

Technická univerzita v Liberci

Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 - Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

**K problematice vývoje devizového kurzu
koruny po roce 1989**

On Evolution of the Foreign Exchange Rate
of the Czech Crown after the Year 1989

DP - PE - KFÚ - 2003 08

Edita Charvátová

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146069757

Vedoucí práce: prof. Ing. Václav Bakule, DrSc.

katedra FÚ

Konzultant: doc. Ing. Martin Mandel, CSc.

katedra měnové teorie
a politiky VŠE Praha

Počet stran: 86 Počet příloh: 3

23. 5. 2003

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Katedra financí a účetnictví

Akademický rok: 2002/2003

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

pro

Editu Charvátovou

Program č. 6208 M Ekonomika a management

Obor č. 6208 T Podniková ekonomika

Vedoucí katedry Vám ve smyslu zákona č. 111 / 1998 Sb. o vysokých školách a navazujících předpisech určuje tuto diplomovou práci:

Název tématu:

K problematice vývoje devizového kurzu koruny po roce 1989

Pokyny pro vypracování:

1. Obecně k problematice devizového kurzu koruny
2. Hlavní faktory systematizace devizových kurzů
3. Vývoj systému devizového kurzu koruny po roce 1989
4. Kvantitativní analýza devizového kurzu koruny v období 1989 – 2000
5. Dopad devizového kurzu koruny na vývoj platební bilance České republiky

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Univerzitní knihovna
Voroněžská 1329, Liberec 1
PSČ 461 17

KFU/POE-FU
85.1.67 s.m.c.

V118/03H

Rozsah grafických prací:

50 - 60 stran textu + nutné přílohy

Rozsah průvodní zprávy:

Seznam odborné literatury:

- Durčáková, J.; Mandel, J.: Mezinárodní finance. Management Press, 2000
- Němeček, E.: Mezinárodní měnový systém. Karolinum, Praha 2000
- Bakule, V.: Světové finance. SNTL, Praha 1976
- Wallich, C. H.: A Defence of Fixed Exchange Rates. readings in Economics, Mc Graw-Hill, 1973
- Einzig, P.: A Dynamic Theory of Forward Exchange. Macmillan, London 1962

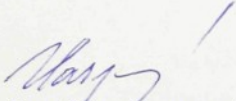
Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Václav Bakule, DrSc.

Konzultant: doc. Ing. Martin Mandel, CSc., katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha

Termín zadání diplomové práce: 31. října 2002

Termín odevzdání diplomové práce: 23. května 2003




Dr. Ing. Olga Hasprová
vedoucí katedry


doc. Ing. Jiří Kraft, CSc.
děkan Hospodářské fakulty

PROHLÁŠENÍ

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury pod vedením vedoucího a konzultanta. Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 o právu autorském, zejména §60 (školní dílo) a §35 (o nevýdělečném užití díla k vnitřní potřebě školy).

Beru na vědomí, že TUL má právo na uzavření licenční smlouvy o užití mé práce a prohlašuji, že souhlasím s případným užitím mé práce (prodej, zapůjčení apod.).

Jsem si vědoma toho, že užití své diplomní práce či poskytnutí licence k jejímu užití mohu jen se souhlasem TUL, která má právo ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, vynaložených univerzitou na vytvoření díla (až do její skutečné výše).

Po pěti letech si mohu tuto práci vyžádat v Univerzitní knihovně TU v Liberci, kde je uložena, a tím výše uvedená omezení vůči mé osobě končí.

V Liberci dne 23. 5. 2003

Charra 'Lora'

RESUMÉ

Zpracovaná diplomová práce se zaměřuje na vývoj devizového kurzu koruny po roce 1989. Jedná se o zajímavé téma, které je v současnosti velice aktuální.

V první části mé práce je rozebrána problematika devizového kurzu obecně a dále faktory systematizace devizových kurzů. Na ni navazuje kapitola věnovaná verbálnímu popisu a kvantitativní analýze vývoje. Tento komentář se snaží odhalit ekonomické, politické a jiné důvody, které způsobily určité výkyvy. Následuje nástin dopadu devizového kurzu na platební bilanci země a opačně vliv platební bilance na vývoj kurzu.

V mé práci upozorňuji na to, jak důležitou veličinou devizový kurz je. Ovlivňuje hospodaření jednotlivců, firem a hospodářství země. Poukazují na současný problém nadhodnocené koruny, její posilování však neodpovídá makroekonomickému stavu země, je silně ovlivňováno přílivem přímých zahraničních investic.

The diploma work is focused on the evolution of a foreign exchange rate of the Czech crown after the year 1989. It deals with an interesting question, which is very actual nowadays.

The problems of the foreign exchange rate and the factors creating the exchange rate system are generally described in the first part of the work. The following section deals with the verbal description and with quantitative analysis of the evolution of the exchange rate of the Czech currency. This commentary tries to find economic, political and other reasons, which influenced specific fluctuation. The following text presents the mutual connection between foreign exchange rate and balance of payments and on the contrary the influence of the balance of payments on exchange rate.

The importance of foreign exchange rate is underlined in this work. It influences the household, firms and economy of the state. I refer to current problem of the overvalued exchange rate of the Czech crown. However, the strengthening of the domestic currency

doesn't correspond with macroeconomic state of our country, it is very strongly affected by the inflow of the foreign direct investments.

OBSAH

Seznam použitých zkratk a symbolů	8
Úvod	10
1. Obecně k problematice devizového kurzu a hlavní faktory	
 systematizace devizových kurzů	13
1.1. Devizový kurz jako obecně ekonomická kategorie	14
1.1.1. Oscilační cyklus devizového kurzu	14
1.1.2. Odvození devizového kurzu	18
1.1.3. Hlavní faktory systematizace devizových kurzů	22
1.2.1. Klasifikace systémů devizového kurzu	26
1.2.1.1. Systémy pohyblivých devizových kurzů	27
1.2.1.1.1. Systém volně pohyblivého devizového kurzu	27
1.2.1.1.2. Systém devizového kurzu s řízenou pohyblivostí	28
1.2.1.2. Systémy devizových kurzů nepružných (administrativní kurzy)	36
1.2.1.2.1. Diferencované devizové kurzy	36
1.2.1.2.2. Systém devizového kurzu strnulého	37
1.1.4. Teorie měnového kurzu	37
2. Vývoj systému devizového kurzu koruny po roce 1989	40
3. Kvantitativní analýza devizového kurzu koruny v období 1989-2002	57
3.1. Analýza vývoje devizového kurzu koruny v letech 1991 - 1993	58
3.2. Analýza vývoje devizového kurzu koruny v letech 1994 - 1996	60
3.3. Měnová krize v roce 1997	64
3.4. Analýza devizového kurzu koruny v letech 1998 - 2002	66
4. Dopad devizového kurzu koruny na vývoj platební bilance ČR	69
4.1. Vývoj platební bilance v počátečních letech transformace	71
4.2. Dramatické období vývoje běžného účtu pl. bilance v letech 1995-1997	74
4.3. Období prudkého přílivu přímých investic v letech 1998-2002	77
Závěr	82
Seznam použité literatury	84
Seznam příloh	86

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

Zkratky:

abs.	absolutní
aj.	a jiné
apod.	a podobně
atd.	a tak dále
ATS	mezinárodní označení rakouského šilinku
Au	zlato
CZK	mezinárodní označení koruny české
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSSR	Československá socialistická republika
DEM	mezinárodní označení německé marky
dev.	devizový
ECB	Evropská centrální banka
ECU	mezinárodní označení pro evropskou měnovou jednotku
EHS	Evropské hospodářské společenství
EMS	Evropský měnový systém
EMU	Evropská měnová unie
ERM	Exchange Rate Mechanism - systém devizového kurzu
EU	Evropská unie
EUR	mezinárodní označení pro evropskou měnovou jednotku
FRF	mezinárodní označení pro francouzský frank
g	gram
GBP	mezinárodní označení pro britskou libru
HDP	hrubý domácí produkt
Kč	koruna česká
Kčs	koruna československá
měn.	měnový
mil.	milión

min.	minimálně
mld.	miliarda
MMF	mezinárodní měnový fond
např.	například
nár.	národní
r.	rok
Rb.	mezinárodní označení rublu
resp.	respektive
s.	strana
Sb.	sbírka
SDR	zvláštní právo čerpání
sys.	systém
tis.	tisíc
tj.	to jest
TU	Technická univerzita
tzv.	tak zvaný
úr.	úroková
USA	Spojené státy americké
USD	mezinárodní označení amerického dolaru
VRCV	vnitřní reprodukční cenové vyrovnání

Symbols:

§	paragraf
±	plus, minus
%	procento
\$	původní označení amerického dolaru

ÚVOD

Již v polovině osmdesátých let se projevovaly v zemích sovětského bloku procesy, které v letech 1989 - 1992 od základů změnily politické systémy východní Evropy. Došlo k pádu komunistických režimů v řadě zemí a také ke sjednocení Německa. Tyto události představovaly dalekosáhlé důsledky pro celý svět. Skončila studená válka a Spojené státy se staly supervelmocí. Postkomunistické země, mezi nimi i Československo, se pustily na dlouhou a obtížnou cestu tržně orientované hospodářské transformace.

Cílem diplomové práce je seznámení se a nastínění problematiky vývoje kurzu koruny po roce 1989, tj. v transformačním období naší ekonomiky. Jedná se o aktuální a zajímavé téma, které v posledních dvou letech - v období posilování koruny, které neodpovídá skutečné makroekonomické situaci, patří k palčivým otázkám současnosti. Práce je rozdělena do čtyř kapitol.

První část této práce - Obecně k problematice devizového kurzu a k hlavním faktorům systematizace devizového kurzu - je zpracována na základě modifikací publikovaných i nepublikovaných statí. Mezi hlavní zdroje, které mi velice pomohly, mohu zařadit práci pana prof. Ing. Václava Bakuleho, DrSc. - "Analýza soudobých systémů devizových kursů a jejich komparace se systémem devizového kursu formovaného v ekonomice ČSSR" - a dále pak především publikace Mezinárodní finance od autorů Durčáková, Mandel. Ostatní zdroje dále uvádím v seznamu použité literatury. Jak již vyplývá z názvu první kapitoly, pojednává o problematice devizového kurzu jako o obecné abstraktní ekonomické kategorii a dále pak o vlastní působnosti devizového kurzu v národohospodářském komplexu na základě určitého systému devizového kurzu. Zabývám se zde např. způsoby odvození devizového kurzu, oscilačním cyklem, teoriemi měnového kurzu, dále pak jednotlivými faktory vytvářejícími určitý systém, jeho klasifikací a jejich jednotlivým rozbořením.

Ve druhé části je provedena verbální analýza postavená na poznatcích již publikovaných v odborných, statistických a jiných publikacích. Koruna ve své historii byla zapojena do různých systémů devizového kurzu. Tato část je založena především na popisu

vývoje koruny v jednotlivých letech po roce 1989. Na tuto část dále pak velice úzce navazuje kapitola třetí. Jedná se o kvantitativní analýzu vývoje devizového kurzu koruny. Nezbytnou součástí jsou jednotlivé grafy zachycující pohyb devizového kurzu. Následující komentář se snaží odhalit ekonomické, politické a jiné důvody, způsobující určité výkyvy.

V závěrečné, čtvrté části této diplomové práce, je proveden nástin dopadu vývoje devizového kurzu koruny na platební bilanci ČR. Rozebírám zde stav běžného účtu, následně pak dopady přímých investic, které se odrážejí na účtu finančním a v posledních letech silně ovlivňují nejenom platební bilanci, ale následně také devizový kurz koruny.

Ráda bych zde také v krátkosti, pouze několika větami, nastínila přehled událostí polistopadového vývoje. Československo mělo na počátku období transformace přes velké problémy i výhody oproti ostatním postkomunistickým zemím. Vyšší hrubý domácí produkt na jednoho obyvatele a relativně příznivá úroveň spotřeby umožnily překonat následující pokles ekonomiky bez velkých sociálních otřesů. Státní finanční hospodaření bylo stabilizované, bilance zahraničního obchodu vyrovnaná, nevelké zahraniční zadlužení a nízká inflace.[25]

Jedním z pilířů transformačního procesu byla privatizace. Soukromý sektor rostl díky vzniku nových podnikatelských subjektů a rozsáhlými restitucemi majetku. Bohužel důsledkem chybějící a nedostatečné legislativy vzniklo nepřehledné právní prostředí, které dlouhodobě poškozovalo českou ekonomiku. Toto prostředí usnadňovalo praní peněz z nelegálních obchodů, dovozů a vývozů, tunelování majetku, deformaci kapitálového trhu a podbíjelo důvěru zahraničních investorů.[25]

Závažným problémem polistopadového vývoje byla státoprávní krize, která vyústila až v rozdělení Československé federativní republiky na dva samostatné státy.

Velké změny nastaly také v orientaci zahraničního obchodu. Ještě v době společného státu se těžiště obchodních styků přesunulo ze Sovětského svazu a dalších členských zemí RVHP na vyspělé tržní ekonomiky, zejména na státy EU. V roce 1993 se objem obchodu rozšířil také přeměnou vnitřního na zahraniční styk se Slovenskem.

Hospodářský vývoj České republiky prošel od 1990 - 1999 třemi odlišnými fázemi. Nejprve šlo o transformační depresi, která postihla všechny postkomunistické země. Pro toto období byl příznačný velký pokles výkonu ekonomiky proti roku 1989: HDP o 15 %, snížila se produktivita práce a ekonomika prožila dva silné inflační nárazy (první po liberalizaci cen 1991 a druhý jako důsledek daňové reformy v roce 1993). Druhá fáze (1994 - 1996) je považována za růstovou. Objem HDP se přiblížil k výchozí úrovni z roku 1989. Zesílil příliv zahraničního kapitálu, snížila se míra inflace a nezaměstnanost setrvávala na 3 %. Kolem roku 1997 nastoupila třetí fáze, krizová. Zhoršováním většiny makroekonomických ukazatelů se Česká republika začala vzdalovat několika postkomunistickým zemím. V roce 1998, kdy HDP západoevropských zemí překročil o 20 % úroveň z roku 1989, ČR zůstávala pod předtransformační výší 4 %. Rizikové úrovně dosáhla také zahraniční zadluženost.[25]

Zlepšení situace přinesl rok 1999, podařilo se zastavit pokles HDP při snižování inflace. Došlo k obnovení růstu reálné mzdy a k zesílení přílivu zahraničního kapitálu. ČR se přibližuje svými makroekonomickými ukazateli západoevropským zemím a snaží se vytvořit žádoucí odrazový můstek pro vstup do Evropské unie v roce 2004.

1. OBECNĚ K PROBLEMATICE DEVIZOVÉHO KURZU A HLAVNÍ FARTORY SYSTEMATIZACE DEVIZOVÝCH KURZŮ

Celý svět je v současnosti postaven na vzájemné ekonomické závislosti. Na základě mezinárodního obchodu jsou jednotlivé země vzájemně propojeny toky zboží a služeb, dochází k pohybu pracovní síly a transferům kapitálu. Globalizace postupně vytváří ekonomický prostor bez hranic. Na světě neexistuje země, která by byla úplně samostatná, neměla tedy hospodářské vazby s okolním světem.

Zahraniční obchod je historicky nejstarším a také doposud nejrozšířenějším způsobem vnějších hospodářských vztahů, patří také k nejdynamičtějším prvkům vývoje světové ekonomiky.

Devizový kurz představuje velice důležitou veličinu v ekonomickém dění. Je řazen mezi nejdůležitější nástroje mezinárodních financí. Zprostředkovává vazby mezi vnitřním a vnějším ekonomickým prostředím, dochází tak k ovlivňování domácí ekonomiky. Devizový kurz se začal formovat již v souvislosti s rozvojem peněz, a to především spolu se vznikem národních měn. Po 2. světové válce se postupně zvyšuje počet externě směnitelných národních měn, a tím se vytváří prostor pro modifikace devizového kurzu spolu s jeho terminologií. Existuje celá řada jeho forem. Jedná se například o devizový kurz:

- reálný, nadhodnocený, podhodnocený;
- promptní, termínový, lhůtový;
- nákupní, prodejní, střední;
- dovozní, vývozní;
- paritní, ústřední, tržní.

[6]

Toto široké rozpětí modifikací je často spjato s různou interpretací a dochází i k nedorozumění. S devizovým kurzem se setkáváme v podobě číselné hodnoty. Záleží však na tom, jak byla vytvořena a jak je chápána. Je nutné rozlišovat devizový kurz jednak jako **obecně abstraktní ekonomickou kategorii**, ale také jako **konkrétní nástroj devizové politiky**. Ve skutečnosti nevystupuje v národním hospodářství ve své abstraktní podobě, je přetvářen do určitého systému devizového kurzu, který teprve vytváří mechanismus působení v národním hospodářství. Tyto systémy jsou postaveny na základě celé řady faktorů, o kterých

se zmíním v následující části této práce. Musíme si také uvědomit, že samotný vývoj není zdaleka ukončen, závisí na vlastnostech mechanismů fungování národních ekonomik. Nesmí být opomenuty ani změny ve světovém hospodářství a mezinárodních financích.

1.1. Devizový kurz jako obecně ekonomická kategorie

Jak již jsem se zmínila, s devizovým kurzem se setkáváme jako s hodnotový parametrem. V literatuře se můžeme setkat s celou řadou definic, které se snaží co nejlépe vyjádřit jeho podstatu. **Devizový kurz je proměnlivá kvantitativní veličina, která udává, kolik jednotek národní měny je přiřazováno k jednotce měny zahraniční.** Takto definovaná veličina získává vlastní působnost až na základě řady faktorů, které vytvářejí určitý systém. [5]

Devizový kurz ovlivňuje hospodaření jednotlivců, výrobních nebo obchodních firem, a také hospodářství země jako celku. Výše měnového kurzu působí na inflaci a zahraniční obchod, protože ovlivňuje dovozní a vývozní ceny zboží a služeb. Má tak vliv na konkurenceschopnost vývozců. Na druhou stranu udává, jak drahé bude dovážené zboží pro spotřebitele. Dotýká se rozhodování zahraničních investorů, což představuje zásadní dopad na vnitřní a vnější rovnováhu ekonomiky.

1.1.1. Oscilační cyklus devizového kurzu

Devizový kurz se neustále kvantitativně vyvíjí, odráží tak změny v hodnotových vztazích mezi měnami jednotlivých zemí. Jedná se o proces probíhající v čase, jedná se o tzv. **oscilaci devizového kurzu**. Tuto skutečnost lze znázornit pomocí křivky tvarem blízké sinusoidě.

Oscilační pohyb způsobuje celá řada faktorů. Za hlavní sílu lze v nejobecnější rovině považovat změnu ekonomického postavení země vůči zahraničí. Tato situace se projevuje změnami poměru mezi devizovými zdroji a potřebami, tj. mezi nabídkou deviz a poptávkou po devizách. Tyto ovlivňující faktory lze roztrždit do tří skupin:

- 1) Primární faktory působí převážně na mezinárodní toky zboží a služeb, peněžních fondů, a to s přihlédnutím na energetické, surovinové a lidské zdroje.
- 2) Sekundární faktory mají převážně spekulativní charakter.
- 3) Terciální představují intervenční zásahy centrální banky.

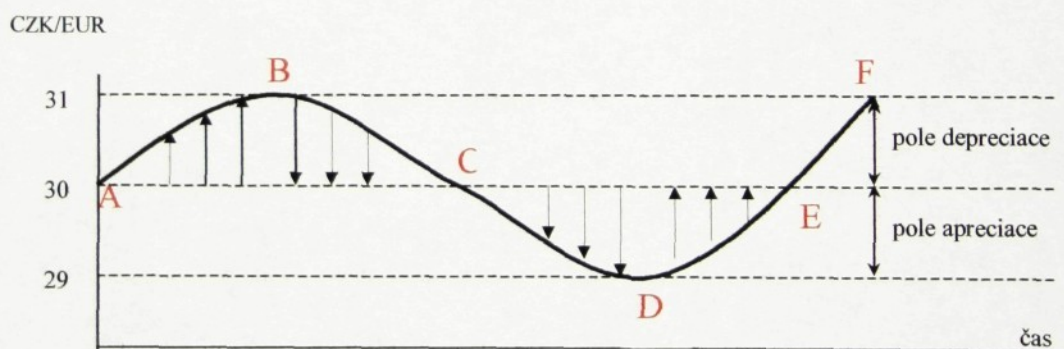
[1,6]

Tab. 1: Činitelé ovlivňující poptávku a nabídku po devizách

	NABÍDKA DEVIZ	POPTÁVKA PO DEVIZÁCH
Primární činitelé:		
<i>pohyb zboží a služeb</i>	vývoz zboží	dovoz zboží
	vývoz služeb	dovoz služeb
<i>pohyb transferových plateb</i>	transferová inkasa	transferové úhrady
<i>pohyb kapitálu</i>	dovoz krátkodobého kapitálu	vývoz krátkodobého kapitálu
	dovoz dlouhodobého kapitálu	vývoz dlouhodobého kapitálu
Sekundární činitelé		
<i>devizová spekulace</i>		
<i>prostorová</i>	na pokles úrokové sazby	na vzestup úrokové sazby
<i>časová</i>	na pokles kurzu	na vzestup kurzu
Terciální činitelé:		
<i>devizová intervence</i>	nákup domácí měny	prodej domácí měny

[1]

Schéma 1: Oscilační cyklus devizového kurzu



[Podle nepublikované stati vedoucího diplomové práce]

- A --- B proces absolutního znehodnocování - depreciace
- B --- C fáze relativní apreciacie
- C --- D fáze absolutní apreciacie
- D --- E fáze relativní depreciace

Devizový kurz umožňuje porovnávat ceny tuzemského a zahraničního zboží. Relativní ceny se mění se změnou devizového kurzu, přestože samotné domácí a zahraniční ceny mohou zůstat neměnné. *Při růstu* devizového kurzu např. CZK/EUR se dovážené zboží stane dražším a hovoříme o tom, že domácí měna vůči měně zahraniční znehodnotila, tj. **depreciovala**. Za jednotku domácí měny po přepočtu devizovým kurzem nakoupíme méně zahraničního zboží. *Při poklesu* devizového kurzu se dovážené zboží relativně zlevní. Domácí měna zhodnocuje a jedná se o **apreciaci** devizového kurzu.[1,6]

Pokud v poli deprecie dochází k zlepšování postavení domácí měny ke měně zahraniční, devizový kurz domácí měny klesá, jedná se o tzv. relativní zhodnocení domácí měny ve vztahu k měně zahraniční. Pokud se toto zlepšení realizuje v poli aprecie, hovoříme o absolutním zhodnocení domácí měny ke měně zahraniční.

Pokud se ale měnový kurz domácí měny v poli deprecie zhoršuje, tento růst představuje absolutní znehodnocení domácí měny. Jedná-li se o zhoršení v oblasti aprecie, mluvíme o relativním znehodnocení domácí měny. Tyto pohyby jsou znázorněny pomocí sinusoidy na předchozím obrázku.

Proces kvantitativního vývoje, který odráží změnu v hodnotových vztazích mezi danými zeměmi je vlastní všem národním měnám. Přičemž zde rozlišujeme oscilaci zjevnou a skrytou. **Zjevná oscilace** probíhá u externě směnitelných měn. Jedná se o takový pohyb kurzu, kde 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.[6]

Oscilace vystupuje ve dvou modifikacích, a to jako omezená a neomezená. S **omezenou oscilací** devizového kurzu se setkáváme již v období zlatého standardu. Zde byl paritní kurz ohraničen limity tzv. horním a dolním zlatým bodem. Tato modifikace oscilace nechyběla ani v poválečném bretonwoodském měnovém systému. Horní a dolní intervenční bod představoval rozmezí $\pm 1\%$ od základního kurzu. V reformovaném bretonwoodském systému se jednalo o rozpětí $\pm 2,25\%$ od ústředně vyhlášeného kurzu.[6]

Omezená oscilace se objevila také v Evropském měnovém systému, kde intervenční body byly vymezeny na $\pm 1,125\%$ k výchozímu kurzu dané národní měny, kvantifikované v ECU.

Jednu z nejužších pásem oscilace $\pm 0,5\%$ využívala ve vztahu k měnovému koši i ČR, a to do února 1996, kdy pásma byla rozšířena na $\pm 7,5\%$.

