

Technická univerzita v Liberci  
Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 - Ekonomika a management  
Studijní obor: Podniková ekonomika

Vývoj politiky devizových kursů Mezinárodního měnového fondu  
The Development of Foreign Exchange Policy of the International Monetary Fund  
DP – PE – KFU – 2005 01

Tomáš Abrman

Vedoucí práce: prof. Ing. Václav Bakule, DrSc., Technická univerzita v Liberci, Fakulta Hospodářská,  
Katedra financí a účetnictví

Konzultant : prof. Ing. Jiří Fárek, CSc., Technická univerzita v Liberci, Fakulta hospodářská,  
Katedra ekonomie

Prohlášení:

Byl(a) jsem seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 - školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval(a) samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

Datum: 20. 5. 2005

Podpis:

## **Poděkování:**

Autor vyjadřuje svůj dík za to, že prof. Ing. Václav Bakule, DrSc věnoval ochotně část svého času a zkušeností ke zdárnému vyhotovení této diplomové práce.

## **Resumé:**

Mezinárodní měnové vztahy patřily vždy mezi velice složitý systém jednotlivě provázaných vazeb a prvků sestávajících se z jednotlivých zemí, jejich ekonomik a především pak i jejich měn. Mezi důležitou formou mezinárodního měnového systému patří jeho institucionalizovaná forma, ať už v měřítku globálním či regionálním. Ve 20. století vznikly dvě velice důležité instituce, z nichž každá reprezentuje jedno z výše uvedených měřítek – Mezinárodní měnový fond a měnová spolupráce v rámci EU. Mezi nejdůležitější činnosti těchto institucí na úrovni mezinárodního měnového systému patří opatření a politika týkající se devizových kursů. Devizové kursy velice výrazným způsobem ovlivňují nejenom mezinárodní měnové a finanční vztahy, ovlivňují značně i vnitřní stránku ekonomiky. Analýza takových pojmů jako je MMF, EMS, devizové kursy, mezinárodní měnové vztahy atd. je tedy určitě velice obtížnou, na druhou stranu ale i přínosnou a sofistikovanou činností.

The international monetary relations have been a very complicated complex of connections and elements being represented by different countries, its economics and of course by its currencies. An institutionalised regional or an international monetary system are two significant parts of above mentioned monetary relations. Two very important institutions have been set up in 20th century. The International Monetary Fund, an example of institutionalised international monetary arrangement. As an example of institutionalised regional monetary system may be introduced for instance EMS. A relevant scope of above mentioned institutions is to stipulate foreign exchange measures and to maintain certain foreign exchange policy. Foreign exchange may affect, to a large extent, not only international monetary and financial relations, but also an internal side of economics. Analysis of such notions is a very difficult, but on the other hand also a very usefull and sophisticated work.

## **Klíčová slova**

Brettonwoodský měnový systém	Bretton-Woods monetary system
Devizové intervence	Foreign exchange interventions
Devizový kurs	Foreign exchange
ERM	ERM
Evropský měnový systém	European monetary system
Jamajský měnový systém	Jamaica monetary system
Měna	Currency
Měnová unie	Monetary union
Mezinárodní měnový fond	International monetary fund
Mezinárodní měnový systém	International monetary system
Parita	Parity

## Obsah

1. ÚVOD .....	11
2. CESTA K BRETTONWOODSKÉMU SYSTÉMU DEVIZOVÝCH KURZŮ.....	14
2.1. Úvod.....	14
2. 2. Období před první světovou válkou z hlediska devizových kurzů .....	15
2. 3. Období během a po první světové válce z hlediska devizových kurzů .....	16
2. 4. Období během 2 sv. v.....	20
3. CHARAKTERISTICKÉ RYSY KURSOVÉ POLITIKY MMF DO ZAČÁTKU 70. LET.....	23
3. 1. Úvod kapitoly .....	23
3. 2. Založení Mezinárodního měnového fondu .....	24
3. 3. Principy Mezinárodního měnového fondu týkající se devizových kurzů.....	28
3. 4. Charakteristika hospodářského vývoje v 50. letech.....	31
3. 5. Ekonomický a hospodářský vývoj od 60. let do začátku 70. let.....	33
3. 6. Snaha o udržení Brettonwoodského měnového systému v období 60. let.....	35
4. MODIFIKACE KURSOVÉ POLITIKY MMF OD PRVNÍ TŘETINY 70. LET.....	37
4. 1. Úvod.....	37
4. 2. Měnový vývoj na začátku 70. let.....	37
4. 3. Formální vznik tzv. Jamajského měnového systému.....	39
4. 4. Shrnutí .....	40
5. MODIFIKACE BRETTONWOODSKÉHO KURSOVÉHO SYSTÉMU V EVROPSKÉ UNII .....	44
5. 1. Charakteristika období od konce 60. let do roku 1979.....	44
5. 1. 1. Wernerova zpráva.....	45
5. 1. 2. Zavedení systému „had v tunelu“ a „společného floatingu“.....	46
5. 2. Období 1979 – 1998.....	49
5.2.1. EMS.....	49
5.2.2. ERM (exchange rate mechanism) – kursový mechanismus EMS .....	51
5.2.3. Úvěrové facility k podpoře devizových kurzů:.....	58
5.2.4. Vývoj hospodářských proměnných důležitých pro EMS.....	60
5.2.5. Delorova zpráva .....	61
5.2.6. Maastrichtská dohoda – dohoda o Evropské unii .....	63
5.3. Období 1998 a dále.....	64
5.3.1. ERM – 2 a Měnová unie.....	64

5. 4. Problémy EMS .....	67
5. 5. Některé názory navrhuující reformy EMS .....	67
6. ZÁVĚR.....	68
SEZNAM LITERATURY .....	72
SEZNAM PŘÍLOH .....	73
PŘÍLOHY.....	<b>CHYBA! ZÁLOŽKA NENÍ DEFINOVÁNA.</b>

## Seznam použitých zkratk a symbolů:

ECU	evropská zúčtovací jednotka	European currency unit
EMI	Evropský měnový institut	European monetary institute
EMS	Evropský měnový systém	European monetary system
EPU	Evropská platební unie	European payments union
ERM	kursový mechanismus	Exchange rate mechanism
ES	Evropské společenství	European community
ESCB	Evropský systém centrálních bank	European system of central banks
OSN	Organizace spojených národů	United nations organization
SDR	zvláštní práva čerpání	Special drawing rights
SEA	Single european act	



## 1. Úvod

Mezinárodní měnový systém<sup>1</sup>, jeho atributy a vývoj patří mezi mimořádně složité, současně však i důležité oblasti výzkumu. Mezinárodní měnové vztahy se rozvíjely v souvislosti s přeshraničním pohybem zboží, služeb a kapitálu už před mnoha staletími. Největší rozvoj a také nejrozsáhlejší kvantitativní i kvalitativní změny v rámci výše zmíněného mezinárodního měnového systému lze však pozorovat až ve 20. století.

V tomto století také došlo k vzniku dvou institucí upravující mezinárodní měnové vztahy v z historického hlediska bezprecedentním rozsahu.

Jedná se o Mezinárodní měnový fond a subjekty vzniklé v souvislosti s Evropským společenstvím, resp. Evropskou unií.

Tato práce si klade za cíl, jak je samozřejmě uvedeno v názvu, analyzovat politiku devizových kurzů<sup>2</sup> tak, jak byla aplikována vzhledem k výše zmíněným institucím. Co si však lze představit pod pojmem “politika devizových kurzů”? Na devizové kurzy lze nahlížet ze dvou fundamentálních pohledů:

První pohled vnímá devizové kurzy jako kvantitativní vyjádření směnného poměru dvou měn a s tím souvisejících skutečností. Mezi tyto skutečnosti lze zařadit různé režimy devizových kurzů, ať už se jedná o režimy umožňující nebo omezující vzájemnou fluktuaci devizových kurzů dvou nebo více měn, k tomu přichází otázka, jakými způsoby udržovat pevné devizové kurzy atd.; dále lze zmínit různé způsoby vyjadřování devizových kurzů, jejich hodnotu např. ke zlatu, jiným měnám nebo koši měn atd.

Druhý pohled vnímá devizové kurzy jako nástroj hospodářské politiky. Jak bude podrobněji uvedeno v této práci, systém režimu devizových kurzů naprosto zásadně ovlivňuje nejenom vnější vztahy dané ekonomiky z pohledu vyjádřeném v předcházejícím odstavci, systém režimu devizových kurzů ovlivňuje také hospodářské proměnné uvnitř ekonomiky. Stručně lze zmínit monetární a fiskální politiku,

---

<sup>1</sup> Termínem “mezinárodní měnový systém” může být v užším slova smyslu rozuměn (dle pojetí v souladu s oficiálními publikacemi MMF, např. IMF Annual Report 1965) souhrn obecně uplatňovaných zásad, uznávaných nebo dohodnutých mezinárodních pravidel a ujednání, jejichž účelem je dosáhnout na základě mezinárodní dohody (např. Bretton-Woodské měnové dohody) “slušnou a účinnou metodu vedení mezinárodních transakcí”. V širším slova smyslu zahrnuje mezinárodní měnová soustava i síť bankovních a obchodních činností s jejich institucemi, jimiž jsou “každodenně zajišťovány mezinárodní transakce”. Je tedy mezinárodní měnová soustava uspořádáním mezinárodních finančních a měnových vztahů, které ve svém souboru umožňují plynulost mezinárodního platebního styku všeho druhu.

[Sucharda, B. *Mezinárodní měnová soustava v pohybu*, Praha: Československá obchodní a průmyslová komora, 1979, str. 24 a 25.]

<sup>2</sup> Termínem “směnný” či “devizový” kurs rozumíme cenu jedné měnové jednotky vyjádřenou v jednotkách jiné měny, jinými slovy, kvantitativní směnný poměr dvou národních peněžních jednotek.

[Košťáková, V., Landorová, A. *Peníze a banky*, Praha: Karolinum, 1998, str. 135  
ISBN 80-7184-355-5]

prostřednictvím těchto dvou oblastí pak mimo jiné peněžní zásobu, vývoj cenové hladiny, produkt, zaměstnanost atd.

Politika devizových kurzů pak operuje s výše zmíněnými pojmy, ať už jsou vyjádřeny v jakékoliv formě (např. na základě smlouvy, dohody, prováděné živelně, na multilaterální nebo unilaterální úrovni atd.). Vzhledem ke značně rozsáhlé problematice vztahující se k politice devizových kurzů je v průběhu celé této práce aktuální otázka, v jakém rozsahu ještě popisovat a analyzovat tuto politiku. Jedná se nejenom o volbu popisu a analýzy z pohledu hloubky zahrnované problematiky a jejího příčinného vztahu k devizovým kurzům jako takovým, ale také o odpovídající volbu časového rozsahu.

Diplomová práce začíná popisem a charakteristikou mezinárodního měnového systému a hospodářského prostředí již od začátku 20. století, přičemž tato první část má podobu kompaktního celku až do vzniku samotného Mezinárodního měnového fondu. Vše je podrobněji rozebráno dále, nyní v úvodu je však nezbytné poznamenat, že podoba mezinárodního měnového systému po 2. sv. v., jmenovitě brettonwoodský měnový systém, byla výrazně ovlivněna předválečným vývojem a bez charakteristiky těchto souvislostí by bylo velmi obtížné logicky popsat poválečný vývoj. Jako historicky signifikantní s ohledem na modernější podobu mezinárodního měnového systému a s ohledem na souvislosti s politikou devizových kurzů MMF bylo zvoleno pouze 20. resp. 21. století.

Druhá část již obsahuje samotnou analýzu politiky devizových kurzů MMF z již nastíněných přístupů kvantitativních i kvalitativních. Především je vzata v úvahu skutečnost, že se jedná o první koordinovanou a institucionalizovanou formu mezinárodního měnového systému, založenou na mezinárodní dohodě. Nejedná se o statický popis nějakého stavu. Jedná se o analýzu vývoje kursové politiky navazující na nějaké výchozí ekonomické proměnné a charakteristiky platné pro období po 2. sv. v, které se v průběhu více než dvacetileté existence tohoto systému měnily a popsány mechanismy tak modifikovaly podobu kursové politiky, přičemž vše vyústilo v pád tzv. brettonwoodského měnového systému a zavedení v další kapitole charakterizovaného tzv. jamajského měnového systému. Na závěr této části diplomové práce logicky a elegantně navazuje kapitola věnující se modifikaci devizových kursů v Evropské unii.

V kapitole věnující se modifikaci devizových kursů v Evropské unii je samozřejmě analyzována politika devizových kurzů zařazená do určitého časového kontextu typického pro nějaké výchozí ekonomické charakteristiky, které svým vývojem tuto politiku vytvářely až do v této práci zahrnutém začátku 21. století.

Co je však hlavní myšlenkou, které je v této diplomové práci věnována pozornost? Po pádu brettonwoodského měnového systému, který byl výsledkem institucionalizované mezinárodní politiky devizových kursů Mezinárodního měnového fondu, začal fungovat jiný, regionální měnový systém, sledující de facto stejné cíle jako měnový systém brettonwoodský. Tento nový, regionální měnový systém, vyznačující se snahou o užší měnovou spolupráci, se vytvořil v komunitě západoevropských

zemí. Na tomto místě může být velice stručně uvedeno, že oba systémy byly vytvořeny a prezentovány za účelem udržení a podpory kursové stability. Jak je možné, že jeden ze systémů byl pod vlivem okolností odsouzen k zániku, zatímco jiný systém, v podstatě pouze modifikace toho původního, vznikl a během více než dvacetileté existence prokázal životaschopnost zakončenou nejvyšším stupněm, kterého lze v mezinárodní měnové spolupráci dokázat – měnovou unií?

Tyto a jiné aspekty jsou v průběhu diplomové práce podrobně analyzovány a ve výsledku vedou k porovnání a vzájemnému vyhodnocení brettonwoodského měnového systému a měnového systému v rámci Evropského společenství, resp. Evropské unie. Tato práce přijímá jako určitou výchozí teoretickou myšlenku tzv. teorii inkonzistentní trojice, která popisuje základní vlastnosti měnových systémů ze tří pohledů – vzájemné stability devizových kurzů, monetární autonomie jednotlivých zemí a stupně mobility kapitálu. Analýza měnových systémů a i vzájemné srovnání tedy probíhá v tomto duchu, přičemž v průběhu práce bylo zjištěno, že tato formule je skutečně velmi univerzální a lze se jejím prostřednictvím propracovat i k pochopení hlubších zákonitostí vývoje a udržování institucionalizovaných i neorganizovaných měnových systémů.

V průběhu práce může vyvstat otázka, zdali nejsou některé oblasti, týkající se třeba kvantifikace kursových režimů (např. mechanismy výpočtů hodnot devizových kurzů, vývoj jednotlivých parit atd.), rozebírány příliš podrobně? Na tomto místě je třeba uvést, že tato práce byla zpracovávána především s ohledem na vůli dozvědět se něco více o politice devizových kurzů měnových institucí a vyplnit tak soukromě jistou mezeru v rámci odborné literatury, kde je kursová politika velice často, např. ve prospěch politiky úvěrové, opomíjena. Cílem bylo tedy vytvořit určitý kompaktní celek, a jest pravděpodobně věcí subjektivního názoru, jaké skutečnosti jsou relevantní více, a jaké méně.

Před samotným závěrem úvodu lze poukázat také na skutečnost, že součástí příloh jsou také úseky věnující se popisu nezbytné teoretické základny.

## 2. Cesta k brettonwoodskému systému devizových kurzů

### 2.1. Úvod

První část práce zaměřené na analýzu politiky devizových kurzů Mezinárodního měnového fondu se bude zabývat historickým vývojem mezinárodního měnového systému před vznikem Mezinárodního měnového fondu. Před samotným vznikem článků Dohody, i před počátkem jednání o možnosti vytvoření nějakého poválečného měnového systému, docházelo k různým více či méně významným událostem, jejichž důsledky se posléze staly východiskem k vzniku Brettonwoodského měnového systému v dané podobě. Bez těchto událostí (např. světová hospodářská krize v 30. letech), či prerequisite, by se pravděpodobně měnové uspořádání po II. světové válce odlišovalo od daného měnového uspořádání, které nakonec skutečně vzniklo.

Je relativně obtížné zhodnotit, jaké události ohledně vývoje měnového a peněžního systému zohlednit a které ne. Tato práce je zaměřena především na devizové kurzy. Problematika devizových kurzů je nicméně úzce spojena s dalšími ekonomickými oblastmi v rámci mezinárodního měnového systému, které nebylo možno z historického hlediska opomenout. S devizovými kurzy je úzce spjata například směnitelnost měn, jejíž zavedení v různém stupni rozsahu vytváří, za určitých předpokladů, devizové kurzy méně stabilní. Stabilní resp. fixní devizové kurzy musí být vyjadřovány v paritě k určitému bodu, musí existovat nějaké měřítko resp. etalon. Tímto měřítkem byl v minulosti např. americký dolar a zlato. K udržování fixního devizového kurzu je zapotřebí intervencí, s nimiž může být pro změnu spjata úvěrová politika atd. Tato práce se tedy snaží v historickém vývoji poukázat na skutečnosti, jejichž existence měla nějaký příčinný vztah k již zmíněné problematice devizových kurzů.

Historický vývoj jest zahájen zmínkou o předválečném měnovém systému, tzv. standardu zlaté mince. Tento měnový systém se i přes volnou směnitelnost měn vyznačoval značnou stabilitou. Měnový systém s vazbou na zlato je důležitý, protože od té doby bylo zlato považováno, ať už oprávněně či neoprávněně, za předpoklad udržení všeobecné vzájemné stability měnových kurzů. Vývoj po první světové válce jest charakterizován především popisem konference v Janově v Itálii. Jednalo se o důležitý mezník v rámci snahy korigovat hospodářský i měnový vývoj. Mimo to podoba Brettonwoodského měnového systému se v mnoha částech shodovala s myšlenkami této konference. Po období relativní stability, v druhé polovině 20. let, nebylo možné opomenout hospodářskou krizi v 30. letech a její důsledky. Tato hospodářská krize vytvořila později zmíněnými procesy podmínky k přílivu zlata do USA a z hlediska politiky devizových kurzů významně ovlivnila podobu brettonwoodského měnového systému, především kvůli konkurenčním devalvacím, ke kterým tehdy docházelo. V rámci 30. let také nebylo opomenuto zmínění tzv. Tripartitní dohody, část poválečných (2 sv. v.) mechanismů mezinárodního měnového systému byla totiž v podstatě institucionalizací této dohody. Závěrem byl také popsán proces jednání ohledně konečné podoby brettonwoodských dohod.

