	56,0	-62,6	-57,1

Zdroj: Durčáková, Mandel: Mezinárodní finance, ČNB, Ministerstvo financí, ČSÚ, vlastní výpočty

¹⁰¹ M2 – peněžní agregát M znamenající součet oběživa, vkladů na viděnou, termínovaných vkladů a vkladů v cizí měně, podle kvantitativní teorie cen totiž platí, že $M \cdot V = P \cdot Q$. Teorie tvrdí, že ceny (P) se pohybují proporcionálně k peněžní nabídce (M). Poté předpokládá, že rychlost obratu peněz (V) má konstantní nebo rovnoměrně rostoucí tendenci, zatímco produkt (Q) je vždy na úrovni plné zaměstnanosti. Za těchto předpokladů procentuální zvýšení M povede k procentuálnímu zvýšení P.

2.6.1 Období apreciačního trendu

Období, jež předcházelo měnové krizi, lze označit za období apreciačního trendu ve vývoji faktorů kurzu koruny. Následující část práce se podrobně zabývá vývojem faktorů zejména v letech 1995, 1996 a části roku 1997 před květnovými událostmi.

Rok 1995 byl charakteristický ve srovnání s předchozími roky transformace vyšším přílivem zahraničního kapitálu, o čemž svědčí téměř dvojnásobné aktivní saldo tehdy ještě kapitálového účtu (218,3 mld. Kč, v roce 1994 jen 97,1 mld. Kč) a také poměrně vyšší aktivní saldo krátkodobého kapitálu ve výši 25,8 mld. Kč (předešlý rok saldo činilo jen 19 mld. Kč). Také čistý příliv přímých zahraničních investic (zejména ve třetím a čtvrtém čtvrtletí) zaznamenal nárůst (aktivní saldo PZI v roce 1995 činilo 67 mld. Kč, v roce 1994 bylo toto saldo jen necelých 22 mld. Kč). Vývoj signalizoval rostoucí přitažlivost České republiky pro zahraniční investory. Velký podíl na tomto vývoji mělo již zmiňované zavedení externí směnitelnosti české koruny, které usnadnilo přístup devizovým nerezidentům k české měně. Zvýšení atraktivnosti ČR dokládá také vývoj devizových rezerv centrální banky, které se v roce 1995 zvýšily o 198,0 mld. Kč. Stav devizových rezerv na konci roku tak dosáhl úrovně 373,0 mld. Kč. Struktura proudícího kapitálu do ekonomiky se však zejména ve druhém čtvrtletí začala zhoršovat ve prospěch krátkodobého kapitálu, což částečně dokládá ukazatel podílu krátkodobého dluhu na celkovém dluhu, který se oproti předchozímu roku 1994 zvýšil o jeden procentní bod na 31%. Na vzniklou situaci reagovala ČNB na konci dubna zavedením tzv. spreadu (tj. rozpětí při nákupu a prodeji deviz centrální bankou od obchodních bank) ve výši $\pm 0,25\%$, čímž se fakticky rozšířilo stávající flukuační pásmo devizového kurzu koruny na $\pm 0,75\%$, tj. česká koruna se již mohla fakticky pohybovat v rozpětí 1,5%.

Co se týká vnější nerovnováhy z pohledu běžného účtu platební bilance, lze o tomto roce (1995) konstatovat, že došlo ke zvýšení nerovnováhy – pasivní saldo běžného účtu zaznamenalo nárůst oproti předchozím letům a skončilo na konci roku na úrovni -36,3 mld. Kč, což v poměru k hrubému domácímu produktu znamenalo -2,6%. Z pohledu potenciálních investorů však tento výsledek byl stále na uspokojivé výši, nepřekročil totiž mezinárodně uznávanou kritickou mez -5%. Růst hrubého domácího produktu, který vzrostl v tomto roce o 5,9%, byl tažen domácí poptávkou, jež byla stále z větší míry uspokojována dovozy zboží ze zahraničí. Taktéž zahraniční zadluženost, i když se zvyšovala, nebudila ještě mezi investory žádné obavy, protože se pohybovala pod hranicí 40%.

Pokud zhodnotíme ukazatele sledující reálný růst mezd a ukazatel sledující růst produktivity práce, je možné konstatovat, že první polovina devadesátých let a začátek druhé poloviny devadesátých let jsou v tomto ohledu ve znamení předcházení tempa růstu reálných mezd před růstem produktivity práce, což je signál nákladových inflačních tlaků v ekonomice. Taková situace byla ve sledovaném roce 1995. Navíc s přírůstkem zahraničního kapitálu do ekonomiky rostla současně skutečná peněžní zásoba, kterou ČNB monitoruje prostřednictvím měnového agregátu M2 a který porovnává se svými měnovými cíly, resp. měnovými programy, aby vyhodnotila splnění svého inflačního cíle. Kvantitativní teorie peněz totiž tvrdí, že růst peněžní zásoby v ekonomice, empiricky měřený vývojem měnových agregátů, vyvolává tlaky na růst cen, tj. inflační tlaky, pokud nedojde k adekvátnímu nárůstu domácího produktu či ke zpomalení rychlosti oběhu peněz v ekonomice. Lepší pohled na tento problém poskytuje tabulka č.20, která porovnává měnový program České národní banky se skutečným množstvím peněz v ekonomice měřený agregátem M2.

Tabulka č.20: Měnový program centrální banky a skutečné množství peněz v ekonomice, mld. Kč

Rok	Zásoba M2		
	Program	Skutečnost	Kumulovaný rozdíl
1991	487	487	0
1992	545	599	54
1993	638	722	84
1994	724	870	146
1995	837	1040	203

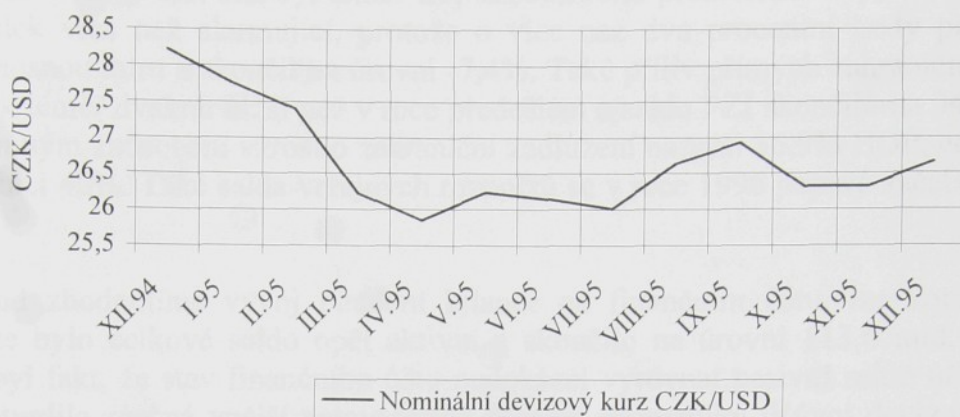
Zdroj: Jonáš, J.: Ekonomická transformace v České republice, Management Press

Z tabulky vyplývá, že skutečný vývoj peněžní zásoby měřené pomocí M2 se v první polovině devadesátých let začal výrazně odchylovat od programových hodnot centrální banky, což začalo ohrožovat hlavní měnový cíl a kredibilitu centrální autority. Skutečné množství peněz v ekonomice na konci roku 1995 (1040 mld. Kč) překračovalo programové hodnoty peněz v ekonomice o téměř jednu pětinu. Teoretickou možností jak odčerpát nadměrné množství peněz z ekonomiky, aby nebyl ohrožen hlavní měnový cíl, jsou sterilizační operace prostřednictvím prodeje vlastních nebo státních pokladničních poukázek obchodním bankám, čímž je odčerpána jejich přebytečná likvidita. Avšak intenzivní použití sterilizace může vést k růstu úrokových sazeb v ekonomice – peníze se mohou stát dražšími, což dále vede k růstu úrokových měr a s tím také k růstu atraktivity domácí ekonomiky pro zahraniční investory a motivace domácích podniků získávat levnější zdroje v zahraničí. Sterilizační opatření tak mohou vyvolat stejný problém, který vlastně mají řešit. Proto byla centrální banka v tomto směru opatrná. Navíc je tento způsob řešení nadměrného přílivu peněz ze zahraničí nevýhodný také proto, že je nákladný – je totiž spojen s výplatou úroku bankám, které nakoupily zmiňované dluhové cenné papíry od centrální banky. [24]

Centrální banka pokračovala v tomto roce v restriktivní měnové politice (po mírném uvolnění v druhé polovině roku 1994) a zvýšila lombardní i diskontní sazbu o jeden procentní bod oproti roku předešlému na 12,5% a diskontní sazbu na 9,5%. Těmito restriktivními opatřeními došlo ke zvýšení úrokové sazby na mezibankovním trhu PRIBOR – pokud vycházíme z hodnot uvedených v tabulce č. 19, tj. z ročních aritmetických průměrů této sazby z roku 1994 a roku 1995, tj. 8,6% a 10,9%, došlo k navýšení úrokové sazby o 2-3 procentní body. Peníze v ekonomice se tedy oproti roku 1994 zdražily. Těmito opatřeními však vzrostl úrokový diferenciál lákající příliv kapitálu. ČNB proto přijala ještě jedno opatření, a to na regulaci devizové likvidity obchodních bank stanovením maximálního limitu krátkodobých otevřených pozic bank vůči devizovým nerezidentům ve výši 30% max. však 500 mil. Kč. Tj. krátkodobé závazky obchodních bank vůči zahraničním subjektům nemohly převýšit krátkodobé pohledávky o více než 30%, ale max. o 500 mil. Kč. Toto opatření ovlivnilo strukturu „příplouvajícího“ zahraničního kapitálu ve prospěch střednědobého kapitálu.

Pokud zhodnotíme vývoj devizového kurzu koruny ve vztahu k platební bilanci, lze říci, že vývoj na běžném účtu vyvolával tlaky na znehodnocení koruny, ale protože pasivní saldo tohoto účtu bylo překročeno aktivem účtu kapitálového (dnes finančního), implikoval celkově vývoj platební bilance tlaky na apreciaci koruny. Skutečný vývoj dokládají následující obrázky.

Obrázek č.26: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v roce 1995 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

Obrázek č.27: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v roce 1995 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

Z obrázků je patrný spíše stabilní vývoj devizového kurzu koruny vůči marce i dolaru (což je částečně dáno také tím, že grafy zachycují měsíční průměrné hodnoty). Zároveň je z obou grafů čitelný téměř přesně zrcadlový vývoj obou kurzů: zatímco koruna vůči marce v první třetině roku znehodnocovala, koruna vůči americkému dolaru zhodnocovala. V poslední třetině roku koruna vůči americkému dolaru znehodnotila, vůči marce koruna naopak spíše velmi mírně zhodnotila.

Režim pevného devizového kurzu díky zvýšenému přílivu zahraničního kapitálu tak postupně přestával plnit tu funkci, která mu byla na začátku transformace přidělena, tj. jakési pevné „nominální kotvy“ v ekonomice bránící vzniku vysoké inflace. Naopak se poprvé v roce 1995 ve větší míře stal důvodem vzniku vyšších inflačních tlaků a obav centrální banky o svou kredibilitu, a to prostřednictvím finančního účtu (tehdy dle původní metodiky ještě účtu nazývaného kapitálový). Tyto tlaky se sice v konečném důsledku neprojeví v růstu cen (naopak cenová hladina oproti předešlému roku poklesla), ale byly vážnějším varováním o změně měnové situace oproti situaci na úplném počátku transformace.

V následujícím roce 1996 výrazným způsobem narostla vnější nerovnováha České republiky z pohledu vývoje na běžném účtu. Pasivní saldo se významným způsobem zvýšilo na úroveň -111,9 mld. Kč, což byl téměř trojnásobek roku předešlého. V poměru k HDP byl tento výsledek více než alarmující, protože o více než dva procentní body překročil pro investory únosnou míru a skončil na úrovni -7,4%. Také příliv přímých zahraničních investic byl tento rok téměř dvakrát nižší než v roce předešlém a saldo PZI skončilo na 34,6 mld. Kč. Dále významným způsobem vzrostlo zahraniční zadlužení na výši 36,9% HDP, což se blížilo kritické hranici 40%. Také salda veřejných rozpočtů se v roce 1996 poprvé začala pohybovat v deficitu.

Pokud zhodnotíme vývoj platební bilance na finančním účtu, lze konstatovat, že v tomto roce bylo celkové saldo opět aktivní a skončilo na úrovni 113,6 mld. Kč. Avšak alarmující byl fakt, že stav finančního účtu nedokázal vyrovnat pasivní saldo účtu běžného. Čímž se potvrdila značná vnější nerovnováha domácí ekonomiky. Vývoj devizových rezerv odrážel vzniklý stav. Devizové rezervy se meziročně snížily o 22,5 mld. Kč, čímž poklesly centrální bance prostředky na obranu pevného devizového kurzu. **Takový vývoj platební bilance jednoznačně implikoval tlak na depreciační devizového kurzu koruny, a to jak z pohledu účtu běžného, tak z pohledu celkové platební bilance.**

Příčiny vnější nerovnováhy v roce 1996 lze nalézt jednak v pokračujícím zpomalování tempa růstu ekonomik Evropské unie a s tím související klesající poptávce po českých vývozech. Naopak vyšší tempo růstu domácí ekonomiky (reálný růst HDP 4,3%) než tempo růstu v zemích EU (jen 1,7%) zvyšovalo domácí poptávku po dovozech ze zahraničí. Dalším významným důvodem vnější nerovnováhy v tomto roce bylo setrvávající vyšší tempo růstu cen v domácí ekonomice oproti západoevropským státům a klesající cenová konkurenceschopnost českých výrobků na vyspělých zahraničních trzích. (Vyšší tempo růstu cenové hladiny doma oproti tempu růstu cen se odráží ve zhodnocování tzv. reálného kurzu domácí měny, což vede k poklesu cenové konkurenceschopnosti domácích exportérů.) Příčinu poklesu cenové konkurence české produkce na zahraničních trzích lze také částečně shledávat v restriktivní měnové politice zdražující domácí úvěrové zdroje pro podniky zvyšující jejich náklady a bránící jim v další expanzi atd.

Měnová politika České národní banky i nadále probíhala v restriktivním směru, protože docházelo k růstu peněžní zásoby nad programové hodnoty a také k rychlejšímu růstu reálných mezd v porovnání s růstem produktivity práce. Centrální banka v tomto roce zvedla všechny své hlavní úrokové sazby a také povinné minimální rezervy, aby zamezila růstu peněžní zásoby a tím inflačním tlakům. Restriktivní měnovou politiku dokládá mezibankovní úroková míra PRIBOR, která se v porovnání s rokem 1995 v průměru zvýšila o více jak jeden procentní bod. Z pohledu čisté inflace, která měří pouze úroveň neregulovaných cen, se centrální bance její hlavní měnový cíl dařil. Úroveň tempa růstu cen v domácí ekonomice však zůstával stále nad úrovní tempa v západní Evropě. Zároveň přispěla tato politika ke zpomalení tempa růstu domácí ekonomiky (reálný růst HDP v roce 1995 činil 5,9%, v roce 1996 4,3%), které i přesto zůstávalo vyšší než v Evropské unii, a k dalšímu zvýšení úrokového diferenciálu lákajícího zahraniční kapitál.

Aby zůstal zachován režim pevného devizového kurzu, splněn hlavní měnový cíl a zároveň omezen nadměrný příliv zahraničního kapitálu do ekonomiky a s tím spojený růst peněžní zásoby, rozhodla centrální banka v únoru (28.2.) 1996 o rozšíření flukтуаčního pásma z původních $\pm 0,5\%$ na $\pm 7,5\%$. Záměr se centrální bance vydařil a po tomto rozšíření došlo

k odlivu krátkodobého kapitálu z ekonomiky, což dokládá pasivní saldo na úrovni -25,2 mld. Kč. Tímto opatřením došlo ke zvýšení kurzového rizika pro zahraniční investory (ale také i pro domácí, investující v zahraničí). Fluktuální pásmo dovozovalo vychýlení devizového kurzu v pásmu širokém 15%, tedy nemalé riziko pro investory.

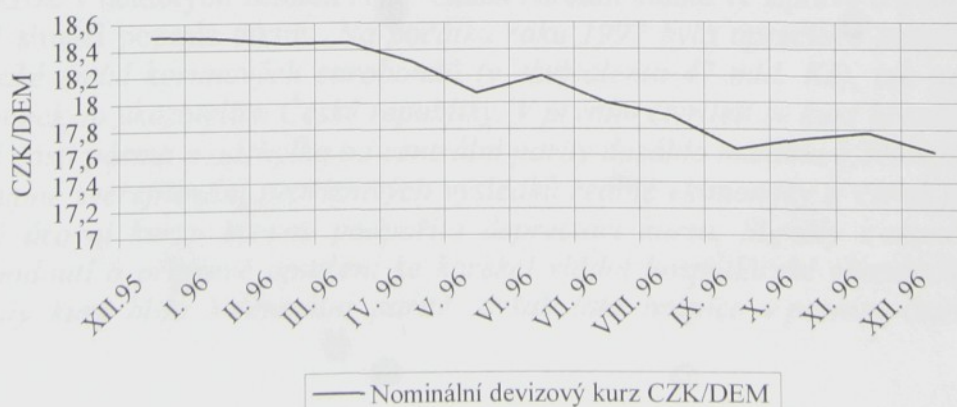
Devizový kurz koruny vůči hlavním směnitelným měnám dolaru a marce lze také tento rok hodnotit jako stabilní. Centrální banka jej pomocí intervencí udržovala ve vyhlášeném oscilačním pásmu $\pm 7,5\%$. V první polovině roku i nadále pokračoval „zrcadlový vývoj“ kurzů koruny vůči marce a americkému dolaru. V první polovině roku 1996 koruna vůči americkému dolaru znehodnotila, naopak vůči německé marce zhodnotila. Ve druhé polovině roku pokračoval zhodnocující trend koruny vůči marce, ale také koruna vůči americkému dolaru zejména v červenci a srpnu významně zhodnotila. **Zhodnocení koruny vůči oběma významným světovým měnám bylo velmi v rozporu s vývojem na běžném účtu platební bilance (zejména ve druhé polovině roku), který implikoval tlaky na depreciaci kurzu.**

Obrázek č.28: Vývoj nominálního devizového kurzu
CZK/USD v roce 1996 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

Obrázek č.29: Vývoj nominálního devizového kurzu
CZK/DEM v roce 1996 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

Koncem roku se začaly z řad finančních analytiků ozývat hlasy, že vývoj devizového kurzu neodpovídá makroekonomickému vývoji České republiky a že jeho úroveň je nadhodnocená. Stručně řečeno, **všechny výše uvedené ukazatele – stav celkové platební bilance, značné saldo běžného účtu, zpomalení tempa růstu ekonomiky, stav veřejných financí, rostoucí zahraniční zadluženost – vyvolávaly u odborné i laické veřejnosti „pocit nadhodnocenosti“ devizového kurzu koruny.** Určit, kde se nachází „správná“ úroveň devizového kurzu domácí měny, je však velice subjektivní. Existuje totiž rozdílný pohled na vývoj devizového kurzu z pozice exportéra a jiný pohled na vývoj devizového kurzu v situaci firmy zabývající se dovozem zboží ze zahraničí. Obdobně rozdílný pohled budou mít ve stejném okamžiku věřitel a dlužník apod.

Vývoj roku 1996 však jistě varoval nerovnovázným vývojem platební bilance, zhoršující se zahraniční zadlužeností a zhoršujícími se makroekonomickými ukazateli. Byl varováním zejména pro zahraniční věřitele, kteří se obávali, že nebudou zaplaceny jejich pohledávky umístěné v České republice. Takový makroekonomický vývoj totiž snadno vyvolává nedůvěru investorů a jejich hromadný odchod z ekonomiky spojený se zvýšeným růstem nabídky domácí měny na devizovém trhu, čímž vyvolává zvýšený tlak na znehodnocení domácí měny.

Makroekonomický vývoj v roce 1996 a ani ekonomické vyhlídky na počátku roku 1997 nebyly optimistické. Počátek roku 1997 se vyznačoval útlumem výkonnosti celé ekonomiky a politickou nestabilitou, což potvrzoval snížený rating České republiky. V prvním čtvrtletí bylo opět zaznamenáno saldo na běžném účtu platební bilance ve výši - 32,576 mld. Kč. Také saldo obchodní bilance v prvním čtvrtletí skončilo pasivem -40,4 mld. Kč. Pokračovaly tedy tendence z roku 1996. Zároveň rostla zadluženost české ekonomiky. Ve srovnání s ostatními tranzitivními ekonomikami, které v té době vykazovaly hospodářský růst, makroekonomická situace České republiky se naopak zhoršovala. Koruna byla označována za nadhodnocenou. Kurz koruny i na začátku roku 1997 zhodnocoval i přes zhoršující se makroekonomické ukazatele.

2.6.2 Období depreciačního trendu

Situace vyvrcholila v květnu 1997 měnovou krizí, kdy se koruna stala předmětem spekulací zahraničních investorů. Došlo k prodeji velkého objemu korunových aktiv a nákupu aktiv devizových. Spouštěcím mechanismem byla pravděpodobně v té době existující měnová a bankovní krize v některých zemích Asie. Česká národní banka ve Zprávě o platební bilance z roku 1997 situaci popsala takto: *„Na počátku roku 1997 byla apreciacie koruny ovlivněna mimo jiné také emisí korunových eurobondů (v ekvivalentu 47 mld. Kč), ale neodpovídala makroekonomickým ukazatelům České republiky. V prvním čtvrtletí se kurz koruny pohyboval v apreciační části pásma a odchylka od centrální parity dosáhla maxima 5,5% v první dekádě února. Postupné zveřejňování nepříznivých výsledků reálné ekonomiky a četná prohlášení o nerealistické úrovni kurzu koruny podpořila depreciaci kurzu. Signály z ekonomiky vedly vládu k rozhodnutí o přípravě opatření ke korekci vládní hospodářské ekonomiky. Uvedené faktory tlačily kurz blíže k centrální paritě, avšak tato hranice v prvním čtvrtletí nebyla překročena.*

Počátkem druhého čtvrtletí došlo, zároveň se zpomalením růstu ekonomiky, k prohloubení vnitropolitické nejistoty, přičemž vládní opatření ke korekci ekonomiky nebyla

*považována za dostatečně důvěryhodná. Rostoucí deficit obchodní bilance, očekávání růstu úrokových měr v mezinárodním měřítku spolu s opakovanými spekulativními útoky na měny na rozvíjejících se trzích vyvolaly negativní očekávání, a to jak u zahraničních investorů, tak i u obyvatelstva, a způsobily, že koruna a kurzový režim se staly objektem spekulací. Poptávka po devizách vyvrcholila v druhé polovině května a přes opakované devizové a úrokové intervence ČNB nebylo reálné udržet kurz koruny ve fluktuálním pásmu. Po téměř jednom roce ČNB opětovně vstoupila na mezibankovní devizový trh. V období od 15. do 27. května intervenovala prodeji deviz na promptním i termínovém trhu ve výši 2,4 mld. USD.*¹⁰²

Česká národní banka reagovala restriktivní měnovou politikou. Konkrétně učinila tato opatření:

- zvýšila lombardní sazbu ze 14% na 50%;
- zvýšila jednotýdenní repo sazbu na její prozatím historickou hranici 75% od roku 1989;
- 22.5. ČNB zastavila přístup zahraničním bankám a obchodníkům (devizovým nerezidentům) ke korunovým zdrojům a současně rozhodla o uzavření přístupu k lombardnímu úvěru;
- intervenovala na zhodnocení české koruny v celkovém objemu 2,32 mld. USD, i přesto nebyla schopna udržet korunu v oscilačním pásmu;
- proto zrušila fluktuální pásmo $\pm 7,5\%$;
- zrušila pevnou vazbu koruny na koš měn a zavedla řízený floating s orientací na německou marku. [Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 1997, ČNB]

Od konce května roku 1997 lze proto systém devizového kurzu koruny charakterizovat jako pružný systém interně a externě směnitelné měny bez pevné vazby na jinou měnu či měnový koš a bez pásem oscilace, kdy Česká národní banka může ale nemusí intervenovat na vývoj kurzu. Výhody řízeného floatingu jsou především tyto:

- umožňuje pružně a včas přizpůsobit úroveň domácích výrobních nákladů nákladům zahraničním;
- centrální banka teoreticky nemusí udržovat velký objem devizových rezerv, protože nemá povinnost udržovat kurz domácí měny v rámci fluktuálního pásma,
- přirozený devizový kurz je méně deformován terciárním faktorem.

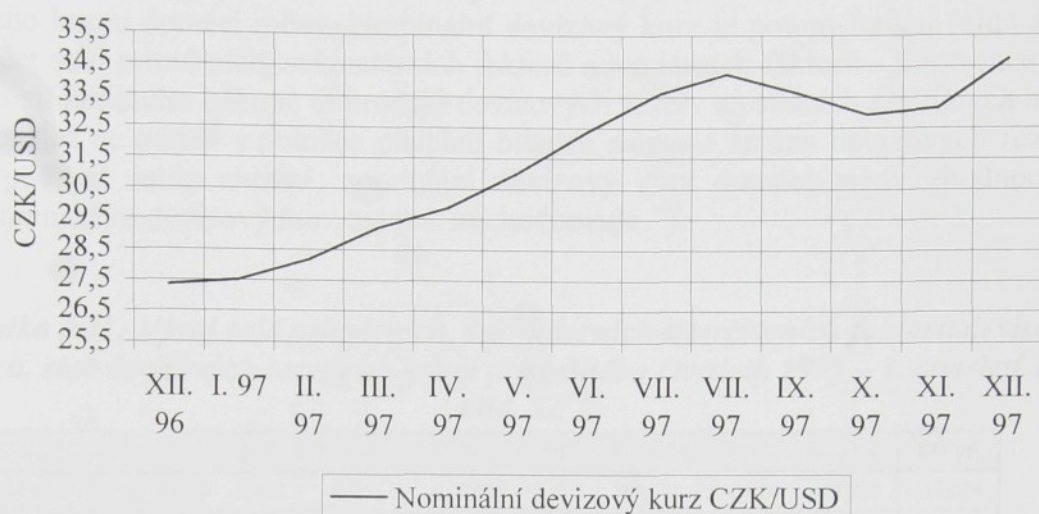
Na druhé straně však:

- časté a neočekávané změny kurzu mohou odrazovat od umístování dlouhodobého kapitálu v zahraničí, protože roste pravděpodobnost ztráty;
- vzrostlo riziko zahraničního obchodu;
- zvýšila se pravděpodobnost rychlého přesunu krátkodobého spekulativního kapitálu, což je pro malou otevřenou ekonomiku ČR zvláště nebezpečné.

Ve třetím čtvrtletí roku 1997 se devizový kurz koruny stabilizoval, čemuž pomohl vývoj na finančním účtu platební bilance a také postupné snižování deficitu obchodní bilance. Pohyb kurzu byl však citlivý na zveřejňování ekonomických výsledků a politické události. Zvyšování politické nestability (demise vlády 30. listopadu, snížený rating ČR) vedlo ve 4. čtvrtletí k opětovné depreciaci kurzu koruny. ČNB i ve 4. čtvrtletí na podporu koruny intervenovala. Ve druhé polovině prosince, vlivem uzavírání pozic bank a jmenování premiéra, se situace na trhu uklidnila a kurz koruny opět posílil.

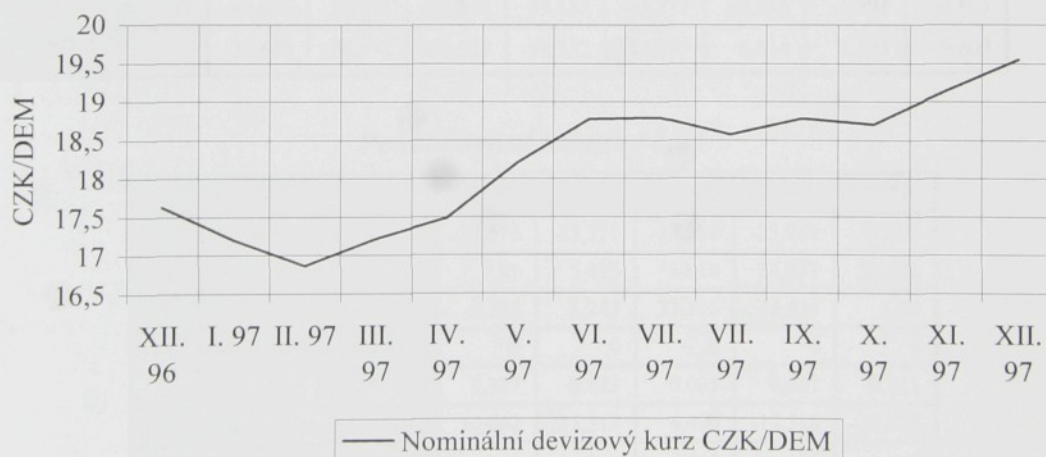
¹⁰² Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 1997, ČNB, s. 37 - 39

**Obrázek č.30: Vývoj nominálního devizového kurzu
CZK/USD v roce 1997 (měsíční průměry)**



Zdroj: ČNB

**Obrázek č.31: Vývoj nominálního devizového kurzu
CZK/DEM v roce 1997 (měsíční průměry)**



Zdroj: ČNB

Výše uvedené grafy dokumentují vývoj devizového kurzu koruny vůči americkému dolaru a německé marce v průběhu roku 1997. Na obrázcích je patrné značné znehodnocení koruny vůči zmiňovaným měnám ve druhém čtvrtletí roku.