Nelimitovaná oscilace kurzu může v systému devisového kurzu vystupovat bez zásahů centrální banky, ale také s intervenčními zásahy i u externě směnitelných měn. V současné době je málo který systém devizového kurzu ve znamení čistého floatingu nebo systémem pevného měnového kurzu. O této problematice bude blíže pojednáno v následující části této práce. Centrální banky intervnují na udržení měnového kurzu v určitém rozpětí, aby příliš silně nefluktoval. A nevyvolával tak velké a nežádoucí výkyvy cenové hladiny domácí země, tak i výkyvy v úrovni domácí produkce. Dojde-li například k depreciaci kurzu domácí měny země, dojde k relativnímu zdražení dováženého zboží a služeb včetně nezbytných výrobních surovin. Důsledkem je zvýšení cenové hladiny v domácí zemi, což může vyústit až v inflační tlaky.[1,6]

Intervence devizového kurzu tedy znamená zásahy centrální banky státu do procesu kvantitativního vývoje devizového kurzu. Důvodem je zajištění stabilizace kurzu. Jedná se o umělé vychýlení kurzu od jeho přirozené úrovně vývoje, a to nejčastěji ve prospěch depreciace. Také Česká národní banka v roce 2002 vynaložila na boj se silící korunou 2,2 miliardy EUR, což je téměř 70 miliard korun. Tuto sumu centrální banka prodala na devizovém trhu za cizí měny s cílem kurz koruny oslabit. ČNB se v očekávání větší úspěšnosti také podvolila k tajné, skryté intervenci. Kromě těchto zásahů také dokonce pětkrát snížila úrokové sazby, celkem o 2 %. Nižší úroky mají své opodstatnění v pomoci firmám (vývozcům) vyrovnat se se silným kurzem, který jim krátí zisky a nutí je šetřit nejenom na investicích, ale také na zaměstnancích a to i jejich propouštěním.[6]

Intervenování je vlastní kurzům externě směnitelných měn, u měn externě nesměnitelných hovoříme o *korigování*. Koriguje se zpravidla oficiální kurz, který zpravidla nerespektuje vztah mezi nabídkou a poptávkou po devizách a rozchází se se skutečnou vnější kupní silou dané národní měny.[6]

Z důvodů intervenčních operací je nutné, aby centrální banka spravovala **devizové rezervy**. Obsahem politiky devizových rezerv je rozhodování o jejich přiměřené výši a vhodné struktuře. Získává-li země mezinárodní peněžní rezervy, zvyšuje se její peněžní zásoba. Ztrácí-li tyto rezervy, její peněžní zásoba klesá. Příliš vysoké devizové rezervy mohou vyjadřovat přesun značné části domácího produktu do zahraničí a mohou být zdrojem inflačního tlaku ve vnitřní ekonomice. Naopak příliš nízké rezervy mohou snižovat dovozní možnosti. Rozhodování o dosažení vhodné výše a struktury devizových rezerv spočívá v jejich rozdělení podle stupně disponibility: zlato, rezervní měny (měny všeobecně uznávané jako mezinárodní rezervy, např. americký dolar), nadnárodní úvěrové facility mezinárodních měnových institucí (např. zvláštní práva čerpání) a ostatní mezinárodní nebo nadnárodní platební prostředky. [8]

1.1.2. Odvození devizového kurzu

Tato kvantitativní veličina může být **odvozována**:

- 1) na základě obsahu drahého kovu v základní jednotce národních měn;
- 2) na základě administrativního rozhodnutí;
- 3) na základě souboru národních měn (tj. od koše národních měn);
- 4) na základě vztahu mezi nabídkou a poptávkou po dané národní měně na devizových trzích. [1]

Obsah drahého kovu v základní jednotce národních měn

Měny konvertibilní za měnový kov se označují jako měny metalické, které dále rozlišujeme podle toho, o kolik měnových kovů se jedná: na bimetalické měny (měny s dvojím měnovým kovem) a monometalické měny. Jako základní typy měny s jedním měnovým kovem jsou uváděny: *stříbrný a zlatý standard*. [2]

Odvozování kurzu podle obsahu drahého kovu představuje dvě vývojové varianty:

- podstatným znakem **první varianty** je skutečnost možnosti *reálné přeměny* dané národní měny ve zlato prostřednictvím oficiálních měnových institucí. Takto stanovený paritní kurs se tedy *nemohl* ztelně odchýlit od běžných operativních kurzů.

Konvertibilita bankovek ve zlato může být upravena třemi způsoby. Rozeznáváme standard zlaté mince, standard zlatých slitků a standard zlaté devizy. Od poloviny třicátých let se mezinárodní měnový systém víceměnového zlatého standardu přetvořil v mezinárodní standard zlaté dolarové devizy. Jeho poválečnou podobou byl původní bretonwoodský systém jakožto první institucionalizovaný mezinárodní měnový systém. Největší sepětí se zlatem měl od roku 1936 americký dolar. Stal se skutečně devizou konvertibilní za zlato. Pro oprávněné ústřední měnové instituce to znamenalo fixovanou cenu 35 USD za 1 troyskou unci ryzího zlata (31,1034807 g). Jeden dolar odpovídal 0,888671 g zlata. Inflační znehodnocování amerického dolaru bylo jednou z příčin snižování schopnosti konvertibility amerického dolaru ve zlato. V roce 1971 byla tato směnitelnost při fixované dolarové ceně zlata zrušena.[2,6]

- atributem **druhé varianty** je skutečnost *neexistence reálné přeměny* dané domácí měny ve zlato prostřednictvím oficiálních měnových institucí, tato skutečnost je příčinou toho, že zlatý obsah národní měny může být vymezen nerealisticky. Dochází tak ke znatelnému rozcházení operativního kurzu od kurzu výchozího.[6]

Odvození kurzu na základě administrativního rozhodnutí

Odvozování kurzu na základě administrativního rozhodnutí zpravidla směřuje k vymezení kvantitativní diferenciací kurzů podle určitých druhů devizových inkas, úhrad a devizových pohledávek a závazků. Zpravidla je to se záměrem stimulování těchto inkas a úhrad v závislosti na dlouhodobých cílech hospodářské, finanční a devizové politiky. Administrativně vymezené devizové kurzy zpravidla nerespektují reálnou relaci dané národní měny ke zlatu, ani ke vztahu mezi nabídkou a poptávkou.[6] Např. v roce 1953 byl devizový kurz Kčs k USD stanoven v poměru $1 \text{ USD} = 7,20 \text{ Kčs}$, což představovalo podhodnocení jednoho dolaru o 28 %. Tímto způsobem se tedy nedala vůbec měřit efektivnost či neefektivnost zahraničně obchodních operací. Rozdíly zahraničního obchodu byly vyrovnávány dotacemi a odvody do státního rozpočtu, v neobchodních platbách se postupně uplatňovaly přírážky a srážky vůči směnitelným měnám a zvláštní neobchodní kurzy vůči měnám ostatním. Na podniky tak vůbec nepůsobily vnější vlivy ani

konkurenční tlak, nedocházelo tak k motivaci modernizace výroby a vzdálenost od úrovně světové produkce se zvětšovala.[6]

Košová metoda stanovení devizového kurzu

Jednou z metod stanovení devizového kurzu je košová metoda, která spočívá v tom, že devizový kurz vystupuje jako vážený aritmetický průměr tržních kurzů vybraného souboru národních měn a jim vymezených podílů.

Kurz je výsledkem algoritmu těchto kroků:

1. vymezení měn, které budou do souboru včleněny,
2. podíl (účást) jednotlivých měn v měnové jednotce,
3. daný podíl měn se konkretizuje v jedné měně k výchozímu datu,
4. vymezení měnové formule, která je základním faktorem pro výpočet kurzu.[6]

Na základě této metody bylo zformována i mezinárodní měnová jednotka SDR, která byla v roce 1974 poprvé použita. Do koše měn, z něhož má být hodnota SDR vypočítávána, byly zahrnuty měny zemí, jejichž podíl na světovém exportu zboží a služeb činil více než 1 %. V roce 1974 to byly měny 16 zemí. Váhy jednotlivých měn v koši byly odvozeny z podílu dotyčných zemí na světovém exportu zboží a služeb.[2]

Touto metodou byla určena v roce 1979 od samého vzniku i hodnota ECU. ECU byla košovou měnovou jednotkou, která byla z hlediska metodického analogická s SDR. Pro určení byla tedy podstatná skladba koše a váhy měn. Původní měnový koš, kterým byla určena hodnota ECU, je znázorněn tabulce na následující straně.

Měnový koš tvořící ECU byl v době působení Evropského měnového systému (do konce roku 1998) několikrát změněn. V roce 1984 do něho byla vložena řecká drachma a při druhé změně roku 1989 přibyla ještě španělská peseta a portugalské escudo. Až do roku 1998 bylo ECU košem národních měn zúčastněných zemí.[2]

Tab. 2: ECU (European Currency Unit) - stav k 13. 3. 1979 (původní složení)

	Množství nár. měn. jednotek v koši	Stanovený střední kurz 1 ECU =	Váha nár. měnových jednotek v koši v %
DEM	0,82800	2,510640	33,0
GBP	0,08850	0,663247	13,3
FRF	1,15000	5,798310	19,8
ITL	109,00000	1 148,150000	9,5
NLG	0,28600	2,720770	10,5
BEF	3,66000	39,458200	{
LUF	0,14000	39,458200	9,6
DKK	0,21700	7,085920	3,1
IEP	0,00759	0,662638	1,2

[2]

Počátkem roku 1999 odvozují národní měny členských zemí EMU svou hodnotu od euro. Podstatou Evropské měnové unie bylo nahrazení národních měn účastnických států měnou euro v původním poměru 1 ECU = 1 euro. Hodnota národních měnových jednotek členských zemí byla definována jako určitá množství těchto měnových jednotek, která se rovnají jednomu euru. Byly zde dány i jejich vzájemné pevné přepočítací koeficienty do doby, kdy tyto národní měny ještě existovaly (do roku 2002).

Československá koruna byla také vázána na koš měn. Tuto metodu užívala Státní banka československá již od roku 1981. Koruna byla vymezována na základě 5 měn, které měly největší vliv na obrát platební bilance. Změny ve skladbě koše se uskutečňovaly zhruba po jednom roce. Od roku 1993 byl devizový kurz odvozován pouze od 2 měn, a to DEM z 65 % a USD z 35 %. Více o této problematice bude zmíněno ve třetí části této práce.

Tab. 3: Země s fixním kurzem k 31. 12. 1999

K jedné měně	Ke koši měn
Aruba, Bahamy, Bahrain, Barbados, Belize, Bhútán, Cape Verde, Čína, Egypt, Salvador, Irán, Irák, Jordánsko, Libanon, Lesotho, Makedonie, Malajsie, Maledivy, Namibie, Nepál, Nizozemské Antily Omán, Pákistán, Katar, Saudská Arábie, Svazijsko, Sýrie, Trinidad a Tobago, Turkme-	Bangladéš, Botswana, Fidži, Kuvajt, Lotyšsko, Malta, Maroko, Mynma, Samoa, Seychely, Šalamounovy Ostrovy, Tonga, Vanuatu

[7]

Odvozování kurzu od vztahu mezi nabídkou a poptávkou po dané národní měně

Nominální měnový kurz, tj. cena měnové jednotky jedné země vyjádřená v měně jiné země, se v tomto případě formuje jako výsledek poptávky a nabídky na mezinárodních měnových trzích. **Poptávku** po domácí měně tvoří vývozy zboží a služeb (tato měna je žádána subjekty ostatních zemí k zaplacení exportů), kapitálový příliv do dané země (jedná se například o dividendy a úroky ze zahraničních investic subjektů domácí země, nákupy obligací a akcií domácí země subjekty ostatních zemí, zakládání účtů v bankách domácí země subjekty ostatních zemí nebo nákup ostatních aktiv subjektů ostatních zemí v domácí zemi aj.). **Nabídku** měny domácí země pak tvoří dovozy zboží a služeb (subjekty domácí země potřebují cizí měnu a nabízejí měnu domácí, aby mohly zaplatit dovozy zboží a služeb), dále kapitálové odlivy (např. dividendy a úroky z investic cizích subjektů v domácí zemi, nákup obligací a akcií ostatních zemí subjekty domácí země, zakládání účtů subjektů domácí země v bankách ostatních zemí, nákup ostatních aktiv subjektů domácí země v ostatních zemích ap.).[1]

Toto odvozování může být uplatňováno pomocí dvou variant.

- charakteristickým znakem této varianty je nejen odvození výchozího kurzu na základě poptávky a nabídky, ale také to, že zde dochází k formování kurzu na přirozené, vnějšími zásahy nedeformované úrovni.
- pro druhou variantu je také typické odvození na základě poptávky a nabídky avšak na deformované úrovni. Tento vztah je dán kromě přirozených objektivních faktorů také spekuláčními devizovými operacemi obchodních bank a operacemi (včetně úrokových) centrální banky.[1]

1.1.3. Hlavní faktory systematizace devizových kurzů

Již v první části této práce byl zmíněn fakt, že vlastní působnost devizového kurzu v národohospodářském komplexu vytváří až určitý **systém devizového kurzu**, který je vytvářen řadou faktorů. Ty jsou pro jednotlivé systémy charakteristické. Odrážejí jeho

jednotlivé stránky. Některé faktory již byly samostatně rozebrány v předchozí části. Podrobněji se zde proto budu zabývat ostatními charakteristikami (ještě nezmíněnými) a popíši zde jednotlivé typy systémů devizového kurzu.

Měnové systémy se od sebe mohou lišit z těchto hledisek:

- a) od jakého komponentu je odvozována základní kvantifikace kurzu;
Tento aspekt systému devizového kurzu zahrnuje čtyři možnosti, které jsou popsány již v části Odvození devizového kurzu.
- b) zda a jak je vymezena výchozí kvantifikace kurzu;
Příkladem je vyhlášení tzv. ústředního kurzu. Tato varianta byla používána již od roku 1979 v Evropském měnovém systému u jednotky ECU.
- c) jestli existují věcné a časové podmínky změn základní kvantifikace;
Návrhy na přijetí principu *pravidelných* časových změn základní parity vycházely z toho, že systém devizového kurzu založeného na principu nepravidelných změn parity dostatečně nechrání proti importované inflaci a proti dlouhodobější nerovnováze platebních bilancí. Princip časově nepravidelných změn parity tak způsoboval, že jednotlivé země dlouho váhaly s rozhodnutím o změně základní parity. Tím u nich docházelo k udržování nereálného kurzu, ať již za cenu neustálého poklesu devizových rezerv (při chronické pasivitě platební bilance a nadhodnoceném základním kurzu) nebo za cenu nezdravého růstu devizových rezerv (při chronické aktivitě platební bilance a podhodnocení základního kurzu).
- d) charakter oscilace devizového kurzu;
Jedná se o kvantitativní vývoj měnového kurzu. Externě směnitelným měnám je vlastní **zjevná** oscilace, kde je hodnota kurzu bezprostředně zjištělná. Naopak u externě nesměnitelných měn dochází k oscilaci **skryté**. Průběh lze zjistit propočty *ex post*, není totiž bezprostředně zjištělný, protože tyto měny nejsou obchodovány na devizových trzích.
- e) způsob oscilace devizového kurzu;
Rozlišujeme dva způsoby oscilace. Záleží na tom, zda se devizový kurz může nebo nemůže v období mezi změnami volně pohybovat, či zda je vymezeno pásmo jeho přípustného výkyvu. Hovoříme o **limitované a nelimitované** oscilaci.
- f) intervence centrálními měnovými orgány;

Tyto zásahy jsou prováděny centrální bankou do procesu výkyvů devizového kurzu za účelem zajištění stabilizace. Intervence je vlastní externě směnitelným měnám.

- g) korigování devizového kurzu centrálními měnovými orgány;

Korigování je vlastní externě nesměnitelným měnám. Jde o procesy, které zrealističtují jejich deformovanou úroveň.

- h) ovlivňování nadstátní spoluprací

Jedná se o to, zda se země zapojila do určité formy nadstátní spolupráce, z čehož pro ni vyplývají některá omezení v oblasti politiky devizových kurzů.

Tato spolupráce se může objevit ve dvou podobách, jednou z nich je spolupráce nepodložená mezinárodní dohodou, druhá je naopak kodifikovaná. Za významnou nadstátní spolupráci v této oblasti je považován např. stav v období po roce 1979, jedná se zde o intervenční kurzový mechanismus Evropského měnového systému. Paritní kurz byl tehdy stanoven ke smluvní jednotce ECU. Vymezené rozpětí bylo $\pm 1,125 \%$ pro vzájemné výkyvy kurzů participujících národních měn.

- i) jaký je prostor pro uplatnění kurzu v mechanismu fungování daného národohospodářského komplexu;

Vymezení velikosti prostoru působnosti je dáno již obecnými principy mechanismu daného národního hospodářství. Jde o to, zda vývoj měnového kurzu může více či méně ovlivňovat hospodářské rozhodování v dané zemi, nebo jestli slouží pouze k automatickému převodu různých ekonomických veličin v dané národní měně na zahraniční měnové jednotky a naopak. V podmínkách tržní ekonomiky je tento prostor rozšiřován s uvolňováním devizových omezení. V ekonomikách s centrálním plánováním měla působnost devizového kurzu velmi omezený prostor. Měnový kurz zde pak vystupoval jako pasivní nástroj.[6]

K této problematice přikládám tabulku č. 4 na následující straně. Jedná se o formování systému devizových kurzů, které bylo zpracováno podle rukopisu prof. Ing. Václava Bakuleho, DrSc.

FORMOVÁNÍ SYSTÉMU DEVIZOVÝCH KURZU

	FLOATING	STANDARD	WOODS	HAD V TUNELU	FLOATING	EMS - ERM I	ERM I	ERM II	SYSTÉMY NEPRUZNÝCH DEVIZOVÝCH KURZU	
	1920 - 1935 1973 →	1870 - 1914	1946 - III/73	IV/72 - III/73	III/73 - III/79	III/79 - XII/98	799 - XII/01	I/99	DIFERENCOVANÝ	STRNULÝ
Základní faktor	S,D	S,D	S,D	S,D	S,D	S,D	S,D	S,D	admin. rozh.	Au ne S,D admin. rozh
Parita: vymezení od změna	⊖	Au zlatá	Au,\$ zl. + dolarová zákl. nerov. (deval.-reval.)	\$ dolarová	národních měn	ECU košová	EURO přep. koef.	⊖	⊖	form. nereálná parita
Charakter kurzů	⊖	⊖	(deval.-reval.) paritní	vybočení z pásma ústřední (k USD)	vybočení z pásma ústřední (k nár. měn.)	vybočení z pásma	DTTO	⊖	⊖	⊖
Charakter kurzů	tržní	paritní			(k nár. měn.)	ústřední (k ECU)	DTTO	tržní	administrativní	administrativní
Oscilace:										
charakter	zjevná	zjevná	zjevná	zjevná	zjevná	zjevná	zjevná	zjevná	skrytá	skrytá
limitování	⊖	přirozené lim.	umělé lim.	umělé lim.	umělé lim.	umělé lim.	DTTO	⊖	⊖	⊖
rozsah	dolní a horní zlatý bod automaticky	1% 2,25% nepřímé	2,25% 1,125% obligatorní	1,125% obligatorní	2,25% obligatorní	15% obligatorní	15% obligatorní ECB, NCB	⊖	⊖	⊖
Intervenování	fakultativní							fakultativní	diskrétní ⊖	⊖
Korigování	⊖	⊖	⊖	⊖	⊖	⊖	⊖	⊖	změna kurz. sazeb	silné vztahy k rozpočtu - dev. přirážky a sračky dev. koeficientu
Nadstátní spol.	případ od případu	nemodifikov.	intenzivní nad reg.	intenzivní regionální	intenzivní regionální	intenzivní regionální	intenzivní regionální	případ od případu	⊖	formální nízká
Prostor pro působnost	velmi široký	velmi široký	velmi široký	velmi široký	velmi široký	velmi široký	DTTO	velmi široký	omezený	nulový

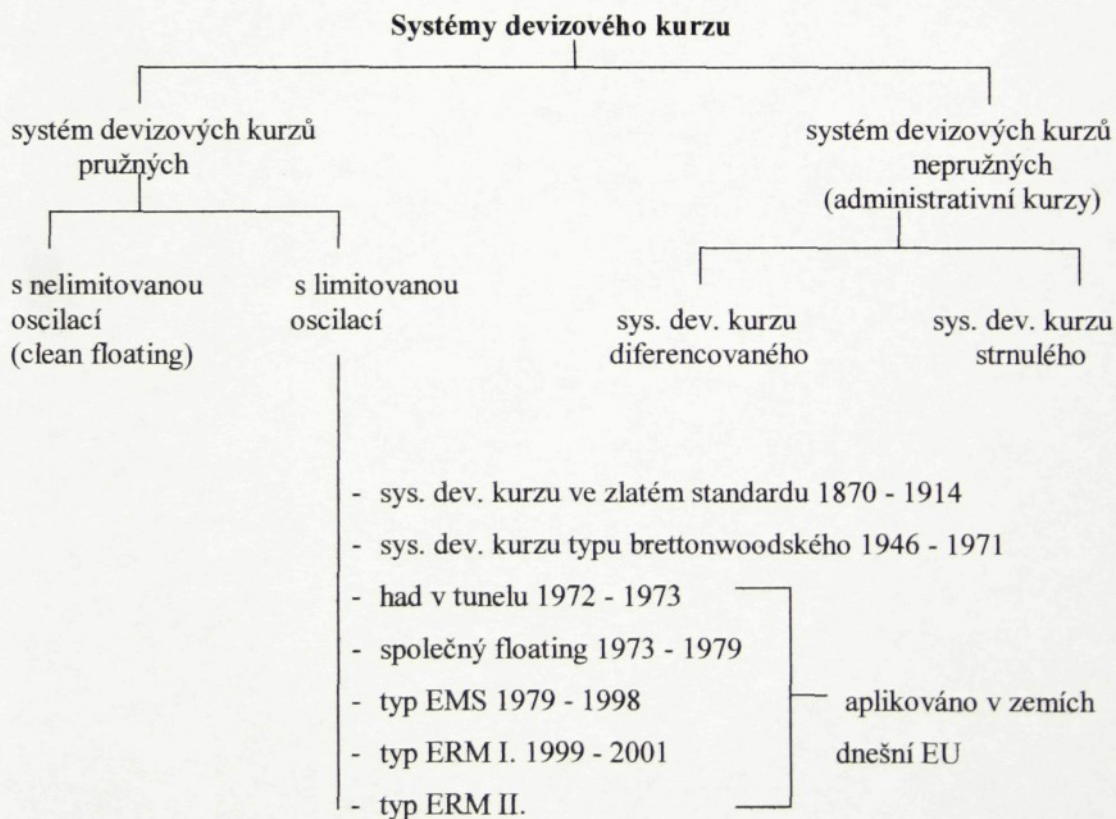
[Podle rukopisu prof. Ing. Václava Bakuleho, DrSc.]

1.2.1. Klasifikace systémů devizového kurzu

V této části práce se zaměřím také na popis jednotlivých systémů devizových kurzů fungujících v tržních i netržních ekonomikách. Různé systémy působí jinak na přizpůsobování vnitřních a zahraničních cen, na platební bilanci i vývoj devizových rezerv. V reálném ekonomickém životě jsou však zcela pohyblivé nebo zcela pevné kurzy spíše výjimkou. Mezi těmito krajními body existuje řada dalších, které se více či méně blíží uvedeným extrémům.

Pro lepší orientaci v klasifikaci uvádím následující schéma rozdělení.

Schéma 2: KLASIFIKACE SYSTÉMU DEVIZOVÉHO KURZU



[Podle nepublikované stati vedoucího bakalářské práce]

1.2.1.1. Systémy pohyblivých devizových kurzů

Většinou země, které tvrdí, že mají zcela volný kurz, využívají někdy různé nástroje k jeho ovlivnění. Dnes můžeme v mezinárodním měnovém systému nalézt několik měnových režimů, které se liší svou mírou volnosti pohybu kurzu.

1.2.1.1.1. Systém volně pohyblivého devizového kurzu

Volně pohyblivé devizové kurzy bez omezení, tj. bez intervencí centrální banky, se přizpůsobují podle změn poptávky a nabídky na devizovém trhu. Reagují tak přirozeně na vývoj úrokových sazeb, inflace a ostatních faktorů, které určují jejich rovnovážnou úroveň. Tento typ systému devizových kurzů je vlastní zásadně směnitelným měnám. Nemá vymezen ústřední kurz, ani není omezen rozsah jejich výkyvů, proto také nejsou povinně intervenovány centrální bankou.[1]

Volně pohyblivý devizový kurz se objevoval spíše výjimečně. Představuje totiž nejistotu pro podnikatele a investory. Vyvolávají napětí ve finančních i ekonomických vztazích a to nejen uvnitř země. Přesto k jeho uplatnění došlo po zhroutilí bretonwoodského systému v roce 1973.