## 2. 2. Období před první světovou válkou z hlediska devizových kurzů

Následující malý historický exkurz může být započat zmínkou o měnovém systému před první světovou válkou. V této době byl velkým množstvím států využíván tzv. standard zlaté mince<sup>3</sup>, který lze zařadit do měnového systému s vazbou na zlato. V rámci tohoto systému mají ústřední měnové instituce, resp. centrální banky závazek směřovat bankovky v určité nominální hodnotě za zlato. Mimo to jsou v oběhu plnohodnotné mince, které mohou být raženy i soukromými mincovnami. Pro nás je velmi důležitá skutečnost, že se tento systém vyznačoval vysokou stabilitou devizových kurzů, a to i přes skutečnost, že téměř neexistovaly restrikce týkající se pohybu zboží, služeb či dokonce kapitálu přes hranice. Jinými slovy národní měny byly volně směnitelné. Devizové kurzy se od sebe lišily pouze v rozmezí tzv. horních a dolních zlatých bodů. Toto rozmezí vyjadřovalo náklady na dopravu zlata z jedné země do druhé (např. mezi USA a Evropou cca 1,5% z ceny převáženého zlata). Pokud se devizové kurzy vychýlily z rozmezí zlatých bodů, bylo k úhradám mezi státy místo národních měn používáno zlato. Jeho vývoz ovlivnil poptávku po dané měně na deviz. trzích a tím i nominální směnný kurz. Ten se pak vrátil do stanoveného pásma zlatých bodů. V tomto období se také monetární politika centrálních bank vyznačovala typickými atributy. Těmi byla snaha o zabránění odlivu zlata ze země a také značná solidarita bank mezi sebou navzájem. Vzájemně si často půjčovaly zlato pro provádění intervencí na devizovém trhu ve prospěch udržení devizových kurzů v rozmezí zlatých bodů. Díky této „jednotné“ monetární politice centrálních bank v sobě měnový systém před I. sv. v. mohl kombinovat vzájemně jinak obtížně slučitelná kritéria měnových systémů – konvertibilitu národních měn a současně značnou stabilitu devizových kurzů<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> 25 měn zlatého standardu (povětšinou standard zlaté mince, někde však i standard zlatého slitku. V Rakousko-Uhersku a Bolívii standard zlaté devizy)

6 měn stříbrného standardu (pouze jako standard stříbrné mince)

10 měn stříbrného bimetalismu (měnové kovy – stříbro a zlato)

3 papírové měny (se zlatem jako měnovým kovem, měny však nejsou směnitelné za zlato)

2 země s nedefinovatelným typem měny (Maroko a Montenegro)

4 země s měnami cizích zemí jako legální platidlo (Kuba, Libérie, San Marino a Omán)

Hodnoty platné pro rok 1913

[Němeček, E. The International Monetary System, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 35]

<sup>4</sup> [Němeček, E. The International Monetary System, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 50]

### **Shrnutí podoby převažujících systémů devizových kurzů v období 1870 - 1914:**

*Systém devizového kurzu: zlatý standard*

*Základní faktor: nabídka/poptávka*

*Vymezení parity: Au, zlatá*

*Charakter kurzů: paritní*

*Charakter oscilace: zjevná*

*Rozsah: dolní a horní intervenční bod*

*Intervenování: nepřímé*

Zdroj: Bakule, V. *Vlastně zpracovaný materiál z přednášek*, Liberec: Technická univerzita v Liberci – Hospodářská fakulta, 2004.

### **2. 3. Období během a po první světové válce z hlediska devizových kurzů**

Během první světové války byly z velké části zavedeny devizové restrikce, stažení zlatých mincí z oběhu a zastavení směnitelnosti bankovek za zlato. Z důvodu financování válečných operací docházelo také k emisi nekrytých státovek. To vedlo k inflačnímu znehodnocení měny a hospodářskému rozvratu ekonomik.

Po skončení první světové války bylo samozřejmě nutné nastolit měnový systém, jenž by poskytoval dostatečné zázemí pro hospodářský rozvoj. K jednání docházelo například na konferencích v Bruselu, Haagu a Londýně. Jakýsi trend v utváření poválečného měnového systému je snad nejhodněji možné zachytit uvedením závěrů z konference konané v 3. května 1922 v italském Janově. Této konferenci se účastnili zástupci 34 zemí. Účastníci konference se mimo jiné usnesli na:

*Článek 1* – Nezbytným předpokladem pro hospodářskou rekonstrukci Evropy jest, aby každá země dosáhla stability hodnoty své měny.

*Článek 4* – Jest žádoucí, aby veškeré evropské měny byly založeny na společném standardu.

*Článek 11, část 1* – Vlády zemí participujících na dohodě se zavazují k tomu, že budou znovuzavedení zlatého standardu považovat za svůj základní cíl.

*Článek 11, část 4* – Běžnou praxí zúčastněných zemí bude prodej či nákup vlastní měny jiným zemím participujícím na dohodě v rámci předepsané parity a na požádání.

*Článek 14* – Veškeré umělé kontroly směnných operací, vyžadování licence pro devizové transakce nebo omezení kurzů za jakých transakce mohou být provedeny, dále diskriminace v rámci rozlišování účelů ke kterým má být měny použita, omezování volných obchodů na termínovaných devizových trzích jsou považovány za škodlivé a měly by být zrušeny v nejbližším možném termínu.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> [Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 64]

Poválečné období lze tedy charakterizovat snahou o vzájemnou stabilizaci měnových kurzů a udržení co možná nejširší vzájemné směnitelnosti měn. Za cestu pro naplnění těchto cílů byl považován návrat k nějaké podobě zlatého standardu.

Během 20. let přešla velká část měn buď na standard zlaté devizy nebo na standard zlatého slitku. Přejít na tyto standardy, v té době považované za vylepšené standardy zlaté mince, znamenal pro centrální banky možnost udržovat menší zlaté zásoby. Zlato resp. plnohodnotné mince byly totiž de facto staženo z oběhu a ke konverzi emitovaných bankovek za zlato mohlo docházet jen v rámci tzv. zlatých slítků, které reprezentovaly vysoké hodnoty. Zlato začalo být tedy využíváno především jako prostředek pro mezinárodní platby. V případě standardu zlaté devizy byly dané měny směnitelné pouze za devizy, které jako takové byly za zlato směnitelné. Některé měny se dokonce transformovaly na tzv. papírové měny, tj. tyto měny nebyly u centrálních bank přímo směnitelné za zlato, nicméně vazba na zlato u těchto měn díky závazkům centrálních bank vykupovat zlato stále existovala. Tyto měny byly povětšinou stabilizovány vůči nějaké významné měně, např. USD nebo CHF.

Nelze opomenout, že se v 20. letech 20. století měnové kurzy přestaly pohybovat v rámci tzv. zlatých bodů. Důvodem bylo to, že zlato přestalo plnit funkci oběživa a tím bylo narušeno i předchozí spojení mezi vnitřní cenovou hladinou a vývojem hodnoty zlata, byl narušen soulad mezi nominálním zlatým krytím peněžních jednotek a jejich kupní silou.

Relativní stabilita v mezinárodních měnových vztazích, které bylo dosaženo na základě konference v Janově cca v roce 1925, netrvala dlouho. Ve třicátých letech propukla hospodářská krize bezprecedentního rozsahu. Na začátek může být uvedeno, že existují rozdílné názory ohledně důvodů vypuknutí této krize. Otázkou je, zdali byly na vině především monetární či nemonetární faktory. Existují názory, že stabilita měnových kurzů měnového systému s vazbou na zlato tak, jak byla prosazována v letech 1925-1931 na základě Janovské konference byla příčinou deflace, která se společně s nevyřešenými problémy ohledně válečných reparací a dluhy mezi spojenci stala důvodem k propuknutí hospodářské krize. Mezi hlavní charakteristiky hospodářské krize patří deflace, která se vyznačovala poklesem poptávky na světových trzích, i na trzích jednotlivých ekonomik. Deflační vývoj znevýhodňoval dlužníky, kteří následně krachovali. Kvůli propojenosti finančních center peněžních trhů tak docházelo ke krizi celého úvěrového systému nejenom v USA, ale i v Evropě. Docházelo k úpadkům bank, uzavírání dalších peněžních ústavů a burz.

Tabulka č. 1.: Deflace v USA, 1910-1914=100

ROK	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
CENOVÁ HLADINA	139	141	139	126	107	95	96	109	117	118	128

Zdroj:<sup>6</sup>

<sup>6</sup> [Němeček, E. The International Monetary System, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 52]

V rámci této práce je důležité, že nejistota působící v rámci mezinárodních hospodářských vztahů se dotkla také oblasti devizových kurzů a systémů měn jako takových. Na začátku 30. let došlo u významných měn, jako je americký dolar a anglická libra, k odklonu od vazby na zlato. Americký dolar i anglická libra zavedly tzv. floating. V té době docházelo k hojnému využívání měnových devalvací za účelem zvýšení konkurenceschopnosti domácích výrobců na mezinárodních trzích. Tato výrazná nestabilita devizových kurzů výrazně ovlivnila podobu poválečného (2. sv. v.) uspořádání mezinárodního měnového systému.

Z důvodu použití amerického dolaru jako klíčové měny poválečného měnového uspořádání musí být nyní konkrétněji přiblížen měnový vývoj v USA během třicátých let.. V roce 1931 byla zavedena povinnost odprodeje zlata ve formě slitků a mincí (zestátnění zlata), to z důvodu, že díky nestabilitě bankovního sektoru soukromý sektor držel stále více tohoto měnového kovu. V roce 1933 byl také zaveden zákaz vývozu zlata a měnový a úvěrový chaos vedl ke zrušení směnitelnosti dolaru za zlato, dolar se tak stal papírovou měnou. Byla také zaváděna široká devizová omezení. V roce 1934 byla směnitelnost dolaru za zlato sice obnovena, za zlato však mohly dolar směňovat pouze centrální banky jiných zemí. V roce 1934 došlo k devalvaci dolaru z 20,67 USD za jednu trojskou unci zlata na 35 USD za jednu trojskou unci, tím se zvýšila americká zásoba zlata o 2,8 mld. USD. Později byl také vytvořen tzv. Stabilizační měnový fond, jehož cílem bylo provádět již zmíněné devizové intervence s ohledem na oslabení USD a zvýšení vývozu a zaměstnanosti. Během 30. let také docházelo k důležitému procesu přílivu měnového zlata do USA, např. z Evropy. Bylo to způsobeno tím, že díky devalvaci dolaru bylo možno za jednotku zlata získat více dolarů, než před devalvací a tím také nakoupit více zboží. Stále přetrvávající deflace také relativně snižovala ceny zboží vůči stále stejné „ceně“ zlata resp. jeho paritě vůči dolaru.

Nyní opět zpátky k pohledu na měnový systém z globálního hlediska. Kvůli chaosu a rozvrácenosti měnových vztahů docházelo během 30. let k výrazným snahám nalézt pro tuto situaci nějaké řešení. Floating devizových kurzů měn byl v té době považován spíše za škodlivý a objevovaly se různé snahy o stabilizaci měnového systému mimo jiné samozřejmě prostřednictvím zlata. Krátce po propuknutí hospodářské krize, v červnu 1929, byla Ligou národů vytvořena tzv. komise významných hospodářských expertů. Tato komise byla později známa jako tzv. „Zlatá delegace“. Zlatá delegace následně vypracovala dvě významné zprávy hodnotící úlohu zlata v mezinárodním měnovém systému<sup>7</sup>. Výsledkem bylo konstatování, že zlato je schopné nadále plnit úlohu měnového kovu. V roce 1933 se konala Měnová a hospodářská konference v Londýně. Jejím posláním bylo obnovit funkce zlatého standardu a zlepšit tak měnové prostředí. Tato jednání však nebyla úspěšná a měnový systém tak zůstával přinejmenším až do roku 1936 resp. 1944 v krizi, znamenající tvorbu devizových restrikcí, clearingových forem placení<sup>8</sup> a tzv. měnových seskupení<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> [Němeček, E. The International Monetary System, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 169]

<sup>8</sup> Při clearingů není nutné používat k úhradám peněžní prostředky, peníze slouží v rámci vykompenzovaného obrátu závazků a pohledávek pouze jako zúčtovací jednotka. Tato forma placení však nevytváří vhodné podmínky pro rozvoj zahraničně obchodních vztahů, neboť je založena na vzájemné vyrovnanosti plateb, a tím omezuje rozsah vzájemné spolupráce dle možností slabšího partnera. [9]

<sup>9</sup> 1) Sterlingový blok (oblast Britského společenství národů a skandinávské země)

2) Západoevropský zlatý blok v čele s Francií



S ohledem na poválečné uspořádání měnového systému bylo dalším důležitým okamžikem uzavření tzv. Tripartitní dohody. Tato dohoda byla uzavřena v září 1936 mezi Francií, USA a Velkou Británií. Vláda Spojených států se v ní zavázala konvertovat oficiální zahraniční dolarové rezervy centrálních bank do zlata, a to prostřednictvím fixní dolarové nominální ceny 35 USD za 1 trojskou unci zlata. K Tripartitní dohodě se později, ještě před válkou, připojila Belgie, Nizozemí a Švýcarsko. Dolar tak zůstal po roce 1936 jedinou měnou s alespoň omezenou směnitelností za zlato. Americká měna tímto způsobem elegantně převzala jak anglické libře, tak i francouzskému franku pozici tzv. světových měn. Vzhledem k uvedeným důvodům přílivu měnového zlata do Spojených států se tato země mohla bez problému ke konverzím dolarů za zlato zavázat. K těmto konverzím by totiž vzhledem k jejich nevýhodnosti docházelo pouze výjimečně. Před druhou světovou válkou také docházelo k přílivu měnového zlata nikoliv pouze z již uvedených důvodů (tj. nákup zboží díky většímu množství dolarů, které bylo možné po devalvaci dolaru v roce 1934 obdržet.), ale i kvůli faktu, že po nástupu fašismu v Německu a vzniku aktuální hrozby války docházelo k masivnímu přesunu zlata z Evropy, a to samozřejmě převážně do Spojených států (viz. tabulka).

Tabulka č. 2.: Rozložení celosvětových zásob měnového zlata (podíl)

	USA	Francie	Anglie
Rok 1913	1/4	1/6	1/20
Rok 1939	6/10	1/10	1/10

Zdroj:<sup>10</sup>

#### **Shrnutí podoby převažujících systémů devizových kurzů v období 1920 - 1935:**

*Systém devizového kurzu: floating*

*Základní faktor: nabídka/poptávka*

*Charakter kurzů: tržní*

*Charakter oscilace: zjevná*

*Intervenování: fakultativní*

Zdroj: [Bakule, V. *Vlastně zpracovaný materiál z přednášek*, Liberec: Technická univerzita v Liberci – Hospodářská fakulta, 2004.]

- 3) Dolarová oblast se zeměmi Latinské Ameriky, jejichž měny byly spjaty s USD
- 4) Jenová oblast, která zahrnovala zejména území získaná Japonskem vojenskou agresí
- 5) Oblast střední a jihovýchodní Evropy, která přešla převážně na soustavu řízeného devizového hospodářství a systém dvoustranných obchodních a platebních clearingových dohod. Jejich uplatňování rozvinulo především nacistické Německo. [13]

<sup>10</sup> [Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965, str. 22.]

## 2. 4. Období během 2 sv. v.

Druhá světová válka znamenala zavedení dalších devizových restrikcí a deformaci mezinárodního měnového systému. Hojně bylo zavádění bilaterálních obchodních a platebních vztahů mezi zeměmi. Na tomto místě je nutné zdůraznit to, že během druhé světové války došlo k značnému posílení hospodářské role Spojených států ve světě. Vůči spojencům USA vystupovaly, prostřednictvím dodávek zbraní a jiného zboží, jako hlavní světový věřitel.

Již během války vznikla aktuální otázka, jak a na jakých principech bude fungovat poválečný mezinárodní měnový systém. V rámci této otázky docházelo postupně k řadě jednání<sup>11</sup>, při nichž byly přirozeně prezentovány různé návrhy na podobu zmíněného měnového systému.

Tato jednání probíhala v duchu rozborů krize třicátých let a to především v souvislosti s potřebou stabilních devizových kurzů.

Pro období po druhé světové válce se tedy mimo jiné bylo třeba poučit ze špatného postupu zemí Velké dohody (především USA, Velká Británie a Francie) při vytváření tzv. versailleského systému uspořádání politických a hospodářských vztahů po první světové válce. Poválečné (1. sv. v.) dohody zavinily izolaci

---

11

- v únoru 1940 vzniká na základě jednání amerických států v Panamě americký plán poválečného mezinárodního měnového uspořádání označovaný jako Whiteův plán
- v souvislosti s jednáním o Atlantické chartě v srpnu 1940 byla projednávána otázka nových forem mezinárodního měnového uspořádání
- v lednu 1940 na poradě ministrů zahraničních věcí v Riu de Janeiro bylo dohodnuto, že pro poválečný mezinárodní měnový systém bude nutné vytvořit “Mezispojeneckou banku” a “Mezispojenecký stabilizační fond”
- v lednu 1942 byl Velkou Británií vypracován návrh na “Mezinárodní clearingovou unii”, který vešel do povědomí jako Keynesův plán a v srpnu téhož roku byl dán k dispozici USA
- v dubnu 1942 byl dán jednotlivým zainteresovaným zemím k dispozici Whiteův plán
- v průběhu let 1942-1943 byly vypracovány další plány mezinárodního měnového uspořádání (francouzský plán, kanadský plán atd.)
- v červnu 1943 došlo ve Washingtonu k neformálnímu jednání představitelů 18 zemí (včetně ČSR, SSSR, a Polska)
- v průběhu září a října 1943 se uskutečnilo jednání mezi USA a GB za vedení H. D. Whitea a J. M. Keynesa, jehož výsledkem bylo tzv. Společné stanovisko expertů o ustavení Mezinárodního měnového fondu, které však bylo odsouhlaseno až v lednu 1944
- v průběhu ledna až března 1944 probíhaly konzultace mezi delegacemi USA a SSSR o společném návrhu (na základě těchto jednání došlo ke zvýšení členské kvóty pro SSSR z původně navrhovaných 763 mil. USD na 1200 mil. USS, což představovalo pro SSSR hlasovací cílu ve výši 10%)
- v květnu 1944 bylo rozesláno oficiální pozvání USA vládám 44 zemí na konferenci v Bretton-Woods (letovisko na úpatí hory Washington ve státě New Hampshire) za účelem formulování definitivních návrhů
- v červnu 1944 se v Atlantic City sešli zástupci 19 zemí pozvaných do Bretton-Woods, aby se spolu s ministerstvem financí USA dohodli na návrhu “Společného stanoviska”
- 1. až 22. července 1944 vlastní konference v Bretton-Woods

[Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002, ISBN 80-245-0431-6, str. 20]

především Německa a vzhledem k velkému zadlužení k stále horší hospodářské situaci této země (v roce 1930 byla při hodnotě vývozu 12,2 mld. marek zahraniční zadluženost Německa cca 25,5 mld. marek.<sup>12</sup>

Tato situace pak zjednodušeně vedla k nástupu fašismu a rozpoutání světové války. Z pro tuto práci důležitého hlediska devizových kurzů existovala snaha o zamezení nekalých praktik konkurenčních devalvací, které byly před 2 světovou válkou často prováděny. Cílem tedy bylo poskytnout efektivní základnu pro rozvoj hospodářství a světového obchodu.

Během jednání o poválečném měnovém systému se objevily víceméně tři základní myšlenky resp. návrhy, s jejichž pomocí měl být nový systém vytvořen. Jednalo se o Keynesův, Whiteův a Isleyův plán. Z těchto tří plánů je třeba upozornit především na Keynesův plán, reprezentující „zájmy“ Velké Británie a Whiteův plán zastupující „zájmy“ Spojených států. Oba tyto plány byly vytvořeny se zvláštním důrazem na požadavky na to, aby se devizové kurzy v poválečném měnovém světě vyznačovaly dostatečnou stabilitou a také, aby měny mezi sebou byly v co možná největším rozsahu směnitelné.

Keynesovým návrhem bylo založení Mezinárodní clearingové unie, dále institucí pro rozvoj a kontrolu pohybu zboží. Keynesovým cílem bylo také zmenšit úlohu zlata v měnových systémech. Příčinou bylo především to, že tato varianta reprezentovala především požadavky „dlužnických“ zemí, v čele s Velkou Británií. Tyto země během války, a i v poválečném období nedisponovaly dostatečnými zásobami zlata. Jeho plán však musel respektovat realitu 40. let a přetrvávající značnou úlohu měnového zlata. Keynesem byla proto navržena zvláštní zúčtovací jednotka „bancor“, která byla jednosměrně připoutána ke zlatu. Principem tohoto jednosměrného připoutání bylo, že zúčastněné země by byly oprávněné nakupovat zlatem bancory od clearingového centra za fixní cenu, nebyly by ale oprávněny zlato za bancory nakupovat. Problémem by však byla možnost růstu ceny zlata na volných trzích nad vymezenou paritu nákupní ceny zlata v rámci clearingové unie. Konverze zlata za bancory by pak znamenala ztrátu. Z našeho pohledu důležitá stabilizace devizových kurzů měla být zajištěna udržováním tržních směnných kurzů daných měn v určitém pásmu kolem pevné parity. Toto mělo být umožněno intervencemi na devizových trzích. Bancor se měl stát novým měnovým standardem a nahradit tak zlato v jeho funkci za pevnou cenu kdykoliv a kdekoliv směnitelného zboží. Nakonec byl však upřednostněn plán Keynesova konkurenta. Keynes příliš nerespektoval dominantní postavení dolaru a zároveň přišel s do té doby něčím zcela novým – mezinárodní clearingovou unií. V té době se možná zdálo být zavedení tohoto systému určitým rizikem. Mimo to, z důvodů zastupování zájmů pozice dlužnických zemí, prosazoval i z pohledu Spojených států příliš velkou úvěrovou kapacitu nově navrhovaných institucí.