2.6.3 Analýza měnové krize pomocí teorie přirozeného kurzu

Vývoj situace před a během měnové krize lze vysvětlit také na základě vývoje jednotlivých faktorů devizového kurzu, tj. na základě vývoje primárních, sekundárních a

terciárních faktorů a jejich sald. Podle dříve definovaných teoretických předpokladů je vývoj přirozeného devizového kurzu funkcí salda primárních faktorů. Jestliže je saldo primárních faktorů dané země aktivní, přirozená poptávka po její měně na devizovém trhu zpravidla roste a její přirozený devizový kurz se zhodnocuje. Naopak pasivní saldo primárních faktorů vyvolává přirozenou poptávku této země po devizách a vede ke znehodnocení přirozeného devizového kurzu domácí měny. Nominální devizový kurz je potom funkcí salda získaného jako součet sald primárních, sekundárních faktorů a terciárních faktorů - intervence centrální banky prostřednictvím nákupů či prodeje devizových rezerv a ostatních nepřímých a slovních intervencí, jež se odráží v položce platební bilance nazvané změna devizových rezerv. Je-li takto vypočtené saldo aktivní, nominální devizový kurz domácí měny zhodnocuje, je-li pasivní, nominální devizový kurz naopak znehodnocuje.¹⁰³

Tabulka č.21: Vývoj sald primárních, sekundárních a terciárních faktorů devizového kurzu, stav devizových rezerv na konci příslušného čtvrtletí, 1995 – 1. čtvrtletí 1998, mld. Kč¹⁰⁴

	Čtvrtletí, rok	1.Q 95	2.Q 95	3.Q 95	4.Q 95	1.Q 96	2.Q 96	3.Q 96	4.Q 96
I	Běžný účet	-5,494	-9,076	-2,375	-19,387	-17,351	-24,24	-33,255	-37,024
II	PZI	2,992	7,316	41,904	14,809	8,093	3,798	10,77	11,964
III	Portfoliové investice	0,812	8,989	8,518	17,826	-3,497	11,02	3,704	8,464
IV	Finanční deriváty	0	0	0	0	0	0	0	0
V	Kapitálový účet	0,037	0,1	0,008	0,034	-0,0004	0,001	0,007	-0,001
VI	Ostat. dlouhod. investice	13,980	14,069	27,567	33,734	12,176	31,340	17,809	23,098
VII	I+II+III+IV+V+VI = PRIMÁRNÍ F.	12,327	21,398	75,622	47,016	-0,579	21,919	-0,965	6,501
VIII	Krátk. spekul. kapitál =SEKUNDÁRNÍ F.	27,361	5,173	-2,099	11,116	-12,698	-28,733	-0,628	-7,304
IX	PRIM.+SEKUNDÁR. F.	39,688	26,571	73,523	58,132	-13,277	-6,814	-1,593	-0,803
X	Změna dev. rezerv =TERCIÁRNÍ F.	-39,688	-26,571	-73,523	-58,132	13,277	6,814	1,593	0,803

Pokračování tabulky č.21

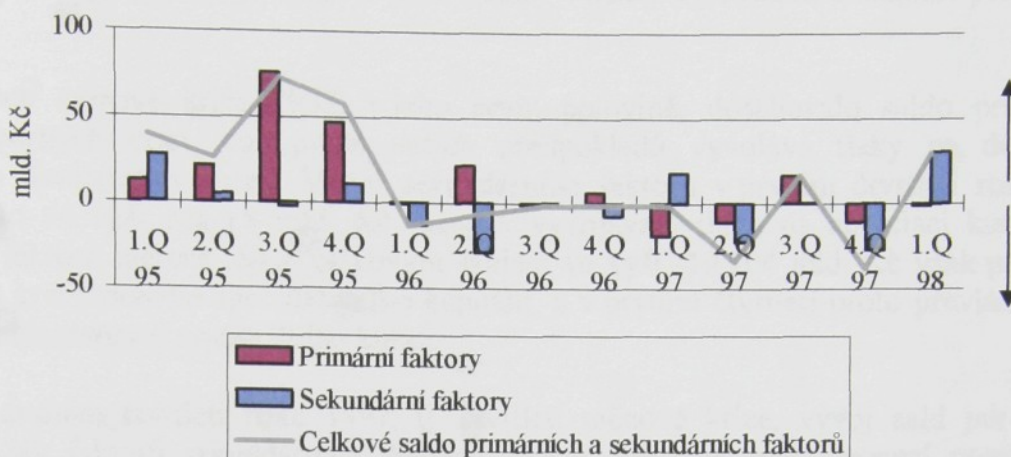
	Čtvrtletí, rok	1.Q 97	2.Q 97	3.Q 97	4.Q 97	1.Q 98
I	Běžný účet	-32,576	-33,271	-23,227	-23,964	-9,592
II	PZI	7,91	5,425	12,18	14,937	38,492
III	Portfoliové investice	-5,544	1,243	23,116	15,624	1,05
IV	Finanční deriváty	0	0	0	0	0
V	Kapitálový účet	0,327	-0,023	0,005	0,007	-0,111
VI	Ostat. dlouhod. inv.	10,642	15,317	4,490	-17,518	-30,636
VII	I+II+III+IV+V+VI = PRIMÁRNÍ F.	-19,241	-11,309	16,564	-10,914	-0,797
VIII	Krátk. spekul. kapitál =SEKUNDÁRNÍ F.	18,129	-22,321	0,339	-27,286	30,761
IX	PRIM.+SEKUNDÁR. F.	-1,112	-33,630	16,903	-38,200	29,964
X	Změna dev. rezerv =TERCIÁRNÍ F.	1,112	33,630	-16,903	38,200	-29,964

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

¹⁰³ Velikost sald byla při výpočtu zaokrouhlována, nemusí proto v posledních desetinných místech odpovídat údajům, které poskytuje ČNB.

¹⁰⁴ Finanční deriváty byly až do roku 2000 součástí účtu portfoliové investice. Sekundární faktor byl spočítán jako celkové saldo krátkodobých investic a salda účtu chyby a opomenutí, kurzové rozdíly. U změny devizových rezerv znaménko + znamená pokles, znaménko – znamená nárůst.

Obrázek č.32: Vývoj sald primárních a sekundárních faktorů devizového kurzu koruny 1995 - 1.čtvrtletí 1998



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Poznámka: ↑ tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny, ↓ tlaky na depreciaci nominálního kurzu korun

Podle vývoje salda primárních faktorů na základě vypočtených údajů v tabulce č.21 (řádek VII), lze konstatovat, že v roce 1995 existovaly na devizovém trhu přirozené tlaky na zhodnocení kurzu koruny (saldo primárních faktorů bylo aktivní). Tlaky na zhodnocení devizového kurzu byly navíc tento rok podporovány vývojem sekundárního faktoru, tj. přílivem krátkodobého spekulativního kapitálu, který podporoval kurz v jeho apreciaci. (Kromě třetího čtvrtletí, kdy saldo terciárního faktoru dosáhlo záporných hodnot. Jeho síla však byla zanedbatelná oproti primárnímu faktoru.)

Z primárních faktorů se na zhodnocení přirozeného devizového kurzu v roce 1995 nejvíce podílely příliv přímých zahraničních investic (nejvíce ve třetím čtvrtletí roku) a také příliv ostatních dlouhodobých investic. Vliv portfoliových investic na zhodnocení přirozeného kurzu koruny zesílil až v posledním čtvrtletí roku. Tento příliv byl pravděpodobně z velké části vyvolán liberalizací finančního účtu ke konci roku 1995 a úrokovým diferencíalem. Vývoj inkas a plateb na kapitálovém účtu se na vývoji přirozeného devizového kurzu podílel velmi nepatrně. Jestliže porovnáme „sílu“ primárních (přirozených) faktorů se sekundárními měřenou velikostí konkrétního salda v jeho absolutní hodnotě, můžeme říci, že v prvním čtvrtletí tohoto roku se na zhodnocujících tlacích nominálního devizového kurzu více podílel faktor sekundární, tj. čistý příliv krátkodobého spekulativního kapitálu. V dalších čtvrtletích se krátkodobý spekulativní kapitál na apreciačních tlacích podílel již v menší míře než faktory primární, což znamená, že nominální devizový kurz se kvantitativně v těchto čtvrtletích více přiblížil devizovému kurzu přirozenému.

V roce 1996 byl vývoj primárních a sekundárních faktorů následující: V prvním čtvrtletí měl přirozený devizový kurz díky pasivnímu saldu primárních faktorů tendenci mírně znehodnotit. Depreciační tlaky na devizový kurz byly zesíleny pasivním saldem sekundárního faktoru, tj. čistým odlivem krátkodobého spekulativního kapitálu, který pokračoval také ve druhém čtvrtletí tohoto roku. Značný odliv spekulativního kapitálu lze připsat zmiňovaným opatřením ČNB, která v únoru 1996 rozšířila flukтуаční pásmo devizového kurzu z $\pm 0,5\%$ na $\pm 7,5\%$, a zvýšila tak kurzové riziko pro investory. Ve třetím čtvrtletí pokračoval odliv spekulativního kapitálu; pasivní saldo sekundárního faktoru devizového kurzu v tomto

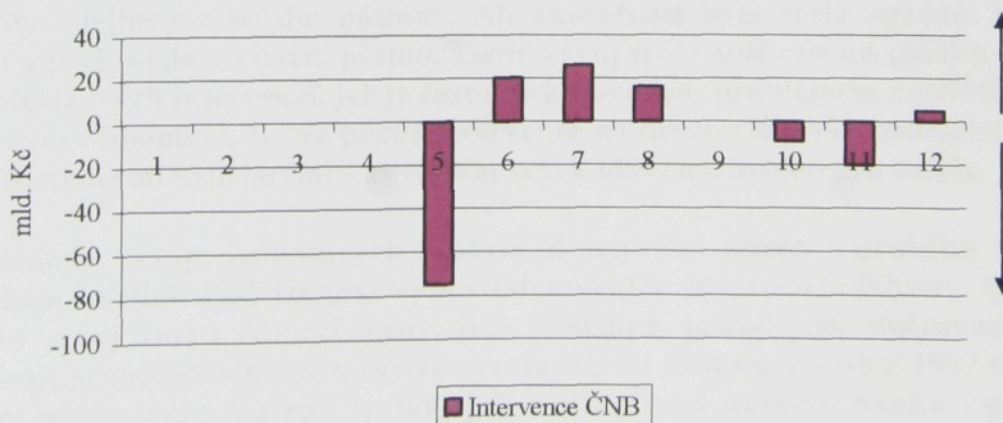
čtvrtletí dosáhlo -0,628 mld. Kč. Vývoj jednotlivých primárních faktorů devizového kurzu v tomto roce již naznačoval oproti roku 1995 první depreciační tlaky na přirozený devizový kurz, které vycházely zejména ze zhoršujícího se vývoje na běžném účtu – rostoucí pasivum po celý rok 1996, které nebylo v prvním a třetím čtvrtletí vyrovnáno ostatními primárními faktory.

V roce měnové krize 1997, v jeho první polovině, dosahovalo saldo primárních faktorů záporných čísel, což podle našich předpokladů vyvolává tlaky na depreciační přirozeného devizového kurzu. Vývoj sekundárního faktoru v prvním čtvrtletí roku, jeho aktivní saldo ve výši cca 18 mld. Kč, naopak vyvolávalo tlaky na apreciaci kurzu. Síla primárních faktorů měřená jejich celkovým saldem ve výši -19,104 mld. Kč však překonala „sílu“ vlivu krátkodobého spekulativního kapitálu, a v prvním čtvrtletí proto převládly tlaky na mírné znehodnocení nominálního kurzu.

Ve druhém čtvrtletí roku 1997, tj. čtvrtletí měnové krize, vývoj sald jak faktorů primárních tak faktorů sekundárních dokládá značné tlaky na znehodnocení nominálního devizového kurzu koruny. Třetí čtvrtletí roku podle vývoje primárních a sekundárních faktorů vytvářelo tlaky na zhodnocení nominálního devizového kurzu a zároveň stabilnější vývoj na devizovém trhu, protože krátkodobý spekulativní kapitál zaznamenal dle uvedených propočtů a údajů v tabulce č.21 mírný příliv oproti druhému čtvrtletí, kdy propukla měnová krize. Čtvrté čtvrtletí podle vysokého salda primárních faktorů a také značného odlivu krátkodobého kapitálu, tj. pasivního salda faktoru sekundárního, vyvolávalo značné tlaky na depreciační nominálního devizového kurzu.

Vývoj terciárního faktoru v roce 1997, tj. skutečné míry intervence prostřednictvím nákupů a prodejů devizových rezerv centrální bankou, dokládá obrázek č.33, který byl vypracován na základě údajů Zprávy o vývoji platební bilance České republiky za rok 1997¹⁰⁵.

Obrázek č.33: Přímé intervence ČNB na mezibankovním devizovém trhu v jednotlivých měsících roku 1997



Zdroj: ČNB, Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 1997, vlastní zpracování
 Poznámka: ↓ tlaky na apreciaci nominálního kurzu koruny – intervence ČNB na zhodnocení koruny,
 ↑ tlaky na depreciační nominálního kurzu koruny – intervence ČNB na znehodnocení koruny

¹⁰⁵ Blíže viz Zpráva o vývoji platební bilance České republiky za rok 1997, s. 37

V průběhu roku 1997 vstoupila Česká národní banka na mezibankovní devizový trh za účelem devizových intervencí několikrát. Poprvé v květnu (ve dnech měnové krize), aby zastavila depreciaci koruny a udržela devizový kurz v pásmu -7,5%. Česká národní banka v těchto krizových dnech prodávala své devizové rezervy v hodnotě cca 72 mld. Kč (2,4 mld. USD), aby uměle zvýšila poptávku po domácí měně a uměle vyvolala opětovné zhodnocení koruny. Jak je však známo, ubránit oscilační pásmo se jí nepodařilo a 26.5. 1997 bankovní rada nečekaně zrušila pevnou vazbu koruny na měnový koš s oscilačním pásmem. Dále zavedla režim řízeného floatingu.

V dalších měsících tohoto roku – červnu, červenci a srpnu prováděla Česká národní banka naopak intervence s cílem znehodnotit domácí měnu nákupem devizových prostředků od obchodních bank, čímž uměle zvyšovala nabídku koruny na devizovém trhu a tím vytvářela tlaky na její znehodnocení. Intervence v těchto měsících dosáhly celkem cca 60 mld. Kč. V měsících říjen a listopad intervenovala ČNB na zastavení depreciace koruny prodejem svých devizových rezerv obchodním bankám na mezibankovním devizovém trhu v celkovém rozsahu cca 30 mld. Kč. Poslední intervenci v tomto roce Česká národní banka učinila v prosinci a to nákupem deviz za účelem opětovného znehodnocení koruny v rozsahu cca 5 mld. Kč.

Nyní porovnejme výši celkových sald primárních a sekundárních faktorů se skutečnou výší devizových rezerv použitých na přímé intervenování na vývoj devizového kurzu v okamžiku měnové krize ve druhém čtvrtletí:

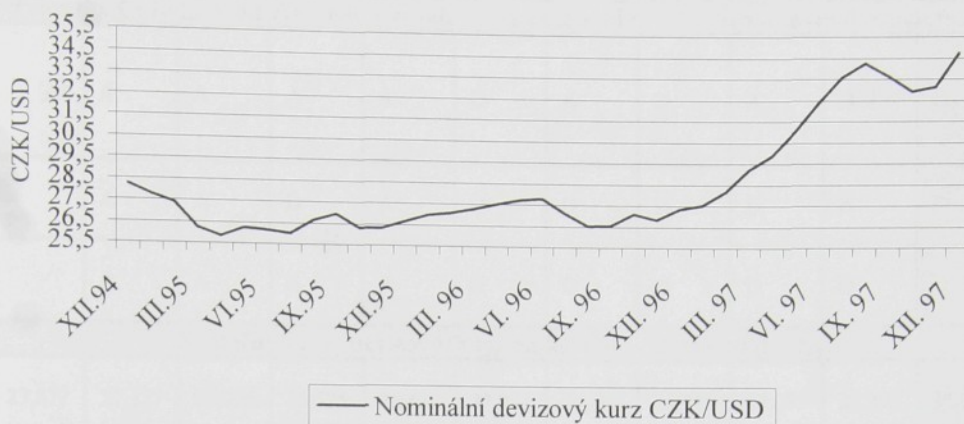
- saldo primárních + sekundárních f. ve 2. čtvrtletí: $-11,309 + (-22,321) = -33,63$ mld. Kč,
- květnová intervence v rozsahu 72 mld. Kč., resp. změna devizových rezerv vypočtená na základě přímých zahraničních intervencí ve 2. čtvrtletí 1997 v rozsahu 72 mld. Kč – 20 mld. Kč (velikost přímé intervence za měsíc červen viz obrázek č. 33) = 52 mld. Kč.

Z těchto číselných údajů (pokud zde uvedené výpočty o primárních a sekundárních faktorech alespoň přibližně vystihují působnost těchto faktorů na devizový kurz) by vyplýval závěr, že „síla devizových intervencí postačovala na udržení vývoje koruny v jejím oscilačním pásmu“. Ale skutečnost byla zcela opačná. Koruna znehodnotila a překročila oscilační pásmo. Tento vývoj spíše opět otvírá otázku týkající se účinnosti devizových intervencí, jež je často diskutovaným problémem mezi ekonomy, zvláště pokud si uvědomíme, že své přímé intervence na devizovém trhu centrální banka podpořila intervencemi nepřímými – zvýšením svých hlavních úrokových sazeb.

Na základě vývoje jednotlivých faktorů devizového kurzu v průběhu měnové krize ve druhém čtvrtletí 1997 lze také vyslovit domněnku, že terciární faktory, tj. přímé intervence na vývoj kurzu domácí měny, jsou neúčinné, pokud jsou směřovány proti směru působení primárních faktorů (které vyvolávaly ve druhém čtvrtletí 1997 tlaky na znehodnocení přirozeného kurzu), tj. tak, jak činila Česká národní banka v průběhu měnové krize (ve prospěch zhodnocení kurzu koruny).

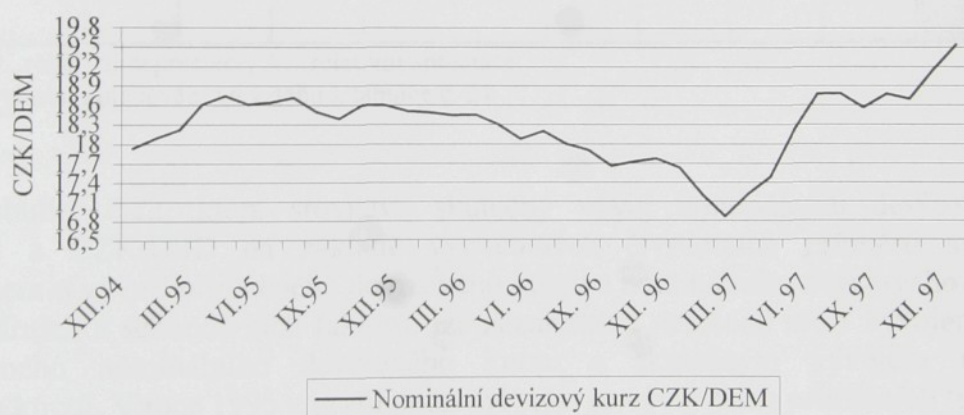
Přesnější odpověď na otázku, proč intervence nebyly účinné, by mohly přinést údaje, jež budou získány převedením platební bilance na bilanci devizových zdrojů a devizových potřeb v další části práce.

Obrázek č.34: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD v letech 1995 - 1997 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

Obrázek č.35: Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM v letech 1995 - 1997 (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB

**Tabulka č.22: Vývoj devizových kurzů CZK/DEM a CZK/USD – čtvrtletní průměry
- srovnání teoretického předpokladu se skutečným vývojem**

Devizový kurz	4.Q 94	1.Q 95	2.Q 95	3.Q 95	4.Q 95	1.Q 96	2.Q 96	3.Q 96	4.Q 96	1.Q 97	2.Q 97	3.Q 97	4.Q 97
Teoretický předpoklad vývoje devizového kurzu dle sald primárních a sekundárních faktorů													
Primární faktory – přirozený devizový kurz		A	A	A	A	D	A	D	A	D	D	A	D
Sekundární faktory		A	A	D	A	D	D	D	D	A	D	A	D
Primární + sekundární faktory		A	A	A	A	D	D	D	D	D	D	A	D
Skutečný vývoj devizových kurzů koruny – čtvrtletní průměry													
CZK/USD	27,877	27,127	26,076	26,525	26,431	27,091	27,669	26,719	27,093	28,295	31,086	33,818	33,595
Vývoj CZK/USD oproti předchozímu čtvrtletí		A 2,7%	A 3,9%	D 1,7%	A 0,4%	D 2,5%	D 2,1%	A 3,4%	D 1,4%	D 4,4%	D 9,9%	D 8,8%	A 0,7%
CZK/DEM	18,054	18,308	18,666	18,535	18,569	18,463	18,193	17,847	17,709	17,091	18,158	18,714	19,133
Vývoj CZK/DEM oproti předchozímu čtvrtletí		D 1,4%	D 2,0%	A 0,7%	D 0,2%	A 0,6%	A 1,5%	A 1,9%	A 0,8%	A 3,5%	D 6,2%	D 3,1%	D 2,2%

Poznámka: D...relativní depreciace, A...relativní apreciace

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování ve vztahu k tabulce č. 21

Z tabulky č.22, která srovnává skutečný vývoj nominálních devizových kurzů CZK/DEM a CZK/USD na základě vypočtených čtvrtletních průměrů s teoretickým předpokladem o vývoji přirozeného devizového kurzu a nominálního devizového kurzu podle salda primárních a sekundárních faktorů, lze zaznamenat nesoulad mezi vývojem teoreticky konstruovaného nominálního devizového kurzu a skutečným vývojem nominálních devizových kurzů. V roce 1995 v první polovině roku se vývoj salda primárních (přirozených) faktorů vyvíjel stejným směrem, tj. směrem apreciace, jako faktory sekundární a také jako vývoj nominálního devizového kurzu CZK/USD, avšak zcela opačně než vývoj nominálního devizového kurzu CZK/DEM.

V prvním čtvrtletí roku 1997 vývoj primárních (přirozených) faktorů determinoval tlaky na znehodnocení kurzu, sekundární faktory se vyvíjely opačně, tj. vývoj krátkodobého spekulativního kapitálu tlačil nominální devizový kurz koruny směrem ke zhodnocení. Jejich celkové saldo však implikovalo tlaky na znehodnocení kurzu koruny. Pokud tento „teoretický“ vývoj srovnáme se skutečným vývojem kurzu koruny vůči německé marce a americkému dolaru, lze říci, že teoretickému předpokladu skutečný vývoj těchto kurzů spíše neodpovídá. V prvním čtvrtletí 1997 celkový vývoj primárních a sekundárních faktorů implikuje tlaky na depreciaci kurzu. V tomto směru se v této části roku vyvíjel kurz CZK/USD. Koruna vůči německé marce naopak zhodnotila. Ve druhém čtvrtletí, tj. ve čtvrtletí měnové krize, vývoj jednotlivých faktorů a vývoj přirozeného devizového kurzu odpovídají skutečnému vývoji jak kurzu CZK/DEM tak také kurzu CZK/USD. Z tabulky jsou také patrné značné výkyvy kurzu oproti předchozímu prvnímu čtvrtletí 1997: koruna vůči dolaru znehodnotila ve druhém čtvrtletí o 9,9%, vůči marce o 6,2% (počítáno z průměrných

čtvrtletních kurzů, zdůrazněný sloupec v tabulce č. 22). Shodný vývoj faktorů a skutečného kurzu lze zaznamenat ještě v posledním čtvrtletí 1997 v případě kurzu CZK/DEM. Pokud porovnáme vývoj obou „skutečných“ nominálních kurzů CZK/DEM a CZK/USD, lze říci, že jejich vývoj v roce 1995 až do poloviny roku 1996 byl v podstatě opačný. Pokud kurz CZK/DEM aprecioval, kurz CZK/USD naopak deprecioval.

Nesoulad mezi vývojem teoretického nominálního devizového kurzu konstruovaného na základě salda primárních a sekundárních faktorů a vývojem „skutečných“ nominálních devizových kurzů je možné vysvětlit jednak nezapočítaným terciárním faktorem do vývoje kurzu (všechna data nebyla k dispozici a započítáním změny devizových rezerv jako terciárního faktoru vychází vždy výsledek nula, což je dáno metodikou platební bilance) a dále nemožností kvantifikace nepřímých intervencí centrální banky na vývoj kurzu. Hlavní důvod však pravděpodobně spočívá ve skutečnosti, že salda jednotlivých faktorů zde uvedená jsou salda vypočtená vůči všem zahraničním partnerům České republiky. Ta implikují spíše vývoj tzv. nominálního efektivního kurzu. Proto pokud bychom chtěli kvantifikovat salda lépe odpovídající skutečnému vývoji kurzu, musela by v případě kurzu CZK/DEM být vypočítána salda faktorů pouze vůči partnerům obchodujícím v německé marce. Stejným způsobem by musela být konstruována také salda faktorů vůči partnerům obchodujícím v americkém dolaru, pokud bychom chtěli vysvětlit vývoj kurzu CZK/USD.

Důsledky měnové krize pro celou Českou republiku lze charakterizovat tímto citátem: „Pro svět již první housle v ratingu nehrajeme my, ale Polsko a Maďarsko.“¹⁰⁶ Měnová krize totiž přerostla v krizi bankovní, ta pak v krizi finanční a ta nakonec ve všeobecnou krizi ekonomickou, která přetrvávala dlouho po odeznění samotné měnové krize. Česká republika tedy neunesla předčasné zavedení externí směnitelnosti v roce 1995, protože měla nevyspělý a nerozvinutý sektor bankovní, finanční i podnikový.

Některé důsledky lze vyčíst také z tabulky č.19. V samotném roce měnové krize ukončily svou činnost celkem čtyři banky, v roce následujícím dokonce sedm bank. Tento počet je pro Českou republiku na první pohled, kde se v posledních letech (2000 - 2002) počet bankovních domů ustálil na čísle zhruba 40, příliš vysoký. Taktéž vývoj hrubého domácího produktu v roce 1997 -0,8%, v roce 1998 -1,0% a v roce 1999 -0,5% dokládají ekonomickou recesi. Pozitivně se měnová krize odrazila ve vývoji roční míry inflace, která se v roce 1997 pohybovala na úrovni 6,1%. V roce 1998 již dosahovala pouhých 2,4% a v roce 1999 dokonce jen 1,9%. Také pasivní saldo běžného účtu se po květnových událostech snížilo. Měřeno podílem salda k HDP skončil tento ukazatel v roce 1997 na -6,1%, v roce 1998 se razantně snížil na -2,4% a v roce 1999 tento pokles pokračoval na -1,9%. Také úrokové sazby v ekonomice postupně klesaly. Je tedy opět nutné zdůraznit, že zavedení externí směnitelnosti koruny bylo v roce 1995 poněkud unáhlené, protože usnadnilo příliv spekulativního kapitálu do ekonomiky, která pak jeho razantní únik v květnu 1997 neunesla.

2.6.4 Vyhodnocení síly vlivu jednotlivých faktorů devizového kurzu

Představu o síle vlivu jednotlivých faktorů na vývoj devizového kurzu si lze učinit prostřednictvím převedení platební bilance na bilanci devizových zdrojů a devizových

¹⁰⁶ prof. Jan Švejnar, tehdejší ředitel Národohospodářského ústavu AV, Právo 28.11. 1997

potřeb¹⁰⁷. V bilanci devizových zdrojů a devizových potřeb jsou na levé straně uvedeny položky, které vytvářejí nabídku deviz a na pravé straně naopak položky vytvářející poptávku po devizách. Přitom musí platit, že souhrn položek devizových zdrojů se musí rovnat součtu položek devizových potřeb (tzn. nabídka deviz se musí rovnat poptávce po devizách). Tato rovnost vyplývá ze samotné metodiky sestavování platební bilance Mezinárodního měnového fondu, která platební bilanci konstruuje jako vyrovnanou.

Tabulka č.23: Balance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu 1997¹⁰⁸

Devizové zdroje (nabídka deviz), mld. Kč	Podíl v %	Podíl kum. v %	Devizové potřeby (poptávka po devizách), mld. Kč	Podíl v %	Podíl kum. v %
Export zboží	722,501	56,74	Import zboží	866,527	68,05
Export služeb	227,194	17,84	Import služeb	171,259	13,45
Import výnosů	44,696	3,51	Export výnosů	69,798	5,48
Import běž. transf.	27,403	2,15	Export běž. transf.	16,065	1,26
Import kap. transf.	0,493	0,04	Export kap. transf.	0,177	0,01
Import přím. investic	41,251	3,24	Export přím. investic	0,800	0,06
Import portf. investic	40,446	3,18	Export portf. investic	6,006	0,47
Import ost. dlouh. investic	24,048	1,89	Export ost. dlouh. investic	11,118	0,87
Primární faktory celkem	1 128,032	88,59	Primární faktory celkem	1 141,750	89,66
Import krátk. investic	78,106	6,30	Export krátkodobých investic	131,609	10,34
Chyby a opomenutí	11,181	0,88	Sekundární faktory celkem	131,609	10,34
Sekundární faktory celkem	89,287	7,01			
Snížení devizových rezerv	56,040	4,40			
Terciární faktory celkem	56,040	4,40			
Celková nabídka deviz	1 273,359	100,00	Celková poptávka po devizách	1 273,359	100,00

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Tabulka č.24: Balance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu za 2. čtvrtletí 1997¹⁰⁹

Devizové zdroje (nabídka deviz), mld. Kč	Podíl v %	Podíl kum. v %	Devizové potřeby (poptávka po devizách), mld. Kč	Podíl v %	Podíl kum. v %
Export zboží	173,700	51,80	Import zboží	215,136	64,16
Export služeb	54,980	16,40	Import služeb	42,128	12,56
Import výnosů	12,264	3,66	Export výnosů	18,870	5,63
Import běž. transf.	6,636	1,98	Export běž. transf.	4,685	1,40
Import kap. transf.	0,016	0,005	Export kap. transf.	0,039	0,012
Import přím. investic	5,440	1,62	Export přím. investic	0,015	0,005
Import portf. investic	1,068	0,32	Export portf. investic	0,185	0,055
Import ost. dlouh. investic	17,850	5,32	Export ost. dlouh. investic	2,425	0,723
Primární faktory celkem	271,954	81,10	Primární faktory celkem	283,483	84,54
Import krátk. investic	25,680	7,66	Export krátkodobých investic	51,855	15,46
Chyby a opomenutí	4,064	1,21	Sekundární faktory celkem	51,855	15,46
Sekundární faktory celkem	29,744	8,87			
Snížení devizových rezerv	33,640	10,03			
Terciární faktory celkem	33,640	10,03			
Celková nabídka deviz	335,338	100,00	Celková poptávka po devizách	335,338	100,00

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Převod platební bilance na bilanci devizových zdrojů byl učiněn pro platební bilanci České republiky za rok 1997, tj. za rok měnové krize. Tabulky č.23 a 24 kromě absolutních hodnot uvádí také podíly jednotlivých faktorů devizového kurzu (primární,

¹⁰⁷ Bliže viz Bakule, V.: Mezinárodní finance. VŠE, Praha 1983, 1301-4875, s. 46 nebo Toniová, R.: Diplomová práce – Analýza strukturálních změn platební bilance České republiky, TUL, 2002, s. 68 - 76

¹⁰⁸ Výpočty byly zaokrouhlovány. Nemusí proto zcela přesně v desetinných místech odpovídat údajům, které poskytuje ČNB.

¹⁰⁹ Výpočty byly zaokrouhlovány. Nemusí proto zcela přesně v desetinných místech odpovídat údajům, které poskytuje ČNB.

sekundární, terciární) na celkové výši devizové nabídky a devizové poptávky. Z tabulky č.23 vyplývá, že největší sílu vlivu na vývoj devizového kurzu koruny měly v daném roce jednoznačně primární faktory – na devizové nabídce se primární faktory podílely téměř 89% a na devizové poptávce téměř 90%. Sekundární faktory se na nabídce deviz na devizovém trhu podílely pouhými 7% a na poptávce po devizách přibližně 10%. Terciární faktory se v roce 1997 podílely na celkovém objemu devizových zdrojů z 4,4%. Na poptávce po devizách se terciární faktory podílely 0%. Z těchto údajů vyplývá, že nominální vývoj kurzu koruny v roce 1997 se kvantitativně z cca 90% přibližoval vývoji přirozeného kurzu. Jinak také řečeno, v daném roce docházelo k zhruba 10%-ní deformaci devizového kurzu přirozeného, jenž je určován vývojem primárních faktorů a který se vyvíjí skrytě, prostřednictvím vlivu sekundárních a terciárních faktorů. Z primárních faktorů se do vývoje devizového kurzu nejvíce promítaly export zboží (podíl na devizové nabídce v daném roce činil téměř 57%) a dovoz zboží (podíl na poptávce po devizách činil téměř 70%). Druhým nejvýznamnějším primárním faktorem v tomto roce byly import a export služeb (na devizové nabídce se export služeb podílel téměř 18%, na devizové poptávce se import služeb podílel 13,5%). Přímé investice tento rok ještě nebyly tak významné jako v roce následujícím. Významnějším způsobem se podílely pouze na devizové nabídce, a to z cca 3%. Na poptávce po devizách se tento primární faktor podílel minimálně.