Po zvedení čistého floatingu se udržela konvertibilita měn a ani nedošlo k omezení obchodu a pohybu kapitálu. Je však zřejmé, že jeho aplikace nevyřešila problém v oblasti nerovnováhy platebních bilancí, inflace a devizových rezerv.[1]

Neomezený pohyb kurzů předních světových měn se stal v některých obdobích jedním ze závažných destabilizačních činitelů vývoje světové ekonomiky jako celku. Nejmarkantnějším příkladem byla výrazná apreciace kurzu amerického dolaru v 1. polovině osmdesátých let (z 1,7 DEM/USD na 3,4 DEM/USD), která se stala destabilizujícím prvkem řady evropských ekonomik a nakonec i velkým problémem pro Spojené státy (deficit běžného účtu, nárůst vnější zadluženosti). V nedávné době (1989 - 1999) můžeme do jisté míry pozorovat opakování této situace - nyní však již na vztahu amerického dolaru a eura a rovněž na vztahu amerického dolaru a koruny. [1]

Tab. 5: **Země s volným floatingem**
podle způsobu řízení měnové politiky k 31. 12. 1999

Měnové agregáty	Inflační cílení	Smíšené a jiné
Filipíny, Gambie, Ghana Guinea, Guayana, Jemen, Kolumbie, Korea, Mauricius, Mongolsko, Peru, Sierra Leone	Austrálie, Brazílie, Chile, Kanada, Nový Zéland, Spojené Království, Švédsko	Afgánistán, Albánie, Angola, Arménie, Ekvádor, Eritrea, Georgie, Haiti, Indie, Indonésie, Japonsko, Jižní Afrika, Kazachstán, Kongo (Kinshasa), Korea, Libérie, Madagaskar, Maxiko, Moldávie, Mozambik, Papua-Nová Guinea, Ruská Federace, Rwanda, Somálsko, Švýcarsko, Súdán, Tanzanie, Thajsko, Uganda, USA, Zambie

[7]

1.2.1.1.2. Systém devizového kurzu s řízenou pohyblivostí

V tomto případě se jedná o tzv. řízený floating, je to něco mezi volně pohyblivými kurzy s neomezenou oscilací a pevnými kurzy. Průběh výkyvů kurzu je zde řízen pomocí intervencí centrální banky, ty jsou prováděny z důvodu udržení určité stability domácího kurzu. Sníží se tak rizika a nejistoty v mezinárodním obchodě. Vytváří však předpoklady, které umožní, aby se v něm v dlouhém období odrážela inflace. Řízený floating je od roku 1997 uplatňován i u české koruny.

Seznam zemí, které aplikují řízený floating, obsahuje následující tabulka č. 6.

Tab. 6:

**Země s řízeným floatingem
podle způsobu řízení měnové politiky k 31. 12. 1999**

Měnové agregáty	Inflační cílení	Smíšené a jiné
Jamajka Malawi Slovinsko	Česká republika	Alžírsko, Ázerbajdžán, Bělorusko, Burundi, Dominikánská republika, Etiopie, Guatemala, Chorvatsko, Kambodža, Keňa, Kyrgyzstán, Mauretánie, Nigérie, Norsko, Paraguay, Rumunsko, Singapur, Slovensko, Surinam, Tádžikistán, Ukrajina, Uzbekistán.

[7]

Systém devizového kurzu ve zlatém standardu

V průběhu 19. století jednotlivé země počaly ustupovat od bimetalismu a přecházely na monometalismus. Jeho klasickou formou by tzv. **čistý zlatý standard**. Tento systém zabezpečoval pevné měnové kurzy mezi zúčastněnými zeměmi. Ve své nejčistší podobě převládal v letech 1870 - 1914. V tomto období většina zemí určovala své měny pomocí fixního množství zlata, a tím byly také určeny fixní měnové kurzy mezi zeměmi se zlatým standardem. Zlato tedy bylo společnou světovou měnou. Tím, že se zlaté mince staly prostředkem směny, zahraniční obchod se nijak zvlášť neodlišoval od obchodu vnitřního.[2]

Před rokem 1914 zůstával měnový kurz libry a dolaru v podstatě stálý; od těchto mincovních parit určených hmotností se odchyloval jen nepatrně, dokud se nedosáhlo zlatých bodů a tok zlata se neobrátil uvedeným směrem. [10]

Brettonwoodský měnový systém

Ekonomický zmatek ve třicátých letech a druhá světová válka způsobila velký ekonomický chaos. Pouze Amerika měla tehdy nedotčenou ekonomiku. Vystala zde nutnost rychlého obnovení světové ekonomiky, která byla v troskách. Z tohoto důvodu se v roce 1944 v Bretton Woods v USA setkali jak představitelé Spojených států, Británie, tak i jejich hlavních spojenců. Jejich cílem bylo vytvoření nového mezinárodního ekonomického řádu. Vypracovaná dohoda vedla k vytvoření Mezinárodního měnového fondu, Světové banky a brettonwoodského systému měnových kurzů.

V brettonwoodském systému bylo zlato postaveno do pozice spoluvládce spolu s dollarem. Zlato již nebylo používáno jako jediné mezinárodní peníze. Každá měna měla oficiální paritu stanovenou ve vztahu k dolaru i ke zlatu. Klíčovou rezervní měnou se stal dolar. Jeho parita byla zavěšena na zlato a to ve fixované ceně 35 \$ za 1 trojskou unci. Přípustné výkyvy byly vymezeny v rámci dolního a horního intervenčního bodu. Ten byl stanoven smluvně v rozmezí $\pm 1\%$ od paritního kurzu. Změny parity větší než 10 % musela každá země předem konzultovat s Mezinárodním měnovým fondem. Česká republika se stala členem 18. 12. 1946.[2,6]

Brettonwoodskému systému se podařilo udržet stabilitu měnových kurzů v období let 1945 - 1971, kdy byla zrušena dolarová vazba na zlato. Zásadou tohoto systému bylo tedy vytvoření stabilního prostředí pro rozvoj mezinárodního obchodu, ale také zlepšení celkové mezinárodní měnové spolupráce. Členské země MMF se do určité míry museli zříci své samostatnosti v aplikování kursové politiky ve prospěch dohodnutých pravidel. Velmi úzké pásma povolené oscilace také omezili rizika v mezinárodním obchodě a u kapitálových transakcí. Z tohoto důvodu musely zúčastněné země disponovat s relativně značnými devizovými rezervami, které tak snižovaly mezinárodní likviditu jednotlivých zemí.[2,6]

Tento systém podléhal také kritice, která se týkala omezující možnosti využití kurzu jako pružného nástroje devizové a finanční politiky, což bylo způsobeno úzkým limitováním pohybu a nepřužným prováděním devalvací a revalvací měn. Tím docházelo

k znesnadnění včasného přizpůsobení domácích cen a nákladů zahraničním cenám a výrobním nákladům, neboť závažnější rozdíly, které vznikaly v kupní síle jednotlivých národních měn, se pružně nepromítaly v adekvátní změně devizového kurzu. Náprava nerovnováh platebních bilancí musela probíhat pohybem důchodu. Odstranění deficitu běžného účtu poklesem důchodu bylo však obvykle politicky nepřijatelné a vlády raději volily zvýšení celních bariér.[1]

Přesto, že původní brettonwoodský systém začátkem 70. let zanikl, jeho základní principy byly využity při formování společné měny v Evropské unii, a to v těchto modifikacích:

- had v tunelu,
- společný floating,
- ERM I,
- ERM II.

Had v tunelu

Had v tunelu vznikl jako nutná reakce zemí tehdejšího EHS na situaci zrušení vazby dolaru na zlato. Padla tak záruka, že dolar, představující hlavní světovou rezervní měnu a platební prostředek, nepůjde svým kurzem pod nominální paritu, což by ohrozilo stabilitu mnoha měn a také zahraničního obchodu. Snahou EHS tedy bylo udržet alespoň vzájemnou stabilitu kurzů měn zemí EHS mezi sebou a tím udržet i stabilnější podmínky na společném trhu EHS. Prvořadý význam měla tedy stabilizace kursových poměrů.[2]

Hovoříme-li o hadu v tunelu, máme na mysli typ kursového mechanismu, který byl uplatňován v západní Evropě v období 1972 - 1973. Jeho krátká působnost byla způsobena tím, že se ukázal jako nestabilní. Důvodem byla především ekonomická situace v tehdejší Evropě. Ropná krize a posléze vysoká inflace udělaly své.

Toto uspořádání se nazývá **hadem**, protože se zde kurzy dané skupiny plazí vůči dolaru nahoru nebo dolů. Centrální parita byla vytvořena z kurzů měn členských zemí, které se

mohly pohybovat mezi svými měnami v úzkém pásmu v rozmezí $\pm 1,125 \%$ od této parity a zároveň $\pm 2,5 \%$ od dolaru, což představovalo tloušťku hada. [2]

Mechanismus byl takový, že ústřední banky intervenovaly v měnách zemí EHS za účelem udržení předepsaného vzájemného vztahu mezi svými měnami. Současně ta země, která se nejvíce přiblížila hranici "tunelu" (tj. intervenčního bodu své měny vůči dolaru podle platné parity), musela intervenovat v dolarech. [2]

Tohoto systému se tehdy účastnily země: Belgie, Francie, Itálie, Lucembursko, Nizozemí, Německo, Velká Británie a Dánsko. Kurz členských zemí byl nakonec vůči dolaru v roce 1973 zcela uvolněn.

Společný floating

V roce 1973 došlo k druhé devalvaci dolaru (dolar devalvoval až o 10% oproti SDR) a závazek udržovat kurz měny vůči němu v určitém rozmezí přestal být respektován. Účastníci měnového hada se dohodly na několika opatřeních, mezi nimiž bylo i zastavení povinnosti nakupovat dolary a především snaha zachovat v západní Evropě stabilní měnové kurzy a vyzvat nečlenské státy, aby se k tomuto kursovému uspořádání připojily.[2]

*"V důsledku toho měnový had vystoupil z tunelu a měny skupinového floatinu, udržující předepsané rozpětí mezi sebou, se začaly volně pohybovat vůči dolaru." *)*

Společný floating existoval mezi zeměmi EHS v období 1973 - 1979. Cílem bylo udržet vzájemnou stabilitu kurzů měn členských států a tím i přiměřené podmínky pro společný trh EHS. Nejvýznamnější z dohod a hlavní charakteristikou tohoto systému bylo pomocí intervencí dodržovat maximální rozpětí kurzů kolem vzájemných "středních" resp. směnných kurzů v určitém oscilačním rozmezí (obecně $\pm 2,25 \%$), v tzv. zvláštním režimu 6% . [8]

*) Němeček Eduard: Mezinárodní měnový systém, Karolinum, Praha 2000, s. 203

Členy tohoto systému byly: SNR, Francie, Itálie, Belgie, Lucembursko, Nizozemsko, Velká Británie, Irsko, Dánsko a nečlenské státy Norsko, Švédsko. Anglická a irská libra vystoupily již po dvou měsících, Francie vystupovala dokonce 2x. Systém postupně opustilo i Švédsko a Norsko. Nepříznivý hospodářský vývoj minulých let totiž zapříčinil neustálé vnitřní napětí uvnitř systému.[2]

ERM I jako kursový systém Evropského měnového systému

V rámci zemí Evropského hospodářského společenství na základě rozhodnutí Evropské rady vznikl Evropský měnový systém (1979 - 1998). Impulem pro jeho založení byla myšlenka o zřízení měnové unie EHS, která byla obsažena ve Wernerově plánu. EMS byl založen na finančních facilitách, které tvořily vklady centrálních bank členských zemí ve zlatě a v dolarech. Jeho fungování se opíralo o uměle vytvořenou nadnárodní měnovou jednotku ECU, dále o intervenční a úvěrový mechanismus.[1,2]

Tato měnová jednotka byla odvozována na základě měnového koše. Vznikla v roce 1979. Ústřední kurz byl vymezován na základě obsahu měn tehdejších členských zemí EHS. Počátečními členy tohoto bloku bylo 8 členských států EHS. Stranou zůstala jen Velká Británie. Váhy jednotlivých měn byly upravovány v intervalu 5 let.

Fungování EMS bylo řízeno pružně s cílem zabezpečit měnovou stabilitu členských zemí a také plnou liberalizaci kapitálových trhů. Např. v roce 1992 se v tomto kursovém mechanismu odráželo 9 směnitelných měn: německá marka, belgický a lucemburský frank, francouzský frank, dánská koruna, irská libra, holandský gulden, španělská peseta a portugalské escudo. Soustavu v té době naopak opustily britská libra a italská lira.

EMS se opíral o tři pilíře:

1. systém pevných devizových kurzů ERM (Exchange Rate Mechanism) mezi členskými měnami navzájem, kde na počátku měla být pásma oscilace $\pm 2,25 \%$ (do dvou let $\pm 1 \%$);
2. společnou měnovou jednotku ECU (European Currency Unit), odvozenou na principu košové měnové jednotky;

3. Evropský měnový fond, který měl do dvou let nahradit fungující Evropský fond pro měnovou spolupráci (nebylo uskutečněno). [1]

Ústřední kurz každé členské měny byl vymezován jednak ve vztahu:

- a) k ECU,
- b) k ostatním zúčastněným národním měnám v EMS (odvozeno od ústředních kurzů k ECU pomocí křížového pravidla).

Historie ECU končí v roce 1999 zavedením eura.

Kurzový mechanismus Evropského měnového systému ERM spojoval systém pevných kurzů uplatňovaných v rámci daného regionu se systémem volně pohyblivých kursů mimo rámec regionu. ERM je systém pevných devizových kursů, kde kurzy zúčastněných zemí udržovaly striktně vymezená pásma oscilace mezi sebou navzájem (původně $\pm 2,25\%$), zatímco ve vztahu k americkému dolaru, japonskému jenu či jiným měnám mimo EMS se volně pohybovaly.[1]

Od počátku se tohoto kursového mechanismu účastnily: Belgie, Dánsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo a Nizozemí. Později se přidalo Španělsko, až v roce 1990 Velká Británie a Portugalsko. Tyto státy měly povolenu odchylku intervenčních bodů od bilaterálních středních kurzů $\pm 6\%$. [2] V roce 1992 rozhodla britská vláda o vystoupení ze systému a italská vláda o neintervenování na devizových trzích. EMR se tak dostal do krize. Měnám v ERM byla povolena rozšířená odchylka, a to v rozmezí $\pm 15\%$ od centrálních bilaterálních kurzů, při jejichž překročení se muselo povinně intervenovat na devizových trzích. Původní rozpětí zůstalo v platnosti pouze pro německou marku a nizozemský gulden.[2] V roce 1995 vstoupilo do systému Rakousko, v 1996 Finsko a opětovně Itálie, v roce 1998 pak Řecko.

Od počátku roku 1999 nahradilo euro měnovou jednotku ECU v poměru 1 : 1. Na počátku existovalo pouze v bezhotovostní podobě a to až do roku 2002, kdy byly zavedeny bankovky a mince eura jako jediná platidla v zemích EMU.

Systém ERM II

ERM II se týká nového uspořádání systémů devizových kurzů zemí Evropské unie po 1. lednu 1999, kdy 11 zemí vytvořilo Evropskou měnovou unii. Členství v ERM II bylo odsouhlaseno jako dobrovolné, avšak předpokládalo se, že členské země EU, které **nevstoupí** do Evropské měnové unie, se tohoto mechanismu automaticky zúčastní. Konečná rezoluce o ERM II byla přijata v červenci 1997 Evropskou komisí. Podle této rezoluce země, která je členem ERM 2, musí definovat svůj centrální kurz k euru a udržovat pásma oscilace $\pm 15\%$. Intervence při horním nebo dolním pásmu oscilace jsou v tomto případě automatické a neomezené. Tyto marginální intervence by měly provádět obě strany - jak členská země, tak i Evropská centrální banka. V současné době se tohoto systému účastní **Dánsko a Řecko**. Velká Británie a Švédsko účast nepřijaly. Řecko využívá standardních pásem oscilace $\pm 15\%$. Dánsko se zavázalo udržovat užší pásma $\pm 2,25\%$. [1]

Současné diskuse u nás o okamžiku přijetí eura naznačují, že se jedná o vzdálenější budoucnost kolem roku 2010. Existující pravidla požadují před převzetím eura strávit dva roky v kursovém režimu ERM II. Vstoupit do ERM II je však možné zároveň se vstupem do EU. Tento okamžik nastane s největší pravděpodobností již za rok.[31] Tento systém je založen na multilaterální povaze kursové spolupráce, což napomohlo tomu, že se začátkem roku 1999 jednotná měna stala skutečností. V případě České republiky vstup do tohoto systému je jakýmsi krokem "zpět", tj. od systému volného floatingu k systému pevných devizových kurzů, který česká koruna opustila v květnu roku 1997 zrušením vazby na měnový koš.

"Pro přistupující zemi je důležité, že okamžikem vstupu od Evropské unie se kursová politika stane předmětem společného zájmu ECB a ČNB. Tento princip znamená, že předsedláním na ERM II by ČNB získala na svoji stranu velmi významného hráče s mimořádnou intervenční mocí. Ta by dodávala kursovému pásmu neskonalé vyšší důvěryhodnost, než kdyby šlo o jednostranný závazek ČNB."^{*)}

^{*)} O. Dědek, V. Bárta: Kursový seizmograf, Euro, 2003, č. 8, s. 51.

Existují však i rizika delšího pobytu v tomto systému. Jestliže si část podnikové sféry stěžovala na silnou korunu při dosažení meziročního zhodnocení v rozsahu 15 %, potom zavedení 30 % fluktuačního pásma zcela jistě neznamena významné zvýšení komfortu kursové stability. Paradoxně by se mohl tento komfort i snížit, neboť přijetí pravidel ERM II lze chápat jako sdělení veřejnosti, že centrální banka proti silné koruně nebude podnikat žádné kroky do doby, než posílení dosáhne patnácti procent od centrální parity. [31]

1.2.1.2. Systémy devizových kurzů nepružných (administrativní kurzy)

Základní charakteristikou těchto systémů je, že v sobě neodrážejí stav poptávky a nabídky po devizách, ale jsou stanoveny na základě administrativního rozhodnutí. Tento typ systémů se vyskytuje především u externě nesměnitelných měn. Devizové kurzy zde slouží spíše k automatickému převodu příjmů a výdajů v zahraničních měnách na měnu domácí.

Dalším typickým znakem je skrytá oscilace. Její průběh nelze zjistit sledováním devizových trhů, protože tyto měny na nich nejsou obchodovány. Vývoj takového kurzu bývá ovlivňován pomocí korigování. Jsou to procesy, které přispívají k zrealistštění jeho deformované úrovně. Předmětem korigování je oficiální kurz rozcházející se s vnější kupní silou dané měny.[6]

V ČSSR byly vývozy a dovozy tuzemských podniků realizovány pomocí podniků zahraničního obchodu.

1.2.1.2.1. Diferencované devizové kurzy

Tyto devizové kurzy byly typické spíše pro rozvojové země a to především v poválečném období. Tento devizový kurz je sice odvozen od základní parity dané národní měny, ale transakce prováděné se zahraničím podléhají jiným kurzům, které jsou rozčleněny:

- a) jednak podle jednotlivých úhrad a inkas ze zahraničí (tzn. za se jedná o dovoz či vývoz zboží),
- b) jednak podle jednotlivých zemí nebo skupiny zemí.[1]

V rámci MMF se tyto devizové kurzy používaly velmi výjimečně a to pouze se souhlasem fondu, a to na základě Dohody o vytvoření MMF (článek VIII., část 3.) :

" Žádný člen nesmí provádět nebo dovolit svým měnovým institucím, alby prováděly diskriminační měnová opatření nebo praxi diferencované měny, pokud by k tomu nebyl oprávněn dohodou nebo pokud by to nebylo schváleno Fondem." [1]

1.2.1.2.2. Systém devizového kurzu strnulého

V tomto systému existuje jediná veličina devizového kurzu, která je zpravidla pro mnoho let neměnná. Oscilace je v tomto systému skrytá, ale reálná hodnota kurzu se samozřejmě mění. Důsledkem je jeho korigování ve vztahu ke státnímu rozpočtu a to dotacemi a odvody. Devizový kurz neovlivňuje rozhodnutí o tom, zda se bude více dovážet nebo vyvážet.[6]

V tomto systému devizového kurzu se nacházela také československá koruna, jednalo se o období v letech 1953 - 1967. Příjmy a výdaje zahraničním parterům byly přepočítávány na základě oficiálního kurzu. Schodek/přebytek byl uhrazen/odveden na základě státního rozpočtu.

1.1.4. Teorie měnového kurzu

Jak jsem se již několikrát zmínila devizový kurz osciluje kolem své ústřední hodnoty. Jedná se o zhodnocování či znehodnocování měny ve vztahu k měně zahraniční. Obecně platí, že rostoucí nabídka zahraniční měny na tuzemském devizovém trhu domácí měnu zhodnocuje a naopak, rostoucí poptávka po zahraniční měně domácí měnu znehodnocuje.

Vztah mezi nabídkou a poptávkou po devizách na devizovém trhu je vysvětlován pomocí různých teorií.

Mezi nejdůležitější a nejznámější patří:

- * teorie platební bilance,
- * teorie parity kupní síly,
- * úrokový diferenciál.

Teorie platební bilance

Tato teorie vysvětluje kvantitativní vývoj, tj. úroveň a pohyby, měnového kurzu jako funkci *salda platební bilance*. Aktivní, přebytkové saldo znamená, že země disponuje s pohledávkami vůči zahraničí. Důsledkem toho roste poptávka po domácí měně na devizovém trhu a dochází tak k zhodnocení jejího měnového kurzu. Deficit, schodek platební bilance je dán dlužnickým postavením domácí země vůči zahraničí. Roste poptávka po devizách a vzniká tlak na znehodnocení domácí měny.[1]

Důsledkem změn měnového kurzu může být v dalším období i změna dílčích sald i úhrnného *salda platební bilance*. Snížení devizového kurzu může vyvolat zvýšení exportu zboží, příliv přímého kapitálu, zlepšení *salda obchodní bilance*, atd.

Devizový kurz je zde úzce spjat se vzájemným střetáváním nabídky a poptávky po devizách. Velice významný a zřejmý je zpětný účinek úrovně devizového kurzu na stav platební bilance.

Teorie parity kupní síly

Teorie parity kupní síly říká, že měnové kurzy mezi dvěma zeměmi se pohybují podle změny cenových hladin v těchto zemích. Je založena na zákonu jediné ceny. Stejně zboží vyráběné ve dvou zemích by mělo být stejně drahé na celém světě bez ohledu na zemi původu. Vychází z trhu zboží. Vzroste-li cenová hladina v jedné zemi, dochází k růstu dovozu. To vyvolá v dané zemi zvýšenou poptávku po cizí měně, následkem tohoto tlaku

domácí měna znehodnocuje. Klesne-li v dané zemi cenová hladina, roste vývoz a zvyšuje se nabídka cizí měny na vnitřním devizovém trhu, dochází k zhodnocení domácí měny. Například vzroste-li cenová hladina v EU oproti cenám v ČR o 5 %, zhodnotí koruna oproti euru o stejné procento za předpokladu volně plovoucích kurzů obou měn.[1]

Empirické výzkumy tento předpoklad však plně nepotvrzují. Ve skutečnosti v působení zákona jediné ceny stojí v mezinárodním obchodě překážky. Výpočty cenových hladin vycházejí z cenových indexů spotřebitelského koše zboží. Ale skladba tohoto koše je v každé zemi jiná, závisí na preferencích spotřeby zboží a služeb v různých zemích. Nejsou zde zohledněny dopravní, transakční náklady. Ne všechno zboží a služby jsou obchodovány v mezinárodním obchodě. Tato teorie opomíjí také to, že jednotlivé vlády svou kursovou politikou ovlivňují své měny, stimulují export. Na podporu měnového kurzu jednotlivých zemí centrální banky intervenují.[1]

Teorie parity úrokové míry a úrokový diferencál

Podle teorie parity úrokové míry je příčinou kolísání měnových kurzů mezi zeměmi rozdílná úroková míra v jednotlivých zemích. Takže tato teorie vychází z trhu kapitálu. Podstatná je zde úvaha, že při neexistenci překážek, které brání volnému pohybu kapitálu mezi jednotlivými zeměmi, usilují investoři o získání maximálního výnosu ze svých aktiv bez ohledu na to, o jakou měnu se jedná. Investoři se tedy při rozhodování řídí ziskovostí, kterou jim investovaný kapitál přinese. Výnosnost kapitálu, kterou očekávají, závisí na úrokové míře v zemi, kam investice směřuje, a na očekávaném promptním kurzu domácí měny. Úrokový diferencál vyjadřuje rozdíl úrokové míry na domácím a zahraničním trhu.[1]

Bude-li domácí úroková míra vyšší než zahraniční, budou investoři více investovat do domácí měny. Při vyšší úrokové míře v zahraničí budou investoři více investovat do cizí měny. Jak již jsem se zmínila je podle této teorie kolísání kurzu vyvoláno pohybem úrokových měr na domácím a zahraničním měnovém trhu. Při nižších úrokových sazbách je tendence ke zhodnocování měny a naopak při vyšších je tendence ke znehodnocování měny.