Ve finální verzi brettonwoodských dohod tedy převážil Whiteův plán. Tento plán počítal s vytvořením dvou institucí – Stabilizačního fondu spojených a sjednocených národů, a Banky pro obnovu a rozvoj.

---

<sup>12</sup> [Sucharda, B. *Mezinárodní měnová soustava v pohybu*, Praha: Československá obchodní a průmyslová komora, 1979, str. 11]

Banka pro obnovu a rozvoj měla sloužit jako zdroj pro financování dlouhodobých úvěrů, zatímco účel fondu byl následující: pomáhat stabilizovat devizové kurzy zemí, vytvářet podmínky pro hladký chod mezinárodního obchodu a tok produktivního kapitálu mezi zúčastněnými zeměmi a dále omezit používání devizových restrikcí, bilaterálních clearingových smluv, diferencovaných kurzů a různých diskriminačních praktik. Zdroje stabilizačního Fondu by byly tvořeny vklady členských zemí. Tyto vklady by se skládaly částečně z cenných papírů, národních měn a zlata. Úvěrová kapacita ve vztahu k jednotlivým členským zemím měla být samozřejmě omezena, a to do výše 200% kvóty proti ekvivalentnímu složení dlužné částky v domácí měně. Devizové kurzy by byly vyjádřeny v paritě k měnové jednotce „unitas“, jejíž zlatý obsah se shodoval s dolarem. Pro nás je tedy důležité že měla být zachována role zlata v mezinárodních měnových vztazích, uvolňování devizových transakcí a omezení velikosti úvěrové kapacity výše zmíněných institucí.

### 3. Charakteristické rysy kursové politiky MMF do začátku 70. let

#### 3. 1. Úvod kapitoly

Tato kapitola se zabývá vývojem mezinárodního měnového systému v časovém období od schválení dohody o založení Mezinárodního měnového fondu až po období krize a pádu bretonwoodského měnového systému na přelomu 60. a 70. let.

Důraz je přirozeně kladen na problematiku devizových kurzů jako takovou. Znovu se však objevuje otázka, co konkrétně a v jakém rozsahu zmínit tak, aby v dané oblasti existovala výrazná souvislost s devizovými kurzy. Stejně jako v první kapitole, která se zabývala obdobím před II. sv. válkou, je obtížné zvolit rozumný rozsah popisu jiných oblastí neoddělitelných od problematiky směnných kurzů, aniž by se příliš zabíhalo do detailů. Na začátku kapitoly jsou stručně zmíněny okolnosti samotného založení Fondu a tato instituce jest popsána tak, jak byla charakterizována v člancích Dohody (cíle instituce, její organizace atd.). Poté je věnována pozornost charakteristice mezinárodního měnového systému jako takového, jeho vazbě na zlatý monetární standard a popis mechanismu zlaté dolarové devizy, resp. s tímto spojené významné poválečné role amerického dolaru. Mezi hlavní atributy bretonwoodského měnového systému je zahrnována snaha o stabilizaci. Zároveň je tento pojem blíže vymezen a jsou uvedeny mechanismy nutící členské země fondu o stabilizaci usilovat.

Relativně podrobněji je popsán vývoj mezinárodního platebního systému po 2 sv. v., problematika devizových restrikcí (resp. omezení v provádění mezinárodních úhrad vyplývajících z finančních toků v rámci platební bilance členů fondu) a okolnosti týkající se poválečné kvantifikace mezinárodní likvidity. Proč je tato oblast popsána poněkud podrobněji? Jak přímo souvisí s politikou devizových kursů? Během 60. a 70. let byla hledána a vytvářena teoretická východiska pro situaci, ve které se nacházel tehdejší měnový systém. Mezi základní myšlenku, která byla schopná postihnout skutečné příčiny problémů a nakonec zániku bretonwoodského systému byla teorie tzv. „inkonzistentní trojice“ nebo také tzv. „trilemma“. Duchovním otcem byl Milton Friedman (cca v roce 1953), jehož teze dále výrazněji rozšířili R. A. Mundell (1963) a J. M. Fleming (1962), kteří se ve svých pracech zabývali hodnocením účinnosti fiskální a monetární politiky za předpokladu dokonalé kapitálové mobility v systému fixních a flexibilních měnových kursů. Aspekty této teorie jsou stručně nastíněny v jiné části této práce, nyní stačí pouze uvést její hlavní implikace týkající se devizových kursů, to jest již zmíněnou inkonzistentní trojici. Země si zjednodušeně mohly vybrat dva ze tří možných výsledků – neomezovanou kapitálovou mobilitou a mobilitou zboží, monetární nezávislostí a připoutanými resp. fixními devizovými kursy. Země může například udržovat fixovanou paritu své měny a volný pohyb kapitálu, v tom případě musí ale aplikovat monetární politiku tím směrem, aby držela pohyby kapitálu na uzdě. Poté tedy monetární politika ztrácí svou nezávislost. V jiném případě může daný stát zvolit volný pohyb kapitálu a nezávislost monetární politiky, poté však musí být národní měně umožněn floating. Důvodem je prevence před ztrátou kontroly nad peněžní zásobou a před možnou neutralizací monetární politiky mezinárodními toky kapitálu. Poslední možnost, typická pro Brettonwoodský měnový systém, je

udržování fixních parit měn a nezávislosti monetární politiky. V tomto případě musely být existovat devizové restriktce v oblasti pohybů kapitálu. V tomto okamžiku je jasné, proč je této práci věnována pozornost platebnímu systému a také rozsahu a vývoji směnitelnosti měn. Již na tomto místě může být uvedeno, že postupná liberalizace plateb na běžném, ale hlavně kapitálovém (resp. dnes finančním) účtu platební bilance, ke které docházelo rostoucím tempem od konce 50. let velmi ovlivnila politiku devizových kursů směrem od fixních parit k floatingu. Podrobněji je toto samozřejmě rozebráno až v další části textu.

Po charakteristice mezinárodního platebního systému je konkrétně kvantifikován systém devizových kursů a zlatých parit a způsob a rozsah, kterým Mezinárodní měnový fond stanovoval tyto parity u národních měn a problémy s tím spojené. Povinnosti či možnosti týkající se vzájemné fluktuace devizových kursů atd.

Další část této kapitoly je věnována popisu hospodářského a ekonomického vývoje do přelomu 60. a 70. let, především pak těm momentům, které nějakým způsobem přispěly k pádu brettonwoodského měnového systému (schodkovitost platební bilance USA, odliv kapitálu, nedostatek mezinárodní likvidity). Zvláštní pozornost je věnována problematice zlata jako světového měnového standardu (díky spojitosti devizové kursy – parita vyjádřená ve zlatě) a charakteristice kroků podniknutých k udržení Brettonwoodského měnového systému resp. funkcí, které od něho byly očekávány (dostatečná likvidita – zavedení SDR, stabilita – intervence pro udržení ceny zlata atd.).

### **3. 2. Založení Mezinárodního měnového fondu**

Samotná jednání týkající se dohody o založení Mezinárodního měnového fondu se konala 22. 7. 1944 ve městě Bretton-Woods, stát New Hampshire, USA. Této konferenci se účastnilo 45 zemí, mezi kterými bylo např. i Československo. Dohoda, resp. dokument Articles of Agreement obsahoval ustanovení týkající se samotných důvodů vzniku a cílů činnosti Mezinárodního měnového fondu; členství; organizace instituce zahrnující strukturu zástupců jednotlivých zemí (Sbor guvernérů, Rada výkonných ředitelů), jejich podíl na řízení a způsob hlasování při rozhodování různého významu; hlavní závazky a povinnosti členských zemí týkající se např. opatření u devizových kursů, členských kvót, informační povinnosti; práva členských zemí (např. použití zdrojů). De iure nabyla dohoda účinnosti až v prosinci 1945, tj. v momentě, kdy byla podepsána státy, které v souhrnu disponovaly alespoň 65 procenty všech kvót.

Dle článku I. dohody o založení MMF byly jako hlavní cíle této instituce stanoveny následující činnosti: (prozatím jsou tyto činnosti uvedeny bez zvláštního důrazu na ustanovení v rámci politiky měnových kursů, protože je účelné nejprve analyzovat a především zmínit problematiku devizových kursů v rámci kontextu působení MMF ve všech oblastech tak, jak bylo uvedeno již na začátku práce)

- I. Podpora mezinárodní měnové spolupráce v rámci instituce, která bude poskytovat základnu k vedení konzultací a spolupráce v oblasti mezinárodních měnových problémů.

- II. Prostřednictvím usnadňování expanze a vyrovnaného růstu mezinárodního obchodu napomáhat k zvyšování zaměstnanosti, reálného důchodu a k rozvoji produktivních zdrojů jako primárního cíle hospodářské politiky všech členů fondu.
- III. Zajišťovat kurzovou stabilitu, udržovat řádná devizová uspořádání mezi členy fondu a zamezovat zavádění konkurenčních znehodnocování měn.
- IV. Asistovat v zavádění multilaterálního platebního systému mezi členy a to v rámci transakcí na běžném účtu a dále pak eliminovat devizové restriktce, které znesnadňují růst světového obchodu.
- V. Dodávat členům fondu důvěru tím, že jim budou za dostatečných záruk zpřístupněny všeobecné zdroje fondu tak, aby bylo členským zemím umožněno odstraňovat nerovnováhu v platebních bilancích, aniž by bylo nutno se uchýlit k opatřením s destruktivním účinkem na národní a mezinárodní prosperitu.
- VI. V souvislosti se shora uvedeným zkracovat trvání a zmenšovat velikost nerovnováhy v platebních bilancích členů fondu.

Z hlediska devizových kurzů kladl Mezinárodní měnový fond zvláštní důraz na stabilitu měnového systému a jelikož tento systém se skládá z národních měn lze snahy fondu zúžit i na stabilitu národních měn. Na stabilitě národních měn závisí stabilita měnových vztahů uvnitř daného mezinárodního měnového systému. Pod pojmem stabilita národních měn bude rozuměna vzájemná stabilita devizových kurzů národních měn. V tomto ohledu lze totiž zaujmout různé úhly pohledu, např. stabilitu ve smyslu stálosti vnější nebo vnitřní kupní síly dané měny. Stabilita vnější kupní síly měny souvisí spíše se schopností koupit v čase za dané množství měny stejný spotřební koš, přičemž neplatí podmínka, aby vůči sobě byly stabilní i devizové kurzy jako takové. Stabilitou vnitřní kupní síly lze na druhou stranu rozumět stálost cenové hladiny v dané zemi.<sup>13</sup>

Aby tato stabilizace měnového systému mohla být v praxi aplikována, musí existovat nějaký monetární standard, pomocí kterého je možno vzájemně ukotvit směnné kurzy jednotlivých národních měn a dále musí být stanoven mechanismus, který donutí země participující na tomto systému tuto stabilizaci provádět. V následujících řádcích bude tedy nově ustanovený Brettonwoodský měnový systém charakterizován z těchto hledisek.

Jako všeobecný ekvivalent a měřítko bylo v poválečném měnovém systému vybráno zlato. Každá měnová jednotka měla mít přiřazený zlatý obsah, resp. schválenou zlatou paritu (podrobněji viz. dále) a vzájemný směnný poměr dvou měnových jednotek mohl být tudíž vyjádřen poměrem zlatých obsahů. Zlato tedy v tomto systému fungovalo jako jakási kotva na kterou měly být měny připoutány. Výjimečnou úlohu měl v tomto systému americký dolar, který i po válce představoval jedinou měnu, která byla pro zahraniční ústřední měnové instituce směnitelnou za zlato. Americký dolar byl za zlato směnitelný, již od roku 1934, v pevném poměru 35 USD/1 trojská unce zlata (31,10348 g). Pro upřesnění, za zlato byly v dané paritě (plus

<sup>13</sup> [Němeček, E. The International Monetary System, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 130]

např. náklady na přepravu, balení...) směnitelné prostředky deponované na dolarových účtech držných zahraničními měnovými institucemi (původně signatáři Tripartitní dohody, později i členy MMF) v bankách ve Spojených Státech. Obyčejně je tento systém nazýván jako období „Zlaté dolarové devizy“<sup>14</sup> tj. období limitované konvertibility amerického dolaru za zlato. Skutečností, že Spojené Státy mohly i po válce udržovat, bez větších obav, konvertibilitu USD do zlata bylo kromě důvodů uvedených v I. kapitole (např. nahromaděné zásoby zlata v předválečném období) to, že i v raném poválečném období potřebovaly hlavně evropské země dostatečné množství dolarů k provádění úhrad za zboží dodávané ze Spojených států, splácení úvěrů a nemohly si dovolit požadovat konverzi dolarů do zlata. Navíc po vyčerpání devizových rezerv musely používat k úhradám i samotné zlato. Také díky tomu, že parita USD vůči zlatu zůstávala po válce neměnná, ale cenová hladina ve Spojených státech rostla, získávaly Spojené státy velmi výhodným způsobem zlato. Stejně množství zboží bylo totiž uhrazováno stále větším množstvím zlata. Tímto způsobem se zásoba zlata v USA zvyšovala až do poloviny 50. let. Toto období je také označováno jako perioda „hladu po dolarech“.

Tabulka č.3.: Velikost zlatých zásob v USA

Rok	1937	1945	1948	1950	1952	1954	1956	1958	1960	1962	1964
Objem	12,8	20,1	24,4	22,8	23,3	21,8	22,1	20,6	17,8	16,1	15,0

Rok	1966	1968	1970
Objem	13,2	10,1	11

Zdroj:<sup>15</sup>

Nyní zpátky ke zmiňovanému mechanismu, který měl členské země donutit, resp. motivovat k provádění stabilizace svých měn. Mezi základní nástroj patřila možnost omezení přístupu členských zemí k úvěrovým zdrojům fondu. K tomuto omezení docházelo v případech, když členská země neměla schválenou zlatou paritu své měny ve zlatě a neprosazovala princip pevných devizových kurzů. Tato opatření vedla k tomu, že

<sup>14</sup> Označení „Standard zlaté devizy“ (Gold Exchange Standard) publikoval v roce 1961 Robert Triffin, profesor Yaleké univerzity. Dále lze tento měnový systém, dle západoněmeckého národohospodáře J. H. Furtha, charakterizovat jako systém standardu rezervních měn (Reserve Currency Standard). Dle názoru Per Jacobsona, bývalého generálního ředitele MMF znamenají mechanismus a principy této instituce v podstatě obnovení pravidel staré zlaté měny. Dle určitých názorů lze za nejvýstižnější charakteristiku označit popis polského ekonoma Z. Grabowskiho: „Bretton-Woodský systém světových peněz je určitou variantou pozlacené měny. Je to pozlacený systém světových peněz, neboli mezinárodní pozlacená měna. Vrstva tohoto pozlacení je mnohem tenčí než ve variantách pozlacené měny, jak fungovaly před velkou krizí. Pro tyto měny byla charakteristická omezená směnitelnost za zlato nebo směnitelné devizy, k níž měly přístup soukromé subjekty, a tak „pozlacení“ těchto měn se projevovalo rovněž ve vnitřních měnových vztazích, dnes toto pozlacení vystupuje reálně pouze ve vnitřních vztazích mezi peněžními orgány. Dnešní pozlacená měna je výhradně vnějším peněžním systémem. Na rozdíl od klasické zlaté měny, která jako světová měna existovala samočinně (její „pravidla hry“ nebyla předmětem mezinárodních dohod a závazků) a volně (bez překrad „institucionální“ povahy), činnost soudobé mezinárodní pozlacené měny podléhá regulování a omezením ze strany peněžních orgánů a jejich mezinárodním úmluvám. To je projev měnové krize, která vyžaduje, aby státní kapitalismus vstoupil také do oblasti mezinárodních měnových vztahů“

[Bakule, V. Čtyřicet let existence Mezinárodního měnového fondu, *Finance a úvěr*, Praha: 1984, č. 3, str. 45]

<sup>15</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 42]



zmíněné úvěrové facility nebyly příliš mnoho využívány, jelikož, jak bude rozebráno později, splnit tyto předpoklady bylo relativně obtížné.

Z hlediska devizových kurzů je snad relevantní i stručně nastínit podobu mezinárodního platebního systému po 2. světové válce.

V tomto období byla již zavedena (ještě ze samotné 2 světové války) a zaváděna různá devizová omezení či restriktce v rámci mezinárodního platebního styku. Znamenalo to že většina, i západoevropských, měn členských zemí byla nesměnitelných. Tato nesměnitelnost existovala jak v rámci plateb za běžné transakce<sup>16</sup> tak u plateb za kapitálové transakce. Výjimkou byl samozřejmě americký dolar, jelikož institucionální držitelé dolaru, jako za zlato omezeně směnitelné měny, mohly vždy platit buď samotným zlatem nebo zlatou devizou. Cílem Fondu a i samotných zemí bylo postupně tato omezení odstraňovat a přijímat opatření, která usnadní mezinárodní platby, přičemž Fond kladl hlavní důraz na konvertibilitu měn v rámci běžných převodů. Z důvodu omezené směnitelnosti měn, zásobě USD a zlata převažovaly po válce clearingové úhrady (velmi rozšířené zhruba do konce 50. let). Před rokem 1958 byly směnitelné měny pouze deseti zemí: USA, Canada, Guatemala, Haiti, Panama, Cuba, Dominikánská republika, El Salvador, Honduras a Mexiko. Měny prvních pěti zemí byly směnitelné nejen pro běžné, ale i pro kapitálové transakce. Zbytek byl směnitelný pouze pro běžné platby. Dle Banky pro mezinárodní platby v Basileji existovalo v roce 1947 více než 200 clearingových dohod. Za zmínku stojí především následující mnohostranná clearingová dohoda - Evropská platební unie (EPU – European Payments Union), která vznikla v roce 1950 a jejímiž členy byly západoevropské státy. Jejím hlavním cílem nebylo pouze zprostředkovávat platby mezi zúčastněnými zeměmi ve formě multilaterálního clearingů, ale také směřovat k zavedení volné směnitelnosti u zúčastněných měn. Mimo platebních unií vznikaly, nebo pokračovaly v činnosti i měnová seskupení, např. librová oblast a oblast francouzského franku, které usnadňovaly vzájemné platby mezi jejich členy atd. Vzhledem k zaměření této práce není podstatné se touto problematikou dále zabývat, tento rozsah výkladu o platebním systému později postačí k analýze základních faktorů, které hrály roli při pádu Brettonwoodského systému (viz. úvod k této kapitole – inkonzistentní trojice).

---

<sup>16</sup> Běžnými platbami se dle Mezinárodního měnového fondu rozumí “platby, které neslouží k převodu kapitálu a zahrnují bez jakéhokoli omezení:

- 1) všechny platby splatné v souvislosti se zahraničním obchodem, jinými běžnými obchody, včetně služeb a bankovních operací i obvyklých bankovních úvěrů,
- 2) Splatné platby takového druhu jako jsou úroky z půjček a čistý důchod z jiných investic,
- 3) platby nevelkého rozsahu na umořování půjček a na odpisy přímých investic,
- 4) nevelké úhrady na výlohy spojené s výživou rodiny.”

Kapitálové převody jsou definovány negativně, tj. platby, jež nejsou použity na běžné transakce. Jedná se např. o platby z titulu nákupu a prodeje cenných papírů jakéhokoli druhu (dluhopisů, akcií apod.) za cizí měnu a velké přesuny peněžních prostředků na bankovních účtech z jedné měny do jiné měny.

[Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000, str. 86  
ISBN 80-246-118-4]

Tabulka č. 4.: Počet členských zemí se směnitelnou měnou k danému roku

Rok	Počet členských zemí k 30.4. daného roku	Počet členských zemí se směnitelnou měnou	Relace (%)
1946	39	-	-
1947	44	5	11,4
1948	46	5	10,8
1949	47	5	10,6
1950	48	6	12,5
1951	49	6	12,2
1952	51	7	13,7
1953	54	7	12,9

Zdroj:<sup>17</sup>

Z politického a hospodářského hlediska lze v poválečném období bez jakýchkoliv pochyb vyzdvihnout Spojené státy americké. Ze spojeneckých zemí byly Velká Británie i Francie těžce zadlužené. Sovětský svaz se krátce po válce dostal do politické izolace. Díky své pozici tedy USA získaly virtuální kontrolu nad světovou ekonomikou, kontrolovaly velkou část úvěrových zdrojů a také úvěrová rozhodnutí Mezinárodního měnového fondu. O převaze Spojených států svědčí i fakt o volbě sídla MMF. Sídlem se stal Washington, i přes návrhy na umístění této centrály do New Yorku, kde již bylo sídlo další mezinárodní instituce - OSN. Mezinárodní měnový fond se stal tzv. dolaro-centrickou institucí.

### 3. 3. Principy Mezinárodního měnového fondu týkající se devizových kurzů

Nyní budou popsána konkrétní opatření, týkající se devizových kurzů tak, jak byly zakotveny v člancích dohody. Tato opatření jsou částí především IV. článku. (komplet viz.. příloha)

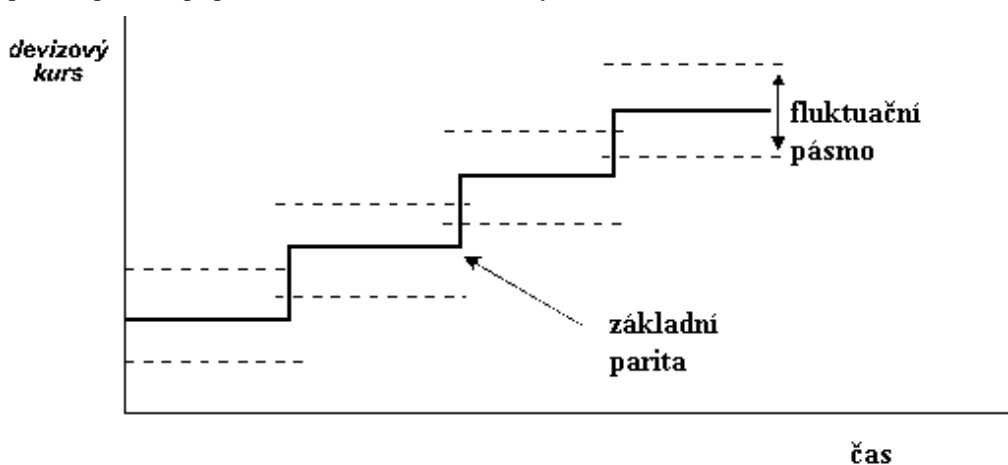
- Pro zopakování může být uvedeno, že jako všeobecný přepočítací ekvivalent byly používány zlaté parity měn a vzájemný směnný poměr měnových jednotek byl tímto způsobem vyjadřován tzv. křížovými kurzy. Povinností v tomto ohledu se tedy rozumělo vyjadřovat měnovou paritu v USD nebo ve zlatě.
- Vzájemné odchylky promptních devizových kurzů navzájem mohly dosahovat hodnot maximálně +- 1% od základní parity. Tj. platila povinnost udržovat systém pevných měnových kurzů.
- Změna parity byla možná pouze na návrh člena a současně v případě existence dlouhodobého disequilibria v platební bilanci, a to pouze po předchozí poradě s Fondem . Pokud tato změna nepřesáhla 10% nevzněl fond námitky. V případě že změna parity tuto hodnotu převýšila, maximálně však o dalších 10%, fond mohl buď souhlasit a nebo maximálně do 72 hodin projevit,

<sup>17</sup> [Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965, str. 174]

vyžadoval-li to člen, nesouhlas. V opačném případě mohla být změna parity považována za odsouhlasenou.

- V případě, že změna parity měla přesahovat i 20%, fond mohl buď souhlasit, nebo vznést námitky, přičemž byl oprávněn učinit toto rozhodnutí v delší lhůtě.
- Člen mohl bez souhlasu fondu změnit paritu své měny pouze pokud to nemělo vliv na mezinárodní transakce členů fondu.

Obrázek č. 1.: Systém fixního, ale přizpůsobitelného devizového kurzu (fixed but adjustable). Flukтуаční pásmo  $\pm 1\%$ . Základní parita vůči USD, resp. zlatému obsahu USD, změnu centrální parity bylo možno provést pouze v případě tzv. základní nerovnováhy.



Zdroj: vlastní zpracování

Brettonwoodský měnový systém nechápal pevné devizové kurzy jako něco neměnného, jednalo se o systém pevných, ale regulovatelných parit (fixed but adjustable parities).

Součástí cílů Fondu bylo postupné odstraňování devizových restrikcí, což je možné provádět pouze při odpovídající výši devizového kurzu. V praxi tedy měny mohly devalvovat nebo revalvovat v případě, že tím byl zajištěn stabilnější stav platební bilance. Na druhou stranu myšlenka rozsáhlejšího floatingu byla na začátku 50. let zavrhována. Floating byl považován za impuls k chaosu a nestabilitě v mezinárodních měnových vztazích. Jak bylo uvedeno v I. kapitole hlavním zdrojem těchto obav byla 30. léta 20. století. Pro úplnost dodejme, že i na začátku 50. let se vytvořila intelektuální skupina prezentující názor, že Brettonwoodský systém parit je v daných podmínkách špatně navržený a že pro neomezovaný mezinárodní obchod je floating naprosto nezbytný. Mezi zastánce této teorie patřili Milton Friedman (1953), Gottfried Haberler (1954) a James Meade (1955)<sup>18</sup>

V praxi bylo však stanovování a schvalování devizových kurzů obtížné. Při kvantifikaci zlatých parit se vycházelo především z porovnávání parit kupních sil měn. Tj. porovnávaly se cenové hladiny zemí. Na

<sup>18</sup> [IMF Working Paper, WP 03/160/2000, str. 14]

druhou stranu existovaly země, které neměly stanovenou a odsouhlasenou paritu po mnoho let (např. Francie od 26. 1. 1948 do 28. 12. 1958), ale také země které používaly floating (Kanada). Například v roce 1963 neměla téměř polovina členských zemí schválenou paritu své národní měny. Další země prováděli, se souhlasem Fondu, své devizové operace v kursu, který se odchyloval od parity jejich měn, případně používaly diferencovaných devizových kurzů, ačkoliv se je Mezinárodní měnový fond snažil postupně odstranit ze své praxe s cílem zavést jednotné kursy.<sup>19</sup>

Navíc do roku 1974 došlo dle odhadů<sup>20</sup> k více než 1400 celkových nebo částečných devalvací, výjimečně revalvací (Japonsko, Německo). Jednalo se ale hlavně o měny rozvojových zemí a nebo o úpravy devizových kurzů směřující k jejich zrealnění na mezinárodní úrovni tak, aby mohla být zaváděna směnitelnost měn.

Devizové kurzy byly nejprve stanovovány formou administrativních rozhodnutí. Se zaváděním směnitelnosti měn členských zemí Fondu (nejprve v rámci běžných plateb a později i pro kapitálové platby), cca přelom 60. a 70. let, začaly vznikat legální euroměnové devizové trhy, na kterých bylo nutno intervenovat tak, aby došlo k udržení devizového kurzu v rámci vymezené parity. Pokud měla dotyčná měna tendenci oslabovat, musel se nákupem této měny stimulovat naopak pokles směnného kurzu (resp. apreciacie). V opačném případě bylo nutné měnu na devizových trzích prodávat.

---

<sup>19</sup> [Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965, str. 192]

<sup>20</sup> [Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 101]

Tabulka č. 5. Přehled schválených a původních parit měn

Rok	Počet schválených původních parit:		Počet schválených změn parit	
	Celkem	Z toho připadá na země s pevným kursem	Celkem	Z toho připadá na země s pevným kursem
1946	25	25	-	-
1947	5	3	-	-
1948	4	1	-	-
1949	1	-	14	14
1950	-	-	2	2
1951	3	3	-	-
1952	2	1	-	-
1953	7	5	-	-
1954	1	1	1	1
1955	-	-	2	2
1956	1	-	-	-
1957	2	1	1	1
1958	3	3	1	1
1959	3	3	-	-
1960	4	3	4	3
1961	2	2	6	6
1962	3	3	2	2
1963	7	7	3	2
Celkem	72		36	34

Zdroj:<sup>21</sup>

### 3. 4. Charakteristika hospodářského vývoje v 50. letech

Nyní bude zachycen hospodářský a ekonomický vývoj v 50. letech a to především v souvislosti s devizovými kurzy nebo veličinami devizové kurzy ovlivňující.

V letech následujících po konci války se světová ekonomika a světový obchod jako takový začaly zotavovat. Hospodářská hegemonie Spojených států začala být ohrožována především západní Evropou, která jako první hospodářsky „povstala z popela“. Díky mezinárodní podpoře plynoucí např. z Marshallova plánu, od Světové banky nebo eventuálně Mezinárodního měnového fondu a také kombinaci vysoké úrovně vzájemného obchodu podpořeného například vznikem Evropské platební unie začala Evropa vykazovat

<sup>21</sup> [Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965, příloha.]

výrazný hospodářský růst. Hlavně Spolková Republika Německo se po svém vstupu do MMF v roce 1952 rychle zařadila mezi vedoucí světové ekonomiky. Stejně se dařilo i Japonsku, které do fondu vstoupilo také v roce 1952. Evropské země přestaly být díky hospodářskému rozvoji závislé na dodávkách ze Spojených států a naopak samy začaly americkým výrobcům konkurovat nejen na mezinárodních trzích, ale i na vlastním americkém trhu.

V období 50.let docházelo také k postupným kroků v rámci zavedení směnitelnosti západoevropských měn. Před rokem 1958 byly směnitelné měny pouze již zmíněných deseti zemí. K v tomto směru největšímu poválečnému odstranění devizových omezení došlo v roce 1958. 29. prosince 1958 byla zavedena vnější směnitelnost alespoň pro běžné platby čtrnácti evropskými zeměmi: Rakouskem, Belgií, Dánskem, Finskem, Francií, Spolkovou republikou Německo, Irskem, Itálií, Lucemburskem, Nizozemím, Norskem, Portugalskem, Švédskem a Velkou Británií. V pozdějších obdobích byly odstraněny i restrikce týkající se rezidentů, tj. vnitřní směnitelnosti a kapitálových transferů. (u DEM např. v roce 1962).

Za zmínku stojí možná i to, že v roce 1954 došlo k znovuotevření londýnského trhu zlata. Tím byla zdůrazněna role bretonwoodského měnového systému nikoliv jen jako standardu zlaté devizy týkající se centrálních bank členských států MMF. Zlatý standard se týkal i všech bankovních a nebankovních subjektů zemí s volně konvertibilní papírovou měnou a stabilizovaným kurzem k americkému dolaru. U soukromých subjektů nešlo o konvertibilitu ve zlato v pravém slova smyslu, poněvadž byly odkázány jen na volné trhy zlata, ale za svou měnu podle její nominální ceny mohly zlato skutečně obdržet.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> [Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 83]

Tabulka č. 6. Vývoj světového obchodu (mld. USD)

	Světový vývoz (FOB)		
	1950	1960	1970
I. Celkem	56,1	113,7	282,2
Podíl (%)	100,0	100,0	100,0
II. Skupina deseti*	26,0	73,1	104,2
Podíl (%)	46,3	64,6	68,8
Z toho USA:	10,3	20,6	43,2
Podíl z I. (%)	18,4	18,2	15,3
Podíl z II. (%)	39,6	28,2	22,2
III. Ostatní země	30,1	40,1	88,0
Podíl (%)	53,7	35,4	31,2

Zdroj:<sup>23</sup>

### 3. 5. Ekonomický a hospodářský vývoj od 60. let do začátku 70. let

Nyní bude následovat charakteristika nejdůležitějších událostí v 60. letech a začátku 70. let, díky nimž Mezinárodní měnový fond směřoval k významnému milníku ve své historii, a to pádu bretonwoodského měnového systému. V šedesátých letech docházelo k permanentnímu zhoršování platební bilance Spojených států. K zhoršování v rámci běžného účtu platební bilance docházelo kvůli již zmíněnému zvýšení konkurenceschopnosti např. západoevropských výrobků, na přelomu 60. a 70. let se k tomu přidaly inflační tendence v ekonomice Spojených států, což také působilo nepříznivě na platební bilanci. K negativním tendencím docházelo i v rámci kapitálového účtu, a to formou kapitálové expanze amerických investorů prostřednictvím přímých investic. Začátek války ve Vietnamu znamenal díky zahraničním vojenským výdajům pouze další zhoršení pozice přeceněného dolaru.

Trend pasivity obchodní bilance Spojených států s sebou přináší i nutnost hradit takto vzniklé závazky. To bylo možné prostřednictvím čerpání zlatých zásob či přímo vznikem krátkodobých závazků Spojených států u zahraničních centrálních bank (zjednodušeně platba dolary těmto subjektům).

<sup>23</sup> [Sucharda, B. *Mezinárodní měnová soustava v pohybu*, Praha: Československá obchodní a průmyslová komora, 1979, str. 20.]

Tabulka č. 7. – Saldo platební bilance USA v letech 1957 – 1971 (v mld. USD)

Rok	Saldo obchodní bilance	Saldo kapitálové bilance	Saldo celkové bilance*
1957	6,1	-3,15	-
1958	3,31	-3,17	2,815
1959	0,99	-0,41	2,283
1960	4,89	-5,21	3,402
1961	5,57	-4,18	1,347
1962	4,52	-4,92	2,650
1963	5,22	-5,99	2,004
1964	6,8	-7,43	1,549
1965	4,95	-6,27	1,304
1966	3,82	-3,42	-
1967	3,8	-5,8	3,398
1968	0,64	0,61	-
1969	0,6	3,76	-
1970	2,59	-12,86	9,838
1971	-2,27	-19,27	29,753

\* pouze pasivní salda, v letech 1957, 196, 1968 a 1969 bylo saldo platební bilance aktivní.

Zdroj:<sup>24</sup>

Důležité ovšem je, že nedocházelo pouze k „přerozdělování“ obratu v mezinárodním obchodě od USA směrem k Evropě ale k jeho absolutnímu růstu. Na řadu tedy přichází další významný problém, v rámci mezinárodního obchodu existuje samozřejmě nutnost provádět za dotyčné zboží a služby platby. Aktuální tedy začala být otázka mezinárodní likvidity<sup>25</sup> a to i v kontextu s již zmíněnými potřebami likvidních prostředků k tomu, aby centrální banky mohly provádět intervence na devizových trzích pro udržení devizových kursů svých měn ve stanovených mantinelech.

<sup>24</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002, ISBN 80-245-0431-6, str. 42]

<sup>25</sup> Pojem likvidita nelze jednoznačně vymezit, nejčastěji je to vyjádření následujících skutečností:

- objem platebních prostředků (zlata, deviz I skutečných potencionálních úvěrů), jichž je možno použít k vyrovnávání mezinárodních pohledávek a závazků,
- struktura platebních prostředků mezinárodního platebního styku s ohledem na možnost jejich bezprostřední použitelnosti (elastičnosti) v platebních operacích: s přihlédnutím k tomuto kritériu lze prostředky mezinárodního platebního styku podle našeho názoru seskupit do pořadí: 1. zlato, 2. volně směnitelné měny klíčové, 3. volně směnitelné měny ostatní, 4. úvěry ve volně směnitelných měnách, 5. úvěrové rámce a přísliby (bankovního nebo institucionálního charakteru), 6. transferabilní měny (zpravidla použitelné v rámci určitých měnových seskupení nebo speciálních dohod, 7. zúčtovací (clearingové měny).
- Vztah mezi objemem světového importu a objemem světových rezerv měnových prostředků mezinárodního platebního styku.

Zdroj: [Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965, str. 187]



Ve výsledku docházelo k velkému nárůstu podílu amerických dolarů na devizových rezervách členů Mezinárodního měnového fondu.

Tabulka č. 8.: Měnové rezervy 13 průmyslových zemí 1949-1971 (bez USA, v mld. USD)

Rok	1949	1951	1953	1955	1957	1959	1961	1963	1965	1967
Objem	3,04	4,68	6,36	8,00	7,85	9,09	11,6	13,56	15,66	18,68

Rok	1969	1971	Rok 1949 – 13,2% americké zásoby zlata
Objem	17,55	56,81	Rok 1961 – 75% americké zásoby zlata

Rok 1967 – 172% americké zásoby zlata

Zdroj:<sup>26</sup>

Dle tabulky lze vidět, že se věřitelské země postupně dostaly do pozice, kdy by jejich devizové rezervy v dolarech stačily k vykoupení celé zásoby měnového zlata ve Spojených státech.

Přelom 60. a 70. let je tedy typický pro rostoucí nedůvěru v americký dolar, odklonu od této měny. S tím byly spojené tlaky na devaluaci dolaru. Přednost se dávala především držbě zlata. Tato perioda je známa jako „útek od dolarů“.

### 3. 6. Snaha o udržení Brettonwoodského měnového systému v období 60. let

Nyní budou uvedeny základní kroky učiněné pro obranu dolaru a brettonwoodského měnového systému jako takového. Spojené státy se rozhodly bránit dolar a udržet jeho hodnotu ve zlatě ve výši 35 USD za trojskou uncii. Jednak cítily povinnost uchovávat stabilitu systému a také zodpovědnost, vyplývající z jejich hospodářské síly. Na druhou stranu Spojených státům vyhovovala pozice dolaru jako klíčové rezervní měny a platebního prostředku. Devaluace dolaru by také poškodila Spojené státy jako největšího světového věřitele. K udržení dolarové ceny zlata na Londýnském trhu zlata byl v roce 1961 založen tzv. „Gold Pool“. Tato skupina osmi států byla složena ze Spojených států, Německa, Velké Británie, Francie, Itálie, Belgie, Nizozemí a Švýcarska. Účastníci této dohody se zavázaly nepožadovat konverzi dolarových rezerv do zlata a zároveň měly také intervenovat na Londýnském trhu zlata pro udržení již zmíněné dolarové ceny zlata. Dohoda však po sedmi letech, tj. v roce 1968 ukončila pod nátlakem spekulativních nákupů zlata svojí činnost. Hrozilo totiž že státy také intervencemi na Londýnském trhu zlata vyčerpají svoje vlastní zásoby měnového zlata ( a z velké části se tak také stalo). Mimoto např. Francie porušila svůj závazek a konvertovala držené dolary do zlata. Další kroky k udržení zlaté parity Spojenými státy bylo schválení právní normy americkou vládou v roce 1961, která zakazovala držet měnové zlato a zlaté certifikáty nejen na území Spojených států tak, jak tomu bylo doposud, ale i v zahraničí. Američtí občané totiž mohly do té doby nakupovat zlato v Londýně a ten byl částečně zásobován i zlatem ze Spojených států.

<sup>26</sup> [Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4, str. 125]

Mezi nejdůležitější akce na konci 60. let patřilo zrušení povinného 25 procentního zlatého krytí amerického dolaru v roce 1968. Tím se pro Spojené státy uvolnila zásoba měnového zlata ve výši 10,9 mld. USD pro export a další obranu dolaru.

Spojené státy také zaváděly opatření k zlepšení charakteristik platební bilance. V roce 1961 bylo zavedeno opatření pro podporu amerických výrobců. Toto opatření spočívalo v tom, že zahraniční pomoc poskytnutá Spojenými státy mohla být použita pouze k nákupu zboží opět ve Spojených státech. Dále docházelo ke zdanění vývozu dlouhodobého kapitálu ze Spojených států, uzavírání dohod o swapových operacích centrálních měnových institucí mezi Spojenými státy a ostatními, zejména západoevropskými státy, a o podporu obdobných swapových dohod mezi západoevropskými státy. Byly emitovány tzv. Roosa-Bonds, tj. střednědobé cenné papíry, splatné v měnách západoevropských zemí. Existovaly snahy o koordinaci diskontní politiky mezi centrálními bankami členů Fondu. Nakonec lze zmínit např. uplatňování jednorázových opatření k podpoře postavení a funkce amerického dolaru v mezinárodních vztazích.<sup>27</sup>

Stručně se nelze nezmínit o vzniku instituce SDR v roce 1967, jednalo se o tzv. the First Amendement to the Articles of Agreement. SDR představovalo devizově úvěrovou facilitu sloužící k krytí pasivního salda bilance běžných plateb členů fondu. Určitým způsobem měla být pomocí alokací SDR zvýšena mezinárodní likvidita. Centrální banky členských států se zavázaly za určitých podmínek akceptovat platby v SDR v hodnotě 35 SDR za 1 trojskou unci zlata, na druhou stranu každý příjemce a vlastník SDR byl oprávněn za stejných podmínek koupit požadovanou měnu. Hodnota SDR ve zlatě byla na stejné úrovni jako americký dolar (1 SDR = 0,8886709 g ryzího zlata). Pro tuto práci je, z hlediska devizových kurzů, důležitá i snaha, aby se SDR stalo novým světovým měnovým standardem (tedy až po roce 1971, v době vzniku to nebylo možné). O SDR bude spojitosti s devizovými kursy pojednáno ještě dále.