Z údajů v tabulce č.24, jež měří sílu vlivu faktorů devizového kurzu přímo za čtvrtletí měnové krize, vyplývají přibližně podobné závěry jako z tabulky poskytující údaje za celý rok 1997. Primární faktory se na devizové nabídce podílely cca 81%, na devizové poptávce cca 85%. Sekundární faktory se podílely na devizové nabídce z téměř 9%, na devizové poptávce se tyto faktory podílely téměř dvojnásobnou silou – cca 15,5%. Terciární faktory se na devizové nabídce podílely cca 10%, na devizové poptávce se tyto faktory nepodílely. Z těchto údajů také vyplývá možná odpověď na otázku, proč intervence ČNB v květnu tohoto roku nebyly účinné: Intervence centrální banky nebyly účinné proto, že jejich síla, měřená jako podíl změny devizových rezerv na devizových zdrojích, byla oproti primárním faktorům, které v daném čtvrtletí implikovaly depreciační tlaky (viz tabulka č.21 nebo tabulka č.22) na vývoj kurzu koruny, osmkrát nižší.

Podle údajů, jež poskytuje diplomová práce R. Toniové, která provedla převedení platebních bilancí ČR za období 1993 – 2000 na jednotlivé bilance devizových zdrojů a devizových potřeb (ovšem již ne z hlediska primárních, sekundárních a terciárních faktorů), lze konstatovat, že ve sledovaném období si nejvýznamnější vliv na vývoj devizového kurzu udržovaly export a import zboží a služeb. Od roku 1998 významným způsobem zesílil primární faktor ve formě přímých zahraničních investic, a to na devizové nabídce (podíl na devizové poptávce zůstával a zůstává stále téměř zanedbatelný). Terciární faktor měl dle jejích výpočtů největší sílu v roce 1995, a to na poptávce po devizách, na které se podílel téměř z 18%. V následujících letech (1996 – 2000) byl jeho vliv maximálně do 5%. Krátkodobé investice, čili sekundární faktory, zde nejsou samostatně vypočítány.¹¹⁰

Na závěr ke kvantifikaci síly vlivu jednotlivých faktorů je nutné poznamenat, že v období měnové krize pravděpodobně dochází u primárních faktorů, jež jsou vysoce citlivé na náhlé změny podmínek v domácí ekonomice (očekávané změny úrokových

¹¹⁰ Blíže viz Toniová, R.: Diplomová práce – Analýza strukturálních změn platební bilance České republiky, TUL, 2002, s. 72

sazeb, změna politických podmínek, změna devizového kurzu apod.), k jejich rychlému odplouvání ven z domácí ekonomiky, tj. že se při náhlém nepříznivém vývoji stávají sekundárními faktory (mění svůj prvotní nespekulativní účel na spekulativní). Proto lze na základě této domněnky konstatovat, že při krizových květnových událostech v roce 1997 byl podíl sekundárních faktorů na poptávce po devizách zřejmě mnohem vyšší, než zachycuje uvedená bilance devizových zdrojů a devizových potřeb v tabulce č.24.

Je zřejmé, že bilanci devizových zdrojů a devizových potřeb je možné konstruovat také za jednotlivé měsíce na základě měsíčního vývoje platební bilance, kterou nově poskytuje statistika ČNB.

ZÁVĚR ODDÍLU I

Na základě komparace názorů na existenci a pohyb devizového kurzu z hlediska různých teorií a přístupů bylo konstatováno, že ekonomická věda již definovala mnoho faktorů a příčin, které mají vliv na oscilaci devizového kurzu, avšak prozatím nebyl nalezen žádný opravdu pevný vztah alespoň mezi jedním z nich a devizovým kurzem. Proto je nutné zdůraznit, že i přes relativně velké množství empirických metod a teorií neexistuje žádná, která by zcela přesně uměla současně vysvětlit a predikovat devizový kurz. Tím byla verifikována první základní hypotéza doktorské práce.

Převážná část teorií a přístupů k problematice devizového kurzu se shoduje v tom, že základním mechanismem oscilace devizového kurzu je nabídka (zdroje) deviz a poptávka (potřeba) po devizách na devizovém trhu, přičemž jejich prvotním motivem může být celá řada příčin vycházejících z mezinárodních ekonomických transakcí. V další části doktorské práce byly obecně vymezeny a charakterizovány tři základní skupiny faktorů (příčin, činitelů) devizového kurzu – primární, sekundární a terciární, které se v průběhu dějin lidstva vyprofilovaly a které se kvalitativně zcela odlišují. Tyto faktory jsou vysvětlením základních motivů dynamických změn poměru devizové poptávky a devizové nabídky na devizovém trhu, ke kterým v průběhu času neustále dochází.

Za primární faktory devizového kurzu, které byly nazvány také faktory přirozenými a jejichž vývoj implikuje vývoj přirozeného devizového kurzu (a který se vyvíjí zpravidla skrytě), byly označeny takové mezinárodní operace, které vycházejí z přirozených poměrů domácí ekonomiky, tj. z jejích půdních a geologických podmínek, zásob surovinových zdrojů, klimatických a geografických podmínek, z odborné kvalifikace a kulturní vyspělosti jejích obyvatel. Za sekundární faktory devizového kurzu byly označeny takové mezinárodní operace, jejichž účelem je obdobně jako u operací primárních dosažení vyšších zisků avšak prostřednictvím devizové spekulace. Terciární faktory vycházejí z existence centrálních bank, jejichž nejčastějším hlavním úkolem v současnosti je udržení vnitřní a vnější stability domácí měny. Faktory sekundární a terciární byly označeny za faktory nepřirozené. Vedle těchto základních druhů faktorů existují také činitele devizového kurzu, u nichž nelze jednoznačně určit, zda jsou faktorem primárním či sekundárním, resp. terciárním. Působnost těchto faktorů se totiž promítá do všech tří jmenovaných základních skupin faktorů zároveň. Je proto nutné devizový kurz chápat mnohem komplexněji, než bylo mnohými teoriemi a přístupy činěno dosud.

Na základě obecné modifikace jednotlivých položek platební bilance, jež vymezuje v 5. vydání Manuálu k sestavení platební bilance Mezinárodní měnový fond, byly jednotlivé mezinárodní operace klasifikovány na primární, sekundární a terciární faktory. Tímto bylo potvrzeno, že teorie platební bilance je dosud nejkomplexnější teorií devizového kurzu, a zároveň byl vytvořen teoretický fundament k dalším úvahám o vývoji přirozeného a nominálního devizového kurzu.

Cílem druhé kapitoly oddílu I byla kvantitativní a kvalitativní analýza platební bilance České republiky v období 1993 – 2002 (resp. 1. čtvrtletí 2003). Prostřednictvím analýzy byly učiněny tyto závěry:

Vývoj směnitelnosti české koruny z pohledu teorie přirozeného kurzu významným způsobem přispíval a stále přispívá k větší přirozenosti vývoje devizového kurzu. K tomu, že se nominální devizový kurz v současnosti více přibližuje devizovému kurzu přirozenému,

přispěl také proces otevírání české ekonomiky světu, kdy se v tomto směru může Česká republika již směle řadit k podobně „velkým“ ale již vyspělým ekonomikám. Na druhou stranu však bylo také zdůrazněno, že zavedení externí směnitelnosti na konci roku 1995 bylo poněkud předčasné, stalo se jednou z příčin měnové krize v roce 1997 a následného zhoršení výkonnosti české ekonomiky.

Pomocí provedené kvantitativní a kvalitativní analýzy platební bilance ČR bylo dále prokázáno, že z dlouhodobého hlediska formování devizového kurzu koruny ve sledovaném období 1993 – 2002 (resp. 1. čtvrtletí 2003) převládaly faktory primární (přirozené), kam lze zařadit dovoz a vývoz zboží a služeb, běžné převody a další položky běžného účtu. Podle uvedených předpovědí se lze domnívat, že tyto faktory v nejbližších letech i nadále zůstanou nejvýznamnějším činitelem (spolu s přílivem přímých zahraničních investic) vývoje kurzu koruny v nejbližších letech. O faktorech, jež jsou zaznamenány na běžném účtu, lze na základě provedené analýzy konstatovat, že celkově v průběhu sledovaného období přispívaly k depreciacním tlakům devizového kurzu koruny. Operace zaznamenané na kapitálovém účtu platební bilance byly ve sledovaném období velmi málo významným primárním faktorem ovlivňujícím oscilaci devizového kurzu. Mezi primární faktory devizového kurzu byl zařazen také v současnosti velice silný příliv přímých zahraničních investic, které se zejména od roku 1998 nejvíce podílely na formování salda finančního účtu. V souvislosti s hodnocením přímých investic jako významného faktoru devizového kurzu bylo také upozorněno, že metodika platební bilance do objemu těchto investic započítává reinvestované zisky. Ty se však nedotýkají devizového trhu. Proto je nutné od této položky při hodnocení vývoje devizového kurzu abstrahovat. Dále bylo upozorněno na silící odlivy úroků a dividend, jež vyplývají z umístěvaných zahraničních investic v domácí ekonomice, že do budoucna se mohou stát zdrojem významnější vnější nerovnováhy ČR a silících tlaků na depreciaci kurzu koruny. Přímé zahraniční investice lze za sledované období označit za hlavní motor apreciacie devizového kurzu koruny. Do primárních faktorů devizového kurzu české koruny byly dále zařazeny také ostatní dlouhodobé investice a portfoliové investice. Jejich vliv na formování salda finančního účtu a na vývoj devizového kurzu koruny v současnosti však ještě nedosáhl takové „síly“ jako zmiňované přímé zahraniční investice.

Sekundární faktory, tedy spekulace, které je možné v platební bilanci nalézt nejlépe v zastoupení přílivu a odlivu krátkodobých investic a také na účtu nazvaném „saldo chyb a opomenutí, kurzové rozdíly“, nemají na formování salda platební bilance a tedy i na vývoj devizového kurzu koruny z dlouhodobého hlediska významnější vliv. Tento faktor devizového kurzu se ve sledovaném období vyznačoval výraznou volatilitou.

Terciární faktory devizového kurzu, tj. devizové intervence České národní banky, jež dokumentuje položka platební bilance nazvaná „změna devizových rezerv“ implikují, že ve sledovaném období převládaly intervence ČNB na depreciaci devizového kurzu koruny. Pouze na počátku druhé poloviny devadesátých let a také ve 3. čtvrtletí 2000 ČNB intervenovala ve prospěch apreciacie nominálního kurzu koruny.

Na základě vývoje jednotlivých faktorů devizového kurzu v průběhu měnové krize ve druhém čtvrtletí 1997, jež byla analyzována pomocí teorie přirozeného kurzu, byla vyslovena domněnka, že terciární faktory v podobě přímých intervencí na vývoj kurzu domácí měny jsou neúčinné, pokud jsou směřovány proti působení primárních faktorů (které vyvolávaly ve druhém čtvrtletí 1997 tlaky na znehodnocení přirozeného kurzu a jejichž podíl na devizových zdrojích a potřebách byl mnohem vyšší než podíl terciárních faktorů), tj. tak, jak činila Česká

národní banka v průběhu měnové krize (ve prospěch zhodnocení kurzu koruny). Tato domněnka je založena na provedených výpočtech v tabulkách č. 21, 22 a 24.

Údaje v tabulce č.22 zároveň dokumentují nesoulad mezi vývojem přirozeného kurzu a nominálního kurzu konstruovaných na základě teorie přirozeného kurzu a skutečným kurzovým vývojem dle kótace kurzu koruny ČNB. Hlavní důvod lze pravděpodobně nalézt ve skutečnosti, že salda jednotlivých faktorů zde uvedená jsou salda vypočtená vůči všem zahraničním partnerům České republiky. Ta implikují spíše vývoj tzv. nominálního efektivního kurzu. Proto pokud bychom chtěli kvantifikovat salda lépe odpovídající skutečnému vývoji kurzu, musela by v případě kurzu CZK/DEM být vypočítána salda faktorů pouze vůči partnerům obchodujícím v německé marce. Stejným způsobem by musela být konstruována také salda faktorů vůči partnerům obchodujícím v americkém dolaru, pokud bychom chtěli vysvětlit vývoj kurzu CZK/USD.

Na základě převodu platební bilance na bilanci devizových zdrojů, který byl učiněn pro platební bilanci České republiky za rok 1997, tj. za rok měnové krize, byly kvantifikovány podíly jednotlivých faktorů devizového kurzu (primární, sekundární, terciární) na celkové výši devizové nabídky a devizové poptávky. Tímto byla také přehledným způsobem provedena kvantifikace síly jednotlivých faktorů devizového kurzu v roce 1997. Z vypočtených údajů kromě jiného vyplynulo, že největší sílu vlivu na vývoj devizového kurzu koruny v roce 1997 měly jednoznačně primární faktory – na devizové nabídce se primární faktory podílely téměř 89% a na devizové poptávce téměř 90%. Sekundární faktory se na nabídce deviz na devizovém trhu podílely pouhými 7% a na poptávce po devizách přibližně 10%. Terciární faktory se v roce 1997 podílely na celkovém objemu devizových zdrojů z 4,4%. Na poptávce po devizách se terciární faktory podílely 0%. Z těchto údajů vyplývá, že nominální vývoj kurzu koruny v roce 1997 se kvantitativně z cca 90% přibližoval vývoji přirozeného kurzu. Jinak také řečeno, v daném roce docházelo k zhruba 10%-ní deformaci devizového kurzu přirozeného, jenž je určován vývojem primárních faktorů a který se vyvíjí skrytě, prostřednictvím vlivu sekundárních a terciárních faktorů.

Ke kvantifikaci síly vlivu jednotlivých faktorů prostřednictvím bilance devizových zdrojů a devizových potřeb je nutné poznamenat, že v období měnové krize pravděpodobně dochází u primárních faktorů, jež jsou vysoce citlivé na náhlé změny podmínek v domácí ekonomice (očekávané změny úrokových sazeb, změna politických podmínek, změna devizového kurzu apod.), k jejich rychlému odplouvání ven z domácí ekonomiky, tj. že se při náhlém nepříznivém vývoji stávají sekundárním faktorem (mění svůj prvotní nespekulativní účel na spekulativní). Proto bylo na základě této domněnky konstatováno, že při krizových květnových událostech v roce 1997 byl podíl sekundárních faktorů na poptávce po devizách zřejmě mnohem vyšší, než zachycuje uvedená bilance devizových zdrojů a devizových potřeb v tabulce č.24.

ODDÍL II – DEVIZOVÝ KURZ JAKO NÁSTROJ HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY

Oddíl I byl zaměřen na problematiku devizového kurzu v jeho poloze **obecné ekonomické kategorie**. Zároveň tam byly nastíněny a kvantifikovány základní motivy oscilace devizového kurzu. V hospodářské, finanční a také devizové politice však vystupuje devizový kurz v podobě **systému devizového kurzu**. V této formě je stále mnohými ekonomiky¹¹¹ považován za jeden z nejdůležitějších nástrojů hospodářské politiky, který různým způsobem a různou intenzitou zprostředkovává vazby mezi vnitřním a vnějším ekonomickým prostředím jednotlivých států.

Cílem oddílu II je rozbor projevu devizového kurzu v podnikové sféře v souvislosti s různými systémy devizových kurzů a zároveň vyhodnocení míry povědomí českých podniků o využití hedgingu kurzových rizik. Jako podklad následující části doktorské práce poslouží oddíl I, **neboť podniky účastníci se mezinárodní dělby práce a zahraničního obchodu vytvářejí základnu primárních faktorů devizového kurzu. Podniky jako primární faktory devizového kurzu nejenže devizový kurz svou přirozenou ekonomickou činností ovlivňují, ale jsou zpětně vývojem devizového kurzu ovlivňovány. Účinnost těchto vlivů je vzájemná.** K problematice vzájemné působnosti devizového kurzu a primárních faktorů (případně i faktorů sekundárních a terciárních) lze připomenout úvahy E. Schneidera, který poznamenává: „Rozdíl mezi národním a mezinárodním pohybem zboží je v tom, že při národním pohybu zboží vznikají pohledávky a závazky v zahraniční měně. Tento rozdíl je zásadní... Mezinárodní ekonomické vztahy jsou vždy takové vztahy, které spadají do různých měnových oblastí, tj. oblastí s různými, zákonem vymezenými a všeobecně známými platebními prostředky. Účastníci mezinárodní směny patří k různým platebním společenstvím. ...Nad globálem mezinárodního pohybu zboží (a služeb) leží též síť pohledávek a závazků mezi příslušníky různých měnových oblastí. ... V tomto smyslu je každý mezinárodní pohyb zboží (s výjimkou darů) doprovázen změnou v mezinárodních úvěrových vztazích. ...Mezinárodní hospodářské transakce spočívají jednak v nákupu a prodeji zboží mezi tuzemci a cizozemci, jednak v nákupech a prodeích pohledávek mezi tuzemci a cizozemci. Prvá skupina transakcí se označuje jako pohyb zboží, druhá skupina jako pohyb kapitálu. Pro všechny mezinárodní transakce je pak charakteristické, že koupě a prodeje spadají do různých měnových oblastí ... mezinárodní pohyby zboží (a služeb) dávají vzniknout pohledávkám, které v konečné formě mohou být uhrazeny převodem deviz. ...Převáděná částka peněz je vždy devizou v rukou jednoho z obou partnerů. Pro druhého je domácími penězi. Avšak je-li dlužná částka vyjádřena v měně třetí země, dlužník dává a věřitel přijímá devizu ...Provádění této transakce je úkolem obchodu s devizami. ...Tyto převody vlastnických titulů ve formě aktiv od tuzemců na cizozemce (nebo naopak) jsou rozhodujícím postupem při financování mezinárodního pohybu zboží a kapitálu, zejména při regulování dlužnických vztahů z toho vyplývajících. Platí se vždy jen národními penězi. ...“¹¹²

¹¹¹ Členské státy eurozóny se naopak vzdaly své monetární suverenity a devizový kurz již nezařazují mezi nástroje své hospodářské politiky.

¹¹² Schneider, E.: Zahlungsbilanz und Wechselkurs. (Platební bilance a devizový kurz.) Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) 1968, s. 1- 20

1 SYSTÉM DEVIZOVÉHO KURZU V SOUVISLOSTI SE ZAHRANIČNÍM OBCHODEM

Kvalita vzájemného působení vztahů mezi podnikovou sférou jako důležitým segmentem primárních faktorů a devizovým kurzem je významným způsobem determinována konkrétním systémem devizového kurzu. Pod pojmem systém devizového kurzu lze obecně chápat „soubor pravidel, úmluv a institucí, podle nichž se provádějí a inkasují platby v rámci transakcí, které přesahují hranice zemí.“¹¹³ Dosavadní ekonomická teorie i praxe totiž považují devizový kurz za příliš důležitý, než aby byl jeho vývoj ponechán volnému působení zákona nabídky a poptávky na devizových trzích. Význam mezinárodního měnového systému výstižně charakterizoval R. Solomon: „Jako dopravní světla ve městě, tak i mezinárodní měnový systém je považován za samozřejmý, dokud nezačne špatně fungovat a mařit lidské snažení...Správně fungující měnový systém usnadňuje mezinárodní obchod, investiční činnost a hladkou adaptaci na změny. Nedokonale fungující měnový systém nejenže brzdí rozvoj obchodu a investic mezi zeměmi, ale vystavuje také jejich ekonomiky ničivým otřesům, když jejich nezbytným adaptacím na změny zcela brání nebo je zpožďuje.“¹¹⁴ Systémy devizového kurzu lze rozdělit dle následujících kritérií:

- a) „Základní faktor determinace devizového kurzu: zda je tímto faktorem administrativní rozhodnutí, či interakce nabídky a poptávky na devizovém trhu,
- b) způsob vymezení základní parity: zda devizový kurz je, či není založen na předem vymezené relaci dané národní měny k drahému kovu nebo k jiné národní měně či měnovému koši,
- c) podmínky změny základní parity: zda jsou, či nejsou vymezeny podmínky, které opravňují nebo nutí danou zemi ke změně základní parity,
- d) charakteristika oscilace devizového kurzu: zda se jedná o oscilaci zjevnou, či oscilaci skrytou,
- e) limitování oscilace devizového kurzu: zda se jedná o přirozené limity, umělé limity, nebo zda oscilace není limitována,
- f) rozsah oscilace,
- g) ovlivňování oscilace devizového kurzu: zda příslušné měnové orgány země ponechávají vývoji devizového kurzu volný průběh a omezují se pouze na vyhlášení změn základní parity, nebo zda vývoj devizového kurzu záměrně ovlivňují,
- h) nadstátní spolupráce v oblasti devizové politiky: zda politika devizového kurzu je výlučnou záležitostí měnových orgánů dané země, nebo zda se tato země zapojila do určité formy nadstátní spolupráce, z čehož pro ni vyplývají některá omezení v oblasti politiky devizového kurzu,
- i) prostor pro uplatnění devizového kurzu v hospodářském mechanismu dané země: zda vývoj devizového kurzu může více či méně ovlivňovat hospodářské rozhodování v dané zemi, nebo zda slouží jen k mechanickému převodu ekonomických veličin v dané národní měně na zahraniční měnové jednotky a naopak.“¹¹⁵

Dle takto stanovených kritérií je možno v historii kurzových systémů rozlišit jak **systémy devizových kurzů pružné**, jež jsou charakteristické zejména pro ekonomiky s tržním mechanismem a externě směnitelnými měnami, tak **systémy devizových kurzů nepružné**, které jsou charakteristické např. pro centrálně plánované ekonomiky. Členěním

¹¹³ Samuelson P.A.; Nordhaus W.D.: *Ekonomie*. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995, 2. vydání, ISBN 80-205-0494-X, s. 941, 1011 s.

¹¹⁴ Solomon, R.: *The International Monetary System, 1945 – 1975: An Insider's View*. Harper&Row, New York 1977, 1, 7.

¹¹⁵ Dle dosud neopublikovaného rukopisu V. Bakuleho „Multifaktorová teorie devizového kurzu“.

systémů devizových kurzů se zabývá také Mezinárodní měnový fond a Světová banka. Od 1.1. 1999 bylo zavedeno nové členění devizových kurzů, které zohledňuje měnovou strategii centrálních bank a jejich celkovou míru nezávislosti při realizaci monetární politiky.¹¹⁶

Devizový kurz ve formě konkrétního systému devizového kurzu pomáhá spoluvytvářet prostor pro fungování jednotlivých ekonomických subjektů – domácností, státu, podnikové a finanční sféry atd. Jinak také řečeno, **konkrétní systém devizového kurzu pomáhá spoluvytvářet prostor pro fungování jednotlivých faktorů devizového kurzu.** Finanční teorie a praxe rozeznává v oblasti fungování devizových kurzů směnitelných měn v závislosti na jejich fixování **dva hlavní pružné systémy:**

- systém pohyblivých měnových kurzů,
- systém pevných měnových kurzů.

Každý z těchto systémů má pro ekonomické subjekty své přednosti a současně také nedostatky. Proto nelze jednoznačně říci a stanovit, který z nich je pro danou ekonomiku vhodnější. Pokusme se proto kriticky zhodnotit, jaké výhody či nevýhody každý z těchto systémů přináší pro podnikovou sféru účastníci se mezinárodních ekonomických vztahů:

Systém pohyblivých kurzů je v historii znám a používán zejména v období úvěrových peněz, tj. v období, kdy vnitrostátní měna nemá žádné krytí měnovým kovem. Podstatou tohoto systému je, že hodnota devizového kurzu je určována v převážné míře nabídkou a poptávkou na devizových trzích. U tohoto systému není vymezena základní parita a pásmo jeho oscilace. Devizový kurz není proto povinně intervenován centrální bankou. Daný systém se v poválečném období minulého století vyskytoval jen výjimečně. Převládajícím systémem byl pevný systém devizového kurzu, protože jeho udržování bylo jednou z podmínek členství v Mezinárodním měnovém fondu. Jako první zavedla volně pohyblivý kurz Kanada v září 1950. K jeho dalšímu rozšíření došlo až v souvislosti s rozpadem tzv. bretton-woodského měnového systému na počátku sedmdesátých let.

Výhody systému pohyblivých kurzů z pohledu podniků spočívají především v tom, že

- umožňuje pružně a včas přizpůsobit úroveň jejich výrobních nákladů a cen zahraničním nákladům a cenám,
- umožňuje vládám či centrálním bankám provádět nezávislou měnovou politiku, čímž může být podpořena konkurenceschopnost domácí podnikové sféry na mezinárodních trzích.

Na druhé straně bývají zdůrazňovány ve vztahu k podnikové sféře také tyto nevýhody:

- vyrovnávací funkce devizového kurzu může selhávat vlivem přílivu spekulativního kapitálu do ekonomiky – tento kapitál odejde při prvním náznaku finanční či jiné krize, čímž její průběh někdy přímo vyvolávají; pro domácí podniky z této situace mohou vyplynout dodatečné náklady související např. s vyššími úrokovými sazbami v domácí ekonomice, a tím může být ohrožena jejich konkurenceschopnost,
- značná volatilita devizových kurzů a úrokových sazeb a s tím spojené kurzové a úrokové riziko, čímž není vytvořeno stabilní prostředí pro rozvoj mezinárodního obchodu a investování domácích podniků,

¹¹⁶ Blíže viz např. Annual Report IMF, Washington D.C., 1999

- nezabraňuje přelévání inflace z jedné země do ostatních účastnických zemí systému, což opět může významně zhoršit hospodaření a konkurenceschopnost domácích podniků.

Vedle systému pohyblivých kurzů existuje již zmiňovaný **systém pevného devizového kurzu**. Tento systém je založen zejména na dvou základních elementech, a to na stanovené základní paritě a limitování pružnosti devizového kurzu prostřednictvím pásem oscilace od vyhlášené základní parity. Výhodami systému pevného devizového kurzu pro podniky jsou především:

- možnost relativně přesného plánování nákladů a výnosů vyplývajících ze zahraničního obchodu či plánování nákladů, resp. výnosů, při využití např. zahraničního úvěru, která vyplývá z možnosti relativně přesného modelování hlavních makroekonomických veličin typu platební bilance, obchodní bilance, inflace atd.,
- stabilizace podmínek mezinárodního trhu, která vychází z nižší volatility devizového kurzu, z čehož pro podniky vyplývá relativně nízké až nulové kurzové riziko,
- neexistence přelévání, resp. vývozu inflace z ekonomiky jedné země do jiných zemí atd.

Nevýhodami pro podnikovou sféru jsou:

- při nesprávném načasování devalvace z důvodu fundamentální nerovnováhy ekonomiky centrální měnovou autoritou (deficit platební bilance, vysoká zahraniční zadluženost, recese) může dojít až k depreciačnímu „přestřelení“ kurzu, pokud devalvace vyvolá destabilizační spekulaci, a k následné měnové krizi, jež může přerůst až v krizi ekonomickou,
- další nevýhody spočívají v deformaci přirozeného devizového kurzu, tj. v deformaci hodnotových vztahů v domácí ekonomice vedoucí k případné neefektivnosti hospodaření podniků atd.

Typickým příkladem pevných kurzů s limitovanou pružností je tzv. bretton-woodský měnový systém. Tento systém byl udržován členskými státy Mezinárodního měnového fondu až do první čtvrtiny sedmdesátých let minulého století. Dohoda podepsaná v roce 1944 v městečku Bretton-Woods v USA stanovila povolené rozpětí kurzů na $\pm 1\%$ od paritního kurzu k americkému dolaru směnitelnému za zlato pro centrální banky členských zemí (fixní kurz amerického dolaru ke zlatu byl stanoven 35 USD za trojskou unci zlata). Parita ostatních měn byla vyjádřena buď vztahem ke zlatu, nebo v amerických dolarech. Ke změnám základní parity docházelo nepravidelně a jen v tom případě, že v zemi vznikla tzv. základní nerovnováha. Změny parity větší než 10% musela každá země předem konzultovat s Mezinárodním měnovým fondem. Tím bretton-woodský systém napomáhal až do počátku sedmdesátých let minulého století k vytváření stabilních podmínek pro ekonomické subjekty účastnící se mezinárodních ekonomických vztahů a stabilního mezinárodního finančního systému, jenž podporoval rozvoj mezinárodního obchodu a investiční činnosti.

Postupné zhoršování měnové situace USA vyvrcholilo v létě v roce 1971. Následovalo několikaleté období střídání měnové stability s obdobími měnových turbulencí, které nakonec vedlo k opatřením, jež měla za následek rozpad tohoto systému a přechod vyspělých zemí Evropy od systému pevného kurzu k systému pohyblivých kurzů.¹¹⁷ (Vývoj devizového kurzu dolaru vůči kanadskému dolaru, francouzskému franku, německé marce, italské liře, japonskému jenu a britské libře od roku 1957 až do počátku druhé poloviny let devadesátých

¹¹⁷ Příčinami rozpadu tohoto systému se podrobněji zabývá V. Bakule v knize Světové finance s. 221-225

dokumentují grafy na obrázku č.9 v oddílu I doktorské práce. Z grafů je čitelná stabilita devizových kurzů do počátku sedmdesátých let, kdy existoval pevný systém kurzů členských zemí Mezinárodního měnového fondu, a naopak značná volatilita zmiňovaných kurzů po rozpadu breton-woodského systému a přechodu k systému pohyblivých kurzů.) Institucionálně byla tato změna, tj. přechod k systému pohyblivých kurzů, potvrzena až v lednu 1976 na zasedání Mezinárodního měnového fondu v Kingstonu na Jamaice.

Převažující systém pohyblivých kurzů trvá dodnes. Jeho výsledkem jsou každodenní pohyby devizových kurzů a existence více či méně hlubokých názorových rozdílů o způsobech řešení tohoto stavu především mezi USA a ostatními vyspělými zeměmi, z nichž se zejména členské země eurozóny procesem administrativní kurzové fixace „zbavily“ devizového kurzu jako nástroje své hospodářské politiky mezi sebou navzájem. Dalším důsledkem systému pohyblivých kurzů je vznik mnoha lokálních (např. Mexiko, Brazílie, Řecko, Česká republika, Rusko atd.) a regionálních měnových krizí (finanční krize na Dálném východě v letech 1997 – 1998, Argentíně a Brazílii v roce 1998 atd.) a také vznik výrazných kurzových odchylek mezi hlavními světovými či regionálními měnami.

Zároveň se výrazným způsobem změnily podmínky pro podniky účastnící se mezinárodní dělby práce. Neočekávané zhodnocování a znehodnocování jednotlivých devizových kurzů znásobují riziko jejich mezinárodních obchodních a úvěrových vztahů. Nepřipravenost podniků na tyto změny a nízké povědomí o možných negativních kurzových projevech na jejich hospodaření má v současnosti za následek velké finanční ztráty těchto podniků. Zánikem breton-woodského systému zanikla relativně vysoká stabilita devizových kurzů členských zemí Mezinárodního měnového fondu a tím vzniklo kurzové riziko¹¹⁸ pro všechny podniky (a ostatní ekonomické subjekty) účastnící se mezinárodních ekonomických vztahů.

U českých firem vzniká problém kurzového rizika vyplývajícího z neustálé oscilace devizového kurzu od roku 1990 s přechodem ekonomiky na tržní systém. V období centrálně plánované ekonomiky a nepružného systému devizového kurzu byl dopad kurzového rizika na podnikovou sféru řešen spoluúčastí státního rozpočtu, tzv. systémem centrální cenové regulace a formou monopolu zahraničního obchodu. Kurzové riziko nebylo důležité; toto riziko nesl stát. V období transformace české ekonomiky se situace v oblasti řízení kurzových rizik kvalitativně změnila. Monopol státu na výkon zahraničně obchodní činnosti zanikl a tím i spoluúčast státu na krytí ztrát z těchto rizik.