V ČR se růst čistých zahraničních aktiv v roce 1997 a v roce 1998 vyznačoval přílivem spekulativního zahraničního kapitálu. Od roku 1999, zejména pak v roce 2000 a 2001, došlo k výraznému přílivu přímých zahraničních investic. V roce 2001 ale již nedocházelo jako v předchozích letech k růstu oběživa. Příčinou byl tehdy právě pokles úrokových sazeb a pokles důvěry v bankovním sektor. V roce 2002 centrální banka snížila pětikrát úrokové sazby, celkem o 2 %, v reakci a silící kurz koruny.

2. Vývoj systému devizového kurzu koruny po roce 1989

V této části se zaměřím na vývoj devizového kurzu koruny, a to především v podmínkách transformace naší ekonomiky, tj. po roce 1989, jak také vychází z titulu této kapitoly. Myslím si však, že by nebylo dobré opomenout předcházející etapy vývoje, kde docházelo ke střídání různých typů systémů devizového kurzu československé a posléze české koruny. Proto se zde budu zabývat také vývojem, který předcházel rok 1989.

Pro uspořádání měnového kurzu koruny byla v minulosti charakteristická značná různorodost. Od roku 1918 totiž prošla systémem volně pohyblivého kurzu, kdy koruna byla plně konvertibilní měnou, poté si to nasměrovala do přístavu nepohyblivých administrativních systémů, které byly naopak typické pro měny nesměnitelné. Nevynechala ani odvození od měnového koše (to jsme ale již v roce 1991) a postupný návrat k systému plně směnitelné měny.

Československá koruna vznikla po rozpadu Rakousko-Uherska na základě zákona O měnové rozluce č. 84/1919 Sb.. Celý tento proces je úzce spjat se jménem *dr. Aloise Rašína*, jako první ministr financí československého státu provedl peněžní reformu. Koruna byla předmětem volného obchodu na devizových trzích a kurz utvářely běžné tržní zákonitosti. Jednalo se tedy **o systém volně pohyblivého kurzu, kde koruna byla plně konvertibilní měnou** a patřila do skupiny měn zlaté devizy s obsahem 44,58 mg ryzího zlata. Národní banka československá, založena teprve v roce 1926, byla povinna udržovat kurz koruny k USD na této zlaté paritě. Velice důležitým krokem bylo však zastavení inflace již počátkem 20. let. Byl zde uvolněn prostor pro tržní hospodářství a vláda se

pustila do tvrdé deflační měnové politiky. Československá koruna tak v meziválečném období zaujímala místo vedle předních evropských měn (britské libry nebo švýcarského franku). Vyznačovala se totiž relativně stabilním devizovým kurzem a díky tomu následnou důvěrou na devizových trzích. Stala se tak žádanou evropskou měnou. Svůj podíl na těchto úspěších měla také politika následujícího ministra financí *dr. Karla Engliše*. Kurz koruny k dolaru se v průměru pohyboval v rozmezí 29 - 30 Kčs/USD. [1,2,6]

Samozřejmě ani Československo se nevyhnulo hospodářské krizi ve třicátých letech. Vzhledem k tomu, že docházelo ke značnému zhodnocování zlata, odrazilo se to také ve zvýšené hodnotě koruny. Následovalo zhoršení konkurenční schopnosti při prodeji zboží na světových trzích, tím docházelo k snižování průmyslové výroby, růstu nezaměstnanosti. Nakonec koruna v letech 1934 a 1935 dvakrát devalvovala.

Následující historický vývoj nebyl, a to nejen pro Československo, příznivý. Válka způsobila celkové rozvrácení měnových poměrů. Také koruna přestala být samostatnou měnou. Stala se nominálním zlomkem říšské marky v poměru 10 korun = 1 říšské marce. To představovalo výrazné podhodnocení koruny, reálný kurz se totiž pohyboval v rozpětí 6-7 korun za marku. Tento nucený oběh měny a různé machinace ve vypořádání finančních záležitostí vedly k enormnímu inflačnímu zatížení našeho hospodářství.[2]

Hned po válce obíhalo v zemi dokonce šest druhů peněžních prostředků. Bylo nutné obnovit rozvrácené hospodářství, proto poválečné reformy byly uskutečňovány už londýnskou exilovou vládou. Koncem roku **1945**, kdy došlo také ke znárodnění bank, zde byla provedena **měnová reforma**. Na jejím základě byla zavedena nová měnová jednotka - **koruna československá** s označením Kčs, tím došlo ke sjednocení oběhu v Čechách i na Slovensku. Nové peníze byly však vyměněny za staré v poměru 1 : 1, ale pouze ve výši Kčs 500,-- na osobu. Měnový kurz Kčs/USD byl stanoven ve výši 1 USD = 50 Kčs, teprve z tohoto poměru byl vypočten poměr koruny ke zlatu ve výši 0,0177734 g. Velice významnou událostí byl také vstup Československa do Mezinárodního měnového fondu v roce 1946 (přesněji jsme byli jedním ze zakládajících členů).[2,6]

Následoval rok 1948 a vývoj koruny nabral úplně nový směr, zahájila etapu **nepohyblivého oficiálního kurzu** na jehož počátku byla další **měnová reforma a to v roce 1953**. Při této reformě byly vnitřní cenové hladiny v hospodářství přepočteny poměrem 5 : 1. Velkoobchodní ceny se tak snížily na jednu pětinu, došlo k zavedení státních maloobchodních cen. Stará platidla byla vyměněna za nová ve stejném poměru, ale pouze do výše Kčs 300,--. Zákonem byl stanoven i zlatý obsah koruny na 0,123426 g. Kupní síla koruny díky poklesu cen vzrostla, zlatý obsah se zvýšil téměř 7x. Došlo k nadhodnocení měny a tedy k ekonomicky naprosto nepodložené revalvací koruny.[2,6]

Oficiální kurs tak nepřihlížel vůbec k faktorům, které udávají reálnou úroveň kurzu. Ten byl stanoven administrativně. V důsledku toho nedošlo pouze k již zmíněnému nadhodnocení koruny, ale zároveň k podhodnocení ostatních měn ve vztahu k ní. Např. americký dolar byl tehdy k existující kupní síle koruny podhodnocen o 28 %. Jak již jsem uváděla do roku 1953 se kurz pohyboval okolo 50 Kčs/USD. Po reformě byl nový kurz stanoven ve výši 7,20 Kčs za 1 USD, po druhé devalvací dolaru v roce 1973 následkem ropných krizí činil dokonce pouze 5,92 Kčs/USD. Zákon o této reformě nakazoval také centrální bance, tehdy již Státní bance československé, povinnost udržovat také stanovený poměr koruny k sovětskému rublu (v r. 1953 - 1,80 Kčs/Rb, v roce 1961 - 8 Kčs/Rb).[1,2]

To, že se systém devizového kurzu koruny stal nepohyblivým a tím vzniklá jeho nereálnost, znamenalo likvidaci základních funkcí kurzu v ekonomice. Přestal být pojítkem vnitřních a zahraničních vztahů a sloužil pouze k automatickému přepočtu a tak k vyčíslení rozdílů ze zahraničního obchodu. Kurz tak neovlivňoval výši dovozu či vývozu, rozdíly zahraničního obchodu byly vyrovnávány pomocí státního rozpočtu. Takže se nedala ani měřit efektivnost či neefektivnost zahraničně obchodních operací. Kurz tak neovlivňoval výrobce, aby zlepšovali svou práci, zefektivňovali výrobu. Nedocházelo ani k usměrňování platební bilance. K jejímu vyrovnávání bylo nezbytné vyvážet i z hlediska národního hospodářství značně neefektivní výrobky, stát pak získání deviz na základě tohoto exportu dotoval.[1]

Tyto skutečnosti jen potvrzují, že strnulý, oficiální kurz vedl k postupnému nárůstu nereálnosti. Docházelo tedy ke skrytým oscilacím, které se ale nijak zvlášť významně

v platbách obchodní povahy neprojevovaly, protože kurz neplnil v ekonomice skoro žádnou funkci. Na tuto situaci bylo nezbytné zareagovat pomocí korekce a tak od roku 1957 byly zavedeny různé kursové srážky a příplatky. Cílem byla snaha vyrovnat rozdíly mezi oficiálním kurzem a skutečnou vnitřní kupní silou koruny. Výsledkem byla existence celé řady kurzů. Jedním z nich byl také kurz turistický, kde byl k oficiálnímu kurzu stanoven příplatek 75 %, pro tuzemce pak přírážka činila až 125 %. Záměrem bylo snížit poptávku po valutách. Toto vše napomáhalo k bujnému rozmachu černého trhu. [1]

V rámci úsilí o celkovou změnu podmínek mechanismu fungování ekonomiky ve druhé polovině 60. let byl proto učiněn pokus nějakým způsobem přiblížit kurz koruny k reálnější úrovni. Od začátku roku 1967 byly pro obchodní platy zavedeny kursové koeficienty tzv. vnitřního reprodukčního cenového vyrovnání (VRCV), jednak ve vztahu k USD jako představiteli konvertibilních měn, jednak k převoditelnému rublu. Byly odvozeny od průměrných reprodukčních nákladů na získání devizové jednotky, tedy od jakési průměrné (propočtené) "ceny" deviz. Tyto koeficienty představovaly způsob řešení odchylky nominálního oficiálního kurzu koruny od zmíněné propočtené ceny deviz a s jejich pomocí se tak skrytě korigoval nereálný oficiální kurz. [3] Na základě těchto koeficientů a nástroje přírážek a srážek mělo dojít k postupnému propojení trhů - vnitřního a vnějšího. Tento předpoklad se za centrálně direktivní ekonomiky ukázal nereálným.

Jako další etapu vývoje československé koruny můžeme datovat od roku **1981**, kdy ve vztahu k směnitelným měnám byl využit **systém měnového koše**. Jednalo se o soubor pěti měn (USD, DEM, ATS, GBP, FRF), kde jejich podíly byly stanoveny na základě vlivu měny na platební bilanci. Jejich změna byla možná již po 1 roce. [1]

Období 80. let představovalo pro mnohé centrální ekonomiky velký zlom. Československá ekonomika byla charakteristická výraznými deformacemi, které způsobily, že se země v reálu vzdalovala od ostatních světových ekonomik. Nevyhnutelnými se staly ekonomické reformy. Patřila tam také volba vhodného režimu určování devizového kurzu. Dále se proto v této části mé práce se budu zabývat vývojem koruny rok po roce.

V Československu fungoval tedy až do roku 1989 velice centralizovaný systém devizového hospodaření. Všechny devizové transakce byly uskutečňovány striktně v rámci ročních devizových plánů, podniky musely odevzdávat veškeré devizové příjmy a občanům byly poskytovány devizy pouze na přiděl. Jedním z hlavních úkolů ekonomické reformy v oblasti devizového hospodářství bylo tudíž *zavedení směnitelnosti koruny*.

Od zavedení směnitelnosti měny se dala očekávat řada pozitivních efektů. Směnitelnost jako taková výrazně zvyšuje možnosti spotřebitelů uspokojovat své potřeby zahraničním zbožím a službami. Zavedení směnitelnosti má rovněž důležitý vliv na domácí výrobce, neboť se zvýší stupeň konkurence v ekonomice, což je nutí k efektivnějšímu chování a k alokaci investic v souladu s jejich komparativními výhodami. Zavedení směnitelnosti s sebou přináší také i některá rizika. Hlavní obavy se týkaly schopnosti průmyslových podniků přežít otevření ekonomiky a působení zahraniční konkurence. Zavedení směnitelnosti také může vést k přesunu části poptávky od zboží domácí produkce k dovozenému. Což může vést k dočasnému zvýšení nezaměstnanosti, poklesu produkce a snížení reálné mzdy. [4]

Rok 1989

Již od počátku roku 1989 dvousložkový kurz nahradil kurz jednosložkový a vnitřní korigující koeficienty VRCV zanikly. Kurz koruny se k jednotlivým měnám začal vyjadřovat jedinou absolutní veličinou, jejímž základem byla "cena" deviz odvozená z průměrných reprodukčních nákladů. [3] 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. Kurz schvalovala vláda po projednání s řídícími centrálními orgány. Změny kurzu měly rozpětí $\pm 5 \%$ od schválené úrovně. Oproti předchozímu oficiálnímu se nový kurz koruny v obchodních platech snížil vůči volně směnitelným měnám 2,75krát (ze 3 Kčs na 8,25 Kčs/DEM) a v neobchodních platech (tj. i v turistice) 1,75krát (z 11,80 Kčs na 20,65 Kčs/DEM). [3] Touto devalvací vyplavalo na povrch, že koruna byla v roce 1953 značně nadhodnocena.

Během tohoto roku 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. Netvořily je však celé devizové tržby, ale pouze jejich část, která zbyla po odvodu do státních centralizovaných zdrojů podle tzv. devizových normativů, které platily ještě v následujícím roce 1990. Na těchto aukcích se obchodovalo v lotech, kde 1 lot se rovnal 10 tis. Kčs. Kurz se zde tedy utvářel na základě poptávky a nabídky, v některé literatuře se uvádí, že kurz koruny vůči dolaru pohyboval na úrovni přes sto korun.

Došlo tedy k jedné z prvních podstatnějších liberalizací devizových transakcí v Československu. Podnikům bylo umožněno zakládat vlastní devizové účty, výjimkou nebyly ani účty soukromé.

Rok 1990

V průběhu roku byl zaveden jednotný kurz pro obchodní a neobchodní platy a byly provedeny devalvační úpravy kurzu Kčs ke směnitelným měnám tak, aby se jeho úroveň přiblížila realistickým východiskům pro formování kurzu v tržních podmínkách. Po přechodné období byl vyčleněn turistický kurz.[1] Již v březnu tohoto roku totiž vláda oznámila svůj záměr zavést omezenou vnitřní směnitelnost koruny, a to od roku 1991. Otevřela se tak otázka konvertibility koruny.

Nejzávažnějším problémem při přechodu ke směnitelnosti koruny bylo stanovení výchozího, startovacího kurzu. Bylo nutné brát v úvahu dopady zvoleného kurzu jako jsou: vliv na míru inflace, na stimulaci exportu a na zahraniční zadlužení. [1] V průběhu tohoto roku došlo celkem ke třem devalvacím vůči směnitelným měnám. V literatuře se uvádí o celkových 86 - 113 %. První z nich byla provedena ve snaze zrealitnit kursové vztahy a vyřešit nerovnováhu v nabídce a poptávce po devizách (17 Kčs/USD). Na konci tohoto roku byl kurz stanoven ve výši 28 Kčs/USD. Ještě před zavedením liberalizace cen a zahraničního obchodu bylo nutné rozhodnout o režimu určování devizového kurzu. Zde byla pověřena centrální banka, aby na devizovém trhu udržovala kurz na zvolené úrovni a aby řídila jeho změny. Pro tuto volbu hovořilo několik faktů. Devizový trh u nás nebyl

v této době vůbec rozvinut a obchodování zde bylo velice nízké. U volně plovoucího kurzu by hrozily časté výkyvy a kolísání, tedy nestabilita s dopadem na produkci, vývoz a investice. Centrální banka také nedisponovala dostatečným množstvím devizových rezerv, kterými by tyto případné výkyvy omezila. Cílem vlády bylo především udržení důvěry občanů, usnadnění jejich rozhodování, stimulovat příliv zahraničního kapitálu a snaha omezit spekulace. Jednalo se o velice důležité aspekty a předpoklady nutné na počátku celé ekonomické transformace.

Jak jsem se již zmínila, turistický kurz byl v počátku vyčleněn pro přechodné období, a to ve výši 26 Kčs/DEM. Důvodem jeho výše byla snaha snížit výměnu na černém trhu, který zde v této době existoval v obrovském rozsahu. Československo se rázem stalo nejblacinější zemí v Evropě a vysloužilo si přezdívku bufet Evropy. Započala tak epocha nájezdů cizinců na místní obchody s potravinami, které byly navíc státem dotovány. Odezvou státních orgánů byla nejenom administrativní opatření v podobě celních kontrol, ale především revalvace koruny v turistickém kurzu na 23 Kčs/DEM. I přes toto opatření nepřestalo být Československo pro cizince atraktivní.

Rok 1991

Od 1. ledna došlo k zavedení vnitřní směnitelnosti koruny na základě jednotného kurzu, kde je koruna stále vázána na individuální měnový koš. Šlo zde již o liberalizaci účtu platební bilance pro ekonomické subjekty. Podnikatelé mají možnost neomezeného nákupu deviz za koruny v bankách za účelem úhrady závazků do zahraničí. Zároveň ale byly povinny odprodat bankám veškeré devizové tržby (tato nabídková povinnost byla později zrušena).[8] Fyzické osoby měly při nákupu deviz stanovený limit, který se ale postupně zvyšoval až později úplně zanikl.

Devizové operace se tedy prováděly podle platného směnného kurzu koruny. Realizace byla technicky zajišťována pomocí mezibankovního trhu, na němž operovala centrální banka a banky obchodní. Významný úkol připadl především na komerční banky. Musely zajistit dostatečné devizové prostředky k úhradám závazků svých klientů. K tomu jim

sloužilo především obchodování na vnitřním devizovém trhu. V případě převisu poptávky centrální banka prodávala ze svých rezerv devizy obchodním bankám.

Je zde nutné upozornit, že koruna po celé toto období vnitřní směnitelnosti nebyla obchodovatelná na mezinárodních devizových trzích. Jednalo se stále jen o vnitřní platidlo státu. Zvedení vnitřní směnitelnosti spočívalo především v odstranění dřívější zdi mezi vnitřními a vnějšími ekonomickými vztahy a umožnění opětovného propojení vnitřního trhu s trhy světovými.

"Smysl zavedení vnitřní směnitelnosti koruny spočíval v jakési počáteční renesanci skutečné ekonomické funkce směnného kurzu koruny v naší ekonomice."^{*)}

Rok 1992

Od září 1992 v souvislosti se zahájením devizového fixingu stanovuje centrální banka kurs Kčs ke směnitelným měnám podle nové metody. Vlastní vazba na měnový koš není již pevně fixována, jak tomu bylo dříve, ale pro pohyb kursu k měnovému koši je zavedeno úzké oscilační pásmo v rozsahu $\pm 0,5 \%$. [1] V tomto roce se začínají projevovat i změny v platební bilanci způsobené rostoucí ekonomickou aktivitou a v důsledku zahájení privatizace. Zvýšila se tedy nejen poptávka po devizách, ale také po české koruně vlivem přílivu přímých zahraničních investic např. z USA, Francie a Německa.

Tab. 7: Složení měn. koše čs. koruny - % podíly (váhy) jednotlivých měn

	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
28. 12. 1990	31,34	45,92	12,35	6,55	4,24	-
2. 1. 1992	49,07	36,15	8,07	3,79	-	2,92 ¹
Podíl v abs. tvaru k 1992	0,01761	0,01969	0,03092	0,00184	-	0,00543 ²
Zákl. (výchozí) kurz CZK	27,86	18,35	2,61	20,57	-	5,37

¹GBP byla nahrazena FRF

[3]

²Podíl v absolutním tvaru se odvodil od výchozího kurzu koruny vůči košovým měnám a jejich podílu v tomto koši. Např. $0,01969 \text{ DEM} = 1/18,35 \times 0,3615$

^{*)} Kubišta Václav a kol.: Mezinárodní ekonomické vztahy, HZ Editio s. r. o., Praha 1999

V druhé polovině tohoto roku se však začala negativně projevovat nejistota spojená s nadcházejícím rozdělením federace a daňovou reformou. Následné zrychlení dovozů a značný pokles přílivu přímých zahraničních investic (většina z celkového přílivu byla realizována v prvních měsících roku 1992) způsobily pokles devizových rezerv: ke konci ledna poklesly oficiální devizové rezervy ČR pod hranici 450 mil. USD, což postačovalo k pokrytí 2,5 týdne dovozu. Teprve měnová odluka a finanční pomoc ze strany MMF napomohly tomu, že se situace počátkem následujícího roku stabilizovala.[4]

Rok 1993

V důsledku mimořádných vlivů, které v tomto roce nastaly - rozdělení federace, měnová odluka, zavedení nové měnové soustavy - uplatňovala ČNB měnovou politiku spíše restriktivně. Základními nástroji, které využívala byly především úrokové sazby, povinné minimální rezervy a operace na volném trhu.

Česká koruna zdědila po československé koruně jak úroveň kurzu (28 Kčs/USD), tak i měnový koš. V tomto roce došlo k zásadní změně jeho obsahu. Pět měnový koš byl nahrazen dvou měnovým. Jednalo se o DEM s podílem 65 % a USD s podílem 35 %. Důvodem tohoto kroku byla především změna měnové struktury běžného účtu platební bilance (rovněž se očekával další nárůst plateb především v DEM) a také snaha zjednodušit výpočet kurzů. Hlavním zdrojem pohybu kurzu koruny se tak nestal vztah mezi poptávkou a nabídkou deviz, který ovlivňoval kurz jen nepatrně, ale především pohyb kurzu košových měn na mezinárodním devizovém trhu.[3,4,6]

Oscilační pásmo $\pm 0,5$ % bylo značně úzké. Díky tomu se kurz vyznačoval jako stabilní a to mělo pozitivní vliv na zahraniční obchod.

Postupně se tu však začal projevovat problém, který byl významně spojen s přílivem zahraničního kapitálu (na základě úrokového diferenciálu tj. rozdílu úr. sazeb u nás a v zahraničí). Jednalo se o velký nárůst peněžní zásoby. Měnová politika tak byla silně ovlivňována přílivem tohoto kapitálu. Z důvodu zabránit inflaci, ČNB použila již

zmíněných nástrojů. Stahovala likviditu z trhu pomocí zvyšování základních úrokových sazeb a povinných rezerv.

Rok 1994

Již během tohoto roku byl přístup k devizám velmi liberální. ČNB totiž počátkem roku uvolnila nabídkovou povinnost deviz získaných vývozem. Obchodní transakce jsou realizovány ve volně směnitelných měnách, neobchodní kurzy byly zrušeny. V ekonomice však pokračoval nepříznivý vývoj co se týče produktivity práce. Dovoz stále více kryl domácí poptávku, protože tuzemské zboží stále nebylo srovnatelné se zahraničním. Platební bilance byla sice přebytková, ale pouze díky kapitálovým přílivům. Zahraniční investoři mají totiž již volný přístup do české ekonomiky, včetně trhu s cennými papíry.[3]

Vzhledem ke stálému zaostávání produktivity práce za růstem reálných mezd měl mít kurz koruny tendenci spíše oslabovat, avšak skutečnost byla jiná. Kapitálový účet platební bilance působil na kurz zcela opačně. Úrokový diferenciál na konci roku dosahoval hodnoty 7 %, způsoboval tak stále větší poptávku po koruně ze strany zahraničních spekulativních investorů a takto silně ovlivňoval kurz koruny. Příliv tohoto kapitálu byl sterilizován emisemi poukázek ČNB, které nakupovaly zejména české banky. S růstem objemu vydaných poukázek rostl i placený úrok, jenž se pohyboval mezi 8 - 9 %.[3] Příliv kapitálu v tomto roce představuje již výši 10 % HDP.

Kurz byl přesto stabilní a představoval určitou kotvu makroekonomické rovnováhy. ČNB se zabývala posuzováním výhod a nevýhod pevného kurzu koruny. Nakonec předložila vládě doporučení na postup zavedení širší směnitelnosti Kč. Vycházela přitom z myšlenky, že směnitelnost je určitým vyjádřením kvalitativních charakteristik ekonomiky. Je to potvrzení jak její makroekonomické stability, tak i rovnovážného vývoje. Je to určitý doklad funkceschopnosti ekonomiky.[8]

*"Směnitelnost měny vlastně znamená, že hospodářské subjekty jsou funkcionálně integrovány do globální světové ekonomiky. Toto je cíl, který zaváděním směnitelnosti sledujeme." *)*

Rok 1995

V tomto roce byl růst HDP tažen opět domácí poptávkou, která však nebyla kryta domácí nabídkou. Došlo k prudkému růstu dovozu (meziročně o 21, 7 %). Podniky stále častěji požadovaly nějaká proexportní opatření, především devalvaci měny. Proti však stály faktory v podobě vlivu kapitálového účtu.[1] Příliv způsobily z části úvěry českým subjektům, následoval růst devizových rezerv a hrubá zadluženost ČR.

Byl uskutečněn další významný krok v liberalizačním procesu přijetím nového devizového zákona č. 219/1995 Sb., kterým se Česká republika přihlásila k článku VIII Dohod Mezinárodního měnového fondu. Tento článek požaduje směnitelnost národní měny minimálně na úrovni směnitelnosti pro devizové cizozemce a pro běžné položky platební bilance. Ve skutečnosti nový devizový zákon vymezil směnitelnost české koruny daleko za touto úrovní. [1] Zařadili jsme se tak mezi velké množství států, které vyhovely mezinárodně uznávaným podmínkám směnitelnosti svých měn, podmínkám tzv. *vnější směnitelnosti*.