---

<sup>27</sup> [Bakule, V. Světové finance, Praha: SNTL/ALFA, 1976, str. 221 a 222.]

## 4. Modifikace kursové politiky MMF od první třetiny 70. let

### 4. 1. Úvod

Tato kapitola logicky navazuje na kapitolu minulou, která byla zakončena popisováním snah o udržení bretonwoodského systému devizových kurzů různými různými opatřeními. V této kapitole je již popsán důsledek toho, že výše zmíněná opatření nebyla účinná a z důvodu značné, různě kvantifikované, asymetrie mezi Spojenými státy a zbytkem členů Fondu došlo k modifikaci kursové politiky MMF. V této kapitole jsou nicméně ještě zaznamenány poslední snahy o stabilizaci měnové krize, např. Smithsoniánskými dohodami v roce 1971 a opatřeními provedenými v roce 1973. Výsledkem byl však přesto níže popsán Jamajský měnový systém umožňující zemím výběr kursového uspořádání. V závěru této kapitole je porovnán nově modifikovaný tzv. jamajský měnový systém s bretonwoodským měnovým systémem a velice stručně také trend v dalším vývoji měnových vztahů.

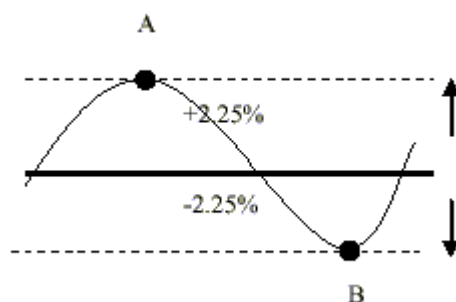
### 4. 2. Měnový vývoj na začátku 70. let

Kvůli v předešlé kapitole popsanému nepříznivému vývoji charakteristik bretonwoodského měnového systému byla v roce 1971 přijata opatření, jejichž cílem mělo být snížení napětí v mezinárodních měnových vztazích. Nejprve byl v srpnu 1971 unilaterálně ze strany Spojených států zrušen systém směnitelnosti amerického dolaru za zlato, platný do této doby pro centrální měnové instituce členských zemí Fondu. Měnový systém se tím de facto změnil z měnového standardu zlaté dolarové devizy na měnový standard papírové dolarové devizy (papírové z důvodu zrušené směnitelnosti za zlato). Dále Spojené státy, za účelem zlepšení charakteristik platební bilance, zavedly mimo jiné 10% dovozní clo, snižovaly zahraniční výdaje, např. ve formě vojenské pomoci a snažily se prosadit to, aby zahraniční měnové autority provedly revalvační úpravy svých parit měn.

Výše uvedená opatření vedla ve svém důsledku hlavně k tomu, že se země skupiny 10 sešly v poměrně krátké době za jednacím stolem, a to za účelem nalezení nějakého řešení pro danou situaci. Toto jednání se konalo na konci roku 1971 a výsledkem byly tzv. Smithsoniánské dohody. V rámci této dohody došlo k následujícím opatřením:

- hodnota amerického dolaru devalvovala z 35 USD za 1 trojskou unci zlata na 38 USD za 1 trojskou unci zlata
- měny ostatních členů Fondu devalvovaly vůči dolaru v průměru o 8%
- povolená vzájemná odchylka devizových kurzů měn byla rozšířena z dosavadní hodnoty 1% na 2,25%. To znamená že vůči dolaru se daná měna mohla vychylovat v mezním případě o 4,5% a devizový kurs dvou národních měn se mohl přes paritu k dolaru vzdálit až na 9%.
- Spojené státy zrušily 10% clo uvalené dříve na dovážené zboží
- rozhodnutí o zavedení tzv. ústředních kurzů (místo dosavadních ústředních parit)

Obrázek č. 2. Povolené oscilační pásmo schválené v rámci Smithsoniánských dohod



Zdroj: vlastní zpracování

Veškerá opatření učiněná v rámci Smithsoniánských dohod však jenom oddálila zánik brettonwoodského měnového systému fixních devizových kurzů. Samotná příčina problému, tj. že členové Fondu musely prostřednictvím intervencí udržovat určitou nepřírozenou úroveň devizového kursu vůči dolaru neodpovídající hospodářským podmínkám (např. s ohledem na neustále schodkovou platební bilanci Spojených států), odstraněna nebyla. Počínaje tímto rokem docházelo ke značným pohybům devizových kurzů, různým úpravám ústředních kusů.

V roce 1973 došlo už k poslednímu podnětu k omezení důvěry v udržení funkce amerického dolaru jako stabilní kotvy v mezinárodním měnovém systému. Tímto podnětem byla opětovná devalvace dolaru z 38 USD za 1 trojskou unci zlata na 42,22 USD za jednu trojskou unci zlata. Následoval pouze další přechod členských zemí Fondu k flexibilnějším devizovým kurzům.

Do začátku 70. let hrálo v systému vyjadřování devizových kurzů velmi důležitou roli zlato. Po zrušení směnitelnosti amerického dolaru za zlato se začala tržní cena zlata odchylovat od do té doby stanovené umělé ceny 42,22 dolarů za trojskou unci zlata a proto nemohl být směnný poměr měn nadále vyjadřován pomocí poměru obsahu zlata. Zlato přestalo fungovat jako stabilní denominátor a nastalo období demonetizace zlata. Centrální banky se postupně vzdávaly povinnosti kupovat zlato a zároveň došlo k upuštění vazby uměle vytvořené měnové jednotky SDR na zlato. Tržní cena zlata vykazovala až do 80. let 20. století trvalý růst.

Celé toto období od začátku 70. let cca do roku 1976 vykazovalo určitou kontradikci mezi ještě stále platnými zásadami brettonwoodského měnového systému dle „Articles of Agreement“ a skutečnou podobou tohoto měnového systému, kde docházelo v podstatě k volnému floatingu měn, který byl jistým způsobem omezován pouze v regionálním měřítku v rámci EMS (o tomto bude v této práci pojednáno později). Centrální měnové instituce již neintervenovaly ve prospěch udržení oscilačního pásma vůči ústřednímu kursu stanoveného k dolaru.

#### **Shrnutí podoby převažujících systémů devizových kurzů v období 1946 - 1973:**

*Systém devizového kurzu: Brettonwoodský měnový systém*

*Základní faktor: nabídka/poptávka*

*Vymezení parity: Au, USD, zlato + dolar*

*Charakter kurzů: paritní*

*Charakter oscilace: zjevná*

*Rozsah: 1% resp. 2,25%*

*Intervenování: obligatorní*

Zdroj: Bakule, V. *Vlastně zpracovaný materiál z přednášek*, Liberec: Technická univerzita v Liberci – Hospodářská fakulta, 2004.

### **4. 3. Formální vznik tzv. jamajského měnového systému**

V lednu 1976 došlo konečně k jednání mezi členy MMF, které se konalo v Kingstonu na Jamaice.

Výsledkem byla v podstatě legalizace trvajícího stavu mezinárodního měnového systému bez vazby na zlato a s převažujícím floatingem devizových kurzů. Konkrétně byly druhým dodatkem aktualizovány články dohody (the Second Amendment to the Articles of Agreement) – dále viz. příloha.

Požadavek na určitou stabilitu v měnových vztazích však zcela nevymizel. V aktualizovaných člancích dohody, konkrétně v odstavci IV o povinnostech týkajících se devizových opatření se píše, že mezinárodní měnový systém by měl podporovat hladký mezinárodní tok zboží, služeb a kapitálu a tímto přispívat k hospodářskému rozvoji. Proto by mělo docházet k pokračujícímu vývoji důležitých podmínek a opatření nezbytných k finanční a hospodářské stabilitě a každý člen by měl spolupracovat s Fondem tak, aby byly zajištěny řádné měnové vztahy a podpora stabilního systému devizových kurzů. Zároveň je v části 4 zakotveno ujednání o vyjadřování hodnot devizových kurzů. Jest řečeno, že Fond může při existenci více než 85% kladných voličských hlasů v rámci systému rozhodování v MMF zavést systém devizových kurzů založený na stabilních, ale přizpůsobitelných paritách.

Již byly široce rozebrány příčiny pádu bretonwoodského měnového systému fixních parit a přechodu k měnovému systému, který je typický tím, že umožňuje centrálním měnovým institucím učinit rozhodnutí o volbě devizového režimu. Na závěr může být poukázáno na skutečnosti, proč mohl Brettonwoodský měnový systém fungovat tak dlouhou dobu? Bylo to způsobeno především:

- poválečná situace typická svou značnou úlohou USA disponující významným hospodářstvím a ekonomikou, která byla nedotčena válkou

- období především do 60. let (obecně však až do konce let osmdesátých) bylo typické pro existenci mnoha devizových restrikcí, které znesnadňovaly živelný pohyb kapitálu a umožňovaly snadnější udržování pevných devizových kurzů pomocí intervencí na devizových trzích
- v období do 70. let byly sice udržovány pevné parity s omezenou oscilací vůči dolaru resp. zlatému obsahu této měny, tato zátěž však mohla být omezena přizpůsobením ústřední parity až o 10% nebo pomocí skrytých devalvací

Hlavní rozdíly mezi bretonwoodským měnovým systémem a jamajským měnovým systémem jsou následující:

Tabulka č. 9.: Porovnání bretonwoodského a jamajského měnového systému

	brettonwoodský měnový systém	jamajský měnový systém
měnové parity	zlato, USD	Směnitelné národní měny, SDR, jiný měnový soubor, zákaz vyjadřování měn. parit ve zlatě
vnější směnitelnost	ano	Ne
cena zlata	oficiální 35 USD/1 troj. unce, od roku 1971 – 38 USD/ 1 troj. unci, od roku 1973 – 42,22 USD/ 1 troj. unce zlata	Tržní
parita SDR	ve zlatě, od roku 1974 soubor 16 měn	od roku 1981 soubor 5 měn
devizové rezervy	základem je zlato za oficiální cenu	základem je SDR, úloha zlata v devizových rezervách by měla klesat
transakce mezi Fondem a členy	zásada podmíněnosti zdrojem pouze členské kvóty	zásada podmíněnosti, u SDR nepodmíněnosti, zdrojem členské kvóty a cizí zdroje
Členské kvóty	vyjádřené v USD, splácí se 25% ve zlatě	

Zdroj:<sup>28</sup>

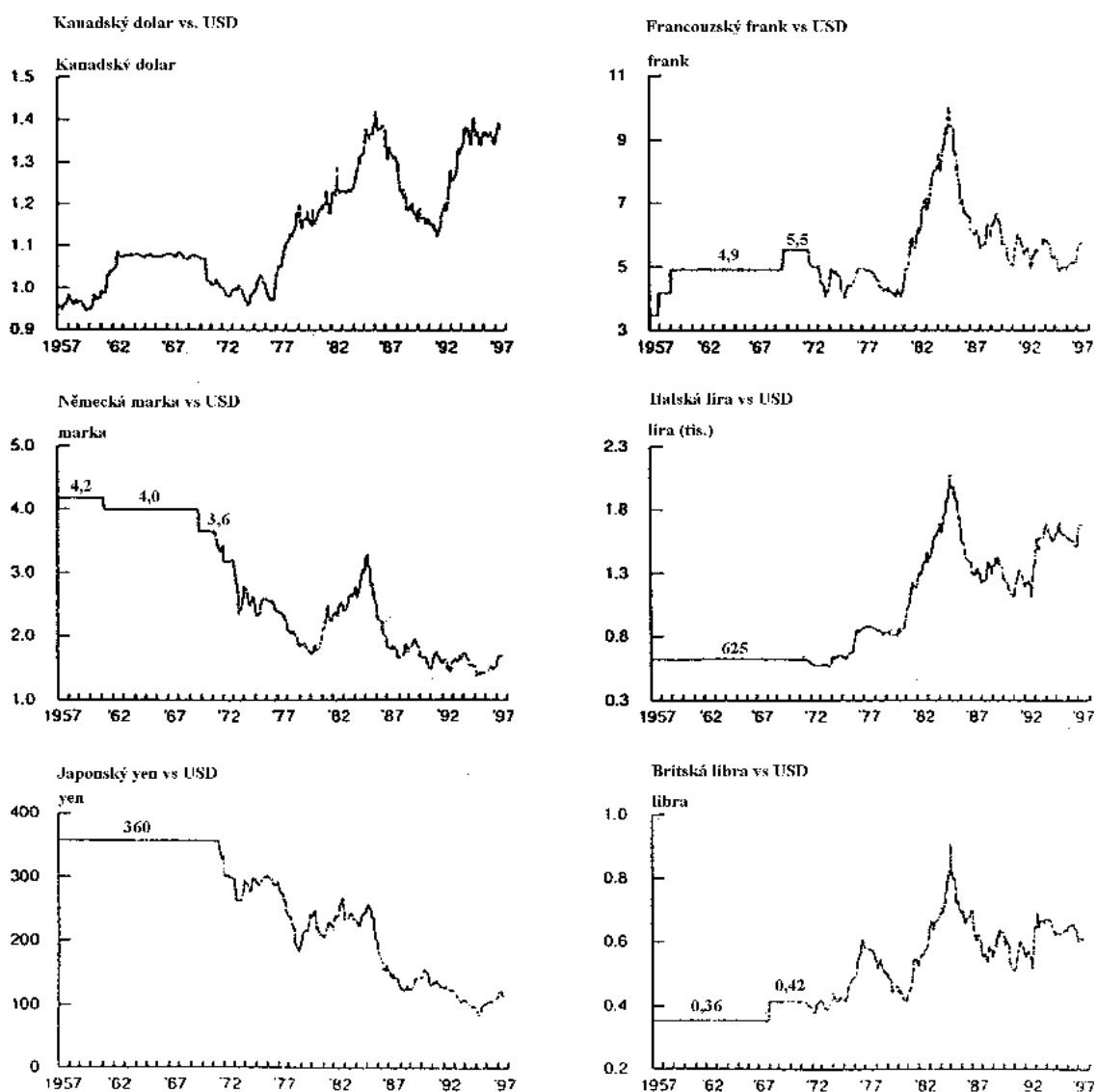
#### 4. 4. Shrnutí

70. léta znamenala velký mezník v podobě mezinárodního měnového uspořádání. Došlo k již zmíněnému přechodu k svobodnému rozhodnutí o aplikaci volného floatingu, mnoho měn však nadále udržovalo spíše stabilní hodnotu svých devizových kurzů vůči jiné měně nebo koši měn. V praxi tedy existovala devizová opatření ve formě tzv. špinavého resp. omezeného floatingu. Docházelo např. k aplikaci devizového systému ve formě posuvného zavěšení na jinou měnu, cílových pásem atd. Některé země dokonce disponovaly systémy diferencovaných devizových kurzů lišících se dle typu inkas peněžních prostředků. Až dodnes

<sup>28</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002, ISBN 80-245-0431-6, str. 154]

existují i značné rozdíly mezi skutečnou a legální podobou devizového uspořádání. Trend vykazující pokračující snahu o stabilizaci devizových kurzů je možné prezentovat na v 70. letech vzniklém regionálním měnovém uspořádání v Evropě (podrobněji viz. další část této práce). Na druhou stranu pohyby devizových kurzů způsobené tržními vlivy (více viz. teorie) jasně dokazují, že v rámci brettonwoodského měnového systému existovala nepřirozená úroveň devizových kurzů deformující jejich vypovídací schopnost v rámci mezinárodního obchodu, pohybu kapitálu a služeb. Výše zmíněné lze vidět na následujících obrázcích:

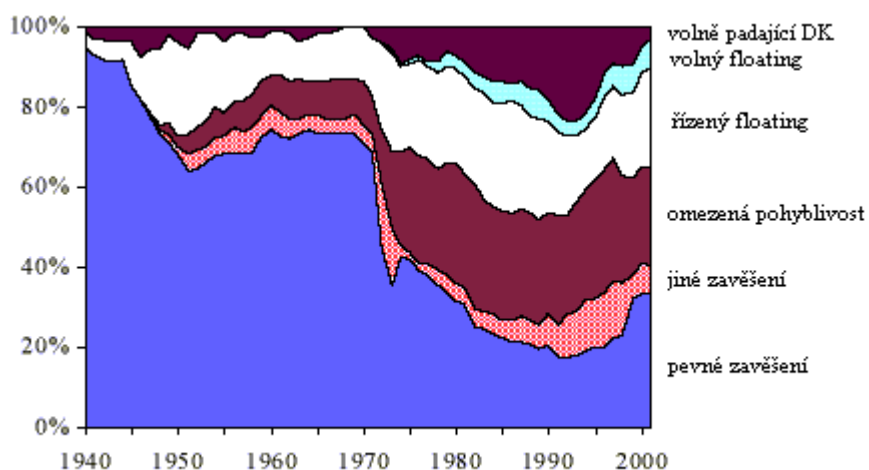
Obrázek č. 3.: Pohyby devizových kurzů nejvýznamnějším měn po jejich uvolnění vyplývajícím z pádu Brettonwoodského měnového systému



Zdroj:<sup>29</sup>

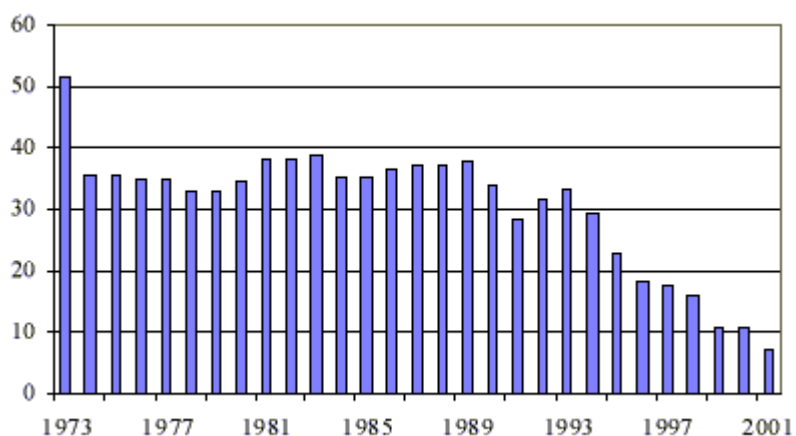
<sup>29</sup> [Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago 1<sup>st</sup>. quarter 1998, str. 48]

Obrázek č. 4.: Podoba devizových režimů z historického hlediska:



Zdroj:<sup>30</sup>

Obrázek č. 5.: Počet měn uplatňující diferencované devizové kursy (absolutní hodnota)



Zdroj:<sup>31</sup>

<sup>30</sup> [IMF Working Paper, WP03/243, 2000, str. 22]

<sup>31</sup> [IMF Working Paper, WP03/160, 2001, str. 36]



**Shrnutí podoby převažujících systémů devizových kurzů v období 1973 – dále (Jamajský měnový systém):**

*Systém devizového kurzu: floating*

*Základní faktor: nabídka/poptávka*

*Charakter kurzů: tržní*

*Charakter oscilace: zjevná*

*Intervenování: fakultativní*

Zdroj: [Bakule, V. *Vlastně zpracovaný materiál z přednášek*, Liberec: Technická univerzita v Liberci – Hospodářská fakulta, 2004.]