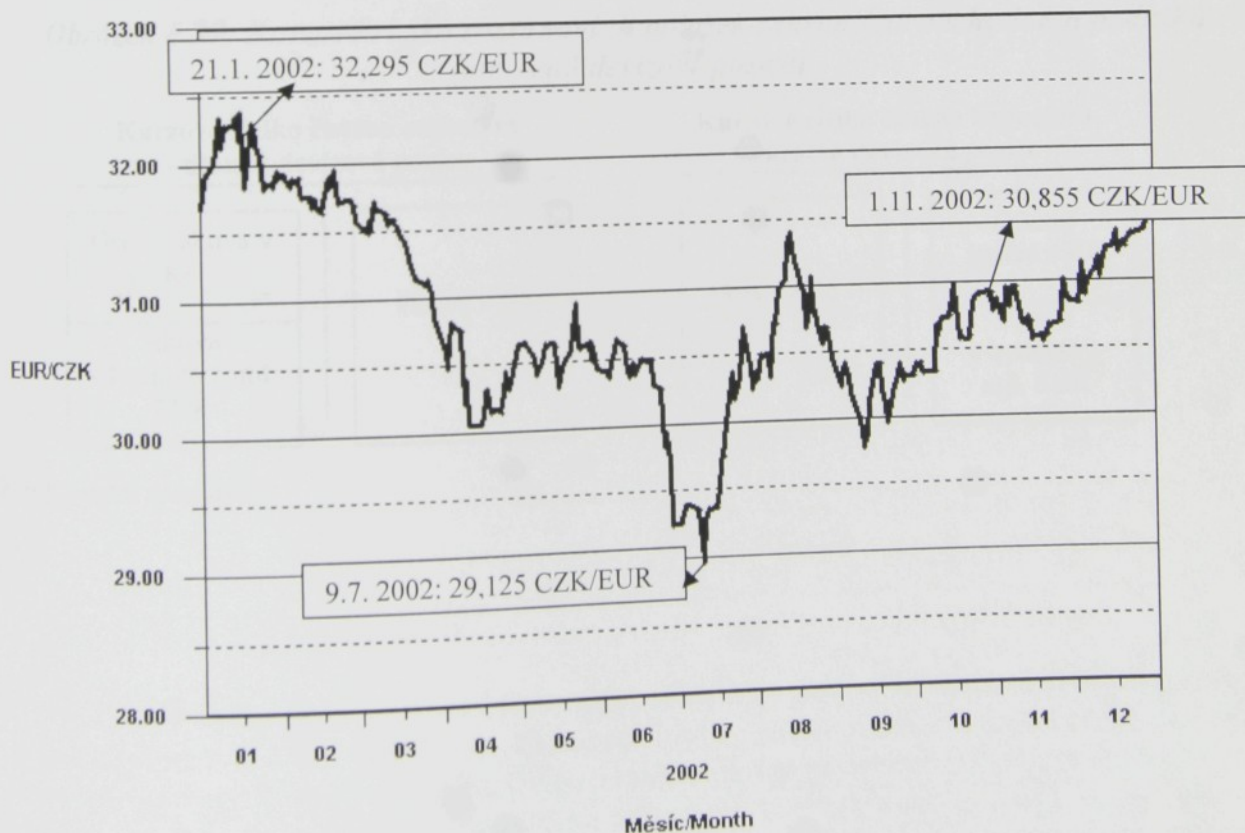
¹¹⁸ Pod pojmem riziko je obecně ve finančním řízení podniku chápána možnost, že se dosažené výsledky podnikání budou příznivě či nepříznivě odchylovat od předpokládaných výsledků. Systematizací různých druhů rizik se zabývá např. J. Jílek v knize Finanční rizika, Grada Publishing, s.r.o., Praha 2000, ISBN 80-7169-579-3, 1. vydání, 640 s., s. 16 -17. Jílek zařazuje kurzové (zde měnové) riziko mezi tzv. tržní rizika. Kurzové riziko, resp. měnové riziko, chápe jako „riziko ztráty ze změn cen nástrojů citlivých na měnové kurzy“.

2 PROJEV OSCILACE DEVIZOVÉHO KURZU V PODNIKOVÉ SFÉŘE

Pro každý podnik účastnící se zahraničního obchodu znamená kolísání devizových kurzů, že se hodnota jejich smlouveného obchodu vyjádřená v domácí měně mění a liší v momentu předběžné kalkulace, podpisu kontraktu zahraniční zakázky, její fakturace a také v okamžiku skutečného inkasa pohledávky či zaplacení smluvního závazku. Vzhledem k neustálým pohybům kurzů jednotlivých měn žádný podnikatelský subjekt není schopen přesně kvantifikovat budoucí výnosy (příjmy) vyjádřené v domácí měně k momentu inkasa své pohledávky ve srovnání s momentem předběžné kalkulace nebo budoucí náklady (výdaje) přepočtené do domácích měnových jednotek k momentu splatnosti svého závazku. Vypočítané hodnoty vyjádřené v domácí měně v předběžné kalkulaci, fakturaci a inkasu se zpravidla liší, a to někdy i v rozsahu několika desítek procent. Příkladů z již více než 30 let trávajícího fenoménu pohyblivých devizových kurzů je bezpočet. Nepřípravenost podniků na důsledky pohybu devizového kurzu a velmi nízké povědomí o jeho možném dopadu na jejich hospodaření má často za následek vysoké finanční ztráty.

Všechny hlavní projevy devizového kurzu a důsledky jeho oscilace lze interpretovat na příkladech českých podniků, a to čistého importéra a čistého exportéra pro libovolně zvolené období a měnu. Pro uvedené příklady byl zvolen devizový kurz CZK/EUR v roce 2002. Obrázek č.36 dokládá, jakým způsobem se tento devizový kurz vyvíjel, a jasně prokazuje velmi výrazné výkyvy, a tím i následné změny hodnot sjednaných obchodů vyjádřených v domácí měně.

Obrázek č.36: Vývoj devizového kurzu CZK/EUR v roce 2002



Z grafu vyplývá, že koruna vůči euru v průběhu první poloviny roku 2002 významným způsobem zhodnotila (pokud srovnáme kurzy ČNB ve dnech 21.1. a 9.7. 2002, můžeme tuto relativní apreciaci kvantifikovat na cca 10%), ve druhé polovině roku se koruna vůči euru pohybovala naopak v trendu oslabování (pokud srovnáme kurzy ve dnech 9.7. a 1.11. 2002, lze konstatovat, že během této relativně krátké doby koruna vůči euru depreciovala o téměř 7%.) Zhodnocování (apreciace) a znehodnocování (deprecie) české koruny tak vyvolávalo pro domácí podniky vznik značného kurzového rizika. Toto tvrzení dokládá následující příklad hodnotící situaci čistého exportéra a čistého importéra. Náhodně vybraná situace je následující: Oba podniky sjednaly obchodní kontrakt

- v objemu 1 mil. EUR,
- moment uzavření obou kontraktů byl 21.1. 2002,
- jejich splatnost 9.7. 2002,
- devizový kurz CZK/EUR byl ke dni podpisu kontraktu 32,295 CZK/EUR.

Na základě devizového kurzu z 21.1. 2002 provedly oba subjekty svou exportní a importní předběžnou kalkulaci. Žádný ze subjektů svou devizovou pozici neřídil, byla proto tzv. otevřená. Příklad neuvažuje bankovní poplatky a rozdíly v kurzech deviza nákup a deviza prodej. Jako směrodatný pro výpočet byl chápán kurz ČNB deviza střed v roce 2002. Dále je abstrahováno od vlastnictví devizových účtů u obou podniků, a proto je nezbytné ke dni splatnosti u exportéra obdrženy 1 mil. EUR ihned konvertovat do českých korun a u importéra tento 1 mil. EUR 9.7. 2002 nakoupit v bance. Následující schémata znázorňují kurzové riziko rozvahových položek čistého exportéra a čistého importéra. (Obdobným způsobem je možné vyjádřit kurzové riziko položek výsledovky.)

Obrázek č.37: Kurzové riziko rozvahových položek zahraničně obchodních podniků (otevřená devizová pozice)

Kurzové riziko čistého exportéra - dlouhá devizová pozice		Kurzové riziko čistého importéra - krátká devizová pozice	
Ostatní aktiva v Kč	Pasiva v Kč	Aktiva v Kč	Ostatní pasiva v Kč
Aktiva v hodnotě 1 mil. EUR			Pasiva v hodnotě 1 mil. EUR

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledek analýzy dopadů situace, kdy devizová pozice podniku je otevřená, na hospodaření exportní a importní firmy je potom následující:

Tabulka č.25: Vliv oscilace devizového kurzu na čistého exportéra a importéra – 1.příklad

Datum	Devizový kurz	Čistý importér	Čistý exportér
Předběžná kalkulace			
21.1. 2002	32,295 CZK/EUR	32 295 000,- CZK	32 295 000,- CZK
Skutečný vývoj			
9.7. 2002	29,125 CZK/EUR	29 125 000,- CZK	29 125 000,- CZK
Dopad na cash flow podniku			
9.7. 2002	29,125 CZK/EUR	Skutečné výdaje nižší o 3 170 000,- CZK	Skutečný příjem nižší o 3 170 000,- CZK

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Vývoj na devizovém trhu přinesl ke dni splatnosti 9.7. 2002 pro exportéra i importéra neočekávané výsledky. Zhodnocení koruny vůči euru na hodnotu 29,125 CZK/EUR znamenalo pro exportéra nižší příjem korun, protože místo předběžně kalkulovaných 32 295 000,- CZK obdržel od banky jen 29 125 000,- CZK, tj. o 3 170 000,- CZK méně. Tento vývoj znamenal tedy pro českého exportéra pokles plánovaných příjmů o téměř 10%. Importér byl v přesně opačné situaci – jeho skutečný výdaj byl o 3 170 000,- CZK nižší než původní výdaj kalkulovaný.

Přesně opačná situace u obou uvedených podniků nastala v případě uzavření obdobných kontraktů dne 9.7. 2002 s termínem splatnosti 1.11. 2002. Dne 1.11. 2002 dosáhl devizový kurz koruny vůči euru na devizovém trhu hodnotu 30,855 CZK/EUR. Pro exportéra v tomto případě devizový vývoj znamenal vyšší příjem oproti kalkulované hodnotě v objemu 1 730 000,- mil. CZK. Naopak importér díky vývoji devizového kurzu CZK/EUR a nezajištění své otevřené devizové pozice vynaložil o 1 730 000,- více než očekával ve své původní kalkulaci.

Tabulka č.26: Vliv oscilace devizového kurzu na čistého exportéra a importéra – 2.příklad

Datum	Devizový kurz	Čistý importér	Čistý exportér
Předběžná kalkulace			
9.7. 2002	29,125 CZK/EUR	29 125 000,- CZK	29 125 000,- CZK
Skutečný vývoj			
1.11. 2002	30,855 CZK/EUR	30 855 000,- CZK	30 855 000,- CZK
Dopad na cash flow podniku			
1.11. 2002	30,855 CZK/EUR	Skutečné výdaje vyšší o 1 730 000,- CZK	Skutečný příjem vyšší o 1 730 000,- CZK

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Uvedené hypotetické příklady dokumentují, jakým způsobem může oscilace devizového kurzu a nezajištění otevřené devizové pozice ovlivnit hospodaření podniku. Skutečné ohrožení českých podniků a jejich reakce na vývoj devizového kurzu koruny v roce 2002 je možné doložit také konkrétními událostmi z tohoto roku a údaji o hospodaření některých českých firem, které tyto podniky umožnily uveřejnit v ekonomickém týdeníku Ekonom [65]:

Podniky, které se v minulém roce (2002) nejvíce cítily ohroženy posilováním koruny, se připojily k požadavkům tzv. **Trutnovské výzvy** datované k 8.4. 2002. Autorem Trutnovské výzvy byl Jiří Grund, majitel a ředitel stejnojmenné textilní firmy. Jako první se k této výzvě přidaly další textilní podniky: Texlen, Svitap, Tiba a Mileta. Obsahem této výzvy byly požadavky směřované:

1. na vládu - požadavek zastavení privatizace a prodloužení blokace dosavadních privatizačních příjmů na zvláštním účtu u ČNB,
2. na ČNB - požadavek zásahů proti silné koruně včetně snížení úrokových sazeb,
3. na vládu a ČNB - požadavek na zahájení práce na fixaci koruny na euro v kurzu odpovídajícím stavu hospodářství,
4. na politiky, aby privatizační výnosy byly použity na investování do infrastruktury a na splácení současného státního dluhu, nikoli na financování spotřeby.

Požadavky na měnovou politiku byly doplněny požadavky na zrovnoprávnění domácích podniků se zahraničními (jednalo se zejména o investiční pobídky). Závěr Trutnovské výzvy zněl: „Upozorňujeme všechny, že nynější posilování české koruny není výsledkem vysokého růstu naší ekonomiky, a je tedy posilováním umělým, a tudíž dočasným. Žádná ekonomika nemůže zvládnout nepodložený růst své měny v úrovni vyšší než 10 procent ročně. Návrat k normálu může být bolestný pro celou společnost.“¹¹⁹ **Výzvu původně podepsalo pět výše jmenovaných textilních firem, které v té době zaměstnávalo 4000 lidí a exportovalo zhruba 80 procent produkce z celkového obrátu okolo 3 miliard korun. Do 22.4. 2002 však přibýlo dalších asi 180 podniků, které reprezentovaly roční obrát přes 200 miliard korun.**

Ohrožení se tedy cítili především textilní exportéři, avšak zdaleka ne všichni. Mezi textilními podniky byly i takové, kterým zpevňující koruna jejich hospodaření neohrožovala. Takovým příkladem byla ve sledovaném roce např. brněnská firma Nová Mosilana, která v roce 2002 byla s dvoumiliardovým obrátem jednou z největších českých textilních firem exportující 99% své produkce. Tato firma je dceřiným podnikem italského koncernu Marzotto, od něhož nakupuje téměř veškeré suroviny za eura. Vývoj kurzu CZK/EUR se tak na jejím hospodaření až již pozitivně nebo negativně neprojevil. Jiné firmy měly ze zhodnocování koruny dokonce kurzové zisky. Příkladem za všechny byla firma Altron produkující systémy záložního napájení, která 80% potřebných surovin dováží. Na jiné firmy měl vývoj kurzu koruny v roce 2002 protichůdné vlivy, které se v úhrnu vynulovaly. Takový vliv na své hospodaření pociťovala firma PCS, u které ze silné koruny profitovala ta část, která nakupovala své suroviny ze zahraničí. Druhá část firmy zaměřená na export však zaznamenala kurzové ztráty.

Ohroženy vývojem kurzu byly však firmy nakupující své suroviny převážně v České republice. K takovým patřila minulý rok například firma Biocel Paskov produkující celulózu, která vyváží 90% své produkce. Její hospodaření skončilo za první čtvrtletí roku 2002 ztrátou 23 milionů korun, zatímco ve srovnatelném období roku 2001 měla zisk přes 110 milionů korun. Posílení koruny vůči euru o každých deset haléřů znamenalo pro Biocel zhoršení hospodářského výsledku zhruba o 2,8 milionů korun. Dalším příkladem byla firma Sporten z Nového Města na Moravě, jediný výrobce lyží v ČR, který 90% své produkce vyváží. Vzniklou situaci se tato firma snažila řešit tím, že omezila odběry od českých dodavatelů a upřednostnila díky kurzovému vývoji levnější materiály z ciziny. Avšak ztráty z exportu tímto nevyrovnala.

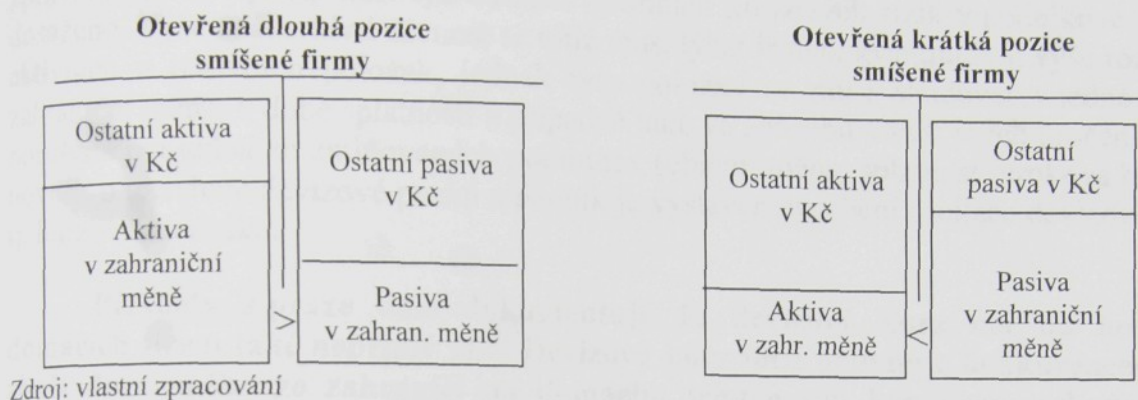
¹¹⁹ Trutnovská výzva viz příloha č. 9.

Důsledky sílící koruny vnímala nepříznivě také Lovochemie, největší český výrobce průmyslových hnojiv s ročními výnosy kolem 3 miliard korun. Export tvoří 40% jejího obrátu. Jak uvedl obchodní ředitel této firmy, ve svých kalkulacích firma počítala v dubnu 2002 s kurzem koruny vůči euru kolem 32,50. Jak ukazuje graf na obrázku č. 36, byl skutečný kurz v té době o více než dvě koruny nižší. Dalším příkladem českého podniku, na který se negativním způsobem podepsala v minulém roce zhodnocující se koruna, byla firma Dřevozpracující družstvo Lukavec. Na tuto firmu dopadal vývoj kurzu hned ze dvou hledisek. Jednak mu snižoval tržby z exportu, které představovaly v té době asi 50% obrátu v celkové výši 1,7 miliardy Kč (za rok 2002) a jednak vývoj kurzu významně podpořil jeho konkurenci ze zahraničí na českém trhu, která se stala díky kurzu levnější. V roce 2001 byly proto tržby družstva o 40 miliónů Kč nižší. Popsanou situaci se družstvo snažilo řešit vyřazováním málo rentabilních výrobků ze svého sortimentu, zvyšováním kvality svých výrobků a rušením některých málo výnosných kontraktů. [65]

Z uvedeného citátu úryvku z Trutnovské výzvy vyplývá, že její autoři problematice devizového kurzu ne mnoho rozumí. Posilování koruny v minulém roce totiž rozhodně nebylo posilováním „umělým“. Apresiasi koruny byla naopak vyvolána faktory přirozenými (primárními), a to přílivem přímých zahraničních investic. Také požadavek fixace koruny na euro je více než diskutabilní. I když je deficit běžného účtu v současnosti vyrovnán přílivem dlouhodobých investic a nikoli krátkodobým kapitálem, jak tomu bylo na začátku druhé poloviny devadesátých let, přesto by upevnění koruny znamenalo jednodušší čitelnost chování centrální banky ve vztahu k devizovému kurzu a usnadnilo tak práci spekulantům. Také požadavek snížení úrokových sazeb za účelem zastavení dalšího posilování koruny není zcela na místě, protože vývoj kurzu koruny je v současnosti, jak bylo již několikrát zdůrazněno, vyvolán přílivem přímých zahraničních investic, a ty do ekonomiky neproudí pouze z důvodu vyšších úrokových sazeb v ČR oproti zahraničí. Intervence, ať již přímé nebo nepřímé, jsou v této situaci neúčinné, pokud nevlivní vývoj primárních faktorů v požadovaném směru kurzového vývoje.

Příklady konkrétních českých firem dále ukázaly, že vývoj devizového kurzu koruny, její apreciacie vůči euru v první polovině minulého roku, zcela opačným způsobem ovlivnila hospodářský výsledek „čistých“ exportérů a importérů a „smíšených“ firem, tj. firem, jak vyvážejících své produkty do zahraničí, tak zároveň importujících své suroviny ze zahraničí. Firmy, které byly orientovány na export a které suroviny kupovaly od domácích dodavatelů, na vývoj devizového kurzu koruny v minulém roce doplácely. Naopak firmy, které své suroviny dovážely a svou produkci realizovaly na domácím trhu, na vývoji kurzu CZK/EUR profitovaly. U smíšených firem se vývoj kurzu projevoval rozdílně. Uvedenou situaci smíšených firem a ohrožení jejich rozvahových položek projevy devizového kurzu lze obdobně jako u čistých exportérů a importérů znázornit obecnými schématy rozvahy:

Obrázek č.38: Kurzové riziko rozvahových položek smíšené zahraničně obchodní firmy (otevřená devizové pozice)



Dopad projevu devizového kurzu na hospodaření podniků lze obecně vyjádřit následující tabulkou:

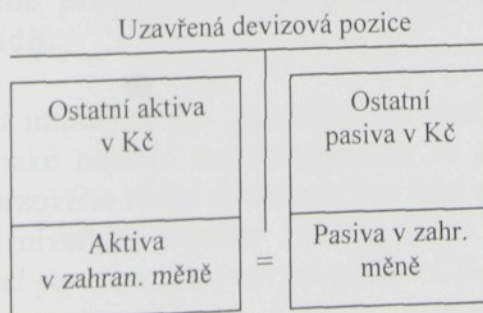
Tabulka č.27: Vliv oscilace devizového kurzu na hospodářský výsledek podniku s různou devizovou pozicí

Pohyb devizového kurzu / Devizová pozice	Otevřená dlouhá pozice	Otevřená krátká pozice	Uzavřená pozice
Zhodnocení domácí měny	Snížení zisku vyjádřeného v domácí měně	Zvýšení zisku vyjádřeného v domácí měně	Neovlivní hospodářský výsledek
Znehodnocení domácí měny	Zvýšení zisku vyjádřeného v domácí měně	Snížení zisku vyjádřeného v domácí měně	Neovlivní hospodářský výsledek

Zdroj: Ptatscheková, J.: Vliv vstupu České republiky do eurozóny na měnové riziko. In Sborník VI. mezinárodní konference Hospodářské fakulty TUL nazvané "Transformace hospodářství ČR před vstupem do EU"

Z tabulky kromě jiného vyplývá, že pohyb devizového kurzu neovlivňuje hospodářský výsledek podniku, pokud je jeho devizová pozice uzavřená. Tuto situaci lze znázornit opět prostřednictvím rozvahových položek:

Obrázek č.39: Uzavřená devizová pozice



Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedená uzavřená pozice je buď výsledkem přirozené situace smíšeného podniku, který se mezinárodní dělby práce účastní jednak importem a zároveň i exportem svých produktů do zahraničí, kdy se vliv oscilace devizového kurzu v úhrnu na jednotlivé položky rozvahy (výsledovky, cash-flow) vyruší, nebo lze tohoto stavu dosáhnout uměle řízením firemního kurzového rizika, kdy jsou využity k tomuto účelu určené finanční nástroje

(blíže viz část doktorské práce nazvaná „Řízení podnikového kurzového rizika“). K „přirozeně“ uzavřené devizové pozici je nutné poznamenat, že je spíše výsledkem náhody a zpravidla jí bez využití nástrojů k řízení firemních kurzových rizik v podnikové praxi není dosaženo. Výše znázorněná rovnost se totiž musí týkat jednak kvantitativní výše rozvahových aktivních a pasivních položek, jednak tyto položky se musí shodovat v jedné konkrétní zahraniční měně, v době splatnosti a případně také ve způsobu a výši jejich úročení. Pokud je porušena jen jedna ze zmiňovaných podmínek (objem, měna, splatnost, úroková míra) nelze hovořit o uzavřené devizové pozici a podnik je vystaven působení oscilace devizového kurzu, tj. kurzovému riziku.

Příklady z praxe dále dokumentují, že devizový kurz má na hospodaření domácích firem také nepřímý vliv. Devizový kurz totiž ovlivňuje konkurenceschopnost zboží dováženého ze zahraničí na domácím trhu a tím konkurenceschopnost zboží produkovaného domácími podniky a realizovaného na domácím trhu a jejich hospodaření.

Trutnovská výzva je zároveň hmatatelným svědectvím jednostranného přístupu ke kurzovému vývoji v minulém roce, a to ze strany exportérů. Výše uvedené příklady však zároveň ukázaly, že jiné podniky (importéři) na této situaci naopak profitovaly nebo u podniků s uzavřenou devizovou pozicí se vliv devizového kurzu do jejich hospodaření vůbec neprojevil. Proto je potřeba zdůraznit, že při hodnocení vlivu oscilace devizového kurzu je nutný objektivní pohled na danou situaci a vidět ji jak z pozice exportérů, tak z pozice importérů.

Uvedené příklady z praxe a vznik Trutnovské výzvy, ke které se přihlásilo významné množství domácích firem, dále prokázaly, že zmiňované firmy buď

- neznají podstatu projevu oscilace devizového kurzu v podnikové sféře a jeho důsledků na hospodaření,
- nebo si existenci kurzového rizika a jeho možné dopady na hospodaření uvědomují, ale neznají nástroje, kterými by mohly devizové riziko eliminovat, a proto obvinily vládu ČR a Českou národní banku ze zodpovědnosti za jejich špatné hospodaření.

Příklady jednoznačně prokázaly, že v současnosti je nezbytné ve firmě umět kurzová rizika efektivně řídit.

Některé průzkumy z minulých let potvrdily, že značná část zejména malých a středních českých firem a také některé domácí podniky se zahraniční majetkovou účastí doposud neznají podstatu kurzového rizika a nástroje pro jeho efektivní řízení. V průběhu let 1999 – 2000 proběhl na Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně na Fakultě managementu a ekonomiky průzkum, sledující stav řízení kurzových rizik v ČR. Tento průzkum byl proveden v rámci výzkumného úkolu nazvaného „*Výzkum konkurenční schopnosti českých průmyslových výrobců*“. Cílem úkolu byla také analýza řízení kurzových rizik ve významných velkých, ale také středně velkých a malých českých průmyslových firmách. Výsledky dotazníkového šetření jsou uvedeny v bakalářské práci nazvané *Dividendová politika podniků v ČR a její perspektivy*, jejímž autorem je S. Palička [86]. Z výsledků uvedeného šetření lze učinit tyto závěry:

Na průzkum odpovědělo 35 velkých firem. Výsledky šetření prokázaly současný neutěšený stav v řízení kurzových rizik. I když objem ročního dovozu a vývozu uvedených firem přesáhl v roce 1998 hodnoty 20 mld. CZK, z 35 reagujících firem plných 16 kurzová rizika vůbec neřídí (tj. 45,7%) a 6 (tj. 17,1%) na tuto část dotazníku vůbec neodpovědělo, i když podle předmětu jejich podnikatelské činnosti je jisté, že byly těmto rizikům vystaveny.

Bylo prokázáno, že všechny firmy, které tato rizika efektivně neřídily, měly v době průzkumu výrazné hospodářské potíže a některé z těchto firem byly dokonce v konkurzním řízení.

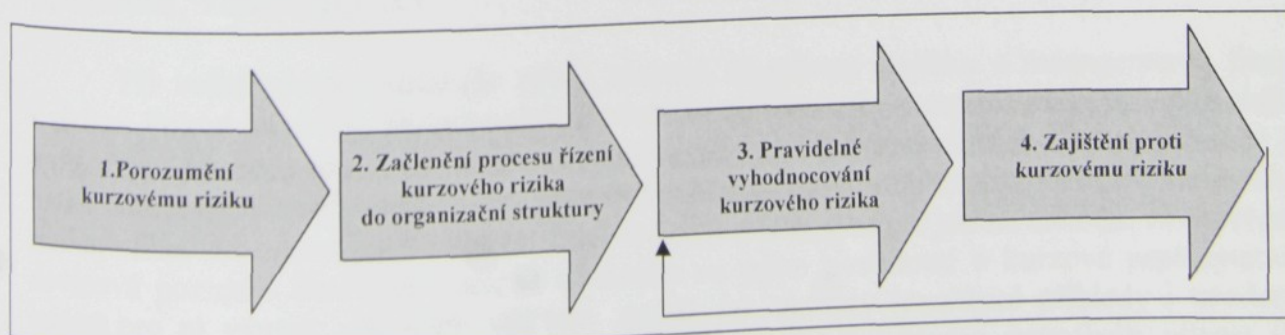
Procentuálně ještě mnohem negativnější byly výsledky analogického šetření provedeného na vzorku malých a středních firem v roce 1999 s jejich ročním objemem vývozu a dovozu od 200 000,- CZK do 100 mil. CZK. Z 24 firem, které odpověděly na dotazníkové otázky a které se účastnily zahraničně obchodních vztahů, žádná z nich (tj. 100%) svá kurzová rizika neřídila. Plných 17 dotázaných subjektů tuto skutečnost přímo přiznalo samo a zbylých 7 na dotaz o způsobech řízení své devizové pozice vůbec neodpovědělo. Stejně dotazníkové šetření bylo provedeno i v roce 2000 na vzorku 40 vývozně resp. dovozně zaměřených firem se stejně vysokým negativním výsledkem: žádná z uvedených firem svá kurzová rizika nijak neřídila. Průzkum dokonce odhalil případ zahraničněobchodní firmy s ročním obratem ve výši 100 mil. CZK, která neřídila své kurzové riziko.

Závěrem k výsledku průzkumu a událostem minulého roku (2002) nezbyvá než konstatovat, že i přes 30 let trvající kvalitativní změnu v kurzových systémech existuje v současné České republice stále velké množství podniků, které si vliv projevu devizového kurzu na své hospodaření vyplývající z uvedené změny neuvědomuje, nerozumí jeho podstatě a proto se jeho negativním důsledkům nijak nebrání.

2.1 ŘÍZENÍ PODNIKOVÉHO KURZOVÉHO RIZIKA

Nyní se pokusme odpovědět na otázku, jakým způsobem postupovat při řízení kurzového rizika. Podnik, který se účastní mezinárodních ekonomických vztahů, ať již se jedná o zahraniční obchod či o umísťování svých investic v zahraničí, by měl dodržovat následující postup:

Obrázek č.40: Postup při řízení kurzového rizika v podniku





Aby bylo možné kurzová rizika efektivně řídit, je nutné jim nejprve dobře porozumět. To samozřejmě neplatí jen o finančních specialistech ve velkých bankách apod., ale také o vrcholovém vedení firem. Právě vrcholový management podniku musí stanovit hlavní zásady a strategii pro jejich řízení. V první řadě by mělo dojít k zodpovězení těchto otázek:

- a) Ohrožují hospodaření našeho podniku pohyby devizového kurzu?
- b) Jaká je devizová pozice našeho podniku?
- c) Jsou rizika významná?
- d) Jak velká rizika je firma ochotná tolerovat?
- e) Jakou strategii zvolit při jejich řízení?
- f) Jaké existují nástroje pro řízení kurzového rizika?

Prvním krokem v procesu řízení kurzového rizika každé firmy je provedení analýzy její devizové pozice. Zdrojem kurzových rizik je totiž pouze devizová pozice otevřená, u které je ještě nutné rozlišit, zda se jedná o pozici dlouhou nebo krátkou. Dále management stanoví, jaká expozice (citlivost aktiv, pasiv a cash flow podniku na pohyby devizových kurzů) je pro firmu přijatelná. Tím stanoví určité meze, které budou pro pracovníky finančních útvarů signálem, ke kterému mají kurzová rizika řídit.