Ekonomika se již nacházela ve vysokém stupni otevřenosti, který představoval volný příliv kapitálu při daném úrokovém diferenciálu a při pevném kurzu koruny. Tento již skoro nekontrolovatelný příliv způsobil, že pevný kurz koruny s oscilací $\pm 0,5$ % přestal působit jako protiinflační nástroj. ČNB sice dále pokračovala ve sterilizačních opatření (emise poukázek), přistoupila i ke zpřísnění měnové politiky ve formě zvýšení klíčové úrokové sazby a povinných minimálních rezerv na 8,5 %, ale tížený efekt sterilizací se stále více snižoval. Zahraniční investoři měli stále snazší přístup ke koruně, mohli i nakupovat pokladniční poukázky. ČNB tak postupně ztrácela kontrolu nad vývojem peněžní zásoby.[1,3]

*) J. Tošovský, Hospodářské noviny 10. 1. 1995

Rok 1996

Reálnou možností, jak zamezit velkému přílivu kapitálu při zachování daného systému pevného devizového kurzu, bylo zvětšit flukтуаční pásmo a tím zvýšit riziko pro zahraniční investory a domácí subjekty. Na základě rozhodnutí Bankovní rady ČNB došlo v únoru k rozšíření flukтуаčního pásma vůči centrální paritě z $\pm 0,5 \%$ na $\pm 7,5 \%$. Flukтуаční pásmo umožňující změnu kurzu koruny až o 15 % vytvářelo nemalé riziko pro zúčastněné subjekty.[3] Vrátilo tak hospodářské politice alespoň částečně schopnost působit na celkovou poptávku po domácím i zahraničním zboží. Byly tak vytvořeny lepší předpoklady pro udržení vnější a vnitřní rovnováhy.

Vývoj kurzu byl i přes toto opatření relativně klidný. Zpočátku se dostal do devalvačního pásma, ale po intervencích se vývoj opět uklidnil. První zkušenosti rozšířeného kursového pásma nasvědčovaly, že došlo k odlivu krátkodobého spekulativního kapitálu ve výši téměř 600 mil. USD.[3]

I v tomto roce byla charakteristickým znakem vývoje kurzu jeho určitá stabilita, která ale však neodpovídala ekonomickému vývoji země. Převis agregátní poptávky způsoboval vnitřní nerovnováhu, rostl import a tím i deficit obchodní bilance. Následovalo zvyšování zahraničního zadlužení, které překročilo kritickou hranici 40 % HDP. Začínají se zadlužovat také veřejné rozpočty. [3]

Koncem roku 1996 analytici naznačovaly, že kurz koruny je vůči DEM a USD nerealně vysoký, že neodpovídá naší ekonomické situaci ve vztahu k zahraničí, a navrhovali devalvaci fixního kurzu.[3]

Rok 1997

Rok 1997 představoval určitý zlom a to nejen ve vývoji kurzu české koruny, závažné problémy se dotkly také celé finanční oblasti, bankovní sféry a přerostly až ve všeobecnou ekonomickou krizi.

Již na počátku roku nebyly vyhlídky následujícího roku radostné, a to zejména díky ohromnému deficitu běžného účtu a alarmujícímu nárůstu zahraničního dluhu. Zhoršováním většiny makroekonomických ukazatelů se Česká republika začala odlišovat od ostatních postkomunistických zemí, které vykazovaly hospodářský růst. Již koncem roku 1996 analytici naznačovali, že kurz koruny kvůli nárůstu vnější nerovnováhy absolutně neodpovídá ekonomické situaci, a navrhovali devalvací. Příliš silná koruna se tak již v prvním čtvrtletí roku stala předmětem spekulací, kurz totiž posiloval bez ohledu na stále varovnější čísla. Za spouštěcí mechanismus se považuje v té době existující měnová a bankovní krize v některých zemích Asie. Reakce investorů na sebe nedala dlouho čekat, následoval jejich odchod z rizikových oblastí. [3]

Skutečná měnová krize nastala až v polovině druhého čtvrtletí, v květnu, kdy koruna zaznamenávala přímo útok spekulantů. Následoval přímo masivní a velice rychlý odliv krátkodobého kapitálu, koruna devalvovala o 10 %. Důvěra v ní klesla a investoři se jí zbavovali i za cenu svých ztrát. Ve snaze zabránit nežádoucímu poklesu kurzu a zachovat systém fixního kurzu ČNB několikrát na devizovém trhu intervenovala. Tato aktivita centrální banky ve prospěch koruny se citelně dotkla našich devizových rezerv, avšak zabránit poklesu koruny ani zachovat systém fixního kurzu se bance nepodařilo. Ke konci května 1997 Bankovní rada ČNB neočekávaně náhle zrušila systém pevného kurzu koruny a zavedla **systém řízeného floatingu (plovoucího kurzu)**. [3] Tyto intervence, v podobě nákupu koruny, způsobily ztrátu asi 3 mld. dolarů měnových rezerv.

Vyvstala zde tedy potřeba stabilizovat danou situaci. Součástí této stabilizace byla především další restriktivní politika centrální banky. Také vláda se snažila zasáhnout formou různých opatření, tzv. balíčků. Jednalo se především o zásahy cestou rozpočtových škrtů, urychlení legislativních opatření pro zprůhlednění finančních trhů, účinnější podporu exportu nebo o stimulační přílivu přímých zahraničních investic. ČNB nastavila velice vysoké úrokové míry (např. lombardní sazbu ze 14 % na 50 %, repo sazbu pak z 12,4 % stanovené v červnu roku 1996 až na 39 % v červnu roku následujícího). Záměrem bylo snížení růstu cenové hladiny tak, že dojde ke zdražení peněz. Cílem bylo tedy dosáhnout dezinflace, ale také odstranění vnější nerovnováhy a tak i zastavení stoupajícího zahraničního zadlužení. [7]

Útoku spekulantů však zabráněno nebylo. Extrémně vysoké úrokové sazby odlivu kapitálu nezabránilly, ale jako - snad nechtěný - efekt způsobily, že měnová krize přerostla v krizi bankovní, ta pak v krizi finanční a ta nakonec ve všeobecnou krizi ekonomickou, které přetrvávaly dlouho po odeznění samotné měnové krize. Náš křehký, protože ještě nevypělý a nezralý bankovní, finanční i reálný (podnikový) sektor tento úrokový šok nevydržel.[7]

*"Dá se proto oprávněně říci, že ekonomiku nezlomila měnová krize, ale způsob jejího léčení. Měnová krize byla důležitým upozorněním na problémy a rizika naší ekonomiky. Bylo možné se ji vyhnout či zejména její následky překonat při ochotě všech zúčastněných partnersky spolupracovat. To se však nestalo a vlastní vinou jsme obětovali velkou část úspěchů počátků transformace politické řevnivosti a nesnášenlivosti." *)*

Zvýšení úrokových sazeb tedy představovalo nárůst úrokového diferenciálu, což znovu přilákalo spekulativní kapitál se záměrem profitovat. Byl tak opět vytvořen tlak na korunu, začala opět posilovat.

Rok 1998

V roce 1998, kdy HDP západoevropských zemí překročil o téměř 20 % úroveň z roku 1989, zůstávala ČR 4 % pod předtransformační úrovní. Ještě hůře vyznívá srovnání na úseku produktivity práce, v průmyslové a zemědělské výrobě, bytové výstavbě a ve vývoji vědeckovýzkumné základny.

Tento propad tempa růstu HDP (až o 2,3 %) byl některými managery a ekonomy označován jako důsledek silné restriktivní měnové politiky a vysoké úrovně úrokových sazeb. Byly vedeny rozsáhlé diskuse o správnosti této politiky ČNB, která jejich názor nesdílela. Přikláněla se spíše k tomu, že daná stagnace či propad měly především příčinu v nesprávném řízení firem vlastníky, dále v nefungujícím kapitálovém trhu a také v často těžce vynutitelných zákonech. V této době, především v druhé polovině roku, vysoký kurz koruny snížil konkurenceschopnost našich výrobců, a tato situace nahrávala ve prospěch

*) V. Klaus: Tři roky po měnové krizi. In: Tři roky od měnové krize, č. 5, CEP Praha 2000, s. 17. a 19.

importu. Nominální kurz se pro mnohé stal nadhodnoceným, neboť jejich reprodukční (výrobní) náklady na jednotku devizy (dolar, marku) převýšily nominální kurz koruny, tedy částku, kterou obdrží za jednotku devizy získanou vývozem zboží. V důsledku vysokých úrokových sazeb a silnému kurzu koruny se výrobci dostali do špatné finanční situace, což se odrazilo právě v tempu růstu HDP. Toto vše se odrazilo v pochybnosti o správnosti politiky centrální banky. Jinak věc posuzovali představitelé průmyslu, jinak bankéři a jinak i politici. [3]

Na konci tohoto roku došlo k příznivějšímu vývoji čisté inflace a ČNB se otevřel prostor pro snižování základních úrokových sazeb. Zatímco v březnu činila dvoutýdenní repo sazba 15 %, v prosinci byla již jen 9,5 %. Snížena byla také sazba diskontní, a to z 11,5 % na pouhých 7,5 %. Lombardní sazba poklesla o 6,5 % na 12,5 %. Oproti roku 1997 došlo také ke změně povinných minimálních rezerv (z 9,5 na 7,5 %). Tato opatření bylo jakýmsi impulsem k nastartování ekonomického růstu pomocí větší dostupnosti úvěrů pro podniky. Předpokladem byl také vznik nových pracovních příležitostí a pomoc těm, kteří již úvěry disponovali.[7]

Rok 1999

Významnou událostí tohoto roku je zavedení jednotné měny euro, čímž se již na počátku roku změnil způsob vyhlásování kurzu koruny. Jak již jsem se v druhé části této práce zmínila, Rada Evropské unie stanovila pevné přepočítací koeficienty 11 měn členských států vůči euru. ČNB vyhláší každodenně kurz koruny k euru. Pro ohodnocení závazků a pohledávek vůči zemím EMU musí firmy používat přepočet přes kurz eura, který vznikl na devizových trzích.

V prvním čtvrtletí tohoto roku však došlo k překvapivému oslabení kurzu koruny až na 38,5 Kč/EUR (19,7 Kč/DEM). Bylo sice zřejmé, že jeho úroveň neodpovídala stavu ekonomiky v zemi, ale počítalo se spíše s pozvolným oslabováním. Za příčinu je považováno snížení úrokových sazeb centrální banky. Úrokový diferenciál přestal být pro investory atraktivní a neodpovídal riziku podnikání u nás. Naopak ve druhém čtvrtletí

nastala změna. Došlo k opětovnému posilování koruny a to díky očekávání přílivu zahraničního kapitálu spojeného s privatizací našich bank.

V roce 1999 dominovalo ve vývoji bankovního sektoru několik rysů. Nejvýraznějším z nich byla snaha urychlit a dokončit privatizaci největších bank včetně ČSOB, Komerční banky a České spořitelny. V této době banky stále pociťují zátěž ohrožených, špatných úvěrů. Roste mezifirmní zadlužení následované rostoucím počtem firem s druhotnou platební neschopností. Co se týče peněžního družstevnictví, byli jsme svědky velkého dramatu. Jednalo se o rok velkého vzestupu i následného pádu. Jen za prvních devět měsíců vzniklo nových 24 záložen. Už v říjnu na ně byly uvalovány nucené správy. Jinak tomu nebylo ani v sektoru kampeliček. Důvodů je zde několik. Jednalo se především o nezkušenost managementu, neúměrně vysoké úrokové sazby a nemalou zásluhu na tom má také nedokonalá, děravá legislativa.[25]

V tomto roce předložila také vláda ke schválení schodkový rozpočet s tím, že schodek bude věnován především na investice do infrastruktury, bydlení. Přijala také systém investičních pobídek, orientovaný na příliv zahraničních investic. Cílem byla především snaha pozastavit hospodářský propad. Ve 2.čtvrtletí se hrubý domácí produkt dostal na úroveň stejného čtvrtletí předchozího roku. Zásluhu na tom především mělo obnovení poptávky domácností a zlepšení salda ve vztahu k zahraničí.

Rok 2000

Tento rok byl rokem, kdy se úroveň naší ekonomiky měřená HDP dostala téměř na úroveň roku 1990. Ekonomická situace a hospodářský vývoj sice navazovaly na podmínky předchozích let, ale příznivější vnější podmínky, postupné odbourávání problémů se odrazily v příznivém obratu řady ekonomických trendů. HDP ve srovnání s předchozím rokem vrostl o 2,7 %; míra nezaměstnanosti se pohybovala kolem 9 % a míra inflace pak kolem 2 %. Významným cílem, ke kterému směřuje politický a ekonomický vývoj naší země, je vstup do Evropské unie. [26]

Míra otevřenosti české ekonomiky neustále vzrůstá. **Kurz koruny** je stále udržován **jako plovoucí**, v tomto roce se však vyvíjel rozdílně vůči USD a vůči EUR. Základním kritériem pohybu byl vztah těchto dvou měn na devizových trzích. EUR bylo poznamenáno razantním poklesem oproti USD. Ve shodě s tím se pohyboval kurs koruny vůči USD, zatímco vůči EUR měl tendenci pomalého zpevnění. [26] Je nutné si uvědomit, že 70 % zahraničního obchodu ČR tvoří směna se zeměmi EU. Platební bilance navázala na vývoj předchozího roku. Pasivum na běžném účtu narůstalo vlivem obchodní bilance. Finanční účet opět zaznamenal zásluhou přímých investic aktivní saldo a opět otočilo platební bilanci do aktivní polohy.

V následujících dvou letech, tj. v roce 2001 a 2002, nenastala žádná změna v systému devizového kurzu koruny, již od roku 1997 se jedná o systém volně plovoucího kurzu. Jedná se však o období, kdy se úroveň ekonomiky měřená HDP dostala nad úroveň roku 1990. Teprve po deseti letech tak dochází k vyrovnání útlumu ekonomické aktivity způsobený rozsáhlými systémovými, ale i společenskými změnami. Přesto její nárůst v roce 2002 nebyl tak příznivý jako v předchozím roce. Důvodem byl především nepříznivý konjunkturální vývoj v Evropě. Naši ekonomiku poznamenal především náš hlavní obchodní partner Německo. Dalším významným vlivem na zpomalení růstu měly ničivé záplavy v povodí našich největších řek. Naopak pozitivně zde již jako v předchozích letech působí především spotřeba domácností.

Za zmínku stojí také vývoj míry inflace. Ze 4,7 % v roce 2001 se dostala až na úroveň 2 % v roce 2002 a i nadále klesala. Dostala se tak na úroveň tempa spotřebitelských cen v EU.[26] Klíčovým problémem se však opět stala výše nezaměstnanosti, která se vyšplhala k průměrné hranici 10 %. Produktivita práce stále zaostávala za růstem reálných mezd.

Kurz koruny navazuje na vývoj z předchozích let, koruna byla nadhodnocena a její kurz neustále posiloval. Podstatný vliv na pozici kurzu měl především příliv přímých zahraničních investic.

V současné době se již objevují diskuse o okamžiku přijetí eura. Jde sice ještě o vzdálenější budoucnost, počítá se s horizontem roku 2010. Je však nutné se seznámit s existujícími pravidly, které požadují před převzetím eura, a tedy vstupem do měnové unie, strávit nejméně dva roky v kursovém režimu ERM II. Do tohoto systému lze vstoupit také zároveň se vstupem do EU a tento okamžik se blíží. Pro českou korunu by se jednalo o jakýsi krok zpět, tj. od systému volného floatingu k systému pevných devizových kurzů.

3. Kvantitativní analýza devizového kurzu koruny v období 1989 - 2002

V této kapitole se budu zabývat jedním z důležitých období ve vývoji koruny, a to obdobím, které můžeme také nazvat transformačním, nebo obdobím návratu k tržnímu hospodářství. Tato část je především postavena na grafickém vývoji devizového kurzu koruny vůči americkému dolaru, německé marce a euru. Následující komentář úzce navazuje na předchozí část této práce. Cílem je porovnat uváděné indikátory změn a skutečný vývoj.

K této analýze byly využity časové řady měsíčních průměrů devizového kurzu. Roční průměry v sobě totiž neodrážejí různé změny, ke kterým v průběhu roku dochází.

Na základě vývojového směru lze provést následující periodizaci postavení české koruny:

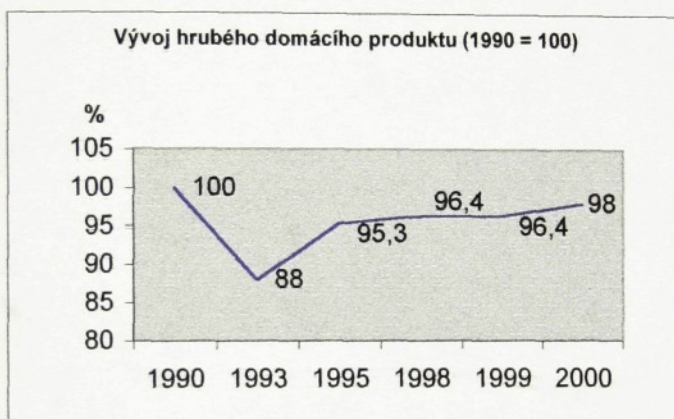
- fáze I. - období přizpůsobování měnové politiky tržním podmínkám - 1991 - 1993
- fáze II. - předkrizová fáze v období let 1994 - 1996
- fáze III. - 1997 rok krizového vývoje české koruny
- fáze IV. - stabilizační období 1998 - 2000
- fáze V. - období boje s nadhodnocenou korunou.

Těchto pět fází vývoje devizového kurzu koruny v transformačním období lze rozdělit či sloučit na základě kritéria určitého systému devizového kurzu koruny. Jak již jsem v předcházející části této práce podotkla, pro uspořádání měnového kurzu koruny byla v minulosti charakteristická různorodost těchto systémů. V tomto případě se jedná o období stanovení kurzu na základě košové metody, a o přechod od fixního kurzu k zavedení systému řízeného floatingu v roce 1997.

3.1. Analýza vývoje devizového kurzu koruny v letech 1991 - 1993

Po pádu komunistického režimu v roce 1989 nastoupilo tehdejší Československo dráhu tržně orientované hospodářské transformace. Až do současné doby tento vývoj prošel několika fázemi. Jednou z nich bylo období, které bylo charakterizováno jako etapa jakési transformační deprese, která v ČR trvala až do roku 1993. Tato skutečnost se odrážela převážně ve výrazném poklesu výkonu ekonomiky (viz graf č. 1). Klesal nejen hrubý domácí produkt, také průmyslová výroba a především produktivita práce. Nezaměstnanost

Graf 1:



1999 a 2000 - Odhad Hospodářských novin

[25]

Tab. 8:

Hlavní makroekonomické indikátory

Rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reálný HDP (%)	-1,2	-14,2	-6,4	0,6	2,7	6,4	3,9	-0,1	-2,3	-0,2
Inflace* (%)	9,7	57,9	12,7	20,8	10	9,1	8,8	8,5	10,7	2,2
Nezaměstnanost (%)	0,8	4,1	2,6	3,9	4,0	3,4	4,1	5,4	7,3	8,7
Běžný účet/HDP (%)				1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-1,9	-2,0

* meziroční prosincová míra inflace

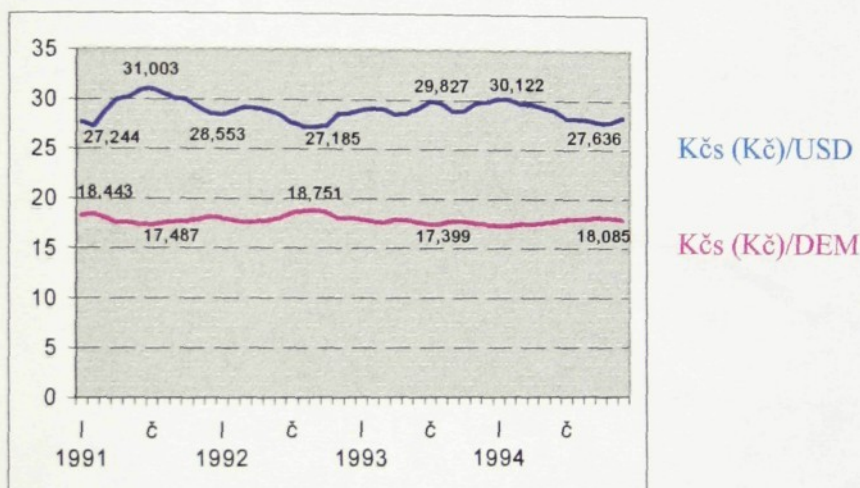
[7]

sice zůstávala na nízké úrovni, ale nevyhnuli jsme se růstu inflace, jak dokazuje tabulka č.8. Ekonomika zažila v tomto období dva inflační nárazy. První se odehrával v roce 1991, což byl následek liberalizace cen, kdy se vyšplhala až na úroveň vyšší 57 %, a druhý pak po daňové reformě v roce 1993. Toto období je tedy úzce spjato s jakousi nejistotou.

Nebylo možné přesně odhadnout k jak velkému reálnému zhodnocení kurzu v důsledku počátečního cenového skoku dojde a jak velká bude eroze konkurence schopnosti.[4]

V období 1991 - 1992 je devizový kurz koruny odvozován od koše 5 měn, které se nejvíce podílí na obratu platební bilance. Jednalo se o systém pevného kurzu, centrální banka byla pověřena udržovat kurz na určité úrovni, ale bohužel disponovala s nízkou výší devizových rezerv. Jak je patrné z následujícího obrázku, došlo v polovině roku 1991 k výrazné devalvaci kurzu koruny k dolaru, a to o 13 %. Bylo nutné přiblížit kurz k externě směnitelným měnám.

Graf 2: Vývoj kurzu koruny



[29]

ČR v tomto roce také získala půjčku od MMF v celkové výši 1,8 mld. USD za účelem posílení devizových rezerv. Cílem bylo především obnovení důvěry v korunu, což se díky protiinflační a restriktivní makroekonomické politice a růstu devizových rezerv podařilo. Polevil tak dosavadní tlak na devizový kurz a devalvace se odrazila také v růstu vývozu. Na konci roku se kurz pohyboval ve výši 28,553 Kčs/USD.[4]

Nejvíce zhodnotila koruna ve čtvrtém čtvrtletí roku 1992 a to až na 27,185 Kčs/USD. V důsledku zahájení privatizace došlo k růstu ekonomické aktivity, podnikatelé již mají možnost volného nákupu deviz v bankách. Důvěryhodnost režimu fixního kurzu značně posílila. Do země směřují přímé zahraniční investice, roste poptávka po české koruně.

Od září také ČNB stanovila úzké oscilační pásmo $\pm 0,5 \%$, což otevírá prostor pro pohyb kurzu v šíři 1 % od kurzu základního.

Předchozí vývoj byl narušen další nejistotou, tentokrát spojenou s rozdělením federace a také připravovanou daňovou reformou. Vidíme, že nejen ekonomické faktory, ale také politické mají vliv na vývoj kurzu. Prudce poklesl příliv zahraničních investic a následovalo snížení devizových rezerv až na hranici krytí pouze 2,5 týdne dovozu. Ke stabilizaci došlo počátkem roku 1993, kdy došlo k měnové odluce a napomohla také finanční pomoc od MMF. ČNB v této době koncipovala svou měnovou politiku mírně restriktivně, po překonání rizik ji však v průběhu roku opět uvolnila. Jedním z opatření bylo zvýšení diskontní sazby o 1,5 % na 9,5 %, za druhé se rozhodla zvýšit sazby povinných minimálních rezerv z důvodu snížení nadměrných volných peněžních prostředků. Tyto zásahy napomohly tomu, aby se již v I. čtvrtletí měnový vývoj stabilizoval, snížené volné peněžní prostředky umožnily udržení inflace v přiměřené míře (její průměrná výše vyšplhala až na 20 %). Znovu získaná důvěra investorů se odrazila především v opětovném růstu přílivu investic. Tento rok zaznamenaly kladné saldo všechny kapitálové účty platební bilance. Výraznějších hodnot dosáhly i investice portfoliové, které představují nákup cenných papírů. Devizové rezervy začínají opět narůstat.[4]

V květnu 1993 došlo ke změně struktury měnového koše, a to k jejímu zúžení na dvě měny. Německá marka zde byla zastoupena 65 % a zbytek tvořil americký dolar. Kurz koruny, jak ukazuje graf č. 2, lze považovat spíše za stabilní a neměnný. Pohybuje se kolem 17,60 Kč/DEM. Avšak oproti roku 1992 mírně aprecioval.