## 5. Modifikace brettonwoodského kursového systému v Evropské unii

### 5. 1. Charakteristika období od konce 60. let do roku 1979

V roce 1969 se v Haagu shodli hlavy států představujících Evropské společenství na tom, že by měl být vytvořen plán na postupnou, v jednotlivých fázích vytvářenou hospodářskou a měnovou unii. Tato iniciativa navazovala na snahy v tomto ohledu uskutečňované již v 60. letech. Jednalo se o dovršení přechodného období vedoucího k celní unii, vzniku společné zemědělské politiky a vytvoření systému vlastních zdrojů.

*Konkrétním cílem bylo dosáhnout nezvratného procesu směřujícího k následujícím charakteristikám:*

1) V rámci interní hospodářské situace v Evropském společenství:

- možnost volného pohybu zboží
- poskytování služeb nepodléhá svévolným restrikcím
- mobilita pracovních sil, managementu a kapitálu.

2) V rámci vnějších vztahů:

- v této části byl deklarován zájem na tom, aby se Evropské společenství transformovalo do ekonomické a měnové asociace mající svou individualitu úměrnou změnám mezinárodních hospodářských vztahů. Tato individualita měla být takového charakteru, aby užitečně přispívala do mezinárodní hospodářské spolupráce.

Jaké kroky byly na konci 60. let v rámci devizových kurzů (např. dle Komise ES) považovány za nutné pro tvorbu hospodářské a měnové unie?

Důležitou prerequisitou pro vytváření ekonomické a měnové integrace je, že proces přizpůsobování mezi členskými zeměmi by měl mít přednost před uspokojivou stabilitou a růstem. K vyrovnání se s obtížemi v rámci platebních bilancí bylo navrhováno, aby byl na přechodné období zaveden spíše flexibilnější systém devizových kurzů, např. v podobě posuvného zavěšení (crawling peg).

Tento systém devizových kurzů by však měl spoustu nevýhod. Již svojí podstatou by spíše vedl hospodářský rozvoj jednotlivých států k tzv. divergenci, spíše než k žádoucí konvergenci. Docházelo by k zabraňování vzájemného přizpůsobování, které probíhá v rámci toku zboží mezi zeměmi, přičemž tento tok umožňuje za normálních podmínek možnost dostat pod kontrolu dočasné sklony k divergenci. Obtíže by bylo možno vidět i v náchylnosti systému k omezení optimální orientace kapitálových toků v Evropském společenství. Překážky by se vyskytly i v oblasti sociální, např. u migrujících pracovníků. Z psychologického hlediska je možné konstatovat, že by také byla omezena důvěra v měnu používané v rámci Evropského společenství. Tato důvěra je důležitá pro rozvoj ekonomiky společenství a pro to, aby se společenství stalo centrem stability.

Z výše uvedených důvodů vyplývá, že se představitelé Evropských společenství (např. Komise ES) rozhodli vyřadit ze svých plánů možnost zavedení systému flexibilních devizových kurzů a spoléhat spíše na systém stabilních devizových kurzů. Bylo ovšem shledáno nutností, aby byl tento systém doprovázen rozvojem společné politiky, společného vzájemného postupu a společných intervencí s důrazem na progresivní zřízení organizované monetární asociace s fixovanými interními paritami. V rámci této entity by byl proces vzájemného přizpůsobení závislý na rozsahu sladění hospodářských politik v jednotlivých zemích a zajišťování adekvátní kompatibility v hospodářských a měnových trendech.

Dosažení kompatibility mezi zeměmi mělo být dosaženo v relativně dlouhém časovém úseku. Mezi krátko až středně-dobou cíle v oblasti měnové spolupráce patřilo zprostředkování možnosti individuálním členským státům ES řešit jejich platební obtíže způsobené náhodnými nebo tržními pohyby. Pokud by ještě před dosažením kompatibility docházelo k radikální nerovnováze mezi zeměmi, měla být umožněna i případná změna parit. Toto by ovšem bylo možné pouze v nejzávažnějších případech a jako výsledek společného rozhodnutí. Jako hlavní zájem ES v rámci měnové politiky bylo stanoveno co nejranější fixování parit devizových kurzů mezi měnami členských zemí.

V souvislosti s devizovými kurzy tedy patřilo mezi hlavní zájmy omezení rozptylu vzájemných hodnot devizových kurzů mezi zeměmi ES, vyskytovaly se návrhy na vytvoření maximálního pásma odchylek mezi paritami ve výši  $\pm 1$  procento, s tím, že by po určité době došlo k přehodnocení. Celý proces měl být rozdělen na určité etapy, po jejichž uplynutí by byly vyhodnoceny a dále by byl stanoven další postup. Více však v další části věnující se Wernerově zprávě.

Při plánování tvorby hospodářské a měnové unie docházelo samozřejmě k jednáním o mnoha dalších oblastech (rozpočtové politiky, zdanění, pohyb kapitálu), což však přesahuje rámec této diplomové práce.

### **5. 1. 1. Wernerova zpráva**

Na počátku 70. let vznikl s ohledem na ES důležitý dokument, mapující trend, jakým se měla vyvíjet evropská měnová a hospodářská integrace.

Mezi hlavní cíle této zprávy patřilo vypracování a identifikace konkrétních opatření umožňujících vytvořit hospodářskou a měnovou unii, přičemž tato hospodářská a měnová unie by umožnila volný pohyb zboží, služeb, pracovníků a kapitálu přes hranice bez toho, aby byla nějakým způsobem ohrožena tržní konkurence a aniž by vznikaly regionální nebo strukturální disequilibria.

Co se měnové unie týče, mezi hlavní cíle patřilo zavedení plné směnitelnosti měn, neodvolatelných vzájemných měnových parit, dosažení volného pohybu kapitálu a zrušení pásem možných fluktuací devizových kurzů. Postupem času by v rámci Evropského společenství existovaly buď jednotlivé měny, nebo by byla vytvořena měna jednotná. Ve vytvoření jednotné měny nebyl z technického hlediska viděn zásadní

problém. Důležitou komplikací se však jevíly psychologické a politické úvahy týkající se jednotné měny. Také bylo konstatováno, že po eventuelním zavedení jednotné měny by bylo již velmi obtížné tento systém opustit.

Wernerova zpráva se zabývala také opatřeními zahrnujícími ekonomické pojmy jako hospodářský růst, zaměstnanost, inflace, ceny, vnější rovnováha. Z monetárního hlediska byly uvedeny úrokové sazby, devizové rezervy, likvidita, způsob intervenování – hlavně bylo upozorněno na nutnost vzájemné harmonizace a kooperace členských států v těchto oblastech.

Celý plán byl rozdělen na tři fáze rozvržených do období od 1971 do konce roku 1980, kdy mělo být dosaženo měnové a hospodářské unie.

Z hlediska devizových kurzů byla důležitá snaha zúžit flukтуаční pásma. Pro podporu této snahy měl být dle Wernerovy zprávy vytvořen tzv. devizový stabilizační fond, který by posílil vzájemnou soudržnost měnové politiky členských zemí a podpořil by proces rozdílných stádií unifikace harmonické rovnováhy mezi měnovou a hospodářskou evolucí.

Fond měl také posílit spolupráci mezi centrálními bankami a harmonizovat jejich intervenční politiky na devizových trzích a politiky týkající se jejich devizových rezerv. Z hlediska devizových kurzů tedy nesmí být opomenuta důležitá role fondu při udržování úzkých oscilačních pásem mezi devizovými kurzy měn zemí ochotných tyto limity dodržovat. Provádění tohoto úkolu mělo být nástrojem k dosažení fixních a neodvolatelných parit vyjadřujících jednotnost měnových vztahů Společenství ve vztahu s ostatním světem.

Úkolem fondu mělo být také snížení závislosti na dolaru, a to podporováním úhrad v měnách ES, čímž mělo docházet k urovnávání platebních disequilibrií v rámci ES. Fond ba také dohlížel na externí platební bilanci zemí ES a přijímání opatření vedoucích k obnovení vnější rovnováhy.

### **5. 1. 2. Zavedení systému „had v tunelu“ a „společného floatingu“**

Mezi hlavní vnější příčiny, které ovlivnily politiku devizových kurzů v rámci ES na začátku 70. let byly změny v mezinárodních finančních vztazích. V roce 1971 došlo k změnám v podobě dosavadního bretonwoodského měnového systému. Podrobněji jsou tyto změny popsány v jiné části této diplomové práce, na tomto místě je nutné uvést, že došlo k rozšíření flukтуаčního pásma, ve kterém se devizové kursy jednotlivých měn mohly odchylovat od ústřední parity k dolaru (dosud se jednalo o zlatou paritu, zrušením směnitelnosti USD za zlato ve stejném roce se však přešlo k systému ústředních kurzů). Doposud se dle bretonwoodských dohod mohly devizové kursy odchýlit o  $\pm 1\%$  od zlaté parity k USD. Toto pásmo bylo v uvedeném roce rozšířeno na  $\pm 2,25\%$  od ústřední parity k USD.

Z toho vyplývá že prostřednictvím odchylky vůči USD se vůči sobě mohly devizové kursy měn zemí Evropského společenství odchylovat v mezním případě až o 9%! Toto rozpětí bylo skutečně nekompatibilní se snahami zemí ES týkající se vzájemné měnové a hospodářské unifikace. Přinášelo i řadu dalších nevýhod. Intervenční udržování parity k USD vedlo při depreciačním trendu USD k přílivu této měny, značné rozdíly v devizových kurzech ES tvořily potíže na vnitřním trhu, mimojiné v citlivých otázkách cen zemědělských produktů atd.

Jako reakce na výše uvedené příčiny a i jako snaha o vytvoření jakési protiváhy dolarového pilíře mezinárodních měnových vztahů byl z rozhodnutí členských států Evropského společenství ze dne 24. dubna 1972 zaveden systém „hada v tunelu“. Cílem tohoto systému bylo udržet maximální rozpětí devizových kurzů měn ES v maximální výši 2,25%, z toho vyplývá  $\pm 1,125\%$  kolem ústředních kursů. Základem pro odvozování intervenčních bodů byl směnný poměr DEM vůči USD. V rámci devizových intervencí bylo tedy nejčastěji nutné nakupovat v trendu stále oslabující americký dolar. Americký dolar tedy stále zůstával hlavní měnou v rámci intervenčních transakcí.

Po ustanovení měnového systému „had v tunelu“ následoval specifický ekonomický vývoj znamenající mnoho změn. Hlavně bylo toto období typické pro vzrůstající hospodářskou a finanční krizi pronásledovanou prudkým růstem cen ropných produktů. Tímto docházelo k prohloubení nerovnováhy uvnitř ES, prohloubení změn v efektivnosti jednotlivých zemí v rámci udržování míry inflace v určitých mezích a optimální reakce na změny v domácí a vnější poptávce. Společný floating existující od roku 1973 až 1979 se od hada v tunelu odlišoval tím, že se udržovaly stabilní devizové kurzy pouze v rámci zemí ES, nikoliv vůči USD, takže had jakoby vystoupil z tunelu vůči americkému dolaru.

Tabulka č. 10.: Pohyby devizových kurzů v rámci „hada v tunelu“ a „společného floatingu“

1972 24. dubna 1. května 23. května 23. června 27. června 10. října	basilejská smlouva vstoupila v platnost – vznikl had v tunelu britská libra, irská libra a dánská koruna se připojují k hadu v tunelu norská koruna se stává součástí hada v tunelu britská a irská libra opouštějí systém hada v tunelu dánská koruna opouští systém hada v tunelu dánská koruna se vrací do měnového systému
1973 13. února 12. března 19. března 29. června 17. září 16. listopadu	italská lira opouští systém hada v tunelu zrušení dolarového tunelu – vytvoření měnového hada revalvace německé marky o 3 % švédská koruna se připojuje k systému měnového hada německá marka revaluje o 5,5 % holandský gulden revaluje o 5 % norská koruna revaluje o 5 %
1974 19. ledna	francouzský frank opouští systém měnového hada
1975 10. července	francouzský frank se vrací do měnového hada
1976 15. března 17. října	francouzský frank definitivně vystupuje z měnového hada německá marka revaluje o 2 % dánská koruna devaluje o 5 % norská a švédská koruna devalvují o 3 % holandský gulden, belgický a lucemburský frank devalvují o 2 %
1977 1. dubna 28. srpna	švédská koruna devaluje o 6 % dánská a norská koruna devalvují o 3 % švédská koruna vystupuje ze systému měnového hada dánská a norská koruna devalvují o 5 %
1978 13. února 17. října 12. prosince	devalvace norské koruny o 8 % revalvace německé marky o 4 % holandský gulden, belgický a lucemburský frank revalvují o 2 % norská koruna opouští systém měnového hada

Apel A.: Monetary Integration 1958 – 2002, Routledge, London, New York, 1998  
Gros D.- Thygesen N.: European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union, St. Martin's Press, New York, 1992

Zdroj:<sup>32</sup>

<sup>32</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 145.]

## 5. 2. Období 1979 – 1998

### 5.2.1. EMS

Na základě negociací konaných v rámci zasedání Evropské komise v Brémách v červenci 1978 došlo v prosinci 1978 v Bruselu k rozhodnutí o založení Evropského měnového systému. Svoji činnost měl EMS začít 1. ledna 1979.

Základem EMS bylo **ECU (European currency unit)** - nově vytvořená administrativní měnová jednotka. Jednalo se o košově vyjadřovanou měnovou jednotku podobnou SDR.

Použití ECU bylo především:

- jako denominátor pro kurzový mechanismus EMS
- jako základny pro odvozování divergenčních indikátorů (viz. později)
- jako denominátor pro úvěrové i intervenční operace
- jako prostředek úhrad mezi institucem Evropského společenství.

Hodnota a složení ECU mělo být zpočátku identické s dosud používanou administrativní měnovou jednotkou EUA.

Tabulka č. 11.: Složení ECU

	Množství jednotek národní měny v koši	Ústřední hodnota jednotky dané měny vůči 1 ECU	Váha jednotky národní měny v koši (%)	Divergenční indikátor (% možné odchylky od ústředního kurzu)	Divergenční práh (minimální možný kurz národní měny k ECU)
DEM	0,828	2,51064	33,0	1,13	2,538
GBP	0,0885	0,663247	13,3	-	-
FRF	1,15	5,79831	19,8	1,35	5,868
ITL	109,00	1148,15	9,5	4,07	1194,82
NLG	0,286	2,72077	10,5	1,51	2,761
BEF	3,66	39,4582		1,59	40,062
LUF	0,14	39,4582	9,6	1,53	40,062
DKK	0,217	7,08592	3,1	1,64	7,196
IEP	0,00759	0,662638	1,67	1,67	0,673

Zdroj<sup>33</sup>

<sup>33</sup> [Euro and European monetary union [online]. [cit. 5. 2. 2005]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/Emu/Emu.htm>]

Váhy měn participujících na ECU měly být přezkoumány a eventuelně i revidovány nejprve 6 měsíců po vzniku EMS a poté každých 5 let nebo na požádání v případě že by se váha dané měnové jednotky změnila o více než 25%. Jinak jakékoliv změny v koši musely být odsouhlaseny všemi stranami a změny vah měnových jednotek v koši měn musely být doprovázeny odpovídající změnou vah i ostatní měnových jednotek tak, aby nedošlo ke změně vnější hodnoty ECU způsobenou změnou vah

Velikost vah jednotlivých měn participujících zemí byla odvozována především od:

- podílu země na hrubém domácím produktu ES
- podílu země na vzájemném obchodu
- podílu centrálních bank na ujednání o krátkodobé finanční podpoře

Tabulka č. 12.: Váhy měn a jejich změny:

Měna	Váha měny v koši 13.3.1979 (%)	Měnová účasť 1979	Váha měny v koši 17.9.1984 (%)	Měnová účasť 1984	Váha měny v koši 21.9.1989 (%)	Měnová účasť 1989
německá marka (DEM)	32,98	0,828	32,0	0,719	30,10	0,6242
Britská libra (GBP)	13,34	0,0885	15,0	0,0878	13,00	0,08784
francouzský frank (FRF)	19,83	1,15	19,0	1,31	19,00	1,332
Italská lira (ITL)	9,5	109	10,2	140	10,15	151,8
nizozemský gulden (NGL)	10,51	0,286	10,1	0,256	9,40	0,2198
belgický frank (BEF)	9,28	3,66	8,2	3,17	7,60	3,301
lucemburský frank (LUF)	0,35	0,14	0,3	0,14	0,30	0,13
Dánská koruna (DKK)	3,06	0,217	2,7	0,219	2,45	0,1976
írská libra (IEP)	1,15	0,00759	1,2	0,00871	1,10	0,00855
řecká drachma (GRD)	-	-	1,3	1,15	0,80	1,44
španělská peseta (ESP)	-	-	-	-	5,30	6,885
portugalské escudo (PTE)	-	-	-	-	0,80	1,393

Deutsche Bundesbank, Devisenkerstatistik, 1998

Zdroj:<sup>34</sup>

Samotný kurz v určité národní měně byl dán souhrnem měnové účasti této měny v měnovém koši a měnových účastí ostatních měn, převedených na původní měnu podle aktuálního tržního kursu v 14.15 bruselského času.

ECU bylo využíváno i při soukromých operacích, což lze považovat za intuitivní skutečnost, protože obecně košová měna je trhem považována za méně rizikovou než národní měny jako takové. Do 90. let však využití ECU k soukromým účelům provázely určité překážky a tato měna nemohla efektivně konkurovat měnám národním, dokud nebyla všemi zeměmi EU přijímána jako standardní cizí měna. Např. němečtí rezidenti, včetně bank, nemohli vydávat pohledávky denominované v ECU, protože ECU neměla status cizí měny a

<sup>34</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 150]



německé zákony neumožňovaly oceňovat pohledávky v jiných měnách, přičemž tyto by byly splatné v DEM. ECU se nicméně v roce do roku 1989 stala šestou nejpoužívanější měnovu pro nově emitované Eurobondy přičemž hodnota Eurobondů denominovaných v ECU byla cca 45 miliard USD, pro porovnání v DEM a Yenech byly denominovány Eurobondy v hodnotě 90 miliard USD a v Librách sterlingu cca v hodnotě 70 miliard USD. Dokonce i na peněžních trzích byly vytvářeny suverenní ECU pohledávky, např. v srpnu 1988 byly Bank of England realizovány státní jedno, tří a šesti měsíční ECU obligace.

Centrální banky držely oficiální ECU ve formě 3 měsíčních měnových swapů směnitelných z 20% za zlato a dolarové rezervy. Oficiální ECU neovlivňuje hodnotu rezerv ve swapech přičemž tyto jsou vždy ohodnoceny buď ve zlatě nebo v dolarech.

## **5.2.2. ERM (exchange rate mechanism) – kursový mechanismus EMS**

### **Základní vlastnosti ERM I:**

Základní vlastnosti ERM byly dle rozhodnutí EK v Bruselu roku 1978 stanoveny takto:

- 1)
  - každá měna bude mít vůči ECU vlastní ústřední kurz. Tyto ústřední kurzy budou použity k sestavení paritní mřížky bilaterálních devizových kurzů .
  - devizové kurzy se budou moci v rámci těchto bilaterálních devizových kurzů vzájemně odchýlit maximálně o 2,25%. Výjimečně je možno udržovat fluktuace devizových kurzů maximálně o 6% s tím, že toto pásmo bude postupně snižováno pokud to hospodářské podmínky dovolí.
  - Země Evropského společenství provozující momentálně volný floating se budou moci i později rozhodnout pro připojení do EMS.
- 2) Přizpůsobení ústředních devizových kurzů bude podřízeno vzájemné dohodě všech zemí participujících na ERM
- 3) Devizové intervence pro splnění daných pásem oscilace devizových kurzů budou prováděny v měnách zemí participujících na ERM
- 4) Devizové intervence budou povinné až při dosažení intervenčních bodů definovaných formou hodnoty odchylky devizového kurzu.

- 5) Jako indikátor rozdílů mezi měnami ES bude používán koš měn ECU. Divergenční práh bude fixován na max. 75% maxima možné fluktuaace dvou měn. Takto jest kalkulováno z důvodu eliminace vlivu váhy dané měny na dosažení výše zmíněného prahu.
- 6) Jakmile dotyčná měna dosáhne hodnot „divergenčního prahu“, monetární autority musí:
  - a. provádět intervence
  - b. provádět protiopatření v domácí měnové politice
  - c. změnit ústřední kurz
  - d. provést jiná opatření hospodářské politiky.