Dalším krokem ve fázi porozumění dané problematice je stanovení pro ni nejvhodnější strategie řízení kurzového rizika. Finanční teorie a praxe rozeznává dvě základní strategie řízení kurzových rizik ve firmě:

- konzervativní a
- agresivní.

Konzervativní strategie je založena na eliminaci všech kurzových rizik a jejich dopadů do hospodářského výsledku. Nepovoluje zaujímání otevřených devizových pozic, ale striktně trvá na jejich úplném uzavření. Základním a jediným cílem firmy, jež zvolí konzervativní strategii, je její orientace na vlastní produkční silné stránky a na tvorbu zisku ze své hlavní činnosti a ze žádných jiných. Pro tuto strategii se také používá označení **hedging**.

Agresivní strategie je založena na úmyslném „otevírání“ uzavřených devizových pozic s cílem dosažení mimořádného zisku z devizových operací. Lze ji efektivně použít dokonce i u domácích firem, které se vůbec neúčastní mezinárodní směny, ale disponují dočasně volnými finančními prostředky, pro něž využijí výhodnějších podmínek k jejich zhodnocení v zahraničí. Firma přitom vychází z dobré informovanosti o situaci na finančních trzích. Tato strategie se také někdy označuje jako **strategie spekulace** a v současnosti se uplatňuje u většiny významných nadnárodně působících firem. Jako příklady lze uvést firmy Gillette, Continental, Volkswagen atd.

Při volbě vhodné strategie záleží zároveň na sklonu majitele a managementu firmy k riziku. Pokud je nízký, pravděpodobně zvolí konzervativní strategii. Pokud je jejich sklon k riskování vysoký, pravděpodobně zvolí strategii agresivní (spekulace). Na tomto místě je nutné zdůraznit, že nečinnost firmy, jež se účastní mezinárodních vztahů v oblasti kurzového rizika, vůbec neznamená jeho řízení. Taková firma může spoléhat jen na náhodu, že otevřená devizová pozice a devizový kurz se nezávisle na jejím povědomí o kurzové problematice budou pro ni vyvíjet ziskovým směrem. Avšak jak ukázaly teoretické příklady i uvedené příklady z praxe, může nepříznivý vývoj kurzu velmi významným způsobem přispět ke vzniku tak velkých ztrát z devizových operací, které vedou až k ohrožení hospodaření podniku.

V neposlední řadě by měl vrcholový management a pracovníci finančního oddělení znát, jakými nástroji je možné vzniklé riziko snížit, či jej zcela eliminovat. Obecně je možné nástroje pro řízení kurzového rizika rozdělit na interní (někdy označované jako nástroje přirozeného zajištění) a externí (někdy označované jako nástroje transakčního zajištění).

V druhé fázi řízení firemního kurzového rizika by měl podnik **začlenit samotný proces řízení kurzového rizika do organizační struktury podniku**. V této fázi musí být stanoveno, kdo ponese zodpovědnost za řízení kurzových rizik. Dále musí být vymezen standardní postup pro jejich řízení a stanovena kontrolní a účetní dokumentace. U velkých firem bývá nezbytnou součástí řízení kurzových rizik integrovaný informační systém. U středních a malých firem postačí pro zpracování dokumentace běžný software, např. Microsoft Office apod., a průběžná a pravidelná kontrola vývoje otevřené devizové pozice podle její velikosti a rizika pro firmu (minimálně však 1x denně). Je nezbytné uvědomit si, že pomocí standardizovaných a právně závazných postupů v účetnictví nelze odhalit a ex ante zjistit vznik žádného kurzového rizika. Účetnictví odhalí a kvantifikuje dopad vývoje devizového kurzu na hospodaření podniku až ex post – a to je již zpravidla pozdě.

Pokud již firma nastavila základní mantinely a pravidla a stanovila, kdo bude za řízení kurzových rizik zodpovědný atd., nastává **proces pravidelného vyhodnocování a kvantifikace dopadu oscilace devizového kurzu na podnikové hospodaření pomocí kvantifikace kurzového rizika**. Kurzové riziko je možné kvantifikovat několika různými způsoby, například výpočtem absolutní částky přebytku cizoměnových příjmů nad výdaji v určitém budoucím období nebo výpočtem procentních změn.¹²⁰ Vhodné je však využít sofistikovanějších nástrojů, jako např. metody Value-at-Risk, resp. její variace CashFlow-at-Risk, Earnings-at-Risk apod. Tyto metody podávají odpověď na otázku, jakou největší kurzovou ztrátu může podnik se stanovenou pravděpodobností utrpět v následujícím období. [51] Pro kvantifikaci devizové expozice a kurzového rizika jsou využívány také tzv. stress testy, které zkoumají vliv výrazné změny kurzu například o 20% procent. Je třeba zdůraznit, že tyto kvantifikace je nutné provádět pravidelně. Například velké banky a jiné finanční instituce provádějí tyto analýzy několikrát v průběhu dne.

Je-li při kvantifikaci kurzového rizika zjištěn nesoulad mezi aktuálním stavem a cílovým (tolerovatelným) rizikem nastaveným vrcholovým managementem firmy, je nezbytné provést zajištění proti kurzovému riziku tak, aby riziko odpovídalo žádoucímu stavu či bylo zcela eliminováno. Firma by měla nejprve projít celým procesem řízení a důkladně zvážit, zda využít instrumentů interních nebo externích. Často se v praxi stává, že podniky ve snaze rychle vyřešit problém kurzového rizika neprojdou celým procesem jeho řízení a okamžitě přistupují k rychlému zajišťování prostřednictvím externích instrumentů nebo na řízení rizik dokonce rezignují. [51]

Interní nástroje pro řízení kurzového rizika jsou ty nástroje, které jsou součástí finančního řízení firmy a nevyžadují žádné dodatečné uzavírání specifických kontraktů na finančním trhu. Mezi nejčastější techniky minimalizace kurzového rizika patří např. **měnová**

¹²⁰ Problematikou kurzového rizika a jeho kvantifikací se zabývají např. J. Durčáková a M. Mandel v knize Mezinárodní finance s. 184 - 185, G. Eilenberger v knize Währungsmanagement und Devisenkurssicherung von Unternehmen. Frankfurt am Main, Fritz Knapp Verlag, 1990, ISBN 3-7819-0479-2 a dále např. P. Ch. Gamper v knize Währungs-Exposure Management. Bern; Stuttgart; Wien, Verlag Paul Haupt, 1995, ISBN 3-258-05178-X.

diverzifikace¹²¹, **metoda leading**¹²² a **lagging**¹²³ a **metoda netting a matching**¹²⁴ [12, s.190-191]. Dalším způsobem jak snížit kurzové riziko je **změna obchodní strategie**, která spočívá v dosažení větší rovnováhy mezi vstupy a výstupy na jednotlivých zahraničních trzích a v jednotlivých měnách. Pokud například dochází k výrazné apreciaci domácí měny vůči euru, firma může kurzové riziko eliminovat např. zvýšením dovozu výrobních vstupů ze zemí eurozóny se současným snížením nákupu vstupů na domácím trhu.

Do určité míry lze za účinné snížení, resp. substituci, kurzového rizika považovat také **zvyšování necenové konkurenceschopnosti produkce firmy**. Silná domácí měna ohrožuje cenovou konkurenceschopnost domácích výrobců v zahraničí. Firmy by se proto proti kurzovému riziku měly bránit zvyšováním kvality a budováním značky svých výrobků, které by i při zvýšení ceny vyjádřené v zahraniční měně, ke které by v případě apreciace domácí měny firma přistoupila, obstály na zahraničních trzích. Zhodnocující se domácí měna však neohrožuje cenovou konkurenceschopnost domácích výrobců pouze na zahraničních trzích, ale ohrožuje je i na domácím trhu, kam díky kurzovému vývoji proudí levnější zahraniční produkce. Podnik, který chce být úspěšný jak na zahraničním tak také na domácím trhu v situaci pohyblivých devizových kurzů, musí proto přesvědčit nejen cenou, ale také kvalitou, užítkovostí a v neposlední řadě také svou značkou.

K výše uvedeným nástrojům je nutné poznamenat, že při jejich použití zpravidla nedochází k uzavření devizové pozice firmy. Podnik proto i přes jejich použití zůstává zpravidla vystaven negativnímu (ale i pozitivnímu) působení oscilace devizového kurzu. K úplné eliminaci kurzového rizika dochází prostřednictvím finančních derivátů (forwardové devizové operace, swapové devizové operace, devizové futures a devizové opce), které bývají ve finanční praxi označovány také za externí nástroje pro řízení kurzového rizika. Tyto produkty finančních trhů umožňují zcela se zajistit proti kurzovému riziku. Mohou však být zároveň využity pro otevření uzavřené devizové pozice firmy při spekulaci na vývoj kurzu.

Termínová (forwardová) devizová operace je nejstarší formou termínových devizových operací. Jejím základním znakem je, že doba splnění dodání objemu obchodovaných deviz ode dne uzavření vzájemného obchodu je delší než 2 pracovní dny. V současné době jsou termínové (a také swapové) operace obchodovány pouze na trzích „over-the-counter“, nejsou proto na rozdíl od operací futures a burzovních opcí standardizovány.

Na světových devizových trzích se historicky vytvořily obchody s dodáním za 3 dny (označované anglickou zkratkou T/N, tj. tomorrow/next), za 4, 5, 6 a 7 dní, dále za 1 týden, 2,

¹²¹ Při měnové diverzifikaci jsou měny pohledávek a závazků převáděny do měn, jejichž kurzy jsou negativně korelovány. Absolutní hodnotě korelačních koeficientů je nutné rovněž přizpůsobovat váhový podíl jednotlivých zahraničních aktiv a pasiv v rozvaze podniku. Vhodným obdobím pro tento způsob eliminace kurzového rizika byla etapa, kdy česká koruna byla pevně vázána na měnový koš (systém pevného kurzu koruny). V tomto období bylo možné diverzifikovat zahraniční aktiva a pasiva v měnové struktuře a v poměrech, které reprezentoval měnový koš pro výpočet devizového kurzu koruny.

¹²² Pod pojmem „leading“ je ve finančním řízení chápána situace, kdy při očekávané deprecii kurzu domácí měny firma usiluje o úhradu svých závazků v zahraniční měně ještě před jejich splatností, tzn. dříve, než dojde ke znehodnocení domácí měny a kdy už bude muset na nákup zahraniční měny vynaložit vyšší částky v domácí měně.

¹²³ Strategie „lagging“ znamená zpoždění úhrad do zahraničí až poté, co v důsledku apreciace se nákup deviz pro podnik stane lacinější. Podnik tuto strategii použije, pokud bude očekávat zhodnocení kurzu domácí měny.

¹²⁴ Netting a matching znamená vzájemné zúčtování (započtení) pohledávek a závazků v různých měnách. Netting lze použít bilaterálně nebo multilaterálně mezi firmami, které jsou součástí jedné multinacionální společnosti. Matching je obdobou nettingu, protože započtení proběhne v rámci vztahu ke třetí straně.

3 týdny, 1 měsíc, 2, 3, ... 12 měsíců. Obchodují se také termínové obchody na celé roky, tj. 1, 2, 3, ... n let. Při každém velkém obchodu, tj. zpravidla od částky 1 mil. USD a vyšší, je každá větší zahraniční banka připravena stanovit svému klientovi termínový kurz na libovolně dlouhé období podle jeho konkrétních potřeb na přesně požadovaný den. Základním nedostatkem dlouhodobých forwardů (na několik let) je vyšší riziko vyplývající z obtížně odhadnutelného budoucího pohybu spotového kurzu a dále také méně likvidní trh, na kterém je možné provést zajišťovací protioperaci. Výhodou pro klienta banky požadujícího zajištění svých devizových operací pomocí termínových kontraktů je především, že množství obchodovaných deviz není standardizováno. Přesto klient musí počítat s určitým technickým minimem, při kterém daná banka forwardové operace provádí a jež se u jednotlivých bank liší.

Devizová termínová operace se realizuje prostřednictvím termínového (forwardového) kurzu. Jeho podstata vychází z ocenění rozdílné úrovně základní úrokové sazby na stejnou dobu na každou z obou vzájemně obchodovaných měn. Vychází z teorie, že rozdílná úroveň úrokových sazeb (úrokový diferenciál) přitahuje cizí měnu do ekonomiky s vyšší úrokovou mírou za účelem dosažení jejího vyššího zhodnocení oproti podmínkám, které jí poskytuje její domácí úroková míra.

Vzorec pro výpočet forwardového kurzu je následující:

$$1. FR = SR + \text{prémie (report)} \quad (5),$$

$$2. FR = SR - \text{diskont (deport)} \quad (6),$$

kde FR je forward rate,
 SR je spot rate.

Prémie (report) se připočítává ke spotovému (promptnímu) kurzu v případě vyššího úročení domácí měny oproti zahraniční měně. Diskont (deport) se odečítá od spotového kurzu v případě nižšího úročení domácí měny oproti zahraniční měně. Vzorec pro výpočet prémie, resp. diskontu, je následující:

$$\text{Prémie (Diskont)} = SR \cdot \text{úrokový diferenciál} \cdot \frac{d}{360 \cdot 100} \quad (7),$$

kde d je doba splatnosti forwardového kontraktu vyjádřená počtem dní.

Úrokový diferenciál je rozdíl mezi úrokovou sazbou na stejné období (od 3 dnů, přes 1 týden, 2, 3, 4 týdny, 2 měsíce, 3, 4, ... měsíců až roky) zpravidla na úrokové bázi LIBOR¹²⁵. Úrokový diferenciál je určen rozdílem úrokových sazeb na stejné období ve formě absolutního rozdílu (u menších objemů se zaokrouhlením na 2 desetinná místa, u větších na 3 desetinná místa) mezi oběma měnami. Úrokové sazby jsou uváděny ve formě p.a.

Firma termínový instrument použije v případě, kdy očekává pohyb devizového kurzu určitým směrem. V případě očekávání poklesu kurzu dané měny ji v současnosti prodá za současný vysoký kurz upravený o úrokovou diferenci podle vzorce uvedeného výše a k budoucímu termínu si tuto měnu za promptní kurz v den splatnosti svého závazku nebo

¹²⁵ Jedná se o hlavní světový peněžní trh a jeho referenční sazbu „London Interbank Offered Rate, která je kótována průběžně denně a je okamžitě přístupná všem významným účastníkům peněžních trhů prostřednictvím např. informačního systému Reuters, Telerate nebo Bloomberg.

několika dnů předtím koupí za mezitím snížený kurz. Rozdíl mezi vyšším prodejním kurzem a nižším nákupním kurzem představuje pro firmu mimořádný zisk.

V hospodářské praxi je možné kurzové riziko měny kontraktu zajistit i prostřednictvím **swapové (výměnné) operace**. Swapová operace je určována výlučně různou úrovní úrokových sazeb mezi devizou a domácí měnou a probíhá za tzv. swapovou sazbu (kurz), která je dána rozdílem mezi promptním a termínovým kurzem. Podstatou „tradiční“ swapové operace (swap dvou různých měn) jsou dvě nedělitelné operace, uzavřené ve stejném okamžiku se stejným partnerem, přičemž jedna z nich je forwardová. Vedle „tradičních“ swapů dvou různých měn (angl. swaps) rozlišujeme měnové swapy (angl. currency swaps), umožňující konverzi pravidelných plateb v jedné měně do pravidelných plateb v jiné měně, a měnově úrokové swapy (angl. cross currency interest rate swaps), umožňující např. výměnu fixované úrokové sazby v jedné měně na pohyblivou úrokovou sazbu v jiné měně. Tradiční swapy jsou, na rozdíl od měnových swapů a měnově úrokových swapů, krátkodobé. Devizové trhy znají dva základní typy „tradičních“ swapových operací:

- swapy s kombinací operací spot – forward,
- swapy s kombinací dvou forwardových operací o nestejně době dospělosti.

U operace prvního typu dealer banky:

1. devizy nakupuje za spotový kurz a současně stejný objem deviz na termín prodá, nebo
2. devizy prodává za spotový kurz a současně stejný objem ve shodné měně na termín kupuje.

Tento typ obchodů se ve firmě využívá v případě potřeby např. okamžité platby do ciziny v dané měně. Inkaso v dané měně však firma obdrží až za určitý čas – např. za 4 měsíce z vývozního akreditivu. Swapové operace spot-forward slouží ve finančním řízení především k překlenutí přechodného nedostatku deviz. Jsou tedy alternativou vůči krátkodobým úvěrům. Na rozdíl od úvěru však využití swapové operace předpokládá, že daný podnik má na počátku swapu k dispozici nějakou jinou měnu, kterou může swapovat. Výhodou swapu oproti devizovému bankovnímu úvěru je zpravidla výhodnější depozitní sazba a zároveň se podnik touto operací může vyhnout srážkové dani.

V případě swapu s kombinací dvou forwardových operací o nestejně době dospělosti dealer banky devizu na kratší forward nakupuje (resp. prodává) a na delší forward ji současně prodává (resp. nakupuje).

Dalším finančním derivátem jsou devizové **operace futures**, které měly svou historickou premiéru v roce 1972 v Chicagu na burze Chicago Mercantile Exchange, okamžitě po vzniku kurzových rizik. Tato burza je v současnosti největší burzou na světě specializující se na operace futures. Kromě ní se tyto operace dnes realizují i na londýnské burze The London International Financial Futures Exchange (LIFFE) a také již na dalších mezitím vzniklých burzách obchodujících s tímto produktem (Hong Kong, Amsterdam, Dublin atd.).

Devizové futures mají mnohé znaky shodné s forwardovými operacemi. Jejich podstatou je také termínový kontrakt na zahraniční měnu, tzn. s dodáním minimálně za 3 pracovní dny. Co je od forwardových operací odlišuje, je především:

- devizové futures probíhají zásadně na organizovaných trzích - burzách,
- tyto kontrakty jsou standardizovány.

Standardizace znamená, že obchody lze vykonávat jen za následujících podmínek:

1. Je stanoveno obchodovatelné množství (tzv. loty – např. 250 000 USD).
2. V Chicagu bylo možné obchodovat jen 7 měn: DEM, JPY, GBP, CHF, CAD, AUD, FRF, a to vždy vůči americkému dolaru. Od 1.1. 1999 euro nahradilo DEM a FRF.
3. Standardizovány jsou i termíny uzavírání a dodací lhůty. Konkrétně tyto kontrakty lze dohodnout s termínem splatnosti ke každé třetí středě v měsíci březen, červen, září a prosinec.
4. Obchody se uzavírají výlučně přes brokery a tradery (obchodníky na parketu burzy).
5. Obchody se vyrovnávají prostřednictvím tzv. clearingové ústředny. Je tomu tak proto, že subjekty, které prostřednictvím brokerů uzavřely vzájemný obchod, nemají mezi sebou žádný právní vztah. Zúčtování vzájemných obchodů probíhá přes uvedenou ústřednu, kde všechny zúčastněné subjekty musejí mít složeno dostatečné depozitum (zálohu, angl.collateral, margin) ke splnění svých závazků.

Hlavní výhodou operací futures je okamžité vyrovnávání kurzovních zisků nebo ztrát s clearingovou ústřednou po uzavření otevřené pozice. Proto se na těchto trzích většina obchodů uzavírá jako spekulční a jejich účastníky jsou největší devizoví investoři specializující se na realizaci mimořádných devizových zisků jen z čistých devizových operací bez jakéhokoliv materiálního nosiče (efektivní dodávka příslušné měny k danému datu), který by danou devizovou operaci doprovázel.

Devizové opce byly poprvé zavedeny v roce 1973 na burze Chicago Board Options Exchange, tedy v období po rozpadu bretton-woodského měnového systému. Devizové opce jsou svou podstatou opět termínovou devizovou operací, avšak jejich specifickou vlastností je právo, nikoliv však povinnost nabyvatele opce nakoupit (kupní opce – call option) nebo prodat (prodejní opce – put option) stanovený objem deviz v rámci sjednaného časového období za dohodnutou cenu (vystupující ve formě premie).

Průběh obchodu s currency option je následující: Nabyvatel nebo-li držitel opce (holder) na základě smlouvy mezi ním a vypisovatelem opce (writer) má právo od smlouvy a jejího plnění odstoupit, přičemž cenou za možnost odstoupit je zaplacení peněžní premie. Současně vypisovatel opce se zavazuje po dobu trvání opce splnit svou nabídku. Majitel opce je povinen oznámit vypisovateli opce nejpozději 2 pracovní dny před její splatností, jestli opci uplatní a bude na vypisovateli opce vyžadovat její splnění – nebo opci neuplatní (např. z důvodu nevýhodného kurzovního vývoje) a zaplatí sjednanou peněžní premii. Pokud majitel opce toto své rozhodnutí vypisovateli opce sjednanou formou neoznámí, opce majiteli propadá.

Rozeznáváme dva základní druhy opcí:

- kupní opce (call option),
- prodejní opce (put option).

Vypisovatel opce může vypsát kupní opci nebo prodejní opci. V případě kupní opce získává držitel opce právo koupit dohodnuté množství deviz od vypisovatele při předem dohodnuté realizační ceně opce (tzv. strike price). V případě prodejní opce získává držitel opce naopak právo prodat dohodnuté množství deviz vypisovateli při dohodnuté realizační ceně opce.

Při koupi opce platí kupující premii, jejíž výši ovlivňují následující faktory:



- strike price,
- doba splatnosti,
- úroková sazba měny, ve které se platí prémie,
- volatilita devizového kurzu,
- druh opce – americká nebo evropská.

Prémie je cena, za kterou si kupující kupuje právo od vypisovatele opce od kontraktu odstoupit. U devizových opcí typu call je prémie o to vyšší, o co vyšší je strike price vůči aktuálnímu promptnímu kurzu. U devizových opcí typu put je prémie za prodejní opci o to nižší, o co nižší je strike price oproti promptnímu aktuálnímu kurzu.

Doba splatnosti přímo úměrně ovlivňuje výši prémie. U kratších splatností je prémie nižší a naopak u delších splatností je prémie zpravidla vyšší. Je to z toho důvodu, že predikce kurzu na kratší období je obvykle lehčí a přesnější než na období delší. Protože vypisovatel opce nese riziko změn kurzů a jeho zisková marže je v důsledku pevně stanovené strike price pevně ohraničena, promítá toto riziko do výše ceny prémie a tu musí zaplatit kupující.

Úroková sazba měny, ve které se platí prémie, ovlivňuje výši prémie z titulu různých úrokových sazeb jednotlivých měn kontraktu. Úroková sazba způsobuje tím větší výši prémie, čím větší je úrokový rozdíl ve prospěch měny, ve které se prémie vyplácí. Je to z toho důvodu, že vypisovatel např. call opce musí svá aktiva držet v měně, ve které opci vypsál a kterou bude v budoucnu povinen dodat.

Volatilita je míra rozkolísanosti kurzu jedné měny vůči jiné měně. U měnových opcí je v kurzu obsažena volatilita kurzu příslušných měn jednak minulé a jednak očekávání devizových trhů. Větší volatilita kurzu u dané opce má za následek vyšší prémii, kterou musí zaplatit nabyvatel opce jejímu vypisovateli.

Druh opce rozeznáváme také z hlediska možnosti jejího plnění v čase. Na světových finančních trzích se v současnosti vyskytují dva základní druhy:

- evropská opce,
- americká opce.

Rozdíl mezi nimi spočívá v možnosti časové realizace opce. Podstata evropské opce tkívá v dohodě o její splatnosti k předem pevně stanovenému datu, zatímco u amerického typu opce lze opční právo využít kdykoliv v průběhu kontraktu, tzn. od jeho uzavření až do doby splatnosti. Je jisté, že v případě americké opce nese její vypisovatel podstatně vyšší rizika, a proto jsou americké opce ve srovnání s evropskými dražší.

Devizové opce z hlediska standardů mohou být:

- standardizované,
- nestandardizované (over-the-counter).

Standardizované devizové opce mají stanoveny standardní objemy pro jednotlivé měny, standardní strike prices a standardní termíny splatnosti. Over-the-counter devizové opce je možné dohodnout i mimo existující burzovní specializované trhy a za nestandardizovaných podmínek prostřednictvím bank (v ČR např. ČSOB). Banky však obvykle ve vztahu ke klientům stanovují spodní kvantitativní limit pro uzavření kontraktu.

Použití devizových opcí a devizových futures ve firemním řízení má z nákladového hlediska vůči forwardovým operacím jednu nevýhodu: firma za jejich použití musí platit nevratný poplatek (např. cenu opce ve formě strike price), který je zejména u amerických opcí poměrně vysoký a zvyšuje náklady na zajištění devizového rizika. Proto by firemní management měl nejdříve vyhodnotit nákladovost všech finančních instrumentů vhodných k řízení devizového rizika.

Z hlediska objemu obchodů na světových devizových trzích lze jednoznačně konstatovat, že objemy obchodů s derivátovými produkty neustále rostou. Trh over-the-counter s těmito produkty a jeho objem je v současnosti několikrát větší než trh burzovní. S výjimkou futures, jehož kótování předpokládá existenci termínové burzy, jsou tyto operace prováděny i na českém devizovém trhu over-the-counter. Pro firmy účastnící se mezinárodních vztahů spočívá význam těchto nástrojů především v tom, že umožňují přesně kvantifikovat a podstatně přesněji plánovat jejich budoucí cash flow a hospodářský výsledek. [12], [21]

3 PROGNOZOVÁNÍ DEVIZOVÉHO KURZU PROSTŘEDNICTVÍM TEORIE PŘIROZENÉHO KURZU A TEORIE PŁATEBNÍ BILANCE

Ve výčtu nástrojů, jež jsou obecně doporučovány při řízení kurzového rizika, nebyl jmenován ještě jeden velice účinný. **Jednou z možností, jak eliminovat kurzové riziko, je totiž umět budoucí vývoj devizového kurzu přesně kvantifikovat – prognózovat jej.** Jak uvádí první oddíl doktorské práce, dosavadní ekonomická věda prozatím nenašla způsob, jak přesně určovat budoucí devizový kurz. Teorie přirozeného kurzu a její aplikace v teorii platební bilance, která byla učiněna v oddílu I doktorské práce, nabízí nový pohled a uvádí některé nové souvislosti, které by do budoucna mohly přispět k odhalení empirické metody, jež by s větší přesností devizový kurz prognózovala. Argumentem ve prospěch této aplikace a jejího dalšího využití v tomto směru je, že postihuje všechny faktory určující směr kurzového vývoje, a to jak faktory vyplývající z mezinárodního pohybu zboží, služeb, výnosů, jednostranných transferů, patentů, licencí, krátkodobého a dlouhodobého, spekulativního i nespekulativního kapitálu, tak také faktory, které úzce souvisí s měnovou politikou centrální banky. Postihuje činitele, které při vysvětlení oscilace devizového kurzu, zdůrazňují v současnosti nejčastěji citované teorie a přístupy k devizovému kurzu a navíc i kurzovou nabídku a poptávku vyvolanou centrální bankou. Prostřednictvím modifikace platební bilance byla teorie přirozeného kurzu přímo napojena na devizový trh a na jeho tržní mechanismy. Provedená aplikace zároveň také zohledňuje, že jednotlivé faktory devizového kurzu procházejí několika fázemi a že vývoj přirozeného, a tedy i nominálního devizového kurzu, závisí na existenci různých devizových opatření vymezujících konvertibilitu domácí měny a na kvantitativních omezeních dovozu a clech vymezujících otevřenost domácí ekonomiky. Je proto rozhodně přístupem multikauzálním, který se snaží komplexně postihnout problematiku určování devizového kurzu.

3.1 NÁSTIN SYSTÉMU PRO PREDIKCI DEVIZOVÉHO KURZU

Oddíl I doktorské práce je v této kapitole používán jako vhodný teoretický fundament, který v mnohém může napomoci utvoření uceleného systému, jenž jednak postihuje veškeré motivy a příčiny dynamického vývoje devizového kurzu a zároveň umožňuje predikci a přesnější kvantifikaci budoucího kurzového vývoje. Za nejdůležitější východisko pro konstrukci takového systému, který bude v následujících řádcích nastíněn, lze označit rovnici č. 2 definovanou v oddíle I, jež obecně kvantifikuje změnu nominálního devizového kurzu. Rovnice byla zapsána jako:

$$SR_{\text{nominální}} = f(\text{SPF}) + f(\text{SSF}) + f(\text{STF}) \quad (2),$$

kde $SR_{\text{nominální}}$ je relativní změna nominálního devizového kurzu,

SPF je saldo primárních faktorů,

SSF je saldo sekundárních faktorů,

STF je saldo terciárních faktorů, resp. rozsah intervencí centrální měnové authority.

Z této rovnice vyplývá, že změna nominálního devizového kurzu je funkcí salda získaného jako součet sald primárních, sekundárních a terciárních faktorů (resp. intervencí centrální měnové authority) devizového kurzu. O vypočtených saldech faktorů bylo dále konstatováno, že pokud je vypočtené saldo aktivní, implikuje apreciační tlaky na vývoj kurzu, je-li pasivní, implikuje naopak depreciační tlaky na vývoj kurzu.

Předpokládaným výsledkem systému pro predikci devizového kurzu by měla být kvantifikace procentní změny budoucího kurzu. Avšak výše uvedený vzorec takový výsledek nenabízí. Bude proto nutné uvedenou rovnici s ohledem na další v předchozím oddílu zmiňované okolnosti upravit.

V části doktorské práce, která měřila „sílu vlivu“ jednotlivých faktorů devizového kurzu na základě převedení platební bilance na bilanci devizových zdrojů a devizových potřeb, vyplynulo, že měřená „síla vlivu“ různých faktorů na devizový kurz byla ve sledovaném období různě významná. Z údajů z tabulky č. 23 kromě jiného vyplynulo, že v roce 1997 se primární faktory na nabídce deviz podílely z cca 89% a na poptávce po devizách z cca 90%. Stručně řečeno, lze také konstatovat, že primární faktory v roce 1997 ovlivňovaly devizový kurz z cca 89,5%, tj. síla primárních faktorů na kurzový vývoj byla cca 89,5% (vypočteno jako aritmetický průměr z hodnot 89 a 90). Tuto „sílu vlivu“ faktorů lze však také interpretovat jako **váhu, jež měří důležitost, resp. podíl daného faktoru, či skupiny faktorů na kurzovém vývoji**. Obdobným způsobem, tj. výpočtem aritmetického průměru uváděných „sil vlivu“, lze určit váhu faktorů sekundárních a terciárních. Součet vah musí činit 100%, resp. 1. Z tohoto hlediska rozdílného významu jednotlivých faktorů devizového kurzu je nutné upravit výše uvedený vzorec. Obecnou úpravou lze potom psát:

$$SR_{\text{nominální}} = \varnothing w_p \cdot f(\text{SPF}) + \varnothing w_s \cdot f(\text{SSF}) + \varnothing w_t \cdot f(\text{STF}) \quad (8),$$

kde $SR_{\text{nominální}}$ je relativní změna nominálního devizového kurzu,

SPF je saldo primárních faktorů,

SSF je saldo sekundárních faktorů,

STF je saldo terciárních faktorů, resp. rozsah intervencí,

W_p je váha primárních faktorů devizového kurzu,

W_s je váha sekundárních faktorů devizového kurzu,

W_t je váha terciárních faktorů devizového kurzu,

$\varnothing$ je aritmetický průměr.