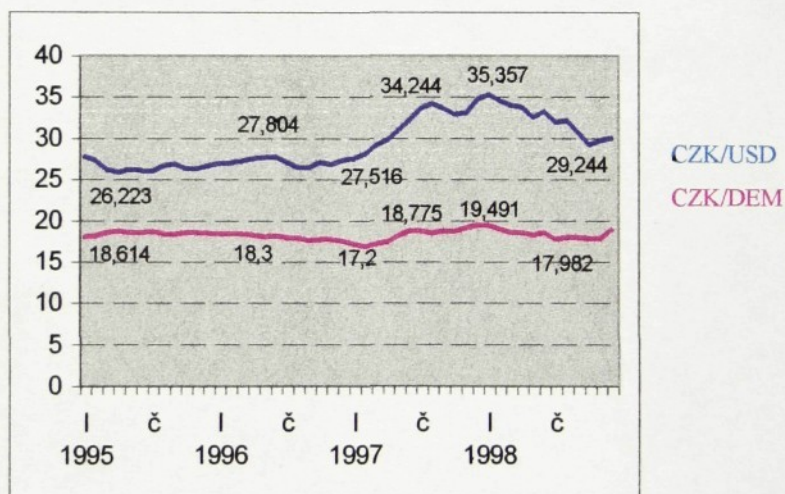
3.2. Analýza vývoje devizového kurzu koruny v letech 1994 - 1996

V období let 1994, 1995 a v první polovině roku 1996 probíhal v ČR relativně rychlý ekonomický růst, který v roce 1995 dokonce dosáhl hodnoty téměř neuvěřitelných 6,4 % ročního růstu HDP. Při velmi nízké míře nezaměstnanosti (která se po většinu období udržovala kolem 4 %) nebyla důvodem k zneklidnění a ke změně politiky ani neklesající inflace (udržující se na úrovni kolem 10 % ročně, což bylo v tehdejší době výrazně méně než v ostatních ekonomikách).[7]

ČNB se obdobně jako v předchozích letech zaměřovala především na udržování měnové stability. Z grafu č. 1 je patrné, že po celý rok 1994 docházelo k apreciaci koruny vůči dolaru. V lednu tohoto roku se kurz pohyboval na úrovni 30,122 Kč/USD, naproti tomu v prosinci téhož roku na pouhých 28,218 Kč/USD. Co se týče německé marky, zde koruna zaznamenala, a to především v prvním čtvrtletí, významné posílení. Úroveň 17,3 Kč/DEM představuje největší posílení koruny vůči marce za posledních 10 let. Naopak v druhé polovině tohoto roku koruna k marce oslabovala. Dochází zde k opačnému vývoji oproti dolaru. Žádná velká změna nenastala ani v říjnu 1995, kdy se koruna stala volně směnitelnou měnou. Za zmínku snad stojí zpevnění koruny vůči americkému dolaru. Ke změně došlo až v únoru následujícího roku 1996, kdy bylo rozšířeno fluktuační pásmo koruny na $\pm 7,5\%$. Po celý rok koruna přesto posilovala vůči německé marce z 18,49 Kč v lednu na 17,63 Kč/DEM v prosinci téhož roku.

Graf 3:

Vývoj kurzu koruny



[29]

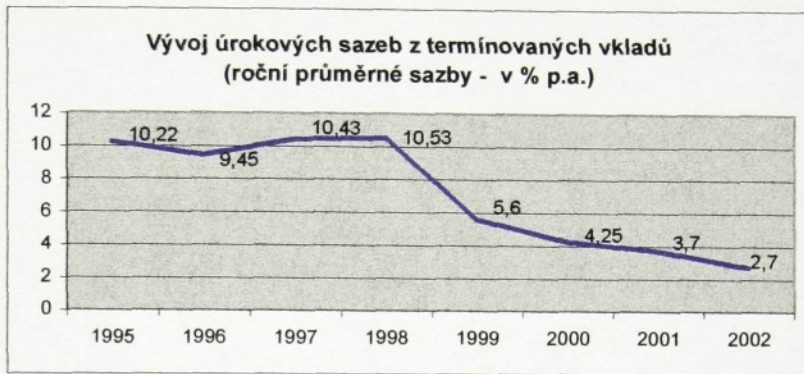
Charakteristickým rysem tohoto období byla především vysoká míra investic. Nejenže značně převyšovala domácí míru úspor, ale byla navíc výrazně orientována do terciálního sektoru. Relativně méně finančních prostředků proto zbývalo na modernizační výrobní investice.[7] Od druhé poloviny roku 1994 došlo ke změně v platební bilanci. Běžný účet se dostal do záporných hodnot, naproti tomu došlo k přebytku na účtu kapitálovém. Tyto

přebytky kryly schodek běžného účtu téměř po celé toto období. V roce 1995 dosáhl přebytek kapitálového účtu rekordní úrovně, převýšil 20 % HDP ve třech čtvrtletích.

Od roku 1995, kdy koruna začala být obchodovatelnou měnou na mezinárodních trzích, byl otevřen prostor pro různé pohyby spekulativního kapitálu. Docházelo k růstu peněžní zásoby nad očekávaný stav, desítky miliard korun se ocitly mimo kontrolu naší centrální banky. Navíc zůstával zachován poměrně vysoký úrokový diferenciál (viz graf č. 4). Dále reálné mzdy rostly rychleji než produktivita práce. Racionální pohled na tehdejší ekonomickou situaci vybízel pokusit se provést mírné zbrzdění ekonomiky. ČNB reagovala na tento vývoj v červnu, kdy vyhlásila výrazná restriktivní opatření. Zvýšila základní úrokové sazby platné na mezibankovním trhu (diskontní, lombardní, repo sazby), povinné minimální rezervy (z 8,5 na 11,5 %). Komerční banky v této době nebyly ještě příliš pevné a kapitálově silné. Opatření centrální banky, je proto výrazně zasáhla. Ještě do konce srpna musely stáhnout z oběhu obrovské množství korun. Došlo k hromadnému vypovídání a neobnovování úvěrů. Některé banky to nezvládly vůbec a brzy odešly ze scény, zatímco jiné se udržely, ale za cenu svých vlastních budoucích obrovských potíží a hlavně za cenu narušení neméně křehké rovnováhy podnikové sféry. [7] Pan profesor Klaus tuto situaci považuje za nástup na přímou cestu k měnové krizi.

Transformační období u nás jako takové je spjato s problematikou uvedené krize bank. Nelze opomenout to, že bankovní podnikání patří k nejobtížnějším podnikatelským aktivitám a je spojeno s vysokým rizikem. V tomto období nejenže nebyl ještě dostatečně rozvinut kapitálový trh, ale také byla značně zanedbána odborná způsobilost managementu bank. Ve vrcholových funkcích působili lidé, kteří neměli žádné praktické ani teoretické znalosti. Důsledkem toho byl vznik velkého množství špatných úvěrů, u nás činila jejich výše až neuvěřitelných 30 %. Dohlížecí činnost centrální banky a její působení na banky obchodní byla tedy nedostačující. Výsledkem této krize je 400 mld. Kč převedených na Konsolidační instituce.

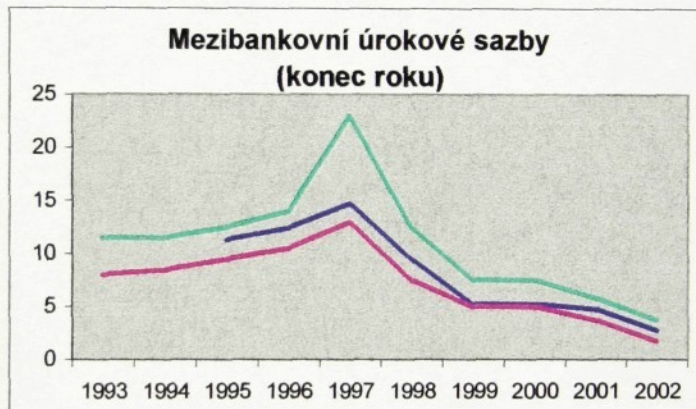
Graf 4:



[30]

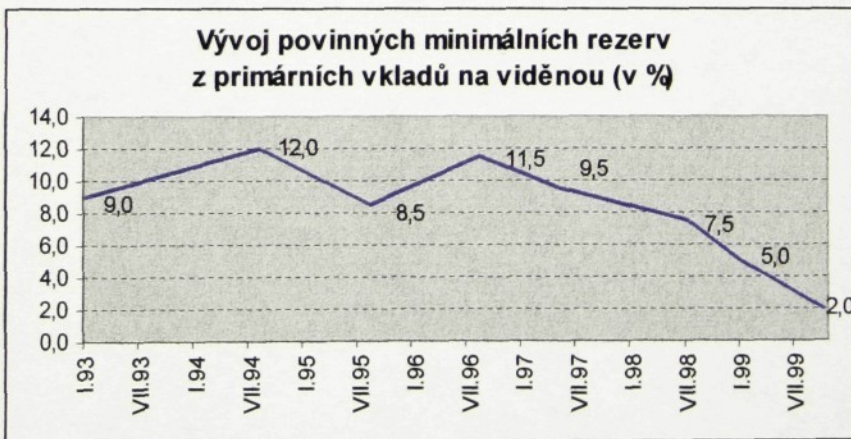
Graf 5:

Lombardní sazba
Repo 2T
Diskontní sazba



[30]

Graf 6:



[29]

3.3. Měnová krize v roce 1997

Tento rok je spojen s pojmem měnové krize. Nelze říci, že tento stav byl neočekáván a vznikl z ničeho nic. Je důležité si uvědomit, co všechno danému období předcházelo.

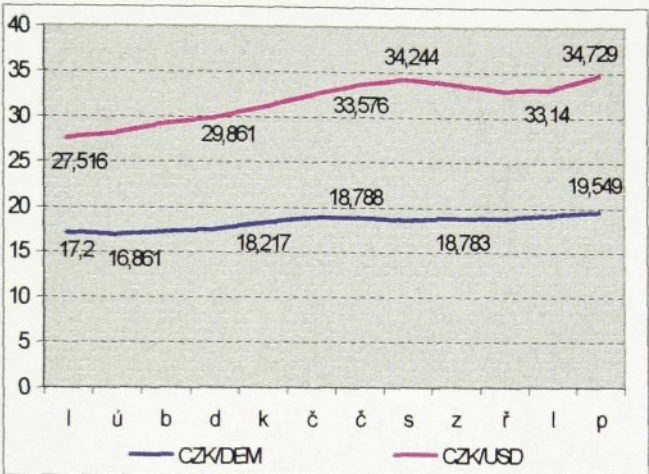
Na počátku roku kurz mírně posiloval. Tento stav, jak všichni věděli, absolutně neodpovídal stavu české ekonomiky, tj. zpomalení růstu HDP, deficitu platební bilance a obrovskému zadlužení v zahraničí. Svého nejvyššího bodu dosáhl kurs koruny v polovině února 1997, kdy byl vůči německé marce dokonce o 2 koruny silnější než před rokem, dosahoval úrovně 16,86 Kč/DEM. Jedním z důvodů tohoto vývoje bylo poměrně velké vydání eurokorunových obligací.

Ve druhém čtvrtletí, jak lze vidět na grafu, překročil kurz centrální paritu a směřoval k depreciaci. Vzhledem ke stále varujícím číslům ukazatelů ekonomiky, zde již bylo jasné, že se koruna stala předmětem spekulací. Což vyvrcholilo v květnu tohoto roku, kdy došlo k prudké devalvaci koruny. Vezmeme-li např. vztah amerického dolaru a koruny, tak úroveň kurzu se ještě v dubnu pohybovala kolem 29,9 Kč/USD a už v srpnu téhož roku kurz vyšplhal na 34,24 Kč/USD. Centrální banka musela několikrát intervenovat na devizovém trhu. Ztratila při tom zhruba 3 mld. amerických dolarů měnových rezerv. Jejím cílem bylo především zabránit nežádoucímu vývoji kurzu a snaha udržet systém fixního kurzu, což se jí nepodařilo. Ještě ke konci května byl zaveden systém řízeného floatingu s orientací na německou marku, protože se dalo předpokládat, že největší objem zahraničního obchodu bude právě s Německem. Znamenalo to tedy zrušení dosavadní vazby na měnový koš a také oscilačního pásma $\pm 7,5$ %. Přehled květnových událostí je názorně uspořádán v tabulce č. 9.

Další vývoj lze charakterizovat postupnou stabilizací koruny. Měnová krize (v úzkém slova smyslu) byla překonána a kurz se pomalu vracel na úroveň před květnovými událostmi. V důsledku zvyšující se politické nestability, jejímž nesporným důkazem byla demise vlády a zhoršující se hodnocení ČR, kurz opět oslaboval. V prosinci se pohyboval na úrovni kolem 19,55 Kč/DEM. V porovnání s lednem tohoto roku to představuje pokles o 12 %. Kurz koruny vůči americkému dolaru sice méně kopíroval události v ČR, což bylo

dáno pouze 35 % zastoupením v měnovém koši, ale tendence vývoje byla stejná. Koruna oslabila oproti lednu tohoto roku o neuvěřitelných 20 %.

Graf 7: Vývoj kurzu koruny



[29]

Tab. 9: Stav na začátku a na konci měnového otřesu

	30. 4. 1997	30. 5. 1997
REPO - 1denní	10,79 %	151,88 %
Lombard	14 %	50 %
Diskont	10,5 %	13 % (neobchodovalo se)
Devizové rezervy ČNB	11,518 miliard USD	10,025 miliard USD
Kurz Kč/DEM	17,903	19,180
Kurz Kč/USD	31,005	32,691
Kurzový režim	Fixní kurz s rozšířeným pásmem oscilace ± 7,5 %	Řízený floating s oficiálně nedeklarovaným pásmem

[7]

Velký vliv na události v tomto roce měla právě probíhající měnová krize v Asii, která se odrazila na všech trzích včetně našeho finančního trhu. Následovala nedůvěra investorů a celkově došlo ke zhroucení pozitivního očekávání dalšího vývoje. ČNB jako nástroj

stabilizace nasadila restriktivní měnovou politiku. Ve čtvrtém čtvrtletí zvýšila základní úrokové sazby. Jejich razantní růst zaznamenává graf č. 5. Např. lombardní sazba byla oproti roku 1996 navýšena o 9 % a překročila 20 % hranici. Stejný vývoj zaznamenaly povinné minimální rezervy (z 8,5 na 11,5 %).

3.4. Analýza vývoje devizového kurzu koruny v letech 1998 - 2002

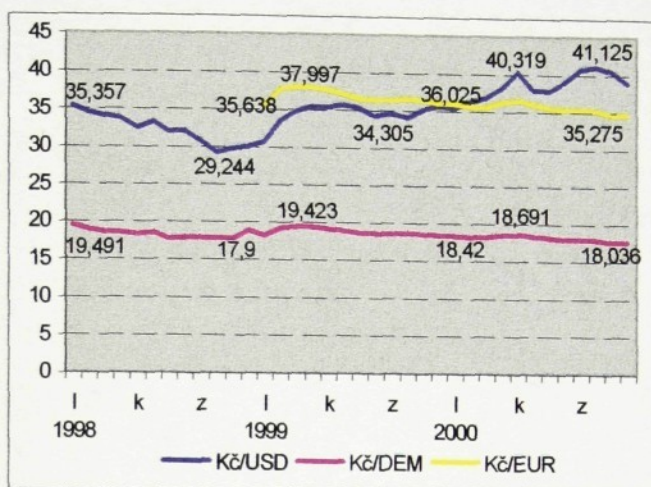
Rok 1998 pokračoval ekonomickou recesí, z důvodu poklesu domácí poptávky tvořené spotřebou domácností a výdaji vlády. Naproti tomu se zde projevoval i příznivý trend poklesu deficitu běžného účtu platební bilance, a to o celých 50 % oproti minulému roku. ČNB pokračovala ve své restriktivní politice se snahou dosáhnout měnové stability a dezinflace.

Od května je kurz koruny udržován jako řízený plovoucí kurz. Nebudeme-li brát v potaz krátkodobé výkyvy, lze konstatovat, že po celý rok 1998 se česká koruna vyznačovala stabilitou. Celoroční průměr činil 18 Kč/DEM. V lednu sice došlo k propadu koruny ve vztahu k dolaru až na 35,36 Kč/DEM v důsledku krize asijského finančního trhu. Nebyla tím však ovlivněna následná aprece v první polovině roku. V květnu dosáhl kurz průměrné hodnoty 18,33 Kč/DEM. Představovalo to nejvyšší posílení za uplynulých 12 měsíců. Koncem druhého čtvrtletí ohlásila bankovní rada ČNB snížení povinných minimálních rezerv na 7,5 %, ke kterému došlo i v následujících dvou letech, a to až na 2 % v r. 2000 (postupný vývoj znázorněn v grafu č. 6). Od června se začaly postupně také snižovat nominální úrokové sazby. Inflace padala velice rychle, takže rostly reálné úrokové sazby. Koruna začala opět zhodnocovat a dostala se dokonce na původní hodnoty před měnovou krizí (průměrné červencové úrovně kurzu koruny: 31,944 Kč/USD; 17,762 Kč/DEM). Ke zmírnění daného vývoje ČNB v říjnu intervenovala.

V tomto roce došlo, jak již jsem se zmínila, k několikerému snížení úrokových sazeb. Důvodem bylo především to, aby se oslabil faktor, který působí na zvyšování kurzu a podněcuje tak nejen zahraniční spekulaci s korunou, ale i značně podvazuje cenovou konkurenceschopnost exportu.[3] Navíc se jednalo o jistou podporu žádoucího oživení investiční a ekonomické aktivity.

Graf 8:

Vývoj kurzu koruny



[29]

Hlavním cílem vlády roku 1999 bylo zastavení propadu a oživení hospodářského růstu. Deficit státního rozpočtu 31 mld. Kč měl především umožnit nárůst vládní investiční činnosti, část prostředků byla určena i na nárůst spotřeby. Náznaky plnění tohoto cíle se skutečně projeví v zastavení poklesu HDP. Protiinflační tažení ČNB přineslo velice nízký pohyb cen. Pro tento rok si centrální banka stanovila inflační cílení na úrovni 5 % čisté inflace. Ve skutečnosti její míra, ovlivněná také státními zásahy do cen, vzrostla oproti roku 1998 pouze o 2,2 %.

Od počátku tohoto roku se změnil způsob vyhlásování kurzu koruny v souvislosti se zavedením evropské měny euro. ČNB vyhláší kurz koruny vůči euru.

Do konce roku 1998 a v lednu 1999 kurz posiloval. Počátkem února však došlo k prudkému oslabení. Kurz se přiblížil k úrovni 38,5 Kč/EUR, přitom průměrná hodnota v lednu činila 35,638 Kč/EUR. Pokles pokračoval až do letních měsíců, kdy opět začal posilovat. Přičemž se kurz koruny vyvíjel rozdílně vůči USD a vůči DEM, resp. EUR podle toho, jak se vyvíjel kurz dolaru a marky vůči sobě na světových finančních trzích. Na stabilnější vývoj kurzu k DEM měla určitý vliv skutečnost, že zahraničněobchodní operace probíhaly převážně v DEM. Vliv na druhé čtvrtletí měl i očekávaný příliv zahraničního kapitálu spojený s privatizací největších bankovních ústavů u nás. Průměrná říjnová hodnota kurzu

koruny se pohybovala kolem 34,077 Kč/USD a 36,59 Kč/EUR. Přehledný vývoj koruny zobrazuje graf č. 8 a také následující tabulka č. 10, zachycující některé měsíční průměry.

Tab. 10: Vývoj kurzu koruny (měsíční průměry)

	CZK/DEM	CZK/USD	CZK/EUR
1/1999	18,22	30,66	35,64
3/1999	19,42	34,85	37,99
6/1999	19,00	35,76	37,15
9/1999	18,59	34,64	36,36

[29]

Zatímco o stavu roku 1997, 1998 a roku 1999 byly stále vedeny diskuse, do jaké míry měla na pokles peněžní zásoby vliv restriktivní politika ČNB a do jaké míry na zástavu úvěrů působila neochota bank půjčovat předluženým podnikům další finanční prostředky, bylo v roce 2000 již zřejmé, že na zástavu úvěrů působí nejistota bank s jejich splácením od tuzemských kapitálově slabých potenciálních investorů.[22]

Rok 2000 byl také charakteristický přílivem spekulativního zahraničního kapitálu, zejména přímých zahraničních a portfoliových investic.

Již v průběhu předchozího roku činila ztráta EUR vůči dolaru 15 %, v roce 2000 se stal pokles EUR ještě razantnějším, koncem října představoval téměř 30 %. Ve shodě s tím se pohyboval kurz koruny vůči USD, kde bylo zaznamenáno nemalé oslabení až na hodnotu kolem 41,125 Kč/USD v říjnu tohoto roku. Zatímco vůči EUR měl kurz tendenci pomalého zpevnění, což je velice dobře vidět na grafu č. 8. Oproti květnu (měsíční průměr 36,56 Kč/EUR) do listopadu až téměř o 2 koruny, tj. na úroveň 34,63 Kč/EUR. Důležité totiž je, že je česká ekonomika se zeměmi EU svázána ze 70 procent zahraniční směnou zboží a služeb.

Na tento vývoj navázaly i následující dva roky, které znamenaly další upevnění kurzu koruny. V roce 2002 kurz koruny posílil až o 12 % vůči EUR a současně se zeslabením kurzu dolaru vůči EUR zesílil kurz koruny až téměř o čtvrtinu vůči dolaru.[22] Síla a

nadhodnocení české koruny je dobře vidět, srovnáme-li ho s jejím nejslabším obdobím proti světovým měnám. Dolar byl nejdražší v říjnu roku 2000, tehdy sál 42,50. V roce 2002 se pohyboval okolo hranice 31 Kč/USD, v květnu roku 2003 je pro nás dolar nejlevnější za šest let. Kurz se pohybuje okolo 28 Kč/USD. U eura není možné dlouhodobé srovnání, vzniklo v roce 1999. Proti německé marce byla koruna nejslabší v roce 1999, tehdy stála marka 20 Kč, v dubnu 2002 by bývala stála pouhých 15,30 Kč. Výsledkem nadhodnocené koruny, která sílila především díky přílivu zahraničních investic (obracejících platební bilanci do aktivní polohy), bylo snížení konkurenceschopnosti našich firem při vývozu do zahraničí. Exportéři byly a stále jsou pod silným tlakem, některým hrozí bankrot, propouštějí zaměstnance ve snaze snižovat náklady. Obranou je pouze jejich technologická a nákladová restrukturalizace, kterou však nelze provést ze dne na den. Naopak dovozci se mohou radovat, levnější se také stává dovoz surovin, ropy, což má významný vliv na snižování domácí cenové hladiny.

4. Dopad devizového kurzu koruny na vývoj platební bilance ČR

Platební bilance je fenoménem, který nám má sdělit, jaké byly uskutečněny proudy peněžních toků do dané země, ale také z ní, a dále také jakou formou a v jakých měnách. Jedná se o systematickou evidenci ekonomických transakcí (devizových pohledávek a devizových závazků, inkas a úhrad) k nimž došlo v rámci daného období (obvykle 1 roku) mezi subjekty jedné země a subjekty země druhé, popřípadě ke skupině zemí.[5] Vlastně se jedná o ekonomickou veličinu, která úzce souvisí s ostatními klíčovými makroekonomickými ukazateli (HDP, cenovou úroveň zboží a služeb, úrokovou míru, devizové rezervy, zadlužení a také devizový kurz). Její vývoj představuje velice důležitý zdroj informací pro celou řadu subjektů, především investorů. Co se týká devizového kurzu, je jakýmsi indikátorem jeho vývoje, resp. tlaků, které mohou vést k jeho zhodnocení nebo znehodnocení (dlouhodobý deficit platební bilance signalizuje znehodnocení domácí měny, přebytek platební bilance pak možnost jejího zhodnocení). [1]

V této části nechci rozebírat dopodrobna jednotlivé její složky, zmíním se o nich pouze okrajově. Spíše se pokusím navázat na předchozí dvě části mé práce a budu se věnovat

odrazu vývoje platební bilance na devizový kurz koruny a také opačně - vlivu vývoje devizového kurzu na platební bilanci.

Platební bilanci jako celek lze podle metodiky MMF rozdělit na tři části:

1. **běžný účet** zachycující pohyb zboží, služeb, výnosy a transfery. Jeho velice důležitou součástí je *obchodní bilance*, jejíž saldo představuje rozdíl mezi vývozem a dovozem. *Především stav tohoto účtu odráží skutečný makroekonomický stav země.* Např. převyšují-li dovozy dané země vývozy z ní, jde o pasivní saldo obchodní bilance, domácí poptávka je kryta z velké části importovaným zbožím, tedy zbožím vyrobeným v zahraničí. Pokud se jedná o dlouhodobější trend, je domácí výroba omezována, podniky ve snaze prodat své zboží se snaží snižovat náklady. Jedním z opatření, které tomu napomohou je snižování stavu zaměstnanců.