Od svého založení v roce 1979 až do kolapsu v srpnu 1993 měla každá měna v systému ERM svojí ústřední paritu vůči ECU. Devizový kurz daných měn se nesměl odchýlit o více než  $\pm 2,25\%$ , resp. ve výjimečných případech  $\pm 6\%$  od ústřední parity k ECU. V době kolapsu tohoto systému v roce 1993 měly rozšířené oscilační pásmo ve výši 6 procent pouze dvě měny z devíti – escudo a peseta. V roce 1993 bylo oscilační pásmo rozšířeno na  $\pm 15\%$ , Německo a Nizozemí se však samostatně zavázaly k udržování původního užšího oscilačního pásma  $\pm 2\%$ .

Částečný problém v systému EMS se jednal skutečnosti, že se hodnota ECU měnila v závislosti na posilování či oslabování měn, z nichž bylo ECU „složeno“.

Bude například platit předpoklad, že DEM oslabuje vůči všem ostatním měnám. Hodnota marky se prudce sníží, třeba o 10%, takže 1 libra = 2,6675 DEM (viz. uvedený početní příklad v příloze). Potom by se dle výše uvedených výpočtů hodnota komponentu DEM v ECU (vyjádřená v librách) snížila na 0,234 liber a hodnota ECU by se snížila na 0,7829 Liber. Přispění DEM vůči složení ECU by se snížilo z původní hodnoty 31,91%, ne však o plných 10%, protože se i hodnota ECU mění. Devizový kurz DEM klesá, spolu s tím se však mění vážený průměr proti kterému porovnáваме DEM. Proto se bude DEM zdát oslabující v menší míře, než tomu skutečně je. Na druhou stranu zbylé měny, jejichž vzájemnou hodnotu a devizové kurzy považujeme za neměnné vůči sobě navzájem nebo vůči vnějším měnám, např. USD nebo yenu, budou budít zdání že posilují, i když udržují stejnou hodnotu. Problém je že měřítko, které používáme (ECU) jako takové klesá.

Výše uvedený problém je aktuálním spíše u měn, které mají v rámci ECU velkou váhu, např. DEM (přes 30%). Změna hodnoty těchto měn bude znamenat významnou reakci v odpovídající změně hodnoty ECU. Na druhou stranu změna hodnoty např. drachmy (váha méně než 1%) nebude mít na ECU téměř žádný efekt. S těmito komplikacemi tedy úzce souvisí skutečnost, že povolené odchylky devizových kurzů měn od ústředních parit vůči ECU jsou modifikovány v rámci předpisu, který bere v úvahu procentuální váhu dané měny v rámci ECU. Pro tento účel je % váha založena na předpokladu, že každá měna je na své ústřední paritě. Například váha španělské pesety v ECU jest  $6,885 \text{ ESP} / 143,386 = 4,8\% = 0,048$

### Pravidlo pro výpočet hodnoty možné odchylky devizového kurzu (divergenčního indikátoru):

$$\text{Povolená odchylka} \times (1 - \text{váha v ECU})^{35} \quad (1)$$

Příklad výpočtu:

$$\text{Maximální možná odchylka ESP} = 6 \times (1 - 0,048) = 5,712\%$$

$$\text{Maximální možná odchylka DEM} = 2,25 \times (1 - 0,319) = 1,532 \%$$

Výsledné hodnoty jsou však ještě různě upravovány pro potřeby EMS protože hodnota ECU je ovlivňována i měnami které nejsou součástí ERM. Pohyby kurzů těchto měn existujících mimo mechanismus ERM by tedy mohly mít výrazný vliv na měření charakteristik měn uvnitř EMS.

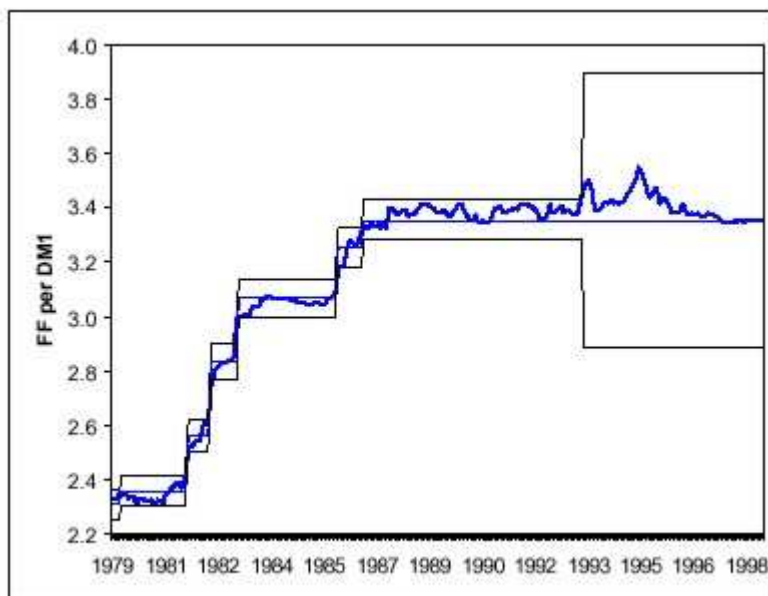
Ve výsledku se také váhové přizpůsobení oscilačního pásma projevuje pouze v porovnání s hodnotou ECU. Při porovnání samotných měn se mezi sebou používá pásmo 6% (rozšířené pásmo) nebo 2,25 % (užší pásmo).

Devizové kurzy měn musí zůstat ve vymezeném pásmu nejenom vůči ECU, ale i navzájem sami vůči sobě. Z tohoto důvodu byla vytvořena paritní mřížka (tato mřížka je odvozená od ústředních kurzů vůči ECU), která ukazuje požadovaný vzájemný vztah měn. Intervenční body jsou kalkulovány ve výši 75% z povolené odchylky měny od centrální parity vůči ECU. Pokud je tento intervenční bod dosažen, centrální banka by měla intervenovat na trhu prostřednictvím buď nákupem nebo prodejem své měny tak, aby její hodnota zůstala uvnitř oscilačního pásma.

---

<sup>35</sup> Pozn. Váha v ECU se vyjadřuje decimálně  
Povolená odchylka je vyjádřena v %

Obrázek č. 6.: Příklad vztahu DEM/FF v rámci mechanismu ERM



Zdroj<sup>36</sup>

<sup>36</sup> [Euro and European monetary union [online]. [cit. 5. 2. 2005]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/Emu/Emu.htm> ]

Tabulka č.13.: Paritní mřížka:

Měna		100 BEF 100 LUF	100 DKK	100 DEM	100 FRF	100 ITL	100 IEP	100 NLG
BEF a LUF	horní bod	-	569,500	1607,40	696,000	3,64900	6090,20	1483,25
	střední kurs	-	556,852	1571,64	680,512	3,43668	5954,71	1450,26
	dolní bod	-	544,450	1536,65	665,375	3,23650	5822,25	1418,00
DKK	horní bod	18,3665	-	288,660	124,985	0,655300	1093,65	266,365
	střední kurs	17,9581	-	282,237	122,207	0,617161	1069,35	260,430
	dolní bod	17,5585	-	275,960	119,490	0,581300	1045,55	254,645
DEM	horní bod	6,50800	36,2350	-	44,2850	0,232200	387,500	94,3750
	střední kurs	6,36277	35,4313	-	43,2995	0,218668	387,866	92,2767
	dolní bod	6,22100	34,6450	-	42,3350	0,205900	370,500	90,2250
FRF	horní bod	15,0290	83,6900	236,21	-	0,536200	894,950	217,960
	střední kurs	14,6948	81,8286	230,95	-	0,505013	875,034	213,113
	dolní bod	14,3680	80,0100	225,81	-	0,475600	855,550	208,380
ITL	horní bod	3089,61	17204,5	48557,6	21025,2	-	183978,0	44807,4
	střední kurs	2909,79	16203,2	45731,4	19801,5	-	173270,0	42199,5
	dolní bod	2740,44	15260,5	43069,8	18649,0	-	163185,0	39743,4
IEP	horní bod	1,71755	9,56424	26,9937	11,6881	0,0612801	-	24,9089
	střední kurs	1,67934	9,35146	26,3932	11,4281	0,0577136	-	24,3548
	dolní bod	1,64198	9,14343	25,8060	11,1739	0,0543545	-	23,8130
NLG	horní bod	7,05200	39,2700	110,825	47,9900	0,251600	419,950	-
	střední kurs	6,89531	38,3967	108,370	46,9325	0,236970	410,597	-
	dolní bod	6,74200	37,5425	105,960	45,8800	0,223175	401,450	-

IMF Survey, Supplement: The European Monetary System, 19. března 1979

Zdroj:<sup>37</sup>

Někdy docházelo k samotné úpravě centrálních parit. Dohromady se jednalo o 20 úprav, z čehož jedenáct případů lze umístit do období mezi roky 1979 až 1987. Pak následovala klidná perioda, přerušovaná pouze v roce 1990 malou technickou devalvací italské liry, ke které došlo z důvodu přechodu liry z širšího oscilačního pásma ERM do pásma užšího. Období klidu skončilo v září 1992 když byly italská lira a libra sterlingu donuceny vystoupit z mechanismu ERM a španělská peseta musela devalvovat. K dalším devalvacím těchto měn došlo v prosinci 1992, lednu 1993 a březnu 1995.

<sup>37</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 157]

Tabulka č. 14.: Změny ústředních parit (%):

24. září 1979	DM + 2; DKr -2.9
30. listopad 1979	DKr -4.8
23. březen 1981	lira -6
5. srpen 1981	lira & Fr franc -3; DM & NLgld +5.5
22. leden 1982	Bel/Lux franc -8.5, DKr -3
14. červen 1982	Fr franc -5.75; lira -2.75; DM & NLgld +4.25
21. březen 1983	Fr franc & lira -2.5; DM +5.5; Punt -3.5; Bel/Lux franc +1.5; DKr +2.5; NLgld +3.5
22. červenec 1985	Lira -6; DM, NLgld, DKr, Fr franc, Bel/Lux franc, punt +2
7. duben 1986	Fr franc -3; DM & NLgld +3; DKr & Bel/Lux Fr +1
4. září 1986	punt -8
12. leden 1987	Bel/Lux franc +2; DM & NLgld +3
5. leden 1990	přechod do užšího pásma oscilace, lira efektivně -3.7
14. září 1992	lira -3.5; a všichni ostatní +3.5
16. září 1992	libra opustila ERM
17. září 1992	lira opustila ERM; peseta -5
23. listopad 1992	peseta & escudo -6
30. leden 1993	punt -10
13. květen 1993	peseta -8; escudo -6.5
2. srpen 1993	oscilační pásmo rozšířeno na ±15
6. březen 1995	peseta -7; escudo -3.5

Zdroj:<sup>38</sup>

Intervenční body měly za úkol upozornit měnové autority na potřebu intervence tak, aby u měn nedošlo k vychálení se z oscilačního pásma vůči ECU. Jednalo se o 75% povolené divergence měny od centrální parity vůči ECU.

Příklad intervenčních bodů (pro úzké oscilační pásmo 2,25%):

$$0,75 \times 2,25 \times (1 - \text{váha měny v ECU decimálně}) \quad (2)$$

např. DM  $0,75 \times 2,25 \times (1 - 0,33) = 0,75 \times 2,25 \times 0,67 = 1,130\%$

Jakmile dvě měny dosáhly limitů stanovených EMS, měly obě povinnost intervenovat v zájmu udržení měn uvnitř oscilačního pásma. Obě centrální banky používaly silnější měnu k nákupu té slabší. Jakmile tedy například FF měl tendenci opustit výše zmíněnou hranici 2,25% vůči DM, Francie i Německo musely intervenovat tím, že za DEM nakupovaly FF. Země mající slabší měnu si mohla v tomto systému vypůjčit měnu silnější v rámci tzv. velmi krátkodobé finanční facility (Very Short Financing Facility). Snahou tedy bylo aby nebyly v krátkém období vyčerpány devizové rezervy země se slabší měnou. Tato země by si totiž mohla půjčit měnu silnější a nakupovat s ní měnu svou. Nákupem své vlastní měny by však docházelo k redukci domácí peněžní zásoby. Země se silnější měnou by stále zvyšovala svojí domácí peněžní zásobu,

<sup>38</sup> [Euro and European union [online]. [cit. 5. 2. 2005]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/Emu/Emu.htm> ]

aby mohla svojí měnu půjčit zemi s měnou slabší a aby mohla sama intervenovat na devizových trzích. V krátkém období tedy země se silnější měnou aplikovala expanzivní monetární politiku. Později bylo samozřejmě půjčky splatit a role zemí by se opět obrátila, přitom se doufalo v to, že krátkodobé efekty nepovedou k deflačním tendencím u země se slabou měnou.

V tomto systému byl však problém. Jakmile se měna blížila k intervenčním bodům, spekulanti vstupovali na devizový trh a prodávali oslabující měnu, čímž ještě více snižovaly její cenu. Zároveň doufali, že země bude donucena devalvovat, což by pro ně znamenal velké zisky. Země se slabší měnou měly ze spekulantů obavy a proto často intervenovaly před dosažením intervenčních bodů (mezimarginální intervence). U těchto intervencí nebyly země se silnější měnou povinny asistovat při intervencích a ani krátkodobá finanční facilitata nebyla dostupná.

Jakmile je v systému pevných devizových kurzů zátěž povinných intervencí uvalena pouze na země se slabší měnou, systém má tendenci stát se deflačním, pokud není monetární restrické na straně země se slabší měnou kompenzována expanzivní akcí na straně země s měnou silnější.

Co by se stalo, pokud by si u výše uvedeného příkladu měnového vztahu mezi Francií a Německem přála Francie intervenovat ve prospěch své měny ještě před dosažením oficiální intervenčního bodu k DEM? Za těchto okolností by měla Francie na výběr z více možností jak intervenovat. Nebyla by povinna nakupovat FF za DM, ale i:

- nakupovat FF i za jiné měny (nejčastěji USD)
- zvyšovat krátkodobé úrokové sazby prostřednictvím příslušných transakcí na Pařížském peněžním trhu, čímž by došlo k přílivu soukromého kapitálu
- zavádět restriktce u kapitálového odlivu (toto opatření bylo zakázáno roku 1990 v tzv. Single European Act (SEA) požadavku týkajícího se volné kapitálové mobility v EU
- snižovat fiskální základnu např. zvyšováním daní či snižováním vládních výdajů. Efekt těchto opatření by však za současné absence kapitálových omezení sporný.

Obvykle byly v praxi zeměmi se slabší měnou učiněny 2 základní kroky:

- A. intervence na devizovém trhu kupováním vlastní měny za své devizové rezervy
- B. nákup cenných papírů denominovaných v domácí měně na peněžních trzích nebo burzách.

Účel kroku B byla izolace domácího bankovního systému od intervencí na devizovém trhu. V případě aplikace kroku A by domácí peněžní zásoba poklesla a tím by vznikl tlak na zvyšování domácích úrokových sazeb. Krok B by působil proti tendenci poklesu peněžní zásoby. Kombinace kroků A a B je známá jako sterilizovaná intervence (více viz. teorie v přílohách).

Pokud je tento proces neúčinný v podpoře domácí měny, centrální banka se musí uchýlit k zvýšení úrokových sazeb prostřednictvím redukce vlastních poskytování půjček nebo zvýšením přijímání půjček na peněžním trhu.

Sterilizovaná intervence s sebou přináší obtíže v získávání dostatečně velkých sum zahraniční měny k efektivnímu provádění intervence. Pokud daná země nedisponuje dostatečně velkými devizovými rezervami, centrální banka si musí oficiálně vypůjčit devizy. Tímto se nabízí otázka na jakou dobu mohou být tyto půjčky získány. Druhý problém jest, že pokus o sterilizaci efektů devizové intervence nemusí být plně funkční, především pokud jsou nákupy cenných papírů nabízených na trhu prováděny bankovním systémem.

Reakce na tento problém přináší například zvýšení úrokových sazeb, což ovšem může kolidovat s jinými potřebami ekonomiky. Požadavek na stranu vlády ohledně zvyšování úrokových sazeb za účelem ochrany stability měny je zřejmý především v průběhu recese a při vyšších mírách nezaměstnanosti. Teoreticky by vlády mohly kompenzovat deflační účinek vyšších úrokových sazeb např. snížením daní a/nebo zvýšením vládních výdajů. V praxi však mohou finanční trhy reagovat negativně na zvýšení rozpočtový deficit, který by s tímto byl pravděpodobně spojen a tím vytvářet další tlak na měnu.

Tabulka č. 15.: Intervence v rámci kursového mechanismu EMS (v mld. USD)

Druh intervence	1979 – 1982	1983 – 1985	1986 – 1987	1988 – 1989
marginální	20,5	15,4	22,3	0,9
mezimarginální	29,2	48,6	113,7	32,4

Gros D.-Thygesen N.: *European Monetary Integration*, St. Martin's Press, New York, 1992, str. 139

Zdroj:<sup>39</sup>

### 5.2.3. Úvěrové facility k podpoře devizových kurzů:

Úvěrové prostředky jsou důležitou součástí systémů fixních devizových kurzů, jelikož pomáhají zemím disponovat dostatečným množstvím zahraničních měn k úspěšnému provádění intervencí na devizových trzích. Úvěrové facility začleněné do systému ERM byly například:

- velmi krátkodobá finanční facilitita (Very Short – Term Financing Facility)
- krátkodobá facilitita pro monetární podporu
- střednědobá facilitita finanční asistence
- úvěrový mechanismus Společenství.

<sup>39</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 168]



Již bylo uvedeno, že velmi krátkodobá finanční facilitata byl mechanismus, kdy země se silnou měnou půjčovala svojí měnu zemi s měnou slabší aby tak umožňovala devizové intervence. Toto bylo však možné pouze pro povinné intervence v rámci oficiálního rozpětí slabší měny (marginální intervence). Právě z tohoto důvodu byly tyto facility používány pouze zřídka, protože většina devizových intervencí byla prováděna ještě před dosažením hraničních indikátorů. Tato situace byla změněna na základě Basle-Nyborg dohody. Tato dohoda rozšířila období zápujčky velmi krátkodobé finanční facility ve které země se silnou měnou prováděla více expanzivní monetární politiku a tyto zdroje byly zpřístupněny i pro tzv. mezimarginální intervence, provedené ještě před vznikem aktuální hrozby pro danou měnu. Tímto pak může vláda se starostí ohledně nedostatečné monetární politiky v systému teoreticky v určitém omezeném rozsahu aplikovat krátkodobý expanzivní tlak na zemi se silnou měnou.

Existoval však stále problém, že zemi se silnou měnou nic nebránilo ve sterilizaci monetárních efektů procesu devizové intervence prostřednictvím dodatečného prodeje cenných papírů v rámci otevřených tržních operací. Pokud se tak stane, celé břemeno týkající se přizpůsobení devizových kurzů padá opět na slabší zemi a deflační trend v systému je tak opět zachován. Jedinou cestou skýtající řešení se zdá vzájemnou kooperací mezi členy ustanovená monetární politika, která by byla vhodná pro všechny. S tím jsou však spojeny tři potíže:

- je těžké najít konsensus ve stanovení takovéto politiky, spolupráce vyžaduje u mnoha zemí mnoho ústupků v cílech hospodářské politiky
- pro silné země existuje pouze malý stimul pro konání takovýchto ústupků. Většinou mají silné země možnost provádět jimi preferovanou politiku v rozsahu, v jakém jsou silné země ochotny udělat ústupky je anti-inflační postoj celého systému oslaben.