Stále však není výstupem tohoto systému, resp. vzorce, procentní změna, která by kvantifikovala budoucí vývoj devizového kurzu. Další úpravou v uvedeném vzorci musí proto být nahrazení funkcí jednotlivých sald, které by to umožnilo. Vhodnou úpravou, která by však obdobně vyjadřovala vzájemný poměr mezi devizovou nabídkou a devizovou poptávkou, by mohl být určitý poměrový ukazatel proměnné vyjadřující velikost salda. Otázkou zůstává, co lze v tomto navrhovaném poměrovém ukazateli považovat za základnu, ke které bude saldo faktorů vztahováno. Možným východiskem by mohly být opět údaje, které nabízí vytvořená bilance devizových zdrojů a devizových potřeb. Zde by za možnou základnu poměrového ukazatele měřícího relativní velikost salda mohl být použit absolutní objem devizových zdrojů a potřeb plynoucí z působnosti příslušného faktoru, či skupiny faktorů. Základnu pro výpočet poměrového ukazatele terciárních faktorů, tj. změny devizových rezerv vyvolané intervencemi, by mohl být stav devizových rezerv centrální měnové autority. Upravenou rovnici lze potom obecně zapsat jako:

$$SR_{\text{nominální}} = \varnothing w_p \cdot \frac{SPF}{OPF} + \varnothing w_s \cdot \frac{SSF}{OSF} + \varnothing w_t \cdot \frac{STF}{SDR} \quad (9),$$

kde $SR_{\text{nominální}}$ je relativní změna nominálního devizového kurzu,

SPF je saldo primárních faktorů,

SSF je saldo sekundárních faktorů,

STF	je saldo terciárních faktorů, resp. rozsah intervencí,
W_p	je váha primárních faktorů devizového kurzu,
W_s	je váha sekundárních faktorů devizového kurzu,
W_t	je váha terciárních faktorů devizového kurzu,
OPF	je absolutní objem primárních faktorů vypočítaný jako průměrná hodnota z celkového objemu primárních faktorů v devizové nabídce a z celkového objemu primárních faktorů v devizové poptávce,
OSF	je absolutní objem sekundárních faktorů vypočtený obdobným způsobem jako objem primárních faktorů,
SDR	je stav devizových rezerv,
$\emptyset$	je aritmetický průměr.

Pro výpočet budoucí změny devizového kurzu lze potom psát:

$$SR^e \text{ nominální} = \emptyset w_p^e \cdot \frac{SPF^e}{OPF^e} + \emptyset w_s^e \cdot \frac{SSF^e}{OSF^e} + \emptyset w_t^e \cdot \frac{STF^e}{SDR} \tag{10},$$

kde $SR^e \text{ nominální}$	je očekávaná relativní změna nominálního devizového kurzu,
SPF^e	je očekávané saldo primárních faktorů,
SSF^e	je očekávané saldo sekundárních faktorů,
STF^e	je očekávané saldo terciárních faktorů, resp. rozsah intervencí,
W_p^e	je očekávaná váha primárních faktorů devizového kurzu,
W_s^e	je očekávaná váha sekundárních faktorů devizového kurzu,
W_t^e	je očekávaná váha terciárních faktorů devizového kurzu,
OPF^e	je očekávaný absolutní objem primárních faktorů vypočítaný jako průměrná hodnota z celkového objemu primárních faktorů v devizové nabídce a z celkového objemu primárních faktorů v devizové poptávce,
OSF^e	je očekávaný absolutní objem sekundárních faktorů vypočtený obdobným způsobem jako objem primárních faktorů,
SDR	je stav devizových rezerv v minulém období.

Výpočet usnadní sestavení očekávané bilance devizových zdrojů a devizových potřeb, kterou lze obecně znázornit tímto způsobem:

Tabulka č.28: Obecné znázornění očekávané bilance devizových zdrojů a devizových potřeb

Devizové zdroje (nabídka deviz) v domácích peněžních jednotkách	W (%)	Devizové potřeby (poptávka po devizách), v domácích peněžních jednotkách	W (%)
Očekávaný objem primárních faktorů celkem - OPF^e (nabídka)	W_p^e	Očekávaný objem primárních faktorů celkem - OPF^e (poptávka)	W_p^e
Očekávaný objem sekundár. faktorů celkem - OSF^e (nabídka)	W_s^e	Očekávaný objem sekundárních faktorů celkem - OSF^e (poptávka)	W_s^e
Očekávaná změna devizových rezerv celkem - STF^e (snížení)	W_t^e	Očekávaná změna devizových rezerv celkem - STF^e (zvýšení)	W_t^e
Celková nabídka deviz	100,00%	Celková poptávka po devizách	100,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Příklad výpočtu

Následující příklad demonstruje kvantifikaci procentní změny devizového kurzu pomocí číselných údajů, které byly získány převedením platební bilance ČR za rok 1997 na bilanci devizových zdrojů a devizových potřeb. Údaje jsou zaokrouhlovány.

Tabulka č.29: *Bilance devizových zdrojů a devizových potřeb jako bilance faktorů devizového kurzu 1997*¹²⁶

Devizové zdroje (nabídka deviz), mld. Kč		Podíl v %	Podíl kum. v %	Devizové potřeby (poptávka po devizách), mld. Kč		Podíl v %	Podíl kum. v %
Export zboží	722,501	56,74		Import zboží	866,527	68,05	
Export služeb	227,194	17,84		Import služeb	171,259	13,45	
Import výnosů	44,696	3,51		Export výnosů	69,798	5,48	
Import běž. transf.	27,403	2,15		Export běž. transf.	16,065	1,26	
Import kap. transf.	0,493	0,04		Export kap. transf.	0,177	0,01	
Import přím. investic	41,251	3,24		Export přím. investic	0,800	0,06	
Import portf. investic	40,446	3,18		Export portf. investic	6,006	0,47	
Import ost. dlouh. investic	24,048	1,89		Export ost. dlouh. investic	11,118	0,87	
Primární faktory celkem	1 128,032		88,59	Primární faktory celkem	1 141,750		89,66
Import krátk. investic	78,106	6,30		Export krátkodobých investic	131,609	10,34	
Chyby a opomenutí	11,181	0,88		Sekundární faktory celkem	131,609		10,34
Sekundární faktory celkem	89,287		7,01				
Snížení devizových rezerv	56,040	4,40					
Terciární faktory celkem	56,040		4,40				
Celková nabídka deviz	1 273,359	100,00	100,00	Celková poptávka po devizách	1 273,359	100,00	100,00

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

$$OPF^e = \frac{1128,032 + 1141,75}{2} = 1134,891 \text{ mld. Kč} - \text{očekávaný průměrný objem primárních faktorů je 1134,891 mld. Kč}$$

$$OSF^e = \frac{89,287 + 131,609}{2} = 110,448 \text{ mld. Kč} - \text{očekávaný průměrný objem sekundárních faktorů je 110,448 mld. Kč}$$

$$SPF^e = -24,900 \text{ mld. Kč} - \text{očekávané pasivní saldo primárních faktorů je -24,900 mld. Kč}$$

$$SSF^e = -31,139 \text{ mld. Kč} - \text{očekávané pasivní saldo sekundárních faktorů je -31,139 mld. Kč}$$

$$STF^e = +56,039 - \text{očekávaný pokles devizových rezerv}$$

$$SDR - \text{stav devizových rezerv k 31.12 1996} = 339,9 \text{ mld. Kč}^{127}$$

$$SR^e \text{ nominální} = \frac{89 + 90}{2 \cdot 100} \cdot \frac{-24,900}{1134,891} \cdot 100 + \frac{7 + 10}{2 \cdot 100} \cdot \frac{-31,139}{110,448} \cdot 100 + \frac{4,4 + 0}{2 \cdot 100} \cdot \frac{56,04}{339,9} \cdot 100 =$$

$$= 0,895 \cdot (-2,194) + 0,085 \cdot (-28,193) + 0,022 \cdot 16,49 =$$

¹²⁶ Výpočty byly zaokrouhlovány. Nemusí proto zcela přesně v desetinných místech odpovídat údajům, které poskytuje ČNB.

¹²⁷ Zjištěno ze statistik ČNB o stavu devizových rezerv.



$$= -1,96363 + (-2,396) + 0,363 = \underline{\underline{- 3,99663\%}}$$

Tento výsledek lze interpretovat takto: Nominální efektivní kurz koruny na konci roku 1997 deprecioval o téměř 4% oproti kurzu na konci roku 1996.

3.2 PROBLÉMY PREDIKCE DEVIZOVÉHO KURZU

K výše uvedeným vzorcům a výpočtu budoucího devizového kurzu pro rok 1997 je nutné poznamenat, že takto provedená predikce pomocí bilance devizových potřeb a devizových zdrojů a také pomocí nových souvislostí v problematice devizového kurzu uvedených v oddíle I doktorské práce byla určitým zobecňujícím pokusem, který měl za cíl nastínit možný směr dalšího průzkumu v tomto směru a není jistě konečným výsledkem. Uvedený výpočet procentní změny devizového kurzu je totiž z velké části založen na modifikaci platební bilance, jejíž metodika, která je díky dlouholetému úsilí Mezinárodního měnového fondu jednotná a srovnatelná pro všechny jeho členy (tj. včetně České republiky), ve vztahu k devizovému kurzu přináší mnohá úskalí. Bude proto nutné vynaložit další úsilí k odstranění některých nedostatků.

Náměty pro další teoretické i praktické bádání platební bilance pro účely predikce devizového kurzu mohou být tyto:

- Kvantifikace terciárních faktorů: Platební bilance zachycuje faktory terciární jako změnu devizových rezerv, do kterých se však kromě přímých intervencí, jež mají přímý vliv na vývoj devizového trhu, promítají další operace, které nejsou výsledkem přímého vlivu centrální měnové autority na devizovou nabídku a devizovou poptávku.
- Platební bilance je sestavována v měsíčních, čtvrtletních a ročních formátech ex post, a přináší tedy kvantifikaci činitelů devizového kurzu s minimálně jednoměsíčním zpožděním, což je v časovém nesouladu s devizovým kurzem, který se vyvíjí velmi dynamicky každým okamžikem na základě náhlé změny poměrů mezi jednotlivými faktory devizového kurzu.
- Platební bilance je sestavována vůči všem mezinárodním partnerům dané ekonomiky, tj. jak vůči Německu, tak vůči zahraničním partnerům z Polska nebo Slovenska atd. Může proto v této podobě implikovat budoucí vývoj tzv. nominálního efektivního kurzu, a ne pouze např. kurzu CZK/EUR. Na druhé straně je však veřejnosti přístupná statistika běžného účtu platební bilance v teritoriálním členění a za jednotlivá čtvrtletí (např. publikace Běžný účet platební bilance České republiky za 2. čtvrtletí 2003 v teritoriálním členění, jež je možné získat na internetové adrese České národní banky www.cnb.cz), kde je uvedena struktura běžného účtu k jednotlivým geografickým a ekonomickým zónám a vybraným zemím. V jednotlivých ročních zprávách o platební bilanci jsou dále uvedeny informace o teritoriálním původu přímých zahraničních investic a ostatních zejména dlouhodobých kapitálových zdrojích.
- Platební bilance obsahuje některé položky – například hmotné dary, reinvestovaný zisk apod., které se vůbec nedotýkají devizového trhu. Při predikci devizového kurzu by proto od takových položek mělo být abstrahováno. Reinvestované zisky zůstávají v hostitelské zemi a z důvodu podvojného zápisu položek platební bilance jsou

zaznamenány jako příliv přímých zahraničních investic do země. Avšak při reinvestování zisků nedochází ke konverzi měny na devizovém trhu, čili reinvestované zisky nemohou být chápány ani jako faktor devizového kurzu. K obdobnému zkreslení může např. dojít i v případě výnosů z přímých zahraničních investic ve formě dividend, u kterých se investor může rozhodnout, že je použije v hostitelské zemi formou nákupu tuzemských cenných papírů. Pak se tato položka projeví jako portfoliové investice na finančním účtu platební bilance. Investor se může také rozhodnout, že dividendy díky výhodné úrokové sazbě v hostitelské zemi uloží na termínovaný účet v bance. I tato operace se projeví na finančním účtu avšak v položce ostatní investice. Oba případy se stejně jako reinvestované zisky či příliv hmotných darů nedotýkají devizového trhu.

- Metodika platební bilance v případě krátkodobého kapitálu nerozlišuje mezi krátkodobým kapitálem, který do ekonomiky připlouvá za účelem dosažení vyšších zisků z úrokového diferenciálu a očekávání příznivého vývoje devizového kurzu, a mezi krátkodobým kapitálem za účelem úhrady a inkas vyplývajících např. z obchodu se zbožím a službami. Nerozlišuje tedy mezi spekulativním a nespekulativním kapitálem. Obdobný problém může nastat u finančních derivátů, které jsou často využívanými nástroji nejen při devizové spekulaci, ale i při hedgingu.
- Dalším metodickým nedostatkem je existence vyrovnávacího účtu „chyby, opomenutí a kurzové rozdíly“, který vychází z praktické neschopnosti zachytit veškeré transakce související s mezinárodními vztahy. Nejčastěji bývá tato položka interpretována jako pohyb krátkodobého kapitálu.

Jak dále vyplývá z uvedeného postupu výpočtu, bude základním východiskem pro kvantifikaci procentní změny devizového kurzu nejprve nutné sestavit bilanci očekávaných zdrojů a devizových potřeb. Sestavení této bilance nebude snadným úkolem, bude záležet na informovanosti prognostika a „správnosti“ získaných informací.

V části obecné modifikace platební bilance na jednotlivé faktory devizového kurzu jsou zmíněna jednotlivá stadia vývoje faktorů devizového kurzu. Je proto při prognóze vhodné nejprve určit stadium vývoje jednotlivých faktorů v současnosti, tj. vyjít ze současné bilance devizových zdrojů a devizových potřeb, čímž bude určeno východisko pro predikci budoucího vývoje devizového kurzu. Například Česká republika se přibližně do konce devadesátých let minulého století nacházela ve fázi „mladého a rostoucího dlužnického státu“. Vývoj jednotlivých účtů platební bilance za posledních několik let signalizuje určité kvalitativní změny a pravděpodobně počátek fáze „zralého dlužnického státu“. Fáze „mladého a rostoucího dlužnického státu“ ve vztahu k devizovému kurzu implikovala apreciaci koruny vůči měnám zahraničních partnerů ČR (kromě roku 1997). Apreciační kurzu vyvolával zejména masivní příliv přímých zahraničních investic, který vyrovnával a překonával saldo běžného účtu. V současnosti, v první polovině roku 2003, je vývoj kurzu spíše stabilní, což je dáno zejména nižším přílivem přímých zahraničních investic oproti minulému roku, jakož i rostoucím odlivem výnosů do zahraničí, který však do budoucna pravděpodobně ještě zesílí a bude vyvolávat vyšší tlaky (díky rostoucí poptávce po zahraničních měnách - pokud ovšem nebudou tyto výnosy díky možnému příznivému úrokovému diferenciálu investovány v ČR) na znehodnocení koruny.

Při hodnocení budoucího vývoje primárních faktorů musí být analyzována přirozená struktura ekonomiky, a to zejména její závislost na importu některých surovin, zejména ropy

a plynu, která přispívá ke znehodnocování domácí měny. Další činitel ovlivňující vývoj primárních faktorů devizového kurzu v následujících letech, jsou současná očekávání budoucího vývoje ostatních evropských, ale i ostatních světových ekonomik. Tyto informace je možné získat pravidelným sledováním médií – novin, televize apod.

Dalším výrazným kritériem při predikci kurzu je orientace domácí ekonomiky, tj. zda je zahraniční obchod orientován na jednu světovou ekonomiku, nebo zda je diverzifikován. V případě České republiky existuje velká závislost na ekonomice německé, resp. zemích eurozóny. Proto zejména vývoj v tomto regionu ovlivňuje formování jednotlivých faktorů devizového kurzu domácí měny.

Při hodnocení budoucího vývoje terciárního faktoru je nutné zohlednit změnu systému devizového kurzu (např. ČR před vstupem do eurozóny bude muset opustit systém řízeného floatingu a vstoupit do mechanismu směnných kurzů II (ERM II¹²⁸), který vyžaduje pevné vázání koruny na euro a udržování oscilace devizového kurzu CZK/EUR v pásmu $\pm 15\%$, resp. $\pm 2,25\%$, po dobu minimálně dvou let. Podle posledních strategických rozhodnutí vlády ČR a České národní banky se očekává přijetí eura kolem roku 2009 – 2010, tj. vstup do ERM II v roce 2007 – 2008.), ze kterého vyplývají povinnosti centrální banky intervenovat na vývoj kurzu. V souvislosti s kurzovým systémem je vhodné při prognóze vyhodnotit stav devizových rezerv, které centrální banka může využít k intervenování na devizovém trhu. V rámci terciárních faktorů je dále nutné zohlednit také očekávané změny hlavních úrokových sazeb centrální banky, jež mají vliv zejména na sekundární faktory a některé primární faktory, např. portfoliové investice, citlivé na úrokovou sazbu.

Při kvantifikaci terciárních faktorů pro účely prognóz budoucího vývoje devizových kurzů je proto nutné zohlednit, jaká opatření ve vztahu k systému devizového kurzu hodlá centrální banka v budoucnosti přijmout. Pokud totiž plánuje přejít na systém pevného kurzu, dá se očekávat, že terciární faktory devizového kurzu zesílí, protože centrální banka bude mít povinnost hájit stanovené oscilační pásmo. S tímto lze však také předpokládat růst síly sekundárních faktorů při ovlivňování devizového kurzu, protože díky stanovenému oscilačnímu pásmu budou reakce centrální banky lépe předvídatelné. Potom bude záležet na potenciálu devizových rezerv, které centrální banka může při přímém intervenování použít, zda se jí podaří udržet devizový kurz ve stanoveném pásmu. Ale jak bylo dokázáno v analýze měnové krize v roce 1997, intervence, ať již přímá nebo nepřímá, nemůže být účinná, pokud jsou tlaky na znehodnocení kurzu domácí měny vyvolány také primárními faktory devizového kurzu a které mají zpravidla vyšší váhu než faktory terciární.

Pravděpodobně nejobtížněji predikovatelnými faktory jsou faktory sekundární, které jsou charakteristické vysokou volatilitou a citlivostí na úrokové sazby, politickou situaci, budoucí očekávání účastníků finančních trhů atd.

Součástí prognózy založené na teorii přirozeného kurzu by měla být také kvantifikace „síly“, resp. vah, tj. vzájemného poměru jednotlivých kurzových faktorů – primárních, sekundárních a terciárních – na základě bilance devizových zdrojů a potřeb dle položek platební bilance. V současnosti vzhledem ke zmiňovaným metodickým a praktickým nedostatkům není možné dosáhnout nutné přesnosti. Lze však předpokládat, že díky současnému rychlému rozvoji informačních technologií, budou alespoň některé zmiňované metodické nedostatky a „základnosti“ platební bilance v dohledné době odstraněny.

¹²⁸ ERM II = Exchange Rate Mechanism II

Z výše uvedeného vyplývá, že kurzové prognózování založené na teorii přirozeného devizového kurzu a rozboru modifikované platební bilance jako nástroj efektivního řízení kurzového rizika, bude velmi náročné na přehled, informovanost, postřeh a analytické schopnosti každého prognostika. Bude stále velmi sofistikovanou záležitostí vhodnou spíše pro pracovníky velkých bankovních domů než pro každodenní využití v malých a středních zahraničněobchodních firmách.

ZÁVĚR ODDÍLU II

Cílem oddílu II byl rozbor projevu devizového kurzu v podnikové sféře v souvislosti se systémem devizového kurzu a zároveň vyhodnocení míry povědomí českých podniků o využití hedgingu kurzových rizik. Jako podklad oddílu II doktorské práce posloužil oddíl I, protože zahraničněobchodní podniky tvoří základnu primárních faktorů devizového kurzu. Podniky jako primární faktory devizového kurzu nejenže devizový kurz svou přirozenou ekonomickou činností ovlivňují, ale tyto podniky jsou zpětně vývojem devizového kurzu ovlivňovány. Jejich účinnost je vzájemná.

Analyzované příklady, Trutnovská výzva a také zmiňované výsledky průzkumu prokázaly, že české firmy mají v současnosti jen velmi malé povědomí (střední a malé firmy si existenci kurzového rizika vůbec neuvědomují) o projevech oscilace devizového kurzu ve svém hospodaření, nebo si sice důsledky neočekávaných změn devizového kurzu uvědomují, avšak neznají nástroje, kterými by mohly jeho negativní projevy eliminovat. Tím byla zároveň verifikována druhá hypotéza doktorské práce. Příklady dále prokázaly, že v současnosti je nezbytné, aby podniky uměly kurzová rizika efektivně řídit.

Trutnovská výzva byla zároveň interpretována jako hmatatelné svědectví jednostranného přístupu ke kurzovému vývoji v minulém roce, a to ze strany exportérů. Výše uvedené příklady však zároveň ukázaly, že jiné podniky (importéři) na této situaci naopak profitovaly, nebo u podniků s uzavřenou devizovou pozicí se vliv devizového kurzu do jejich hospodaření vůbec neprojevil. Projevy devizového kurzu tedy mohou současně být negativní, pozitivní ale i neutrální. Proto bylo zdůrazněno, že při hodnocení vlivu oscilace devizového kurzu na podnikovou sféru je nutný objektivní pohled na danou situaci a vidět ji jak z pozice exportérů, tak z pozice importérů.

Dále byl navržen postup pro řízení podnikového kurzového rizika: Vrcholový management podniku musí nejprve porozumět, jakým způsobem se vývoj devizového kurzu promítá do jejich hospodaření. V druhé fázi řízení firemního kurzového rizika by měl podnik začlenit samotný proces řízení kurzového rizika do organizační struktury podniku. Pokud již firma nastavila základní mantinely a pravidla a stanovila, kdo bude za řízení devizových rizik zodpovědný atd., nastává proces pravidelného vyhodnocování a kvantifikace dopadu oscilace devizového kurzu pomocí kvantifikace kurzového rizika. Je-li při kvantifikaci kurzového rizika zjištěn nesoulad mezi aktuálním stavem a cílovým (tolerovatelným) rizikem nastaveným vrcholovým managementem firmy, je nezbytné provést zajištění proti kurzovému riziku tak, aby riziko odpovídalo žádoucímu stavu či bylo zcela eliminováno. Obecně je možné nástroje pro řízení kurzového rizika rozdělit na interní (někdy označované jako nástroje přirozeného zajištění) a externí (někdy označované jako nástroje transakčního zajištění). Mezi externí nástroje zajištění proti negativnímu projevu devizového kurzu v hospodaření podniku lze doporučit finanční devizové deriváty (forwardové devizové operace, swapové devizové operace, devizové futures a devizové opce).

Jednou z možností, jak eliminovat negativní projevy oscilace devizového kurzu v podnikovém hospodaření, je však také umět budoucí vývoj devizového kurzu přesně kvantifikovat – prognózovat jej. Oddíl I doktorské práce poskytuje teoretický fundament, který je východiskem pro návrh možného systému, jenž jednak postihuje veškeré motivy a příčiny dynamického vývoje devizového kurzu a zároveň umožňuje predikci budoucího kurzového vývoje.

Navržený systém v podobě obecného vzorce byl určitým pokusem, který měl za cíl nastínit možný směr dalšího průzkumu v této problematice. Nelze jej však označit za konečný výsledek. Uvedený výpočet procentní změny devizového kurzu byl totiž z podstatné části založen na modifikaci platební bilance, jejíž metodika, která je díky dlouholeté činnosti Mezinárodního měnového fondu jednotná a srovnatelná pro všechny jeho členy (tj. včetně České republiky), ve vztahu k devizovému kurzu přináší mnohá úskalí. Bude proto nutné vynaložit další úsilí k odstranění některých nedostatků v metodice, čímž bude možné dále precizovat či jinak upravit zde uvedený vzorec.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

KNIHY:

- [1] **APPLEYARD, D.R. - FIELD, A.J.:** *International Economic Payments, Exchange Rates, Macro Policy*. 2. vydání, New York, USA: Irwin, Inc., 1995
- [2] **BAKULE, V.:** *Světové finance*. SNTL - Nakladatelství technické literatury, Praha 1976, číslo publikace 04-320-76
- [3] **BAKULE, V.:** *Mezinárodní finance*. VŠE, Praha 1984, 1. vydání, číslo publikace 1301 – 4875, s. 110, 222 s.
- [4] **BRÁF, A.:** Ažio. In.: Gruber, J. – Horáček, C.: *Albín Bráf – život a dílo*. díl II. Výbor statí z nauky národohospodářské. Praha, Vesmír 1932
- [5] **BREALEY, R. A. - MYERS, S., C.:** *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Companies, Inc., ISBN 0-07-114053-0, 998 s.
- [6] **BRŮŽEK, A.:** *Krise kapitalistické měnové soustavy*. Svoboda, Praha 1975, 259 s.
- [7] **BRŮŽEK, A.:** *Evropská měnová integrace*. VŠE, Praha 1996, ISBN 80-7079-151-9, 138 s.
- [8] **BRŮŽEK, A.:** *Aktuální otázky světové ekonomiky (V. Závěrečná fáze realizace Evropské měnové unie a společné měny euro)*. VŠE, Praha 2002, ISBN 80-245-0438-3, 29 s.
- [9] **DIECKHEUER, G.:** *Internationale Wirtschaftsbeziehungen*. R. Oldenburg Verlag GmbH., München 1998, 4. Auflage, ISBN 3-486-24854-5, 621 s.
- [10] **DRACHOVSKÝ, J.:** *Mezinárodní finančníctví*. Praha, Bursík a Kohout 1923
- [11] **DRABOWSKI, E.:** *Teorie kurzu walutowego*. (Teorie devizového kurzu.) Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1981, ISBN 83-208-0157-5
- [12] **DURČÁKOVÁ, J. - MANDEL, M.:** *Mezinárodní finance*. Management Press, Praha 2000, 1. vydání, ISBN 80-7261-017-1, 392 s.
- [13] **ECLA, A.:** *Measurement of Price Levels and Purchasing Power Currencies in Latin America 1960 – 1962*. Economic Bulletin for Latin America, Vol. VIII, 1963, 195 s.
- [14] **EILENBERGER, G.:** *Währungsmanagement und Devisenkurssicherung von Unternehmungen*. Frankfurt am Main 1990, Fritz Knapp Verlag, ISBN 3-7819-0479-2
- [15] **ENGLIŠ, K.:** *Národní hospodářství (Vybrané kapitoly)*. Nadace Universitas Masarykiana v Brně, Nakladatelství Svoboda v Praze 1994, ISBN 80-85834-09-X
- [16] **EINZIG, P.:** *A Textbook on Foreign Exchange*. (Učebnice o devizách.) Londýn, 1969, s. 127, ISBN 80-85834-09-X
- [17] **FRANK, R. H. - BERNANKE, B.S.:** *Ekonomie*. Grada Publishing, Praha 2003, 1. vydání, ISBN 80-247-0471-4, 804 s.
- [18] **GAMPER, P. CH.:** *Währungs-Exposure Management*. Bern; Stuttgart; Wien, Verlag Paul Haupt, 1995, ISBN 3-258-05178-X
- [19] **HORNA, M.:** *Měnová politika*. Knihovna sborníku věd právních a státních, Praha 1945

- [20] **CHVOJKA, P.:** *Peněžní a měnové souvislosti reprodukčního procesu světové ekonomiky*. Academia - nakladatelství Československé akademie věd, Praha 1974, 1. vydání, číslo publikace 509-21-826, 252 s.
- [21] **JÍLEK, J.:** *Finanční rizika*. Grada Publishing, s.r.o., Praha 2000, ISBN 80-7169-579-3
- [22] **JÍLEK, J.:** *Finanční trhy*. Grada Publishing, Praha 1997, 1. vydání, ISBN 80-7169-453-3, 528 s.
- [23] **JÍLEK, J.:** *Finanční a komoditní deriváty*. Grada Publishing, a.s., Praha 2002, 1. vydání, ISBN 80-247-0342-4, 624 s.
- [24] **JONÁŠ, J.:** *Ekonomická transformace v České republice*. Management Press, 1. vydání, Praha 1997, ISBN 80-85943-22-0
- [25] **KODERA, J.:** *Devizové obchody*. 1. vydání, Bankovní institut vysoká škola, a.s., Praha 1998, 134 s.
- [26] **KODERA, J. - MARKOVÁ, J.:** *Devizové obchody*. 2. vydání, Bankovní institut vysoká škola, a.s., Praha 2001, ISBN 80-7265-046-7, 212 s.
- [27] **KUBÁLEK, J.:** *Ceny a měření efektivnosti v zahraničním obchodě*. SNTL – Nakladatelství technické literatury, Praha 1973
- [28] **KUBIŠTA, V.:** *Mezinárodní ekonomické vztahy*. HZ Editio s.r.o., Praha 1999
- [29] **LANDOROVÁ, A. - JÁČOVÁ, H. - NESLÁDKOVÁ, M.:** *Centrální bankovníctví*. Technická univerzita v Liberci, 1. vydání, ISBN 80-7083-699-7, 226 s.
- [30] **MACH, M.:** *Makroekonomie II - 1. část*. Melandrium, Slaný 1998, 2. vydání, ISBN 80-86175-03-0, 172 s.
- [31] **MANDEL, M. - TOMŠÍK, V.:** *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Management Press, Praha 2003, 1. vydání, ISBN 80-7261-094-5, 287 s.
- [32] **McEACHERN, A. W.:** *Economics*. University of Connecticut, South-Western College Publishing – Thomson Learning 2000, 5. vydání, ISBN 0-538-88846-6, 816 s.
- [33] **NĚMCOVÁ, I. - ŽÁK, M.:** *Hospodářská politika*. Grada Publishing 1997, Praha, 1. vydání, ISBN 80-7169-462-2, 232 s.
- [34] **NĚMEČEK, E.:** *Teorie měnových kursů v kapitalistické světové soustavě*. Academia, Praha 1967
- [35] **NĚMEČEK, E.:** *Mezinárodní měnový systém*. Karolinum, Univerzita Karlova v Praze, Praha 2000, 1. vydání, ISBN 80-246-0081-1, 247 s.
- [36] **REJNUŠ, O.:** *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vydání, Computer Press, Praha 2001, ISBN 80-7226-571-7, 257 s.
- [37] **REVENDA, Z.:** *Centrální bankovníctví*. 2. vydání, Management Press, Praha 2001, ISBN 80-7261-051-1, 782 s.
- [38] **ROBINSONOVÁ, J.:** *The Foreign Exchanges*. (Devizy.) In: *Readings in The Theory of International Trade*. Londýn, George Allen and Unwin, Ltd. 1966
- [39] **SAMUELSON, P.A. - NORDHAUS, W.D.:** *Ekonomie*. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995, 2. vydání, ISBN 80-205-0494-X

- [40] **SCHNEIDER, E.:** *Zahlungsbilanz und Wechselkurs*. (Platební bilance a devizový kurz.) Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) 1968
- [41] **SOLOMON, R.:** *The International Monetary System, 1945 – 1975: An Insider's View*. Harper&Row, New York 1977, 1, 7.
- [42] **TOMÁŠEK, M.:** *Evropský systém ochrany bankovního klienta*. Karolinum, Univerzita Karlova v Praze 2001, ISBN 80-246-0263-6, 156 s.
- [43] **VALACH, J.:** *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Ekopress, s.r.o., Praha 2001, 1. vydání, ISBN 80-86119-38-6, 447 s.
- [44] **VENCOVSKÝ, F.:** *Měnová politika v české historii*. Praha 2001, ČNB, 95 s.