Dlouhodobý deficit tohoto účtu dále vyvolává tlak na devizový kurz, na jeho znehodnocení, devizovou pozici státu, postavení hlavních ekonomických subjektů atd..

2. finanční a kapitálový účet

Kapitálový účet zahrnuje pouze běžné transfery, nekapitálové povahy. Daleko důležitější je účet finanční, který zachycuje mezinárodní pohyb kapitálu. Tento kapitál rozlišujeme především podle charakteru investování na přímé investice, portfoliové investice a ostatní; můžeme zmínit i faktor času, mluvíme pak o dlouhodobém nebo krátkodobém kapitálu.

3. účty vyrovnávacích položek:

jedná se o účet oficiálních rezerv (změny deviz a zlata) a účet chyb a opomenutí. Platební bilance se sestavuje na základě velice širokého spektra podkladů od různých institucí. Nelze vždy všechny peněžní vztahy probíhající se zahraničím statisticky podchytit. Možný kvantitativní nesoulad je pak vyrovnáván položkou chyby a omyly.

Česká ekonomika dnes patří k otevřeným ekonomikám a v jejím vývoji hraje mimořádně významnou roli zahraniční obchod, který se v období transformace nevyhnul rozsáhlým změnám. Ještě krátce před rokem 1990 se na celkově vyrovnané směně zboží se zahraničím podílel bývalý socialistický blok 55 %, v roce 1992 23,5 % a v roce 1995 již

pouze 20 %. Rozhodující podíl vývozu strojů a dopravních prostředků se podstatně snížil a rozhodující položkou obchodu se staly suroviny, polotovary a chemické výrobky. Změnila se také struktura států, se kterými naše země obchoduje a to ve prospěch států s vyspělou tržní ekonomikou. Již v roce 1996 připadlo na tyto státy kolem 68 % obrátu zahraničního obchodu a tento podíl stále stoupá.(viz tabulka č. 11)

Tab. 11: Zahraniční obchod ČR podle skupin zemí (podíly v %)

	vývoz		dovoz	
	2000	1. - 9. 2001	2000	1. - 9. 2001
státy s vyspělou tržní ekon.	74,8	75,5	71,9	72,1
rozvojové země	3,8	3,2	4,7	4,8
evropské země s transform. ekonomikou	21,1	21	21	20,2
ostatní země (státní ekon.)	0,3	0,3	2,4	2,9

[27]

Charakteristickým znakem platební bilance naší země v posledních letech je neustálý deficit obchodní bilance a celého běžného účtu, naopak masivní příliv zahraničního kapitálu zaznamenaného na finančním účtu vytváří saldo aktivní.

Jak již jsem se v úvodu této části práce zmínila, skutečný stav ekonomiky země odráží běžný účet platební bilance, nikoliv účet finanční. Z tohoto důvodu se pokusím popsat vývoj těchto dvou hlavních účtů odděleně a teprve poté platební bilanci jako celek.

4.1. Vývoj platební bilance v počátečních letech transformace

V roce 1990 bylo hlavním cílem zrealizovat kursové vztahy vůči zahraničí, proto došlo ke třem devalvacím koruny vůči směnitelným měnám. Následovalo zavedení vnitřní směnitelnosti koruny, liberalizace zahraničního obchodu, liberalizace cen a řada makroekonomických opatření v měnové a fiskální oblasti. Jednalo se spíše o opatření restriktivní povahy. Devalvace koruny nejenom že odhalila velký rozdíl mezi její vnější a vnitřní kupní silou, ale také spolu s liberalizací cen vyvolala rychlý růst cen. Kurz koruny v této době činil 28 Kč/USD. Za účelem ochrany platební bilance byla již v roce 1990 stanovena dovozní přírážka ve výši 20 %. Proti inflaci zasáhla restriktivní politika, která stabilizovala dosavadní nárůst cen. Již zmíněná devalvace a objektivizace kurzu přispěly také ke zvý-

šení vývozu, jednalo se také o určitou ochranu před vnější konkurencí. Daná opatření měla přispět ke změně orientace exportu na vyspělé trhy a k provedení restrukturalizace směrem ke zvýšení konkurenceschopnosti jednak v cenové oblasti, jednak v oblasti inovací a produktivity práce.[1] Spolu se zahraniční pomocí od mezinárodních institucí došlo k obnovení devizových rezerv a stávající tlak na kurs koruny polevil. Stav jednotlivých účtů platební bilance zachycuje následující tabulka č. 12 v mil. USD.

Tab. 12: Vývoj platební bilance v letech 1990 - 1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Běžný účet	-337,8	1142,7	-305,1	433,1	289,8	-1448,4
Obchodní bilance	-252,3	339,7	-1901,6	-609,2	-849,6	-3815,5
Bilance služeb	152,0	804,2	1485,9	1040,7	1035,6	1852,2
Bilance výnosů	-210,7	-43,6	5,6	-128,4	-20,5	-94,5
Transfery	-26,8	42,4	105,0	130,0	124,3	609,4
Kapitálový účet *)	147,2	-499,6	1,9	2639,0	2445,4	7546,7
Přímé investice	120,4	510,7	982,9	516,6	841,5	2526,1
Portfoliové investice	-	-	-26,0	1059,1	819,3	1615,1
Ostatní dlouhodobý kapitál	505,7	1166,4	319,7	528,4	859,5	3172,6
Krátkodobý kapitál	-478,9	-2177,0	-1274,7	534,9	-74,9	232,9

*) Kapitálový účet byl v dalších letech přejmenován na účet finanční.

[29]

V roce 1991 dosáhl **běžný účet** schodku 337,8 mil. USD, avšak díky růstu vývozu končí aktivním saldem. Ale již od roku 1993 dochází k jeho trvalému zhoršování. Na počátku transformace nejsou schodky tohoto účtu nic neobvyklého. Podobným vývojem prošlo také Maďarsko, Bulharsko a i Polsko. Příčiny schodku na běžném účtu a tedy příčiny vzniku schodku obchodní bilance v tomto období souvisí s oživením domácí poptávky, a to nejen té soukromé, ale také podniků. Od roku 1992 je důležitým zdrojem financování schodku obchodní bilance pozitivní saldo bilance služeb, díky finančním službám a cestovnímu ruchu.

V roce 1993, který je rokem rozdělení federace, se *centrální parita koruny vztahuje k individuálnímu koši dvou měn, DEM a USD*. Hlavním zdrojem pohybu kurzu se stal vývoj kurzů těchto košových měn na mezinárodním trhu. *Dovoz* kryje stále větší část domácí poptávky, protože domácí firmy nejsou v této době schopny nabídnout srovnatelné zboží se zbožím zahraničním. I když se v roce 1994 začíná projevovat růst HDP, naše

ekonomika se potýká s problémem růstu reálných mezd nepřiměřenému ke stálému zaostávání produktivity práce. Kurz koruny by zde měl mít tendenci spíše oslabovat, ale nestalo se tak, a to díky vývoji na kapitálovém účtu (viz. následující text).

Co se týká **kapitálového účtu**¹, příliv a odliv kapitálu byl v prvopočátku přísně regulován centrální bankou. Komerční banky si musely zajistit dostatečné devizové prostředky, které sloužily k úhradám závazků jejich klientů. Jak již jsem uvedla, dochází ke sblížování oficiálního kurzu s kurzem reálným. Koruna přestává být nadhodnocena, což se odráží v odlivu krátkodobého zahraničního kapitálu. V roce 1992 se v této oblasti projevuje nejistota investorů spojená s nadcházejícím rozdělením federace a daňovou reformou. Jakýmsi průlomem v této oblasti je hned následující rok 1993. Při pevném kurzu koruny se začal objevovat jiný problém, který vyvolával *příliv zahraničního kapitálu*. Důvodem atraktivity v tomto případě byl především *úrokový diferenciál* a příznivé očekávání zahraničních investorů díky obnovujícímu se růstu ekonomiky, určité ekonomické a politické stabilitě. V tomto roce již zaznamenaly kladné saldo všechny položky kapitálového účtu. Opatření měnové politiky centrální banky začínají být tímto silně ovlivněny, ČNB byla nucena provádět intervence, které by dané síly sterilizovaly. Poptávka po koruně stále roste, což bylo dílo spekulativních investorů. Samozřejmě se daná situace silně ovlivňovala kurz koruny, která měla tendence posilovat. Centrální banka se snažila tlak sterilizovat pomocí emisí poukázek.

Jak z předchozího textu vyplývá, **vývoj platební bilance** závisí především na vývoji již několikrát zmíněných účtů - běžného a kapitálového². Na počátku období transformace zreálnění kurzu také mělo sloužit k udržení rovnováhy platební bilance. V roce 1991, i po odlivu krátkodobého kapitálu a schodku na kapitálovém účtu, obrací přebytek běžného účtu celou platební bilanci do plusových hodnot, což také posílilo růst devizových rezerv. Devalvace koruny se tedy odrazila v růstu vývozu. Kurz se pohyboval na úrovni 28,553 Kčs/USD. Platební bilance se příznivě vyvíjela i v první čtvrtině roku 1992. Tuto tendenci značně narušila "nervozita" spojená s rozdělením federace a zamýšlenou daňovou reformou. Díky zahájení privatizace, dochází k růstu podnikatelské aktivity. Posiluje také důvěryhodnost kursového režimu koruny. Do země začínají směřovat přímé zahraniční

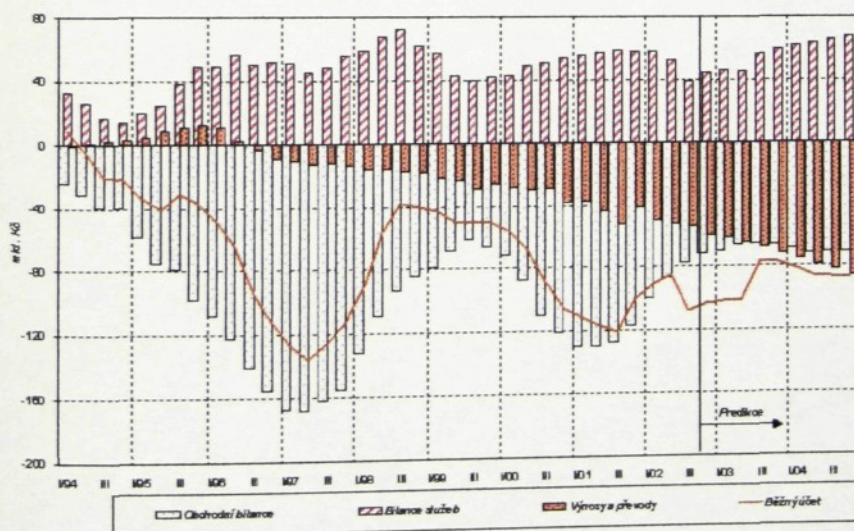
¹ Kapitálový účet byl později přejmenován na účet finanční.

investice, roste poptávka po české koruně. Od druhého pololetí v roce 1994 nastala ve vývoji platební bilance naší země změna. Obchodní bilance vykazovala schodek 849,6 mil. USD, zároveň ale kapitálový účet dosáhl přebytku ve výši téměř 2 500 mil. USD. Začínají zde působit *spekulační vlivy*. Začíná se zde projevovat jistý fenomén, na základě vývoje běžného účtu a makroekonomických ukazatelů, by koruna měla spíše oslabovat, ale kapitálový účet působil na kurz zcela opačně, což je charakteristické pro vývoj kurzu koruny i v následujících letech.

4.2. Dramatické období vývoje běžného účtu platební bilance v letech 1995 - 1997

V roce 1995 se *koruna stala volně směnitelnou měnou* a tento rok je charakteristický narůstající *vnější nerovnováhou*. Růst HDP byl tažen domácí poptávkou, která však nebyla kryta domácí nabídkou, a následkem toho prudce stoupal dovoz. (Meziročně vzrostl o 21,7 %.) [1] Deficit obchodní bilance dosáhl 97,6 mld. Kč. Již po celý předcházející rok koruna značně *posilovala* a tento trend držela i na počátku tohoto roku. Kurz se v průměru pohyboval od 26,762 Kč/USD až po 26,01 Kč/USD v červenci tohoto roku. Tuzemští exportéři žádali o nějaká proexportní opatření, nejlépe pak o devaluaci měny. Tento stav

Graf 9: Vývoj běžného účtu platební bilance



[30]

² Kapitálový účet byl později přejmenován na účet finanční.

Tab. 13:

Souhrnná platební bilance - roční

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
									Odhad	Predikce	Výhled
Vývoz zboží	mld. Kč	569,5	595,8	709,3	834,2	908,8	1121,1	1269,6	1255	1334	1394
	předch.r.=100	124,2	104,6	119,1	117,6	108,9	123,4	113,2	98,8	106,3	104,5
Dovoz zboží	mld. Kč	667,1	750,7	864,5	918,2	974,6	1241,9	1386,3	1326	1400	1464
	předch.r.=100	133,9	112,5	115,2	106,2	106,1	127,4	111,6	95,7	105,5	104,6
Obchodní bilance	mld. Kč	-97,6	-154,9	-155,2	-84,0	-65,8	-120,8	-116,7	-71	-66	-70
z toho:											
- minerální paliva (S/TC 3)	mld. Kč	-28,0	-38,6	-47,4	-33,2	-38,8	-85,7	-87,6	-63	-61	-63
- ostatní	mld. Kč	-69,6	-116,3	-107,9	-50,8	-27,0	-35,1	-29,1	-9	-5	-17
Vývoz služeb	mld. Kč	178,3	222,0	227,2	246,7	243,9	264,8	269,7	248	266	276
	předch.r.=100	120,1	124,5	102,3	108,6	98,8	108,6	101,8	92,1	107,0	104,0
Dovoz služeb	mld. Kč	129,4	169,8	171,3	184,8	202,3	210,2	211,7	204	206	208
	předch.r.=100	96,3	131,3	100,8	107,9	109,5	103,9	100,7	96,5	101,0	101,0
Bilance služeb	mld. Kč	48,9	52,2	55,9	61,9	41,5	54,6	58,0	44	59	68
Bilance výnosů	mld. Kč	-2,8	-19,6	-25,1	-35,1	-46,7	-53,0	-58,9	-73	-87	-101
Bilance převodů	mld. Kč	15,2	18,4	11,3	16,7	20,4	14,4	17,8	14	16	16
Běžný účet	mld. Kč	-36,3	-111,9	-113,0	-40,5	-50,6	-104,9	-99,8	-103	-77	-87
Běžný účet	mld. USD	-1,37	-4,12	-3,56	-1,25	-1,46	-2,72	-2,62	-3,2	-2,6	-2,9
Finanční účet	mld. USD	8,23	4,18	1,08	2,82	3,08	3,84	4,03	10,0	3,4	4,5
- přímé zahraniční investice	mld. USD	2,53	1,28	1,28	3,59	6,23	4,94	4,82	.	.	.
- portfoliové investice	mld. USD	1,36	0,73	1,09	1,07	-1,40	-1,77	0,32	.	.	.
- ostatní investice 1)	mld. USD	4,34	2,18	-1,28	-1,74	-1,76	0,66	-1,71	.	.	.
Změna devizových rezerv	mld. USD	7,46	-0,83	-1,77	1,94	1,65	0,82	1,77	6,4	0,0	1,6
Devizové rezervy ČNB	mld. USD koncem r.	14,0	12,4	9,8	12,6	12,8	13,1	14,5	24	24	25
Zahraniční zadluženost 2)	mld. USD koncem r.	17,2	21,2	21,6	24,3	22,9	21,6	21,7	25	25	25
Podíl obchodní bilance na HDP	%	-7,1	-9,9	-9,2	-4,6	-3,5	-6,1	-5,4	-3,2	-2,7	-2,7
Podíl běžného účtu na HDP	%	-2,6	-7,1	-6,7	-2,2	-2,7	-5,3	-4,6	-4,6	-3,2	-3,4
Podíl finančního účtu na HDP	%	15,8	7,2	2,0	5,1	5,6	7,5	7,1	14,4	4,2	5,2
Podíl zahr.zadluženosti na HDP 3	%	33,1	36,9	44,6	39,5	43,2	41,2	36,5	34	31	29

[30]

vytvářel samozřejmě tlak na výrobce, kteří museli konkurovat zlevněnému importu. Jedinou cestou, jak se s tímto tlakem vyrovnat, je technologická a s ní spojená nákladová restrukturalizace. Vývoj kurzu zde opět neodpovídá dramatickému nárůstu deficitu obchodní bilance. Tento stav se také odráží v hrubé zadluženosti naší země, která v tomto roce dosáhla 16,5 mld. USD, což je stav, který se dá považovat za značně alarmující. Následující rok došlo k rozšíření fluktuačního pásma na $\pm 7,5\%$. Koruna i přes tuto změnu posilovala - např. vůči německé marce z 18,45 Kč/DEM v únoru na 17,63 Kč/DEM v prosinci. Dovoz rostl stále rychleji než vývoz. **Běžný účet** tak skončil *schodkem* 116,5 mld. Kč, také hrubá zahraniční zadluženost vyšplhala nad 20 mld. USD. Z tohoto vývoje lze usuzovat, že český zahraniční obchod upadl do hluboké deprese, když schodek běžného účtu dosáhl úrovně 8,2 % HDP. Za hlavní příčiny je vydáváno několik skutečností. Na jedné straně je to silná domácí poptávka, kterou nedokáže pokrýt nepružná nabídka našich firem a je tedy vyplňována vysokým dovozem. Z druhé strany působí pokles konku-

renceschopnosti našich podniků vyvolaný inflačním zhodnocováním reálného kurzu koruny a zpomalení hospodářského růstu v západní Evropě, které snižují tempo růstu našeho vývozu. [20] *Nominální zhodnocení koruny* tedy český export dále zdražoval (a zlevňoval import). Např. s největším obchodním partnerem Německem dosáhla obchodní bilance schodku 11,4 mld. Kč. Na počátku roku 1997 kurz koruny výrazně posiloval, a to i přes nárůst vnější nerovnováhy, způsobené velmi rozdílným vývojem dovozu a vývozu. Schodek běžného účtu opět překročil stomiliardovou hranici.

Dramatický vývoj oproti předchozím rokům nastal v roce 1995, kdy došlo k podstatnému nárůstu přebytku na **finančním účtu**. *Česká koruna* se stala *měnou s vnější směnitelností*. Navíc se ČR již vyznačovala vysokou otevřeností ekonomiky. Zahraniční investoři začali mít ke koruně větší přístup a jejich zájem utužoval značný úrokový diferenciál. Významnou položkou byly především *přímé investice* a úvěry českým podnikům. Jak již jsem se zmínila, kurz koruny posiloval i po rozšíření fluktuačního pásma v únoru 1996. Stále se zvyšovala *vnější i vnitřní nerovnováha* v ekonomice. Zahraniční *zadlužení* překročilo magickou hranici 40 %, zadlužují se i veřejné rozpočty. Všichni poukazují na to, že kurz koruny je značně nadhodnocen. Důsledkem toho se silná koruna v květnu roku 1997 stala cílem útoku spekulantů. Aby nedošlo k nežádoucímu poklesu a ve snaze udržet stávající systém fixního kurzu, ČNB několikrát intervenovala. Nastal obrat v očekávání, vyvstává nutnost stabilizace. Centrální banka zvolila *restriktivní měnou politiku*. Nastavila vysoké úrokové míry, čímž narostl *úrokový diferenciál*, lákadlo pro spekulativní kapitál. Přehled vývoje platební bilance naší země v jednotlivých letech znázorňuje tabulka č. 13 a graf č. 9.

Platební bilance v roce 1995 dosahuje aktivního salda, a to 197,9 mld. Kč, i přes schodek obchodní bilance blížící se 100 mld. Kč. Příčinou je aktivní zůstatek finančního účtu. Tato vývojová tendence pokračuje i v následujícím roce. Platební bilance se tak již v průběhu roku 1996 stala *nejproblémovější charakteristikou* české ekonomiky. Díky přetrvávající politické stabilitě země a vysokému kreditu v zahraničí, nepředstavoval deficit běžného účtu bezprostřední problém.

"Mnoha z nás bylo i tehdy naprosto jasné, že se jedná o velmi zranitelnou situaci, která se může nečekaně změnit. Věděli jsme, že krizová situace může vzniknout velmi snadno.

Naivní a bezstarostní jsme určité nebyli. Dobře jsme věděli, jak snadno se může změnit domácí či zahraniční politická situace, jak netušeně může ekonomika - a to zcela nezaslouženě - utrpět nějaký nepřijatelný exogenní šok, na základě jak nevinného motivu může mezi investory vzniknout panika a z ní plynoucí hrozivé lavinové či dominové efekty, jak se ekonomika může dostat do obtíží i svými vlastními, tedy endogenními procesy. V re-
 alitě se jedná o různou, vzájemně se posilující kombinaci všech těchto vlivů a proto jde
 sirašně moc o to, aby se jejich synergickému efektu napomohlo tím, co domácí
 hospodářskou politikou ovlivnitelné je, co my sami máme v rukou."*)

Jakmile začala být koruna obchodovatelnou měnou, otevřel se zde prostor pro příliv a
 odliv spekulativního kapitálu. Velmi zvláštním způsobem se tedy vyvíjel kurz v roce 1997,
 kdy výrazně posiloval přes nárůst vnější nerovnováhy, přes stále varovnější čísla.
 Potvzovalo se to, že koruna je v rukou spekulantů. ČNB několikrát na devizovém trhu
 intervenovala, což se znatelně dotklo našich devizových rezerv. Zabránit poklesu koruny
 se jí však nepodařilo, neudržela ani systém fixního kurzu. Koruna v květnu tohoto roku
 nastupuje na dráhu systému řízeného floatingu.

I v této části se potvrzuje, že vývoj devizového kurzu je zajímavý jev, nemusi
 totiž odrážet makroekonomický stav země. Ukazuje jak silný tlak mohou vyvolat speku-
 lativní zájem, a tak nezávisle na tom pomoci kurzu ovlivnit celou řadu významných
 oblastí v ekonomice. Týká se to nejenom platební bilance, ale vše se následně odráží v
 dalších makroekonomických ukazatelích, jako např. růst HDP, míra nezaměstnanosti ap.
 Proexportně zaměřené podniky, ale také firmy působící pouze na domácím trhu, musí totiž
 čelit konkurenci zlevněného dovozu, což znamená nákladovou restrukturalizaci, která se u
 nás projevuje především v propouštění zaměstnanců, snižování mezd apod.

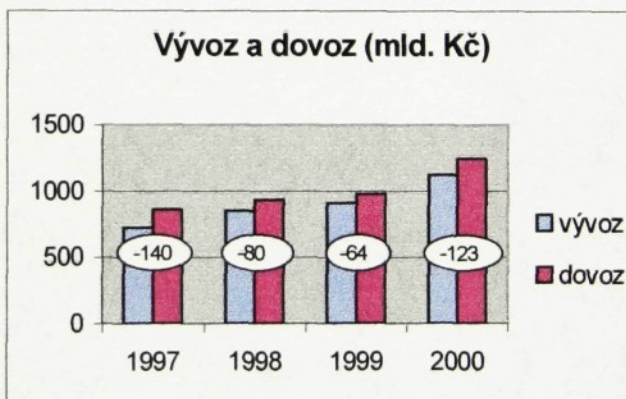
4.3. Období prudkého přílivu přímých investic v letech 1998 - 2002

Restriktivní politika ČNB spojená se zvýšením úrokových sazeb, které byly nepo-
 chybně velkým lákadlem pro zahraniční investory, vyvolalo opětovný tlak na kurz české
 koruny. Důkazem toho bylo zvýšení poptávky po naší měně a její posilování. V lednu kurz

*) Klaus Václav: Tři roky od měnové krize, CEP Praha 2000, s. 12

koruny činil v průměru 19,491 Kč/DEM a v červenci pouhých 17,762 Kč/DEM. Což představovalo značné pozitivum pro dovozní oblast, následný tlak na zmírňování inflace. Na druhé straně trpěl export, silná koruna totiž opět snižovala konkurenceschopnost našich vývozců. Nominální kurz se tak stal opět *nadhodnocený*. Spolu s restriktivní politikou ČNB, vysokými úrokovými sazbami se řada firem dostala do špatné finanční situace. Některé tento tlak neunesly a vytratily se z trhu. Tyto skutečnosti se odrazily v poklesu HDP, který se propadl až o 2,3 %. Již koncem tohoto roku ČNB postupně snižovala základní úrokové sazby s cílem oslabit devizový kurz. Druhá polovina tohoto roku se vyznačovala jeho stabilitou, kurz se stabilizoval na úrovni 18 Kč/DEM. **Obchodní bilance** končí opět schodkem ve výši 82,4 mld. Kč, což je ale o 61,6 mld Kč menší deficit oproti předcházejícímu roku. Stejná tendence vývoje následovala i v roce 1999. Hlavním důvodem dalšího snížení pasivního salda byla konjunktura v zemích našich hlavních partnerů v západní Evropě a snížení světových cen paliv a surovin, které výrazně ovlivňovaly nárůst vývozu. V tomto roce se dále zvyšovala orientace na země Evropské unie, hlavním partnerem bylo bezpochyby Německo, které se na českém vývozu podílelo 42 %. Tato skutečnost měla určitý vliv na stabilnější vývoj kurzu Kč/DEM.

Graf 10:



[26,27]

Jak můžeme vidět v grafu č. 10, rok 2000 je spjat s opětovným nárůstem *pasivního salda obchodní bilance*. Zahraniční obchod byl sice příznivě ovlivněn konjunkturou v zemích EU, ale na druhé straně vzrostly ceny některých dovážených komodit, především ropy. Míra otevřenosti ekonomiky neustále vzrůstá, 25 % přírůstek dovozu a 20 % nárůst vývozu je toho důkazem. Pasivní saldo se zvýšilo ze 64 mld. na 123 mld. Kč.

Naproti tomu obrovský nárůst v roce 1998 zaznamenaly *přímé investice*, ze 40,5 mld. Kč v roce předchozím až na 115,9 mld. Kč, což představuje navýšení o 186 % způsobené nárůstem *úrokového diferenciálu*, což jak jsem se již několikrát zmínila, přilákalo zahraniční spekulativní kapitál s cílem výrazně profitovat. Ve druhém pololetí téhož roku ČNB sice několikrát po sobě úrokové sazby snížila, ale přesto tím poptávku po koruně výrazně neovlivnila. Kapitálové toky v roce 1999 byly ve vztahu k naší ekonomice charakteristické historicky nejvyšší intenzitou přílivu zahraničních přímých investic (saldo 215,7 mld. Kč). Nejvýraznější vliv na tento vývoj měla privatizace státního podílu v ČSOB a expanze zahraničních obchodních řetězců. Oproti předchozím létům došlo k obratu ve vývoji portfoliových investic, neboť české investice v zahraničí převýšily zahraniční investice v České republice (saldo -48,3 mld. Kč) zejména v důsledku zvýšeného nákupu zahraničních cenných papírů (převážně dluhových) devizovými rezidenty.[1] Celé se to odrazilo v nárůstu devizových rezerv právě díky přebytku finančního účtu nad účtem běžným a v tlaku na posílení koruny. **Finanční účet** navázal v platebních vztazích na vývoj předcházejícího roku. Dosáhl opět aktivního salda ve výši 172,8 mld. Kč. Jedná se o něco nižší přebytek oproti předchozímu roku. Za tímto snížením vidím příčinu především ve snížení úrokového diferenciálu, což způsobilo odliv některého spekulativního kapitálu. Konečný stav finančního účtu v tomto roce přesto představuje vysoký přebytek, který ovlivnil i v tomto roce platební bilanci a působil tak i na devizový kurz koruny.

Celková **platební bilance** podléhá tedy vývoji finančního účtu. V roce 1998 díky jemu dosáhla aktivního salda opět od roku 1995, a to 62,6 mld. Kč. *Posilování koruny* na sebe nedalo dlouho čekat, v druhé polovině daného roku po snížení úrokových sazeb se česká koruna vyznačovala stabilitou. Její průměr činil 18 Kč/DEM. V roce 1999 pokračovaly tendence vývoje ve struktuře platební bilance jako v předcházejících letech. Krize české ekonomiky zlevnila cenné papíry a učinila je atraktivní pro zahraniční investory. Další příliv zahraničních investic byl očekáván s připravovanou *privatizací* největších českých bank. V roce 2000 aktivní saldo finančního účtu znovu výrazně otočilo platební bilanci do aktivní polohy. Devizové rezervy se zvýšily o 1 mld. USD a dosáhly 20 mld. USD, přičemž koncem roku činily pouze 13 mld. USD. Poměr salda běžného účtu platební bilance k HDP, který naznačuje zdravý chod ekonomiky (kde mezní uznávanou hodnotou

je -5 %) se znovu vracel k mezní hranici: rok 1997 -7,7 %, rok 1999 -2 %, rok 2000 -5 %. Hrubá zahraniční zadluženost se blížila 50 %.[26]

Tento trend ve vývoji platební bilance pokračoval i v letech 2001 a 2002. Za celý rok 2002 příliv přímých investic dosáhl téměř 10 mld. USD. Kurz koruny již na počátku tohoto roku výrazně *posílil*, a to až o 12 % vůči EUR. Současně s oslabením pozice dolaru vůči euru koruna výrazně zpevnila i vůči USD. Průměr prvního čtvrtletí činil 31,08 Kč/EUR oproti ročnímu průměru 34,08 z roku 2001. U dolaru se čtvrtletní průměr pohyboval na hranici 31,52 Kč/USD oproti předcházejícímu ročnímu průměru 38,04 Kč/USD.

"Nářky vývozců, že pevná měna devastuje jejich podnikání, znějí den ode dne silněji. Silná koruna na druhé straně dává dovozcům šanci prodávat zahraniční zboží za nižší ceny, levnější už jsou třeba dovozová auta. Výrazný vliv na dovozy má hlavně silný kurz koruny proti dolaru, za nějž se v cizině nakupuje většina spotřebního zboží, ropa i plyn. Se silícím kurzem se také pro Čechy stává den ode dne výhodnější cesta za hranice."^{*)}

"Zatímco lidé mířící na dovolenou se mohou radovat, malé a střední podniky úpí a vyzývají ČNB a vládu k razantní akci. Centrální banka však mnoho možností nemá. Využívá sice možností intervencí, ale zatím s mizivými výsledky. Zbývá tedy ještě snížení úrokových sazeb. Nikdo nepočítá s tím, že by sražením sazeb ČNB dostala kurz koruny na snesitelnější úroveň. Zahraniční kapitál totiž do Česka nepřiplouvá kvůli vyšším úrokům."^{**)}

Takto na silnou korunu a příliv přímých investic reagovaly v polovině dubna roku 2002 české noviny.

Z předchozího textu tedy vyplývá, že platební bilance a česká koruna jsou již po několik let v *rukou spekulací*, ovlivňuje je především stav finančního účtu, nikoliv makroekonomické ukazatele, jako je vývoj HDP, produktivity práce, která stále zaostává oproti západní Evropě. Naopak ale takto ovlivněný devizový kurz působí na různé oblasti

^{*)} Zlámalová, L., Patočková, M., MF Dnes, 13. dubna 2002

^{**)} Patočková, M., MF Dnes, 12. dubna 2002

ekonomiky. Jde o oboustranné vzájemné ovlivňování kurzu platební bilancí a platební bilance devizovým kurzem.

Proč je Česká republika pro zahraniční investory stále tak zajímavá?

Jedním z důvodů je politická stabilita. Velkým pozitivem je také infrastruktura, která je dnes napojena na zahraniční trhy. Nesmíme opomenout lidský potenciál, češi jsou vzdělaní. Velice silným faktorem, který přitahuje investory, jsou nízké mzdové náklady a slabší regulace trhu práce. Dobří jsme v oborech, kde hraje velkou úlohu především manuální práce. Jako příklad uveďme automobily, díly k jejich výrobě a elektronika. Zahraniční investoři u nás tedy nabízejí hlavně dělnická místa. V Evropě se nejvíce investovalo do vývoje a výroby softwaru. O tyto a jiné atraktivní obory (jako je farmacie) přicházíme, protože nemáme dostatek kvalifikovaných lidí.

Česká republika je jednou z mála zemí, kde se investice v posledním roce tak značně zvýšily. Je paradox, že vydělala na ekonomických problémech vyspělých evropských zemí, kde byly firmy nuceny především výrazně snižovat náklady. Jednou z možností se stal přesun výrob do levnějších zemí.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo seznámení se s problematikou vývoje devizového kurzu koruny v transformačním období naší ekonomiky. Jedná se o aktuální a zajímavé téma, které v posledních dvou letech, kdy posilování koruny neodpovídá skutečné makroekonomické situaci, patří k palčivým otázkám současnosti.

První část mé práce je věnována devizovému kurzu obecně, dále se zabývám faktory systematizace devizových kurzů. V reálném ekonomickém životě jsou však zcela pohyblivé nebo zcela pevné kurzy spíše výjimkou. Mezi těmito krajními body existuje řada dalších, které se více či méně blíží uvedeným extrémům. Pro uspořádání devizového kurzu koruny byla v minulosti charakteristická značná různorodost. Od roku 1918 totiž prošla systémem volně pohyblivého kurzu, kdy byla plně konvertibilní měnou, poté si to nasměrovala do přístavu nepohyblivých administrativních systémů, které byly naopak typické pro měny nesměnitelné. Nevynechala ani odvození od měnového koše a postupný návrat k systému plně směnitelné měny. Dnes se již objevují diskuse o okamžiku přijetí eura. Se vstupem do měnové unie je nutné strávit nejméně dva roky v kursovém režimu ERM II. Pro českou korunu by se jednalo o jakýsi krok zpět, tj. od systému volného floatingu k systému pevných devizových kurzů. Různé systémy působí jinak na působování vnitřních a zahraničních cen, na platební bilanci i vývoj devizových rezerv.

Devizový kurz představuje velice důležitou veličinu, ovlivňuje nejen hospodaření jednotlivců, ale také výrobních či obchodních firem a hospodářství země jako celku. Výše devizového kurzu působí na inflaci a zahraniční obchod, protože ovlivňuje dovozní a vývozní ceny zboží a služeb. Má tak vliv na konkurenceschopnost vývozců. Na druhou stranu udává, jak drahé bude dovážené zboží pro spotřebitele. Dotýká se rozhodování zahraničních investorů, což představuje zásadní dopad na vnitřní a vnější rovnováhu ekonomiky.

V další části mé práce jsem se věnovala verbální a kvantitativní analýze vývoje devizového kurzu koruny, která je postavena na poznatcích již publikovaných v odborných, statistických a jiných publikacích. Následující zkoumání se snaží odkrýt

ekonomické, politické a jiné důvody, způsobující určité výkyvy. Na tuto část úzce navazuje nástin dopadu devizového kurzu koruny na platební bilanci ČR a opačně vliv platební bilance na devizový kurz koruny.

Po uvolnění kursového režimu, po roce 1997, situaci komplikovaly dvě skutečnosti. Byl to především rozdílný vývoj na běžném a finančním účtu. Zatímco rostoucí deficit běžného účtu vyvolával devalvační očekávání, zvyšující se přebytek finančního účtu generoval naopak revalvační očekávání. Charakteristickým rysem pro ČR v posledních několika letech je nadhodnocený kurz koruny, který neodpovídá růstu HDP, produktivitě práce, ap., ale odráží se zde především vývoj přílivu přímých zahraničních investic. Ten se podepisuje pod aktivní saldo celé platební bilance a na posilování koruny. Vývoj devizového kurzu je zajímavým fenoménem, nemusí totiž odrážet makroekonomický stav země. Ukazuje jak silný tlak mohou vyvolat spekulativní záměry, a tak nezávisle na tom pomocí kurzu ovlivnit celou řadu významných oblastí v ekonomice, jak je tomu i v ČR. Týká se to nejenom platební bilance, ale vše se následně odráží v dalších ekonomických oblastech. Výrazně nadhodnocený kurz vyvolává silný tlak na exportéry, snižuje jejich konkurenceschopnost při vývozu zboží do zahraničí. Naopak dovozci se mohou radovat, levnější se stává dovoz surovin, ropy ap. Ale radovat se mohou také lidé mířící na dovolenou za hranice naší země.

Na závěr bych velice ráda poděkovala panu prof. Ing. Václavu Bakulemu, DrSc. za jeho vstřícný přístup, věnovaný čas a také za poskytnuté materiály, potřebné informace a vzácné rady.

SEZNAM LITERATURY

- [1] Durčáková, J., Mandel, M.: Mezinárodní finance, Management Press, Praha 2000
- [2] Němeček, E.: Mezinárodní měnový systém, Karolinum, Praha 2000
- [3] Kubišta, V. a kol.: Mezinárodní ekonomické vztahy, HZ Editio s. r. o., Praha 1999
- [4] Jonáš, J.: Ekonomická transformace v ČR, Management Press, Praha 1997
- [5] Bakule, V.: Světové finance, SNTL, Praha 1976
- [6] Bakule, V.: Analýza soudobých systémů devizových kurzů a jejich koparace se systémem devizového kurzu formovaného v ekonomice ČSSR.[Dílčí výzkumný úkol]. Katedra financí a úvěru VŠE, Praha 1985
- [7] Klaus, V., Kočárník, I., Dyba, K. a další autoři: Tři roky od měnové krize, CEP, Praha 2000
- [8] Landorová, A., Koštěková, V.: Peníze a banky, Karolinum, Praha 1998
- [9] Wallich, C. H.: A Defence of Fixes Exchange Rates. Readings in Economics. Editor Paul A. Samuelson. McGraw - Hill 1973
- [10] Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: Ekonomie, Svoboda, Praha 1995
- [11] Einzig, P.: A Dynamic Theory of Forward Exchange. Londýn, Macmillan 1962
- [12] Tošovský, J.: První zkušenosti s působením systému vnitřní směnitelnosti. Finance a úvěr, Praha 1991
- [13] Šmídková, K.: Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997. ČNB 1998
- [14] Mečoch, L., Machonin, P., Sojka, M.: Ekonomické a společenské změny v české společnosti po roce 1989, Universita Karlova v Praze, Karolinum, Praha 2000
- [15] Dallmeyer, Deutsch, Holtzmann: The Euro A Stable Currency for Europe. [Deutsche Bank Research]. DB Research in Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main 1997
- [16] The EMS: Ten Years of Progress in European Monetary Co-operation. [Directorate - General Economic and Financial Affairs]. Commission of the European Communities, Brussels 1989
- [17] Czesaný, S.: Česká ekonomika na prahu 21. století, Profess Consulting s. r. o., Praha 1998
- [18] Mikulová, D.: Postavení amerického dolaru ve světové ekonomice poválečného období. [Diplomová práce]. VŠE Praha, Fakulta národohospodářská 1987
- [19] Das Europäische Währungsinstitut, EWI Frankfurt am Main 1997

- [20] Integrace české republiky do světové ekonomiky - institucionální aspekty. [Vědecký sborník vysoké školy ekonomické v Praze]. Č. 5, ročník 5., VŠE Praha 1997
- [21] Ekonomie a Management. [Vědecký ekonomický časopis]. Č. 1/2003, VI. ročník, TUL Hospodářská fakulta, Liberec 2003
- [22] Ročenka HN 1997. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 1998
- [23] Ročenka HN 1998. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 1999
- [24] Ročenka HN 1999. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 2000
- [25] Ročenka HN 2000. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 2001
- [26] Ročenka HN 2001. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 2002
- [27] Ročenka HN 2002. Příloha Hospodářských novin, Economia, a.s., Praha 2003
- [28] Český statistický úřad. Statistická ročenka české republiky, Praha 2000
- [29] [www. cnb.cz](http://www.cnb.cz),
- [30] www.mfcr.cz
- [31] Dědek, O., Bárta, V.: Kursový seizmograf, Euro, 2003, č. 8, s. 51
- [32] Patočková, M.: Koruna sílí, firmy stále více pláčí, MF Dnes, 12. 4. 2002
- [33] Zlámalová, L., Patočková, M.: Euro zůstává pod 30 korunami, MF Dnes, 13. 4. 2002

SEZNAM PŘÍLOH

1. Kurzy devizového trhu - měsíční průměry, měna: USD, DEM, EUR
2. Reposazby v jednotlivých dnech května a června 1997
3. Měnově politické nástroje ČNB

Kurzy devizového trhu - měsíční průměry
měna: USD, množství: 1

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosincec
1991	27,647	27,244	28,74	29,943	30,116	30,875	31,003	30,53	30,031	29,885	29,164	28,553
1992	28,361	28,782	29,159	29,061	28,836	28,425	27,605	27,253	27,185	27,382	28,539	28,589
1993	28,927	29,026	29,041	28,501	28,61	29,072	29,827	29,667	28,828	28,913	29,643	29,764
1994	30,122	30,074	29,589	29,63	29,207	28,894	28,172	28,123	27,98	27,636	27,778	28,218
1995	27,762	27,396	26,223	25,853	26,237	26,139	26,01	26,638	26,928	26,313	26,323	26,658
1996	26,967	27,069	27,263	27,496	27,706	27,804	27,103	26,519	26,535	27,104	26,836	27,34
1997	27,516	28,166	29,203	29,861	31,022	32,375	33,576	34,244	33,634	32,917	33,14	34,729
1998	35,357	34,541	33,998	33,784	32,519	33,273	31,944	32,163	30,725	29,244	29,762	30,064
1999	30,656	33,597	34,845	35,465	35,434	35,762	35,305	34,305	34,635	34,077	35,12	35,63
2000	35,45	36,253	36,844	36,226	40,319	37,979	37,871	39,004	40,658	41,125	40,475	38,942
2001	37,425	37,551	37,955	36,727	39,27	39,777	39,335	37,87	37,559	37,009	37,475	36,475
2002	36,325	36,539	35,844	34,269	33,313	31,726	29,959	31,405	30,787	31,236	30,716	30,654
2003	29,653	29,374	29,393	29,157								

Kurzy devizového trhu - měsíční průměry
měna: DEM, množství: 1

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosincec
1991	18,293	18,443	18,007	17,597	17,553	17,355	17,335	17,487	17,644	17,605	17,94	18,139
1992	18,035	17,782	17,557	17,631	17,769	18,015	18,519	18,751	18,777	18,621	18,024	18,089
1993	17,894	17,716	17,619	17,636	17,821	17,657	17,399	17,454	17,739	17,711	17,449	17,407
1994	17,285	17,301	17,467	17,457	17,607	17,709	17,951	17,973	18,023	18,139	18,085	17,937
1995	18,009	18,215	18,614	18,74	18,61	18,649	18,714	18,406	18,395	18,603	18,601	18,504
1996	18,49	18,446	18,454	18,307	18,072	18,194	17,904	17,807	17,649	17,727	17,771	17,628
1997	17,2	16,861	17,212	17,482	18,217	18,775	18,789	18,571	18,783	18,702	19,147	19,549
1998	19,491	19,033	18,636	18,593	18,329	18,505	17,762	17,982	17,904	17,847	17,735	17,998
1999	18,221	19,283	19,423	19,429	19,272	18,905	18,673	18,619	18,589	18,706	18,613	18,434
2000	18,42	18,256	18,199	18,565	18,691	18,415	18,212	18,077	18,113	18,036	17,699	17,802
2001	17,996	17,711	17,691	17,605	17,579	17,371	17,31	17,401	17,48	17,16	17,039	16,664

Zdroj: www.cnb.cz

Kurzy devizového trhu - měsíční průměry
měna: EUR, množství: 1

Rok	Leden	Unor	Březen	Duben	Květen	Cerven	Cervenec	Srpen	Září	Ríjen	Listopad	Prosinec
1999	35,638	37,715	37,989	37,997	37,692	37,152	36,521	36,415	36,356	36,587	36,403	36,054
2000	36,025	35,709	35,595	36,31	36,555	36,017	35,619	35,356	35,425	35,275	34,617	34,817
2001	35,139	34,64	34,601	34,55	34,382	33,975	33,855	34,034	34,188	33,562	33,325	32,592
2002	32,078	31,789	31,388	30,356	30,558	30,295	29,749	30,796	30,193	30,653	30,756	31,192
2003	31,49	31,645	31,758	31,625								

Zdroj: www.cnb.cz

Reposazby v jednotlivých dnech května a června 1997

Sazby	Průměrná REPO %	Lombardní sazba %	Over night %	Kurz/parita Index
2.5.	12,39	14,00	12,26	1,0272
5.5.	12,38	14,00	12,63	1,0269
6.5.	12,38	14,00	12,63	1,0240
7.5.	12,36	14,00	12,28	1,0190
9.5.	12,37	14,00	11,64	1,0255
12.5.	x	14,00	12,50	1,0247
13.5.	x	14,00	12,49	1,0261
14.5.	12,39	14,00	12,49	1,0358
15.5.	x	14,00	12,50	1,0340
16.5.	12,68	50,00	12,36	1,0380
19.5.	40,85	50,00	34,93	1,0270
20.5.	36,72	50,00	80,66	1,0278
21.5.	44,57	50,00	x	1,0227
22.5.	44,14	50,00	197,50	1,0300
23.5.	62,49	50,00	70,71	1,0374
26.5.	73,26	50,00	79,42	1,0280
27.5.	74,59	50,00	186,13	1,1114
28.5.	164,92	50,00	172,11	1,1075
29.5.	151,13	50,00	194,38	1,0951
30.5.	149,03	50,00	151,88	1,0854
2.6.	44,98	50,00	65,04	1,0969
3.6.	36,38	50,00	55,67	1,0959
4.6.	42,18	50,00	21,50	1,0911
5.6.	45,00	50,00	46,56	1,1008
6.6.	39,00	50,00	45,75	1,1054
9.6.	x	50,00	45,19	1,0928
10.6.	x	50,00	43,81	1,0765
11.6.	29,00	50,00	33,16	1,0730
12.6.	x	50,00	30,47	1,0725
13.6.	x	50,00	29,90	1,0728
16.6.	36,69	50,00	36,69	1,0760
17.6.	32,95	50,00	35,31	1,0676
18.6.	25,00	50,00	19,78	1,0715
19.6.	24,37	50,00	20,18	1,0636
20.6.	22,00	50,00	16,94	1,0631
23.6.	19,92	50,00	20,94	1,0619
24.6.	18,49	50,00	18,71	1,0577
25.6.	x	50,00	21,25	1,0574
26.6.	18,50	23,00	22,63	1,0605
27.6.	18,50	23,00	19,28	1,0648
30.6.	18,19	23,00	13,98	1,0692

Zdroj: Klaus, V., Kočárník, I., Dyba, K. a další autoři: Tři roky od měnové krize, CEP Praha 2000, s.73

Měnově politické nástroje ČNB

	Repo sazba (%)		Diskontní sazba	Lombardní sazba	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
	1 týden	2 týdny	%	%	bank	stavebních spořitelén a ČMZRB
Stav k	Rok 1995					
1.1.	—	—	8,5	11,5	—	—
26.6.	—	—	9,5	12,5	—	—
3.8.	—	—			8,5	4,0
8.12.	11,25	11,30				
	Rok 1996					
29.3.	11,50	11,50				
29.4.	11,60	11,60				
9.5.	11,80	11,80				
21.6.	12,40	12,40	10,5	14,0		
1.8.					11,5	
	Rok 1997					
8.5.					9,5	
16.5.	12,90			50,0		
19.5.	45,00					
23.5.	75,00					
27.5.			13,0			
2.6.	45,00					
4.6.		39,00				
6.6.	39,00					
11.6.	31,00	29,00				
13.6.	29,00					
18.6.	25,00	25,00				
20.6.	22,00	22,00				
23.6.	20,00	20,00				
24.6.	18,50	18,50				
27.6.				23,0		
30.6.	18,20	18,20				
1.7.	17,90	17,90				
7.7.	17,00	17,00				
8.7.	16,50	16,50				
9.7.	16,20	16,20				
15.7.	16,00					
16.7.		16,00				
22.7.	15,70	15,70				
23.7.	15,20	15,40				
24.7.		15,20				
28.7.	14,90	14,90				
1.8.		14,70				
4.8.	14,50	14,50				
31.10.		14,80				
1.12.	19,00	18,50				
2.12.	18,50	18,00				
3.12.	17,75	17,50				
4.12.	17,00	16,75				
9.12.	15,50	15,50				

	Repo sazba (%)		Diskontní sazba	Lombardní sazba	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
	1 týden	2 týdny	%	%	bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
Stav k	Rok 1997					
10.12.		15,00				
11.12.	15,00					
17.12.			14,8			
	Rok 1998					
23.1.				19,0		
20.3.		15,00				
17.7.		14,50				
30.7.					7,5	
14.8.		14,00	11,5	16,0		
25.9.		13,50				
27.10.		12,50	10,0	15,0		
13.11.		11,50				
4.12.		10,50				
23.12.		9,50	7,5	12,5		
	Rok 1999					
18.1.		8,75				
28.1.					5,0	
29.1.		8,00				
12.3.		7,50	6,0	10,0		
9.4.		7,20				
4.5.		6,90				
25.6.		6,50				
30.7.		6,25				
3.9.		6,00	5,5	8,0		
5.10.		5,75				
7.10.					2,0	2,0
27.10.		5,50	5,0	7,5		
26.11.		5,25				

Zdroj: Klaus, V., Kočárník, I., Dyba, K. a další autoři: Tři roky od měnové krize, CEP Praha 2000, s.74