ODBORNÉ ČLÁNKY:

- [45] **BARRELL, R. - HOLLAND, D. - ŠMÍDKOVÁ, K.:** Alternativy kurzové politiky v období před vstupem do eurozóny: empirická analýza. *Finance a úvěr*, 53, 2003, č. 5-6, s. 243 – 264
- [46] **BAKULE, V.:** Patnáct tezí k rozpravě o devizovém kurzu. *Sborník referátů 2/1982 Ekonomické modelování*, Čs. vědecko-technická společnost, pobočka ústředí SBČS a HÚ Praha, s. 16
- [47] **BAKULE, V.:** Formování systému devizového kurzu v socialistickém hospodářství. *Politická ekonomie*, 31/1983, s. 963
- [48] **BAKULE, V.:** Patnáct tezí k rozpravě o devizovém kurzu. *Sborník referátů ze seminářů o ekonomicko-matematickém modelování*, ročník III., č. 2, 1982, Československá vědecko-technická společnost, Pobočka ústředí SBČS a HÚ Praha, s. 16
- [49] **BAKULE, V.:** Analýza soudobých systémů devizových kurzů a jejich komparace se systémem devizového kurzu formovaného v ekonomice ČSSR. (Dílčí výzkumný úkol) Katedra financí a úvěru VŠE, Praha 1985
- [50] **ČAPEK, A.:** Reálný efektivní směnný kurz: problémy konstrukce. *Politická ekonomie*, č.5/1998, s. 611 – 631
- [51] **ČEPELKA, V.:** Jen zajišťování nestačí, sledujte celý proces. *Ekonom*, č. 12, 2003, s. 43 – 44
- [52] **CINCIBUCH, M. - VÁVRA, D.:** Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz? *Finance a úvěr*, 50, 2000, č. 6, s. 361 – 383
- [53] **DYBA, K.:** Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha: konec 90. let. *Otevřenost české ekonomiky a vnější rovnováha – Sborník textů*, Centrum pro ekonomiku a politiku, č. 8, Praha 2001, ISSN 1213-3299, s. 11
- [54] **ENGLIŠ, K.:** *Přiměřený kurz měny*. (Lidové noviny, 21. června 1936). In *Národní hospodářství (Vybrané kapitoly)*, Nadace Universitas Masarykiana, Brno, 1994, ISBN 80-85834-09-X, 335 s.
- [55] **FRAIT, J.:** Intervence na devizových trzích v teorii a empirii. *Finance a úvěr*, 47, 1997, č. 10, ISSN 0015-1920, s. 627 – 639

- [56] **JONÁŠ, J.:** Jaký zvolit kursový režim pro nové tisíciletí? *Hospodářské noviny* 10.-12.3. 2000
- [57] **KOUPARITSAS, M. A.:** Are International Business Cycles Different under Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes? *Economic Perspectives*, 1Q/1998, ISSN 0164-0682, Federal Reserve Bank of Chicago, s. 48
- [58] **KREIDL, V.:** Rovnovážený měnový kurz. *Finance a úvěr*, č. 10, ISSN 0015-1920, 1997
- [59] **LAZAROVÁ, Š.:** Odhad rovnovážného měnového kurzu. *Finance a úvěr*, č. 10, ISSN 0015-1920, 1997
- [60] **NESLÁDKOVÁ, M.:** K problematice statistických modifikací devizového kurzu. *E + M Ekonomie a Management*, č. 1/2003, s. 79 – 86
- [61] **PTATSCHEKOVÁ, J.:** Vliv vstupu České republiky do eurozóny na měnové riziko. *Sborník VI. mezinárodní konference Hospodářské fakulty TUL nazvané "Transformace hospodářství ČR před vstupem do EU"*
- [62] **TLAPA, M.:** Export má šanci na růst. *Ekonom*, č.34/2003, s.53
- [63] **TOMŠÍK, V.:** Vývoj zahraničního obchodu a platební bilance České republiky, Maďarska a Polska. *Politická ekonomie*, 98/2, ročník XLVI, VŠE Praha, ISSN 0032-3233, s. 223 – 239
- [64] **TUČEK, M.:** Tuček 1968. *Reflex*, 39/ 2003, s. 80 – 82
- [65] Skupina autorů: **NEUMAIER, I. - WALTER, N. – SH – JIK - KOR:** Koruna: odkud, proč a kam. *Ekonom*, č. 17, 25.4.-1.5. 2002, s. 72-74:
- [66] **VENCOVSKÝ, F.:** Vstup do Evropské unie vyžaduje revaluaci kursu. *Hospodářské noviny*, 3.7. 2000

SBORNÍKY A KOLEKTIVNÍ DÍLA:

- [67] Kolektiv pracovníků Vysoké školy ekonomické v Praze pod vedením prof. Ing. Zdeňka Mošny, DrSc.: Zásady přebudování hospodářského mechanismu ČSSR. Československá vědeckotechnická společnost, únor 1987, s. 30 - 33
- [68] **FRAIT, J. - KOMÁREK, L.:** Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty. Výzkumná práce Institutu ekonomie ČNB, č. 9, Praha 1999
- [69] **BRADA, J.C. - TOMŠÍK, V.:** Reinvested Earnings Bias, The „Five percent“ Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies. William Davidson Institute Working Paper č. 543, University of Michigan Business School únor 2003
- [70] **TOMŠÍK, V. - PLOJHAR, M. - SRHOLEC, M.:** Přímé zahraniční investice a měnové krize, analytická práce společnosti Newton Holding, a.s.
- [71] Výzkumný projekt VŠE pod vedením Prof. Ing. Josefa Valacha, CSc.: *Hodnocení efektivnosti investic a návrh koncepce jejich financování na podporu začleňování českého průmyslu do světové ekonomiky.*

[72] Vědecký sborník Vysoké školy ekonomické v Praze – Acta Oeconomica Pragensia: Významní čeští národohospodáři, Část třetí: Život a dílo Prof. Dr. Karla Engliše. 1993, ISBN 80-7079-195-0, s. 84 – 96

OFICIÁLNÍ INFORMACE:

[73] *Annual Report IMF*. (Výroční zpráva Mezinárodního měnového fondu.), Washington D.C., 1999

[74] *Balance of Payments Manual*. International Monetary Fund, (Manuál k sestavení platební bilance. – 5. vydání, Mezinárodní měnový fond), 1993

[75] Zprávy o vývoji platební bilance České republiky, ČNB, 1997 - 2002

[76] Materiály Evropské komise:

Preparation of the Candidate Countries for Participation in Economic Policy Coordination, 2002

Pravidelné zprávy Evropské komise o ČR za roky 1998 – 2002

[77] Materiály ministerstva financí ČR:

Makroekonomická predikce ČR, říjen 2002

Střednědobý výhled veřejných rozpočtů na období 2003 – 2006; prosinec 2002

[78] Statistické ročenky České republiky, ČSÚ

[79] *International Financial Statistics Yearbook*. International Monetary Fund, Washington D.C. 1991, Volume XLIV

[80] *Monthly Bulletin of Statistics*. International Monetary Fund, New York, February 2002

[81] Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 71. Jahresbericht. Basel 2001, Devisenmärkte

[82] Business Monitor International, 1996: *Annual Report on Government, Economy, The Business Environment, Capital Markets and Industry with Forecasts through End 1998 (Russia 1996 – 1998)*.

[83] *Staff Papers (Vol. XV, No. 2, 3)*. International Monetary Fund, Washington, July 1968

OSTATNÍ PRAMENY:

[84] *MacMillanův slovník moderní ekonomie*. Autorský tým vedený Davidem W. Pearcem, Victoria Publishing, Praha 1992, 4. vydání, ISBN 80-856-05-42-2, 286 s.

[85] **KRÁL, M.:** *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě*. (rukopis habilitační práce), FaME Zlín, VUT Brno, 2003, 197 s.

[86] **PALIČKA, S.:** *Dividendová politika podniků v ČR a její perspektivy*. (bakalářská práce), FaME Zlín, VUT Brno, 1999, 78 s.

[87] **TONIOVÁ, R.:** *Analýza strukturálních změn platební bilance České republiky*. (diplomová práce), TUL, 2002

- [72] Vědecký sborník Vysoké školy ekonomické v Praze – Acta Oeconomica Pragensia: Významní čeští národohospodáři, Část třetí: Život a dílo Prof. Dr. Karla Engliše. 1993, ISBN 80-7079-195-0, s. 84 – 96

OFICIÁLNÍ INFORMACE:

- [73] *Annual Report IMF*. (Výroční zpráva Mezinárodního měnového fondu.), Washington D.C., 1999
- [74] *Balance of Payments Manual*. International Monetary Fund, (Manuál k sestavení platební bilance. – 5. vydání, Mezinárodní měnový fond), 1993
- [75] Zprávy o vývoji platební bilance České republiky, ČNB, 1997 - 2002
- [76] Materiály Evropské komise:
Preparation of the Candidate Countries for Participation in Economic Policy Coordination, 2002
Pravidelné zprávy Evropské komise o ČR za roky 1998 – 2002
- [77] Materiály ministerstva financí ČR:
Makroekonomická predikce ČR, říjen 2002
Střednědobý výhled veřejných rozpočtů na období 2003 – 2006; prosinec 2002
- [78] Statistické ročenky České republiky, ČSÚ
- [79] *International Financial Statistics Yearbook*. International Monetary Fund, Washington D.C. 1991, Volume XLIV
- [80] *Monthly Bulletin of Statistics*. International Monetary Fund, New York, February 2002
- [81] Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 71. Jahresbericht. Basel 2001, Devisenmärkte
- [82] Business Monitor International, 1996: *Annual Report on Government, Economy, The Business Environment, Capital Markets and Industry with Forecasts through End 1998 (Russia 1996 – 1998)*.
- [83] *Staff Papers (Vol. XV, No. 2, 3)*. International Monetary Fund, Washington, July 1968

OSTATNÍ PRAMENY:

- [84] *MacMillanův slovník moderní ekonomie*. Autorský tým vedený Davidem W. Pearcem, Victoria Publishing, Praha 1992, 4. vydání, ISBN 80-856-05-42-2, 286 s.
- [85] **KRÁL, M.:** *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě*. (rukopis habilitační práce), FaME Zlín, VUT Brno, 2003, 197 s.
- [86] **PALIČKA, S.:** *Dividendová politika podniků v ČR a její perspektivy*. (bakalářská práce), FaME Zlín, VUT Brno, 1999, 78 s.
- [87] **TONIOVÁ, R.:** *Analýza strukturálních změn platební bilance České republiky*. (diplomová práce), TUL, 2002

- [88] *Foreign Exchange and Money Market Operations*. Interní materiály Swiss Bank Corporation, únor 1992
- [89] devizový zákon
- [90] nařízení vlády č. 129/1998 Sb.
- [91] nařízení vlády č. 169/2000 Sb.
- [92] zákon o ČNB
- [93] zákon o investičních pobídkách

INTERNETOVÉ ZDROJE:

- [94] <http://www.cnb.cz> stránky České národní banky
- [95] <http://www.czso.cz> stránky Českého statistického úřadu
- [96] <http://www.mfcr.cz> stránky Ministerstva financí České republiky



SEZNAM PŘÍLOH

- | | |
|---------------------|--|
| PŘÍLOHA Č. 1 | PROBLÉM KURSOVÉ DISPARITY, SCHÉMA AUTOMATIKY
PLATEBNÍ BILANCE A JINÝCH NÁPRAVNÝCH METOD
DISPARITNÍHO KURSU |
| PŘÍLOHA Č. 2 | STRUKTURA PLATEBNÍ BILANCE ČR |
| PŘÍLOHA Č. 3 | PLATEBNÍ BILANCE ČR - JEDNOTLIVÁ ČTVRTLETÍ |
| PŘÍLOHA Č. 4 | BĚŽNÝ ÚČET PLATEBNÍ BILANCE ČR |
| PŘÍLOHA Č. 5 | KAPITÁLOVÝ ÚČET PLATEBNÍ BILANCE ČR |
| PŘÍLOHA Č. 6 | FINANČNÍ ÚČET PLATEBNÍ BILANCE ČR
(BEZ KRÁTKODOBÝCH INVESTIC) |
| PŘÍLOHA Č. 7 | KRÁTKODOBÉ INVESTICE, CHYBY A OPOMENUTÍ |
| PŘÍLOHA Č. 8 | STAV DEVIZOVÝCH REZERV ČNB NA KONCI ČTVRTLETÍ |
| PŘÍLOHA Č. 9 | TRUTNOVSKÁ VÝZVA |

Příloha č.1 – Problém kursové disparity, schéma automatiky platební bilance a jiných nápravných metod disparitního kursu

Stav před poruchou rovnovážného kursu	Kurs devizy jest přirozeně rovnovážný: platební bilance se v běžných položkách vyrovnává. K udržení stálosti (rovnováhy) devizového kursu není třeba vyrovnávat nerovnováhu běžných položek přesuny v kapitálové bilanci země (tj. udržovati pouze zdánlivou rovnováhu devizového kursu), ani není třeba zaváděti řízení platební bilance devizovou vázaností (tj. řídit rovnováhu devizového kursu).					
Přirozený rovnovážný kurs jest z jakýchkoliv příčin porušen a to:	Poklesne pod rovnovážnou úroveň (stane se aktivně disparitní)		Zpevní nad rovnovážnou úroveň (stane se pasivně disparitní)			
Projev této disparity v platební bilanci:	Ze zvýšení aktivních (příjmových) položek platební bilance (zvýšeného vývozu, aktivního cizineckého ruchu atd.) a z poklesu pasivních (výdajových) položek (pokleslého dovozu, pasivního cizineckého ruchu atd.) vznikne: výsledné aktivní saldo platební bilance v běžných položkách.		Z poklesu aktivních (příjmových) položek platební bilance (pokleslého vývozu, aktivního cizineckého ruchu atd.) a ze zvýšení pasivních (výdajových) položek (zvýšení dovozu, pasivního cizineckého ruchu atd.) vznikne: výsledné pasivní saldo platební bilance v běžných položkách.			
Hledá se nový rovnovážný devizový kurs a to:	Za volného devizového hospodářství:		Za devizové vázanosti		Za volného devizového hospodářství:	
	Volnou automatikou platební bilance:		Jest úmyslem udržovati rovnováhu na změněném devizovém kursu:		Volnou automatikou platební bilance:	
		Vyrovnáním platební bilance přes kapitálové položky:	Řízením platební bilance (případ poměrně řídky)		Vyrovnáním platební bilance přes kapitálové položky	Řízením platební bilance: (případ pravidelný)
Jak probíhá tato nápravná metoda:	Zvýšeným vývozem a zmenšeným dovozem zboží na straně jedné a vzrůstem kupní síly z aktiva platební bilance na straně druhé stoupá vnitřní cenová hladina. Cizinec přestává býti tuzemsko laciné a ztrácí oň zájem.	Aby trvalý přebytek a aktiva platební bilance nepůsobil uvnitř země inflaci, oddisponovává se poskytováním úvěrů do ciziny, získáváním kapitálových účastí a cenných papírů v cizině, výkupem cizí kapitálové držby v tuzemsku apod., tedy vyrovnává se přes kapitálovou bilanci.	Nutno omezovati příliv platů z ciziny podvazováním aktivních (příjmových) položek, resp. tento příliv neutralizovat a na druhé straně nutno podněcovati pasivní (výdajové) položky.	Sniženým vývozem a zvýšeným dovozem zboží na straně jedné a odčerpáváním kupní síly z pasiva platební bilance na straně druhé klesá vnitřní cenová hladina. Cizinec začíná býti tuzemsko laciné a nabývá oň zájem.	Aby trvalý schodek z pasiva platební bilance nepůsobil uvnitř země deflaci, hledí se pasivum uhraditi získáním půjček v cizině, prodejem kapitálových účastí a cenných papírů v cizině apod., tedy vyrovnává se přes kapitálovou bilanci.	Nutno omezovati úhrady do ciziny podvazováním pasivních (výdajových) položek a na druhé straně nutno podněcovati aktivní (příjmové) položky.
Výsledek tohoto postupu:	Aktivum platební bilance nakonec zmizí, platební bilance se v běžných položkách dostane opět do rovnováhy, kurs devizy se vrátí do nové rovnovážné úrovně.	Kursová disparita se pouze zastře a její řešení se pouze odloží do doby, pokud zahraničí bude vůbec ochotno tyto úvěry apod. přijímati.	V zahraničí se hromadí neuhrazené pohledávky, jež ještě zvyšují stávající aktivní disparitu.	Pasivum platební bilance nakonec zmizí, platební bilance se v běžných položkách dostane opět do rovnováhy, kurs devizy se vrátí do nové rovnovážné úrovně.	Kursová disparita se pouze zastře a její řešení se pouze odloží do doby, než v zahraničí nebude již možno sehnati nové půjčky apod.	V tuzemsku se hromadí neuhrazené závazky, jež ještě zvyšují stávající pasivní disparitu.
Nová kursová rovnováha jest:	Opět na přirozeném rovnovážném kursu (který nemusí být totožný s počátečním kursem).	Získává se pouze zdánlivá rovnováha devizového kursu.	Řízený rovnovážný devizový kurs lze udržeti pouze potud, pokud se řízení platební bilance nevymkne z rukou cedulové banky.	Opět na přirozeném rovnovážném kursu (který nemusí být totožný s počátečním kursem).	Získává se pouze zdánlivá rovnováha devizového kursu.	Řízený rovnovážný devizový kurs lze udržeti pouze potud, pokud se řízení platební bilance nevymkne z rukou cedulové banky. (Problém černého trhu!!!)

Zdroj: HORNA, M.: Měnová politika. Knihovna sborníku věd právních a státních. Praha 1945, s. 170-171

Příloha č. 2 – Struktura platební bilance ČR

STRUKTURA PLATEBNÍ BILANCE	
a) původní	b) modifikovaná podle 5. vydání Příručky k sestavení platební bilance (MMF 1993)
BĚŽNÝ ÚČET	A. BĚŽNÝ ÚČET
Obchodní bilance Vývoz Dovoz	Obchodní bilance Vývoz Dovoz
Bilance služeb Příjmy Doprava Mezinárodní pohyb osob Ostatní služby Výdaje Doprava Mezinárodní pohyb osob Ostatní služby	Bilance služeb Příjmy Doprava Mezinárodní pohyb osob Ostatní služby Výdaje Doprava Mezinárodní pohyb osob Ostatní služby
Bilance výnosů Výnosy Náklady	Bilance výnosů Výnosy Náklady
Jednostranné převody Příjmy Výdaje	Běžné převody Příjmy Výdaje
	B. KAPITÁLOVÝ ÚČET Příjmy Výdaje
Celkem A a B	
KAPITÁLOVÝ ÚČET	C. FINANČNÍ ÚČET
Přímé investice V zahraničí Zahraniční v tuzemsku	Přímé investice V zahraničí Zahraniční v tuzemsku
Portfoliové investice Aktiva Pasiva	Portfoliové investice Aktiva Majetkové cenné papíry a účasti Dluhové cenné papíry Pasiva Majetkové cenné papíry a účasti Dluhové cenné papíry
Ostatní investice Dlouhodobé Aktiva Pasiva Krátkodobé	Ostatní investice Aktiva Dlouhodobá ČNB Obchodní banky Vláda Ostatní sektory Krátkodobá ČNB Obchodní banky Vláda Ostatní sektory Pasiva Dlouhodobá ČNB Obchodní banky Vláda Ostatní sektory Krátkodobá ČNB Obchodní banky Vláda Ostatní sektory
Celkem A,B a C	
SALDO CHYB A OPOMENUTÍ, KURZOVÉ ROZDÍLY	D. SALDO CHYB A OPOMENUTÍ, KURZOVÉ ROZDÍLY
Celkem A,B,C a D	
ZMĚNA DEVIZOVÝCH REZERV	E. ZMĚNA DEVIZOVÝCH REZERV (- nárůst)

Zdroj: Zpráva o vývoji platební bilance ČR za rok 1997

Příloha č. 3 PLATEBNÍ BILANCE - jednotlivá čtvrtletí

1)

	v mil Kč		1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q	I.Q	II.Q
A. Bilanční účet														
Ochotná bilance 2)	11 111,7	11 074,6	3 734,4	-12 034,0	6 467,2	-2 012,7	-12 176,1	-14 301,7	4 439,9	-9 075,6	-2 374,7	-19 391,3	-17 390,6	-24 239,6
Vývoz	9 385,4	-1 926,5	-7 029,6	-15 704,3	535,5	-9 111,4	-15 574,8	-15 600,2	-17 975,9	-25 637,1	-20 159,8	-33 835,8	-27 865,1	-40 689,6
Vývoz	96 925,0	11 964,4	103 961,3	127 628,7	103 961,3	116 824,8	128 725,9	128 725,9	143 948,2	138 256,0	156 424,3	156 374,3	147 388,1	182 200,0
divoz	90 165,6	108 357,1	103 954,6	127 688,7	103 954,6	125 352,2	124 700,4	144 320,1	169 572,8	158 410,8	190 789,8	173 453,3	173 453,3	188 226,4
Bilance zboží														
Průmysl	885,8	13 572,4	10 611,8	4 395,2	4 942,0	6 197,0	2 298,9	1 004,9	9 885,0	11 637,2	12 223,3	9 743,5	19 300,6	6 553,4
Stavba	25 282,2	37 142,3	41 018,7	34 248,0	30 790,7	42 153,2	54 521,5	54 521,5	46 104,1	50 304,6	44 142,4	41 524,8	43 821,9	59 477,9
zemědělství	10 487,2	13 483,7	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5
odborní služby	10 410,9	13 483,7	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5	10 784,5
výděl	24 208,4	30 206,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9	23 789,9
deprece	4 193,7	4 952,6	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8
celestní ruch	3 788,7	2 817,6	3 993,9	4 714,1	7 484,0	11 467,5	16 507,3	17 644,2	16 507,3	12 000,0	13 314,3	12 000,0	16 507,3	16 507,3
ostatní služby	16 315,0	15 945,1	19 248,9	19 248,9	12 579,8	18 374,5	15 604,7	17 598,3	17 993,1	16 860,7	15 237,9	16 860,7	15 237,9	16 860,7
Bilance výnosů														
Průmysl	45,5	-1 022,6	-1 022,6	-1 022,6	-41,3	34,6	507,9	1 112,0	-1 940,4	750,2	-699,4	-2 017,4	2 497,4	-6 096,7
Stavba	3 420,3	4 382,5	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8	5 382,8
zemědělství	5 170,9	4 742,4	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5
odborní služby	3 684,9	5 170,9	4 742,4	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5	5 756,5
Bilance převodů														
Průmysl	799,0	321,6	314,8	1 063,8	811,1	817,1	631,9	1 375,6	4 557,5	4 164,2	3 325,8	3 428,8	3 086,4	3 016,1
Stavba	2 617,4	763,9	1 878,6	1 878,6	1 878,6	2 218,0	2 022,5	2 022,5	4 752,3	4 210,7	3 777,3	3 777,3	4 481,7	3 258,7
výděl	1 165,6	2 295,8	3 891,1	614,8	619,7	1 400,9	2 170,6	696,4	433,8	568,1	884,9	524,7	712,1	1 465,6
B. Kapitálový účet														
Průmysl	0,0	-16 736,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stavba	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0	22 151,0
C. Finanční účet														
Průmysl	11 111,7	-5 100,4	3 734,4	-12 034,0	6 467,2	-2 012,7	-12 176,1	-14 301,7	4 439,9	-9 075,6	-2 374,7	-19 391,3	-17 390,6	-24 239,6
Stavba	12 534,7	45 627,9	6 659,0	22 383,1	19 798,1	17 345,2	23 417,9	37 064,5	43 024,4	36 000,1	76 827,5	63 429,5	2 204,7	22 063,3
Průmysl	8 420,9	2 616,4	1 736,9	3 647,8	-437,0	6 528,5	4 734,5	10 725,3	2 991,6	7 319,2	41 954,2	14 693,2	8 093,2	3 789,2
Stavba	1 165,6	-499,5	-1 543,3	-154,7	-2 486,9	-44,2	-319,5	-212,7	-254,5	-222,5	-126,7	-357,9	-550,0	-100,0
Průmysl	8 852,0	3 115,9	3 380,2	3 802,3	2 409,9	6 592,7	5 053,8	10 938,0	3 246,1	7 548,7	42 030,9	15 167,1	8 643,2	3 998,2
Stavba	8 852,0	3 115,9	3 380,2	3 802,3	2 409,9	6 592,7	5 053,8	10 938,0	3 246,1	7 548,7	42 030,9	15 167,1	8 643,2	3 998,2
Průmysl														
Průmysl	71,8	27 205,3	9 776,3	9 776,3	7 277,3	6 251,5	1 433,1	811,5	8 880,0	8 810,0	17 625,9	17 625,9	-3 196,5	11 020,4
Stavba	-78,6	-5 943,0	-572,4	-572,4	-156,5	-125,2	-434,1	-1 002,2	-5 832,6	-1 127,7	-5,1	-5,1	0,0	0,0
Průmysl	-78,6	-5 943,0	-572,4	-572,4	-156,5	-125,2	-434,1	-1 002,2	-5 832,6	-1 127,7	-5,1	-5,1	0,0	0,0
Stavba	6,8	33 148,3	9 841,6	10 348,7	7 385,8	9 809,2	6 870,8	1 857,2	2 411,7	14 821,6	9 645,7	17 631,0	-3 496,5	11 020,4
Průmysl	3,8	22 502,8	44,2	10 219,0	6 541,5	8 271,5	4 990,0	2 216,8	8 271,5	4 089,2	12 385,5	12 385,5	6 870,8	5 165,2
Stavba	3,0	10 645,5	9 797,4	129,7	1 044,3	8 987,7	1 880,8	-359,6	-1 789,6	10 732,4	5 444,5	10 732,4	-10 732,4	5 444,5
Průmysl														
Průmysl	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stavba	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Průmysl														
Průmysl	15 786,2	4 826,6	8 959,2	12 407,8	1 132,7	12 432,1	24 900,1	39 225,3	18 697,9	26 405,3	30 794,4	50 794,4	-2 392,0	7 244,7
Stavba	-39 272,2	-30 184,1	-18 362,2	-18 362,2	-9 560,8	-9 560,8	-14 600,0	-20 573,2	-22 740,0	-22 740,0	-22 740,0	-22 740,0	-22 740,0	-22 740,0
Průmysl	2 369,8	1 333,2	2 788,8	2 788,8	2 691,4	2 691,4	2 330,9	912,7	520,2	520,2	520,2	520,2	520,2	520,2
Průmysl														
Průmysl	1 157,0	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7	1 757,7
Stavba	1 809,0	430,8	408,0	408,0	1 698,7	2 113,2	2 692,3	7 789,9	3 507,8	3 507,8	3 507,8	3 507,8	3 507,8	3 507,8
Průmysl	-41 664,0	-2 573,9	-32 973,9	-32 973,9	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6	-11 060,6
Stavba	-26 074,3	-3 477,4	-29 377,5	-29 377,5	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4	-6 418,4
Průmysl	-16 560,7	-26 182,6	-26 480,5	-26 480,5	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2	-19 800,2
Stavba	993,0	-921,0	-24,6	628,0	2 342,2	-2 997,0	1 857,5	-2 407,7	3 434,6	-23 002,2	-23 002,2	-23 002,2	-23 002,2	-23 002,2
Průmysl	44 457,8	11 819,1	25 357,5	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4	22 625,4
Stavba	-341,5	6 056,4	1 530,0	2 985,0	4 459,9	-1 786,1	3 255,5	20 432,8	13 195,5	38 810,0	38 810,0	38 810,0	38 810,0	38 810,0
Průmysl	1 282,5	-2 100,7	2 380,0	4 81,4	-5 880,0	-1 323,7	6 513,5	22 381,3	22 381,3	22 381,3	22 381,3	22 381,3	22 381,3	22 381,3
Stavba	-513,3	-2 117,9	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6	-2 699,6
Průmysl	6 047,0	23 427,5	24 336,4	24 336,4	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3	16 335,3
Stavba	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3	45 599,3
Průmysl	4 541,4	-21,9	-2 619,0	-2 619,0	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6	2 37,6
Stavba	27 370,7	1 326,7	-1 789,0	-1 789,0	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8	2 102,8
Průmysl	18 775,2	25 980,2	25 980,2	25 980,2	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3	23 185,3
Stavba	-3 588,0	4 309,0	-1 101,0	3 016,1	-17 423,8	-17 423,8	1 294,4	3 195,5	3 195,5	3 195,5	3 195,5	3 195,5	3 195,5	3 195,5
Průmysl														
Průmysl	24 686,4	40 507,5	9 793,4	10 549,1	25 045,4	15 332,0	11 241,8	22 796,8	37 571,9	26 028,3	74 460,4	44 073,7	-15 146,3	-2 163,7
Stavba	-12 402,6	-10 589,7	17 808,1	8 104,0	-4 294,8	2 324,7	-4 738,4	576,6	2 115,9	643,7	-386,6	14 066,4	1 870,2	-4 837,8
Průmysl	12 243,8	29 917,8	27 701,5	19 453,1	20 760,6	6 502,4	23 333,4	39 697,8	26 572,0	73 523,8	60 132,7	-13 276,1	-6 803,3	-1 592,9
Stavba	-29 917,8	-27 701,5	-19 453,1	-20 760,6	-6 502,4	-23 333,4	-39 697,8	-26 572,0	-73 523,8	-60 132,7	-13 276,1	-6 803,3	-1 592,9	-23 333,4
Průmysl														
Průmysl	11 111,7	11 074,6	3 734,4	-12 034,0	6 467,2	-2 012,7	-12 176,1	-14 301,7	4 439,9	-9 075,6	-2 374,7	-19 391,3	-17 390,6	-24 239,6
Stavba	12 534,7	45 627,9	6 659,0	22 383,1	19 798,1	17 345,2	23 417,9	37 064,5	43 024,4	36 000,1	76 827,5	63 429,5	2 204,7	22 063,3
Průmysl	8 420,9	2 616,4	1 736,9	3 647,8										

1999											
I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.
-12 216.3	-4 621.6	-4 011.6	-26 746.9	-17 280.2	-19 372.8	-24 669.9	-43 696.2	-28 629.3	-30 799.3	-24 266.6	-29 696.1
-12 178.0	-2 470.0	-3 080.6	-26 884.3	-17 117.7	-18 119.6	-31 657.0	-47 571.0	-28 147.0	-30 706.0	-29 766.0	-30 072.0
-20 278.0	236 320.0	223 080.0	286 437.0	282 834.0	309 720.0	310 437.0	312 630.0	323 630.0	323 630.0	329 760.0	333 630.0
213 004.0	244 390.0	232 940.6	265 852.2	271 674.0	307 003.0	301 577.0	359 670.0	344 974.0	348 338.0	326 606.0	366 401.0
7 112.3	6 867.9	14 726.0	12 595.1	8 604.3	12 580.0	17 219.6	16 095.9	9 680.0	13 785.0	15 719.0	9 554.5
52 853.9	58 416.7	69 392.5	63 217.9	53 474.5	63 241.1	75 384.1	67 409.9	57 401.5	66 273.6	77 059.7	58 509.3
11 023.3	11 520.9	16 000.6	11 781.2	13 286.5	13 520.5	13 734.5	12 706.0	14 718.1	28 523.0	14 657.0	13 692.0
28 430.0	28 430.0	32 732.0	25 510.0	22 525.0	27 472.0	38 011.0	22 660.0	32 660.0	38 664.0	27 927.0	21 964.0
49 684.0	51 683.8	20 628.9	24 511.4	18 525.0	22 248.6	28 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9
45 684.0	51 683.8	20 628.9	24 511.4	18 525.0	22 248.6	28 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9
4 827.1	6 788.2	7 211.6	7 134.5	7 247.6	6 335.5	6 769.4	7 210.5	8 614.1	7 206.1	7 409.2	7 338.6
9 992.0	14 381.0	16 687.0	10 700.0	12 340.0	16 315.0	11 027.0	9 931.0	12 057.0	17 384.0	12 058.0	9 668.0
29 722.5	30 369.6	30 637.9	32 788.3	27 929.6	31 965.6	35 037.4	38 380.8	29 280.4	33 000.1	34 161.2	32 684.9
-10 887.5	-13 074.2	-15 006.1	-7 105.8	-11 996.2	-12 210.8	-13 872.5	-14 889.9	-16 902.2	-22 671.4	-29 693.8	-30 593.3
14 621.4	15 479.9	18 070.9	18 070.9	18 070.9	18 070.9	20 278.8	19 832.4	21 688.0	21 405.5	21 887.2	17 990.2
25 508.9	28 594.1	31 732.2	25 176.7	28 681.6	30 803.3	34 107.3	34 631.3	38 596.2	50 384.0	50 384.0	47 783.5
3 634.9	7 054.7	4 949.1	3 328.7	4 568.0	4 377.0	3 881.0	2 719.8	3 557.9	2 786.6	4 945.8	2 345.5
9 419.1	14 076.3	11 853.2	8 385.6	9 641.1	9 423.0	9 134.7	7 134.7	7 440.0	8 504.5	7 863.1	6 746.6
5 584.2	7 021.6	6 904.1	5 477.8	5 067.1	5 204.1	5 542.0	6 141.9	3 926.1	5 519.9	4 944.1	4 401.1
-30.4	-30.5	31.7	-16.0	44.3	-2.3	-72.8	-68.8	-43.0	-22.5	-32.1	-22.0
34.5	125.7	280.2	135.5	30.7	34.0	108.1	41.6	43.8	20.7	43.4	23.3
124.9	158.2	258.3	172.9	94.0	38.3	180.9	110.4	53.0	16.8	29.7	51.3
-12 246.7	-6 652.7	-5 007.9	-26 762.9	-17 334.5	-19 372.1	-24 641.7	-43 724.0	-29 693.3	-30 821.8	-24 260.7	-29 648.2
17 783.3	6 908.2	22 645.1	60 257.8	43 894.7	23 624.5	14 819.9	66 706.6	36 911.2	46 833.7	15 236.8	74 008.2
31 878.3	34 386.5	65 442.2	63 958.4	44 465.1	52 455.9	46 540.7	47 285.7	46 723.1	65 696.2	34 443.3	61 336.5
-665.4	-678.2	-1 082.1	-156.8	-114.3	-450.0	-85.9	-526.7	-1 097.0	-1 595.2	-2 340.6	-680.5
-108.2	-197.6	-152.9	-63.6	-144.2	-90.1	-90.1	-90.1	-355.2	331.2	-256.1	361.9
32 649.9	35 262.3	66 717.2	64 182.1	44 846.9	52 900.9	46 770.8	47 902.5	48 074.1	67 176.6	37 148.0	62 184.6
26 090.7	30 944.8	77 723.2	57 694.8	42 065.0	44 833.9	39 444.5	45 430.8	41 501.0	56 362.0	30 710.2	57 947.4
6 550.2	4 317.5	8 994.0	6 325.3	2 780.9	8 067.0	4 217.1	6 573.1	6 915.1	6 915.1	6 915.1	6 915.1
1 504.9	6 990.6	6 117.7	-47 335.4	-11 784.5	-10 650.8	9 475.5	9 475.5	9 475.5	9 475.5	9 475.5	9 475.5
-2 992.1	-5 098.0	-11 108.0	-46 595.8	-19 899.2	-22 421.1	-10 890.2	-33 711.8	-1 946.8	-3 289.2	15 922.9	7 327.4
-5 596.3	-5 273.2	-3 555.5	-34 743.2	-17 299.3	-31.3	-4 090.7	-4 090.7	-1 661.2	4 832.2	2 024.4	-3 449.9
2 688.1	187.2	-7 755.5	-11 762.8	-2 309.4	56.6	-10 578.9	-29 621.1	-94.7	-9 578.9	5 888.0	-9 719.1
4 412.5	12 026.5	11 719.7	-10 829.9	7 007.1	10 630.6	9 794.8	11 423.3	11 423.3	11 423.3	5 535.5	21 512.0
-306.3	-306.3	930.9	-7 905.2	6 759.3	4 644.0	6 444.0	6 444.0	6 444.0	6 444.0	6 444.0	6 444.0
4 718.8	303.7	10 788.8	-2 968.4	247.8	5 995.8	8 181.7	8 181.7	8 181.7	8 181.7	395.4	-8 175.6
0.0	0.0	0.0	0.0	-1 980.9	-548.6	1 065.8	-24.1	348.4	829.5	-2 119.7	-71.5
-15 627.3	-35 428.8	-63 448.8	53 634.3	13 992.1	-16 603.3	-12 947.8	42 373.9	-19 636.8	-29 043.1	-17 530.6	-872.7
-51 861.5	-31 163.9	-36 702.9	27 684.4	39 696.7	5 993.2	-35 772.5	25 141.5	-27 347.6	-28 195.0	9 381.6	71.5
-12 394.5	6 202.9	-523.1	-17 203.3	9 553.5	11 717.6	2 795.4	-2 744.3	-6 372.9	4 742.5	4 628.9	-1 412.7
-12 474.4	5 506.5	-1 299.4	-17 591.2	7 464.5	10 890.9	-4 326.0	-9 254.5	4 018.1	3 842.7	-2 192.1	-5 312.4
110.9	475.4	80.3	310.9	733.9	733.9	717.4	4 126.0	-9 254.5	1 303.1	1 848.0	1 610.6
39 331.0	221.0	696.0	71.0	1 582.0	3 94.0	1 644.0	403.0	-20 714.7	-32 787.7	-1 161.8	-20 366.2
-37 397.2	-37 396.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8	-35 579.8
-1 039.9	-7 021.5	593.8	4 703.2	5 964.8	-4 703.0	-1 715.7	6 388.5	-3 135.0	4 671.0	3 848.2	4 671.0
10 684.0	-27 345.9	25 949.2	25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2	-25 949.2
11 077.6	-5 489.0	-6 303.6	-1 261.1	-4 714.1	-12 249.3	-18 221.1	16 632.4	7 101.8	-66 002.2	-900.2	-52 540.6
-131.4	-430.2	-131.4	-1 384.7	-11.5	12 249.3	-11.5	-11.5	-11.5	-11.5	-10.9	-10.2
1 709.2	-4 971.4	-6 984.6	3 087.3	-6 504.5	-3 347.1	-7 532.3	-2 131.5	-11 638.6	1 329.7	955.2	-2 076.0
-446.0	-3 453.9	-1 878.1	-1 606.3	-873.3	-6.9	-960.6	-6.8	-846.3	-2 762.4	853.7	-773.8
10 745.8	3 316.5	1 606.3	-1 377.4	2 675.2	15 603.3	-3 119.4	-7 987.5	4 333.3	-2 453.3	7 929.0	-4 716.9
24 188.6	1 224.1	-20 952.3	27 231.0	-21 263.5	-34 705.8	41 064.5	32 159.0	5 515.5	-19 487.1	-10 638.1	44 344.7
-9.1	8.9	0.7	64.4	21.2	22.9	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4
23 059.9	-3 767.1	-13 729.6	31 053.4	-19 351.4	-32 158.6	25 275.8	22 421.7	2 063.3	9 383.9	-9 180.9	-37 843.8
-103.2	4 997.3	-7 223.4	-3 906.8	-2 556.6	-2 770.2	16 648.9	9 746.7	3 250.1	-7 850.0	-10 880.7	27 368.4
1 340.0	-743.9	17 637.2	33 494.9	26 990.2	4 249.4	9 822.8	21 984.5	7 041.9	13 871.9	-19 023.9	44 160.0
5 506.6	-2 671.6	-13 628.4	11 760.5	8 596.2	5 146.6	4 453.6	-12 382.4	-261.4	-2 830.7	23 206.3	484.1
-2 071.6	4 437.5	4 008.8	45 226.4	17 964.0	9 206.0	-5 369.3	9 602.1	6 790.5	12 833.2	4 173.4	43 263.9
3 435.0	4 437.5	4 008.8	45 226.4	17 964.0	9 206.0	-5 369.3	9 602.1	6 790.5	12 833.2	4 173.4	43 263.9
-3 435.0	4 437.5	4 008.8	45 226.4	17 964.0	9 206.0	-5 369.3	9 602.1	6 790.5	12 833.2	4 173.4	43 263.9
2000											
-12 216.3	-4 621.6	-4 011.6	-26 746.9	-17 280.2	-19 372.8	-24 669.9	-43 696.2	-28 629.3	-30 799.3	-24 266.6	-29 696.1
-12 178.0	-2 470.0	-3 080.6	-26 884.3	-17 117.7	-18 119.6	-31 657.0	-47 571.0	-28 147.0	-30 706.0	-29 766.0	-30 072.0
-20 278.0	236 320.0	223 080.0	286 437.0	282 834.0	309 720.0	310 437.0	312 630.0	323 630.0	323 630.0	329 760.0	333 630.0
213 004.0	244 390.0	232 940.6	265 852.2	271 674.0	307 003.0	301 577.0	359 670.0	344 974.0	348 338.0	326 606.0	366 401.0
7 112.3	6 867.9	14 726.0	12 595.1	8 604.3	12 580.0	17 219.6	16 095.9	9 680.0	13 785.0	15 719.0	9 554.5
52 853.9	58 416.7	69 392.5	63 217.9	53 474.5	63 241.1	75 384.1	67 409.9	57 401.5	66 273.6	77 059.7	58 509.3
11 023.3	11 520.9	16 000.6	11 781.2	13 286.5	13 520.5	13 734.5	12 706.0	14 718.1	28 523.0	14 657.0	13 692.0
28 430.0	28 430.0	32 732.0	25 510.0	22 525.0	27 472.0	38 011.0	22 660.0	32 660.0	38 664.0	27 927.0	21 964.0
49 684.0	51 683.8	20 628.9	24 511.4	18 525.0	22 248.6	28 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9
45 684.0	51 683.8	20 628.9	24 511.4	18 525.0	22 248.6	28 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9	22 625.9
4 827.1	6 788.2	7 211.6	7 134.5	7 247.6	6 335.5	6 769.4	7 210.5	8 614.1	7 206.1	7 409.2	7 338.6
9 992.0	14 381.0	16 687.0	10 700.0	12 340.0	16 315.0	11 027.0	9 931.0	12 057.0	17 384.0	12 058.0	9 668.0
29 722.5	30 369.6	30 637.9	32 788.3	27 929.6	31 965.6	35 037.4	38 380.8	29 280.4	33 000.1	34 161.2	32 684.9
-10 887.5	-13 074.2	-15 006.1	-7 105.8	-11 996.2	-12 210.8	-13 872.5	-14 889.9	-16 902.2	-22 671.4	-29 693.8	-30 593.3
14 621.4	15 479.9	18 070.9	18 070.9	18 070.9	18 070.9	20 278.8	19 832.4	21 688.0	21 405.5	21 887.2	17 990.2
25 508.9	28 594.1	31 732.2	25 176.7	28 681.6	30 803.3	34 107.3	34 631.3	38 596.2	50 384.0	50 384.0	47 783.5
3 634.9	7 054.7	4 949.1	3 328.7	4 568.0	4 377.0	3 881.0	2 719.8	3 557.9	2 786.6	4 945.8	2 345.5
9 419.1	14 076.3	11 853.2	8 385.6	9 641.1	9 423.0	9 134.7	7 134.7				

Příloha č. 4 – Běžný účet platební bilance ČR

Tabulka č.1: Běžný účet platební bilance ČR, mld. Kč, běžné ceny

Čtvrtletí, rok	1.Q 93	2.Q 93	3.Q 93	4.Q 93	1.Q 94	2.Q 94	3.Q 94	4.Q 94	1.Q 95	2.Q 95	3.Q 95	4.Q 95	1.Q 96	2.Q 96	3.Q 96	4.Q 96
Saldo běžného účtu	11,112	11,075	3,134	-12,034	5,847	-2,012	-12,176	-14,302	-5,494	-9,076	-2,375	-19,387	-17,351	-24,240	-33,255	-37,024
Obchodní bilance	9,383	-1,963	-7,03	-15,704	0,535	-9,111	-15,575	-15,6	-17,976	-25,627	-20,16	-33,836	-27,965	-40,470	-38,568	-47,894
Bilance služeb	0,986	13,372	10,812	4,295	4,542	6,187	2,259	1,065	9,865	11,637	15,156	12,223	9,744	19,301	9,553	13,601
Bilance výnosů	-0,055	-0,657	-1,023	-1,689	-0,041	0,095	0,508	-1,142	-1,94	0,750	-0,696	-0,9174	-2,197	-6,087	-6,121	-5,206
Běžné převody	0,799	0,322	0,375	1,064	0,811	0,817	0,632	1,376	4,558	4,164	3,326	3,143	3,068	3,016	1,881	2,475
Výnosy a převody	0,743	-0,335	-0,648	-0,625	0,770	0,912	1,140	0,234	2,618	4,914	2,630	2,225	0,871	-3,071	-4,240	-2,731

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 97	2.Q 97	3.Q 97	4.Q 97	1.Q 98	2.Q 98	3.Q 98	4.Q 98	1.Q 99	2.Q 99	3.Q 99	4.Q 99
Saldo běžného účtu	-32,576	-33,271	-23,226	-23,964	-9,592	-0,088	-4,459	-26,353	-12,216	-6,622	-5,012	-26,747
Obchodní bilance	-40,379	-41,456	-31,932	-41,440	-17,981	-17,597	-16,329	-32,097	-12,476	-7,470	-9,081	-36,804
Bilance služeb	8,847	12,852	12,583	21,654	12,005	21,975	16,954	11,003	7,312	6,868	14,726	12,595
Bilance výnosů	-5,337	-6,606	-6,987	-6,173	-7,300	-9,411	-9,355	-9,012	-10,888	-13,074	-15,606	-7,106
Běžné převody	4,293	1,941	3,109	1,995	3,684	4,945	4,271	3,753	3,835	7,055	4,949	4,568
Výnosy a převody	-1,044	-4,666	-3,878	-4,178	-3,616	-4,466	-5,084	-5,259	-7,053	-6,020	-10,657	-2,538

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 00	2.Q 00	3.Q 00	4.Q 00	1.Q 01	2.Q 01	3.Q 01	4.Q 01	1.Q 02	2.Q 02	3.Q 02	4.Q 02	1.Q 03
Saldo běžného účtu	-17,280	-19,373	-24,569	-43,655	-29,826	-30,799	-34,257	-29,596	-28,194	-30,965	-47,475	-41,427	-16,304
Obchodní bilance	-17,217	-24,179	-31,857	-47,572	-26,142	-24,705	-28,766	-37,072	-9,101	-13,059	-19,257	-33,423	-7,096
Bilance služeb	8,604	12,580	17,280	16,096	9,660	13,789	19,257	15,279	9,155	9,555	1,976	1,166	3,433
Bilance výnosů	-11,996	-12,211	-13,873	-14,899	-16,902	-22,672	-29,694	-14,281	-30,593	-30,859	-35,681	-26,647	-21,985
Běžné převody	3,329	4,437	3,881	2,720	3,558	2,790	4,946	6,477	2,346	3,398	5,488	17,477	9,345
Výnosy a převody	-8,668	-7,774	-9,992	-12,179	-13,344	-19,883	-24,748	-7,803	-28,248	-27,461	-30,193	-9,170	-12,640

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Příloha č. 5 – Kapitálový účet platební bilance ČR

Tabulka č.1 : Kapitálový účet platební bilance – primární faktor devizového kurzu, mld. Kč

Čtvrtletí, rok	1.Q 93	2.Q 93	3.Q 93	4.Q 93	1.Q 94	2.Q 94	3.Q 94	4.Q 94	1.Q 95	2.Q 95	3.Q 95	4.Q 95	1.Q 96	2.Q 96	3.Q 96	4.Q 96
Kapitálový účet	0,0	-16,175	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,037	0,101	0,008	0,034	-0,0004	0,011	0,007	-0,001

Zdroj: ČNB

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 97	2.Q 97	3.Q 97	4.Q 97	1.Q 98	2.Q 98	3.Q 98	4.Q 98	1.Q 99	2.Q 99	3.Q 99	4.Q 99	1.Q 00	2.Q 00	3.Q 00	4.Q 00
Kapitálový účet	0,327	-0,023	0,005	0,007	-0,111	0,167	-0,007	0,017	-0,030	-0,031	0,004	-0,016	-0,054	-0,002	-0,073	-0,069

Zdroj: ČNB

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 01	2.Q 01	3.Q 01	4.Q 01	1.Q 02	2.Q 02	3.Q 02	4.Q 02	1.Q 03
Kapitálový účet	-0,043	-0,023	-0,013	-0,252	0,022	0,025	-0,144	-0,023	-0,040

Zdroj: ČNB

Příloha č. 6 - Finanční účet platební bilance ČR

Tabulka č. 1 : Finanční účet platební bilance ČR, ml. Kč, běžné ceny, (bez krátkodobých investic)

Čtvrtletí, rok	Čtvrtletí, rok															
	1.Q.93	2.Q.93	3.Q.93	4.Q.93	1.Q.94	2.Q.94	3.Q.94	4.Q.94	1.Q.95	2.Q.95	3.Q.95	4.Q.95	1.Q.96	2.Q.96	3.Q.96	4.Q.96
Přímé zahraniční investice	8,421	2,616	1,737	3,648	-0,437	6,529	4,734	10,725	2,992	7,316	41,904	14,809	8,093	3,798	10,77	11,964
Portfoliové investice vč. fin derivátů	-0,072	27,205	9,749	9,776	7,227	9,684	6,252	1,433	0,812	8,989	8,518	17,826	-3,497	11,02	3,704	8,464
Ostatní dlouhodobé investice	1,528	7,392	4,720	9,833	7,353	1,064	0,730	22,764	13,980	14,069	27,567	33,734	12,176	31,340	17,809	23,098
Saldo finančního účtu (bez krátkodobých investic)	9,877	37,213	16,206	23,257	14,143	17,277	11,716	34,922	17,784	30,344	77,989	66,369	16,772	46,158	32,283	43,526

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	Čtvrtletí, rok															
	1.Q.97	2.Q.97	3.Q.97	4.Q.97	1.Q.98	2.Q.98	3.Q.98	4.Q.98	1.Q.99	2.Q.99	3.Q.99	4.Q.99	1.Q.00	2.Q.00	3.Q.00	4.Q.00
Přímé zahraniční investice	7,91	5,425	12,18	14,937	38,492	24,937	26,432	26,005	31,876	34,387	85,482	63,959	44,485	52,456	46,541	47,286
Portfoliové investice vč. fin derivátů	-5,544	1,243	23,116	15,624	1,05	26,146	-18,343	25,656	1,504	6,951	0,612	-57,335	-14,483	-12,369	-18,774	-23,951
Ostatní dlouhodobé investice	10,642	15,317	4,490	-17,518	-30,636	1,507	-17,015	-17,974	-0,477	0,714	-6,917	-18,490	4,839	23,967	-15,426	-18,271
Saldo finančního účtu (bez krátkodobých investic)	13,008	21,985	39,786	13,043	8,906	52,59	-8,926	33,687	32,903	42,052	79,177	-11,866	34,841	64,054	12,341	5,064

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	Čtvrtletí, rok							
	1.Q.01	2.Q.01	3.Q.01	4.Q.01	1.Q.02	2.Q.02	3.Q.02	4.Q.02
Přímé zahraniční investice	46,723	65,588	34,648	61,337	33,917	173,234	58,837	29,597
Portfoliové investice vč. fin derivátů	9,86	10,148	-1,881	13,544	7,710	-1,065	-3,48	-54,197
Ostatní dlouhodobé investice	-4,178	-4,709	-2,316	8,265	7,158	5,575	7,864	7,244
Saldo finančního účtu (bez krátkodobých investic)	52,405	71,027	30,451	83,146	48,785	177,744	63,221	-17,356

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Příloha č. 7 – Krátkodobé investice, chyby a opomenutí

Tabulka č.1: Krátkodobé investice, chyby a opomenutí – sekundární faktory devizového kurzu, mld. Kč

Čtvrtletí, rok	1.Q.93	2.Q.93	3.Q.93	4.Q.93	1.Q.94	2.Q.94	3.Q.94	4.Q.94	1.Q.95	2.Q.95	3.Q.95	4.Q.95	1.Q.96	2.Q.96	3.Q.96	4.Q.96
Krátkodobé investice	3,657	8,395	-9,546	-0,874	5,054	0,069	11,701	2,136	25,245	4,629	-1,162	-2,940	-14,568	-24,095	20,091	-6,586
Chyby a opomenutí	-12,403	-10,59	17,908	8,104	-4,285	2,325	-4,738	0,577	2,116	0,544	-0,937	14,056	1,870	-4,638	-20,719	-0,718
Celkové saldo krátkodobého kapitálu	-8,746	-2,195	8,362	7,23	0,769	2,394	6,963	2,713	27,361	5,173	-2,099	11,116	-12,698	-28,733	-0,628	-7,304

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q.97	2.Q.97	3.Q.97	4.Q.97	1.Q.98	2.Q.98	3.Q.98	4.Q.98	1.Q.99	2.Q.99	3.Q.99	4.Q.99	1.Q.00	2.Q.00	3.Q.00	4.Q.00
Krátkodobé investice	8,211	-26,375	-3,373	-31,964	27,317	-35,332	25,214	-9,128	-15,15	-36,143	-56,532	72,124	9,052	-40,430	2,478	60,644
Chyby a opomenutí	9,918	4,054	3,712	4,678	3,444	-5,878	4,708	6,443	-2,072	5,181	-13,628	11,761	-8,596	5,147	4,454	-12,382
Celkové saldo krátkodobého kapitálu	18,129	-22,321	0,339	-27,286	30,761	-41,21	29,922	-2,685	-17,222	-30,962	-70,16	83,885	0,456	-35,283	6,932	48,262

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q.01	2.Q.01	3.Q.01	4.Q.01	1.Q.02	2.Q.02	3.Q.02	4.Q.02	1.Q.03
Krátkodobé investice	-15,459	-24,335	-15,215	-9,138	3,075	7,094	35,272	48,746	15,813
Chyby a opomenutí	-0,261	-2,939	23,206	-0,894	-9,75	6,597	-13,596	15,291	-6,696
Celkové saldo krátkodobého kapitálu	-15,72	-27,274	7,991	-10,032	-6,675	13,691	21,676	64,037	9,117

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Příloha č. 8 – Stav devizových rezerv ČNB na konci čtvrtletí

Tabulka č.1 : Stav devizových rezerv na konci čtvrtletí, mld. Kč

Čtvrtletí, rok	1.Q 93	2.Q 93	3.Q 93	4.Q 93	1.Q 94	2.Q 94	3.Q 94	4.Q 94	1.Q 95	2.Q 95	3.Q 95	4.Q 95	1.Q 96	2.Q 96	3.Q 96	4.Q 96
Devizové rezervy	36,5	68,3	93,1	116,0	134,2	146,2	151,3	175,1	214,8	241,4	314,9	373,0	361,6	351,0	341,9	339,9

Zdroj: ČNB

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 97	2.Q 97	3.Q 97	4.Q 97	1.Q 98	2.Q 98	3.Q 98	4.Q 98	1.Q 99	2.Q 99	3.Q 99	4.Q 99	1.Q 00	2.Q 00	3.Q 00	4.Q 00
Devizové rezervy	342,2	345,0	358,5	338,5	358,8	361,4	369,9	376,7	426,1	414,3	404,4	461,4	472,277	495,559	502,600	496,819

Zdroj: ČNB

Pokračování tabulky č.1

Čtvrtletí, rok	1.Q 01	2.Q 01	3.Q 01	4.Q 01	1.Q 02	2.Q 02	3.Q 02	4.Q 02	1.Q 03	2.Q 03
Devizové rezervy	500,904	504,775	506,219	524,458	521,835	629,239	690,909	714,612	725,406	707,675

Zdroj: ČNB

Příloha č. 9 - Trutnovská výzva

Jako čeští podnikatelé, kteří založili nebo transformovali podniky po roce 1990 a invencí svojí a svých spolupracovníků uplatnili výrobky na nejnáročnějších trzích, pocítujeme stále více negativní tlak neúměrného růstu kurzu české koruny na hospodaření svých firem. Obracíme se proto na další podnikatele, aby podpořili naši výzvu vládě České republiky a vedení ČNB:

Čeští podnikatelé nesou odpovědnost za většinu zaměstnanců v naší ekonomice a produkují většinu exportu. Podnikání jejich firem je však zejména v posledních měsících ohroženo výsledky práce ČNB a Vlády ČR. Vláda často neuváženým a nezvládnutým prodejem velkých firem a pobídkami pro zahraniční investory vyvolává nezdravý příliv zahraničního kapitálu, v jehož důsledku posiluje koruna vysoko nad hodnotu přiměřenou výkonnosti české ekonomiky. Nečinnost ČNB pak tento trend ještě posiluje. Exportéři inkasují za svoji produkci nižší korunové tržby a jejich pozici ještě dále zhoršují zahraniční investoři, preferovaní vládou. Podmínky pro získání pobídek v podobě daňových prázdnin, celních úlev a dotací na pracovní místa jsou v drtivé většině případů pro české podniky nesplnitelné a způsobují jejich nerovné postavení. Tím se zhoršuje i zaměstnavatelská pozice tuzemských firem, které pak v důsledku tohoto nerovného postavení obtížně konkurují zahraničním firmám na trhu práce. Zvýšené náklady a nižší tržby ve svém důsledku nutně vedou k omezení rozvoje českých firem a ke snižování počtu jejich zaměstnanců.

Vyzýváme proto Vládu ČR ke zrovnoprávnění podmínek českých podnikatelů, kteří za desetiletí vybudovali konkurenceschopné firmy a pracovní příležitosti bez jakékoli podpory. Zároveň apelujeme k přijetí opatření, která omezí dopady přílivu zahraničního kapitálu na kurz koruny. Dále vyzýváme vedení ČNB, které svojí nečinností přispívá k negativním trendům, aby v případě, že nenalezne vhodný nástroj k jejich zamezení zvážilo své kolektivní odstoupení. To by snad bylo pro finanční trhy výrazným a dostatečným signálem, že kompetentní instituce v ČR mají zájem čelit negativním kurzovým trendům.

Upozorňujeme všechny, že nynější posilování české koruny není výsledkem vysokého růstu naší ekonomiky, a je tedy posilováním umělým, a tudíž dočasným. Žádná ekonomika nemůže zvládnout nepodložený růst své měny v úrovni vyšší než 10 procent ročně. Návrat k normálu může být bolestný pro celou společnost.

V Trutnově 8.4.2002

Klíčová slova: devizový kurz, obecná ekonomická kategorie, faktory oscilace devizového kurzu, teorie platební bilance, teorie přirozeného kurzu, analýza, systém pro predikci devizového kurzu

Key words: exchange rate, general economic category, factors influencing the exchange rate's oscillation, balance of payments theory, theory of the natural exchange rate, analysis, system for the exchange rate prediction

K problematice devizového kurzu jako obecně ekonomické kategorie a jako nástroje hospodářské politiky

To the Problem of the Exchange Rate as a General Economic Category and as a Tool of the Economic Policy

RESUMÉ

Doktorská práce se zabývá devizovým kurzem jako velice komplexní ekonomickou veličinou. Práce je rozdělena do dvou samostatných oddílů. Cílem oddílu I, který se zabývá devizovým kurzem v poloze obecné ekonomické kategorie, a je tudíž zaměřen teoreticky, je **nalézt některé nové souvislosti a řešení v problematice vymezení devizového kurzu**. Východiskem teoretického zkoumání se stalo studium jednotlivých teorií a jejich existenci a pohyb devizového kurzu. Hlavním smyslem jejich kritické komparace je se teoretické podstaty devizového kurzu, tj. definování hlavních skupin faktorů devizového kurzu, které jsou hybnou silou nabídky a poptávky po devizách na devizovém trhu, kde se devizový kurz nepřetržitě a dynamicky utváří.

Aplikací teorie platební bilance v teorii přirozeného kurzu byly konkrétně hlavní skupiny činitelů determinující oscilaci devizového kurzu, a to faktory primární, sekundární a terciární, jež z kvalitativně zcela odlišných motivů ovlivňují vývoj devizového kurzu. Součástí prvního oddílu je kvantitativní a kvalitativní analýza platební bilance republiky v období transformace (1993 – 1. čtvrtletí 2003) a také podrobnější analýza krize ČR v roce 1997.

Oddíl II doktorské práce, který je svou podstatou částí aplikační a který se zabývá **na devizový kurz v poloze systému devizového kurzu, tj. na devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky**, je pojednáním o tom, jakým způsobem devizový kurz vytváří podmínky pro fungování jednotlivých ekonomických subjektů, a to zejména firem. Hlavním cílem druhého oddílu doktorské práce je **analýza projevů devizového kurzu v podnikové ekonomice a aplikace poznatků vyplývajících z prvního oddílu na podnikovou sféru**, neboť poznání základních primárních faktorů devizového kurzu. Součástí druhého oddílu je také **systém pro predikci devizového kurzu**, jež je založen opět na poznatcích z oddílu I.

Klíčová slova: devizový kurz, obecná ekonomická kategorie, faktory oscilace devizového kurzu, teorie platební bilance, teorie přirozeného kurzu, analýza, systém pro predikci devizového kurzu

SUMMARY

The doctoral thesis deals with the exchange rate as a very complex economic variable. The thesis is divided into two separate sections. The section I deals with the exchange rate in its position of general economic category and thus it is rather theoretical part. **The aim of section I is to find some new theoretical connections and solutions within the problem of the exchange rate determination.** The base of the theoretical research was the study of different theories and opinions on the existence and oscillation of the exchange rate. The sense of the critical comparison is to explain the theoretical fundamental of the exchange rate – the definition of the basic groups of the factors influencing the exchange rate's oscillation. These factors should be understood as the driving force of the supply and demand for foreign currencies on the exchange market, where the exchange rate is continuously and dynamically shaped.

The main groups of determining factors, namely the groups of the primary, secondary and tertiary factors, which influence the exchange rate development from very different reasons, were specified by the application of the balance of payments theory into the theory of the so called natural exchange rate. The section I includes the quantitative and qualitative analysis of the balance of payments of the Czech Republic during the period of transformation (1993 – 1. quarter of 2003) and also the detailed analysis of the monetary crisis in the Czech Republic in 1997.

The section II of the doctoral thesis, which is because of its fundamental and applicational part and **which is focused on the exchange rate in its position of the exchange rate system as a tool of the economic policy**, is the discourse in the problem, how the exchange rate creates the space for different economic entities, mainly for the companies. The main aim of the section II is **the analysis of the exchange rate's impact on companies and the application of the knowledge resulting from the section I into the companies' practice**, because there is the basement of the primary factors influencing the exchange rate. **The section II includes also the proposal of the system (formula) for the exchange rate prediction**, which is similarly as the whole section II based on the knowledge resulting from the section I.

Key words: exchange rate, general economic category, factors influencing the exchange rate's oscillation, balance of payments theory, theory of the natural exchange rate, and the system for the exchange rate prediction