Tabulka č. 16.: Účast členských zemí ES v ERM

Země	Datum zapojení do ERM	Datum opuštění ERM	Datum zapojení do ERM
Belgie	březen 1979		
Dánsko	březen 1979		
Finsko	říjen 1996		
Francie	březen 1979		
Irsko	březen 1979		
Itálie	březen 1979	září 1992	listopad 1996
Lucembursko	březen 1979		
Německo	březen 1979		
Nizozemí	březen 1979		
Portugalsko	duben 1992		
Rakousko	leden 1995		
Řecko	březen 1998		
Španělsko	červen 1989		
Švédsko	nebylo zapojeno		
Velká Británie	říjen 1990	září 1992	

Zdroj:<sup>40</sup>

## 5.2.4. Vývoj hospodářských proměnných důležitých pro EMS

### 1979 - 1983

Na začátku fungování EMS na konci 70. let a začátku let 80. docházelo k určitému poznávání chování tohoto systému v daných, relativně nepřátelských podmínkách. Během několika málo let došlo k velkému počtu úprav ústředních parit devizových kurzů v rámci ERM. Důvody, proč tento systém provázely nepřátelské podmínky byly za prvé vnější: např. v roce 1979 vrcholil tzv. druhý ropný šok, který stimuloval vyšší míry inflace, dále „Reaganovská“ hospodářská situace ve Spojených státech charakterizovaná uvolněnou fiskální politikou a restriktivní monetární politikou vyznačující se vysokými úrokovými sazbami způsobujícími růst devizového kurzu amerického dolaru. Za druhé existovaly rozdíly mezi hospodářskými politikami v Evropě. Na začátku 80. let prosazoval francouzský prezident Mitterrand deflační politiku a zároveň v Německu probíhala politika zaměřená na antideficitní státní rozpočty. Na začátku 80. let probíhaly diskuze o možném odchodu Francie z EMS, což by v tu dobu pravděpodobně způsobilo velké problémy, možná i zhroucení systému. Pravidelné úpravy ústředních parit příliš nepodporovaly anti – inflační politiku pro země, které devalvovaly své měny. Klíčové roky byly 1983 a 1984, kdy se Francie a Itálie rozhodly akceptovat i fakt, že časté úpravy ústředních parit odvozené od disciplíny vyžadované systémem často neodpovídaly inflačním diferenciálům. Inflace však byla v tuto dobu držena na uzdě relativně silným dolarem a poklesem cen ropy.

<sup>40</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 167]

## **1983 – 1987**

V tomto období docházelo ke snižování inflace a sblížování inflačních diferencíálů. Z vnějšího pohledu docházelo k výraznějšímu růstu americké ekonomiky, růstu dolaru a snižování cen ropy. V tomto období došlo pouze ke 4 úpravám ústředních kurzů a zároveň se začlo mluvit o nominální konvergenci makroekonomických indikátorů (inflace a úrokových sazeb) a o koordinaci monetárních politik. Země mající vyšší míru inflace začaly více prosazovat systém pevných devizových kurzů k zvýšení tržní důvěry ve svůj postoj antiinflační politiky. Na konci této periody se už začaly objevovat hlasy o vytvoření měnové unie.

## **1987 – 1992**

V tomto období docházelo k odstraňování restrikcí ohledně pohybu kapitálu. Zároveň byly učiněny pokusy k upevnění stability devizových kurzů tak, aby bylo možno vytvořit měnovou unii. Byl také zájem na zvýšení hospodářského růstu, vnější podmínky však byly relativně nevýhodné, jednalo se např. o oslabování dolaru a zpomalení amerického hospodářství. Během 4 let došlo pouze k jedné úpravě ústředního kurzu, a to pouze technické s ohledem na přechod italské liry z širšího oscilačního pásma do užšího. V rámci tzv. Basel-Nyborg dohody došlo ke koncensu ohledně snahy o snížení deflačního sklonu EMS. Toto umožňovaly mezimarginální intervence a koordinace úrokových sazeb v období napětí.

Výrazněji byla otázka postupu k měnové unii diskutována na základě tzv. European Single Act (1986), který ustanovil tzv. Delorsův výbor, který doporučil postup do měnové unie v rámci 3 fází. Do EMS vstoupilo Španělsko, Portugalsko a Velká Británie. Jediný, kdo zůstal mimo bylo Řecko. Důvěra ve stabilitu devizových kurzů byla celkem vysoká a v různých zemích bylo možné zaznamenat charakteristiky nominální konvergence. Náklady nezaměstnanosti byly v mnoha zemích vysoké, tyto byly ale připravené je akceptovat. V roce 1990 byl dosavadní vývoj EMS považován za úspěšný, jelikož došlo k výraznému omezení variability devizových kurzů mezi členy ES. Další pozitiva byla např. ve formě koordinovanější hospodářské politiky a snížení inflačních diferencíálů. Tento pozitivní trend byl z velké části umožněn díky relativně značným restrikcím v kapitálových tocích mezi členy ES. Ve prospěch tohoto faktu hovoří tehdy značně vysoká míra úrokových diferencíálů. Proto existovaly od roku 1990 obavy z následků odstraňování kapitálových restrikcí, které měly být omezovány na základě již zmíněného Single European Act.

### **5.2.5. Delorsova zpráva**

Zadání této zprávy vzešlo z tzv. „Single European Act“ (1986) a samotným zpracováním byl pověřen nově vytvořený výbor pod vedením Jacques Delorse, předsedou Evropské komise. Hlavním úkolem bylo uveřejnění vize a strategie postupu týkající se vytvoření hospodářské a měnové unie tak, jak již bylo zvažováno v 70. letech v rámci tzv. Wernerovy zprávy.

Strategie postupu vytvoření hospodářské a měnové unie měla navržené tři fáze:

První fáze měla začít v roce 1990.

#### Cíle I. fáze:

- všechny měny připojené do EMS měly dodržovat užší oscilační pásmo +-2,25%
- dosažení integrace finančních trhů s volným pohybem kapitálu
- lepší společná koordinace hospodářské a měnové politiky v rámci zemí ES
- intenzifikace zvyšování konkurenčního prostředí a vytvoření fondů pro sociální a kulturní rozvoj
- před uvedením II. fáze měly být připraveny a schváleny změny v Římských dohodách týkající se např. nových institucí.

#### Cíle II. fáze:

- progresivní zužování flukтуаčních pásem devizových kurzů
- k úpravám ústředních parit mělo docházet pouze jen ve velmi výjimečných případech
- vznik nové instituce v ES – ESCB (Evropský systém centrálních bank), tato instituce by byla zodpovědná především za provádění jednotné monetární politiky, správu devizových rezerv a management devizových kurzů. Jako hlavní cíl měla být stanovena cenová stabilita
- část národních devizových rezerv měla být požívána v rámci společného fondu k devizovým intervencím.

#### Cíle III. fáze:

- neodvolatelné fixování ústředních parit členských zemí EMS
- náhrada národních měn měnou společnou
- zajištění plné funkčnosti ESCB
- sdružení všech devizových rezerv
- rozhodnutí orgánů EU týkající se makroekonomických a rozpočtových proměnných měla být závazná.

V návaznosti na Delorsův plán docházelo k různým jednáním a dodatkům ze stran členských zemí. Např. Velká Británie chtěla okamžitou transformaci ECU do plnohodnotné měny, změnu harmonogramu jednotlivých fází, vytvoření tzv. Evropského měnového fondu. Různé připomínky měly však i Španělsko, Francie, Itálie, Belgie a Dánsko.

V roce 1990 došlo ke koncensu na úrovni centrálních bank, že primárním monetárním cílem v eurozóně bude cenová stabilita. V roce 1990 bylo také při jednáních v Římě dohodnuto, že první fáze postupu integrace bude trvat do roku 1993 a fáze zavedení společné měny začne nejpozději do roku 1994 s tím, že rozhodnutí o zavedení společné měny bude učiněno na konci roku 1997.

### **1991 – dále:**

V roce 1992 musely systém EMS opustit dvě hlavní měny – GBP a ITL, zatímco Peseta, Escudo a Punt musely devalvovat. Francie, Belgie a Dánsko měly také problém s odoláváním tlaku na jejich měny. Bylo diskutováno o kolapsu celého systému a docházelo k růstu úroků za účelem omezení odlivu kapitálu. Dramaticky přibívalo kritik směřujících na EMS, zvláště když už bylo jasné že celá situace se bude muset řešit širokým přizpůsobováním ústředních kurzů a že doba relativní stability je už pryč.

Pro krizi, která v roce 1992 zasáhla EMS se nabízí vysvětlení, že byla způsobena výraznými kapitálovými pohyby. Tyto pohyby byly způsobeny politickými rozhodnutími a jejich účinek byl ještě znásoben tam, kde chyběla určitá míra konkurenceschopnosti.

Proč je pro vlády obtížné se vyrovnat s tržními tlaky na své měny? Centrální banka má dvě možnosti, jak odolávat znehodnocení nebo zhodnocení měny. Na devizových trzích může buď prodávat nebo nakupovat svojí měnu, podle toho jaký cíl sleduje. Prodejem své měny zvyšuje své devizové rezervy a zvyšuje také domácí peněžní zásobu. To může stimulovat inflaci, nicméně další střednědobé problémy zde nelze uvést. Při nákupu své měny centrální měnová autorita musí používat své devizové rezervy a popřípadě si vypůjčit v zahraničí, což však může být limitována. Toto může být výrazný problém, pokud o danou měnu není zájem.

Alternativou může být zvýšení úrokových sazeb k přilákání krátkodobého kapitálu. Pokud však hrozí inflace měny, kapitál nebude přicházet ani při relativně vysokých úrokových sazbách. Což byl problém např. u Velké Británie, která se na začátku 90. let tímto snažila řešit oslabování své měny. Trh nebyl dostatečně přesvědčen o rentabilitě investice při hrozící devalvaci měny.

## **5.2.6. Maastrichtská dohoda – dohoda o Evropské unii**

Tato dohoda je z pohledu devizových kurzů velice důležitá. Byla v prosinci 1991, i když některé země ji ratifikovaly až k výrazně pozdějšímu datu. Tato dohoda upravovala povahu, konstituci a funkce nového systému centrálního bankovníctví v Evropské unii, přičemž tento nový systém měl být zodpovědný za zavedení a udržování společné měny, dohled nad monetární politikou a záležitostmi týkající se devizových kurzů v Evropské měnové unii. Svojí roli měl tento systém hrát i managementu fiskální a rozpočtové politiky.

Měnová unie měla být dle této dohody vytvořena ve 3 fázích. V první fázi mělo dojít především k odstranění překážek v pohybu kapitálu, všichni členové měly v rámci devizových kurzů dodržovat užší oscilační pásmo, mělo dojít k vytvoření Evropského rezervního fondu pro provádění intervencí, tento fond by disponoval 10% národních devizových rezerv. Ve druhé fázi by už např. úpravy ústředních parit byly povoleny jenom velice výjimečně. Dále měl být založen Evropský měnový institut (EMI), který by převzal formování monetární

politiky od Výboru guvernérů centrálních bank a národních měnových autorit. Na začátku třetí fáze integrace měl být EMI nahrazen Evropskou centrální bankou (ECB), která by společně s existujícími národními centrálními bankami zformovala tzv. Evropský systém centrálních bank (ESCB). ESCB by měl na starosti veškeré úkoly týkající se monetární politiky a devizových kurzů. Primárním cílem by bylo udržovat cenovou stabilitu za současného působení volných tržních principů. Ve třetí fázi mělo také dojít k důležité události týkající se devizových kurzů – k neodvolatelnému zafixování ústředních parit a k zavedení společné měny.

V rámci Maastrichtských dohod byly zavedeny také tzv. konvergenční kritéria týkající se možnost přistoupení do Evropské měnové unie (EMU):

- a) míra inflace do 1,5% od průměru 3 zemí s nejnižší inflací. Toto kritérium reflektovalo priority EU související s cenovou stabilitou
- b) dlouhodobá úroková míra neměla být vyšší než 2% od průměru 3 zemí s úrokovou mírou nejnižší
- c) rozpočtový schodek nesměl být vyšší než 3% HDP a úhrnný veřejný dluh větší než 60% HDP
- d) devizový kurz konkrétní měny nesměl během 2 let překročit flukтуаční pásmo platné v EMS resp. v ERM.

V roce 1991 tedy byla dle výše uvedeného harmonogramu započata I. fáze ve vytváření měnové a hospodářské unie. V roce 1993 však propukla měnová krize. Tato Měnová krize vedla k rozšíření oscilačních pásem v rámci ERM na  $\pm 15\%$ . Dánsko a Německo se rozhodly i poté dodržovat pásmo  $\pm 2,25\%$ .

Itálie se v roce 1997 vrátila do ERM mechanismu, protože chtěla také splnit Maastrichtská dvouletá kritéria pro připojení do EMU v roce 1999. Stejně učinily i dva noví členové, Rakousko a Finsko. Velká Británie, stejně jako Švédsko neprojevily zájem pro připojení do EMU.

### **5.3. Období 1998 a dále**

#### **5.3.1. ERM – 2 a Měnová unie**

V roce 1999 byla zavedena modifikace ERM na tzv. ERM II. V rámci ERM I. byly bilaterální parity vyjadřovány pomocí tzv. paritní mířky. V novém systému už byly parity definovány čistě vůči Euru. Flukтуаční pásmo devizových kurzů bylo stanoveno na  $\pm 15\%$ , přičemž možnost volby pro užší pásmo je samozřejmě povolena. Intervence zůstávaly automatické a nelimitované.

U zemí, které jsou zúčastněné v ERM, ale nemají Euro jsou definovány ústřední kurzy vůči Euru, přičemž tyto země jsou povinny dodržovat výše zmíněné flukтуаční pásmo ve výši patnácti procent.

K 1. lednu 1999 začla také třetí fáze vývoje zemí EU vyznačující se vznikem Evropské měnové unie. Mezi zakládající státy, které splnily konvergenční kritéria patřilo Rakousko, Belgie, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemí, Portugalsko a Španělsko. Velká Británie, Dánsko, Švédsko a Řecko zůstaly z různých důvodů mimo tento systém.

Ke stejnému datu byla také dosavadní košová měnová jednotka ECU nahrazena eurem v poměru 1:1. Na rozdíl od ECU jsou od hodnoty národních měn od tohoto data odvozovány z Eura a u zakládajících členů byly v souladu s výše uvedenými zásadami tvorby měnové unie pevně zafixovány parity vůči euru.

Tabulka č. 17.: Hodnoty národních měn vůči Euru:

<b>Země</b>	<b>Stará měna</b>	<b>Směnný poměr</b>
Rakousko	Šilink(Sch)	€1 = Sch13.7603
Belgie	Frank (BFr)	€1 = BFr40.3399
Německo	Marka (DM)	€1 = DM1.95583
Španělsko	Peseta (Pta)	€1 = Pta166.386
Finsko	Markka (FM)	€1 = FM5.94573
Francie	Frank (FFr)	€1 = FFR6.55957
Irsko	Punt (I£)	€1 = I£0.787564
Itálie	Lira (L)	€1 = L1936.27
Lucembursko	Frank (LFr)	€1 = LFr40.3399
Nizozemí	Guilder (Fl)	€1 = Fl2.20371
Portugalsko	Escudo (Es)	€1 = Es200.482
Řecko	Drachma (Dr)	€1 = Dr340.75

Zdroj<sup>41</sup>

Neodvolatelné fixní parity mezi eurem a národními měnami byly dosaženy v několika krocích, během nichž se musel respektovat zásadní krok, to jest aby během determinace směnného poměru zůstala vnější hodnota ECU nezměněná. Dolarová hodnota ECU v rozhodném čase 31. prosince 1998 v 11:30 CMT byla vzata jako indikátor vnější hodnoty ECU. Šestimístná hodnota dolarových kurzů vůči jednotlivým částem národních měn v koši ECU byly v rozhodném čase sečteny k vyjádření hodnoty 1 eura v amerických dolarech k 31. prosinci 1998. Poté byla dolarová hodnota jednoho eura dělena (s výjimkou GBP a IEP, které byly děleny)

<sup>41</sup> [Euro and European monetary union [online]. [cit. 5. 2. 2005]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/Emu/Emu.htm> ]

dolarovým kurzem pro každou jednotlivou část národní měny v koši ECU, to vše za účelem vypočtení neodvolatelných fixních sazeb konverze národních měn do Eura. U měn, které nebyly součástí koše ECU (finská marka, rakouský šilink a švédská koruna) byl směnný poměr k euru vypočítán dělením hodnoty jednotky dané měny v dolarech počtem dolarů za jedno ECU.

Tabulka č. 18.: Bilaterální střední kursy národních měn ohlášené pro determinaci neodvolatelných měnových kursů:

	DEM	BEF/LUF	ESP	FRF	IEP	ITL	NLG	ATS	PTE	FIM
DEM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BEF/LUF	2062,55	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ESP	8507,22	412,462	-	-	-	-	-	-	-	-
FRF	335,386	16,2608	3,94237	-	-	-	-	-	-	-
IEP	40,2676	1,95232	0,473335	12,0063	-	-	-	-	-	-
ITL	99000,2	4799,90	1163,72	29518,3	2458,56	-	-	-	-	-
NLG	112,674	5,46285	1,32445	33,5953	2,79812	1,13812	-	-	-	-
ATS	703,552	34,1108	8,27006	209,774	17,4719	7,10657	624,415	-	-	-
PTE	10250,5	496,984	120,492	3056,34	254,560	103,541	9097,53	1456,97	-	-
FIM	304,001	14,7391	3,57345	90,6420	7,54951	3,07071	269,806	43,2094	2,96571	-

Evropská komise-Joint Communiqué o determinaci neodvolatelných měnových kursů

Zdroj:<sup>42</sup>

Tabulka č.19.: Postup propočtu přepočítacích koeficientů:

Měna	Měnová účast	Kurs USD k 31. 12. 1998	Dolarový ekvivalent	Přepočítací koeficient
	(A)	(B)	(C)=(A):(B)	(D)=(USD/ECU)*(B)
DEM	0,6242	1,6763000000	0,3723677	1,955830
BEF	3,301	34,5745256500	0,0954749	40,339900
LUF	0,13	34,5745256500	0,0037600	40,339900
NLG	0,2198	1,8887542620	0,1163730	2,203710
DKK	0,1976	6,3842000000	0,0309514	7,448780
GRD	1,44	282,5700000000	0,0050961	329,689000
ITL	151,8	1659,5403526000	0,0914711	1936,270000
ESP	6,885	142,6065288600	0,0482797	166,386000
PTE	1,393	171,8291315000	0,0081069	200,482000
FRF	1,332	5,6220755180	0,2369232	6,559570
GBP <sup>1)</sup>	0,08784	1,6539000000	0,1452786	0,705455
IEP <sup>1)</sup>	0,008552	1,4814687984	0,0126695	0,787564
<b>Kurs USD/ECU = 1,1667521</b>				
FIM		5,0959687630		5,94573
ATS		11,7936421760		13,76030
SEK		8,4320000000		9,48803

Joint Information Notice by the European Commission and the ECB on the Detailed computation of the irrevocable rates for the euro, 11 March 1999

Zdroj:<sup>43</sup>

<sup>42</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 152]

<sup>43</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 197]



## 5. 4. Problémy EMS

Problémy, které nemají spojitost s krátkodobým vlivem peněz na reálné proměnné ekonomiky:

- vztah mezi EMS, reálnými devizovými kurzy a obchodními nerovnováhami
- model reálných devizových kurzů obsahující pojmy jako konkurenceschopnost a střednědobé rozdíly v dynamice cen, mezd a produktivity mezi členy EMS
- rozsah, v jakém zůstává plná zaměstnanost jako cíl hospodářské politiky
- problémy s konvergencí fundamentálních ekonomických proměnných: redukce nákladů spojených s platební bilancí nemůže být dosaženo pouze využíváním mobility produkčních faktorů. EMS musí být podpořen domácími politikami zabývajícími se systémy determinace mezd a omezováním schodků státních rozpočtů, to za účelem redukce nákladových nebo cenových stimulů pro zvyšování inflace. Rozdíly mezi zeměmi existují na základě tzv. „strukturální dynamiky“ a proto musí systém fixních devizových kurzů spoléhat na adekvátní kompenzační mechanismus. Také vstup nových členských zemí v nedávné době učinil Eurozónu méně homogenní. Ferri argumentoval, že akcelerace růstu a finanční integrace by mohla potlačit nebezpečí dvourychlostní Evropy. Jistým řešením by také mohlo být, kdyby byly v integrovaném finančním trhu regionální nerovnováhy na běžných účtech platební bilance automaticky vyrovnávány soukromými kapitálovými toky.

## 5. 5. Některé názory navrhuující reformy EMS

- Dle Thygesena by EMI měl více monitorovat intervenční a sterilizační praktiky. Toto je založeno na názoru, že vysoký stupeň intervencí a sterilizací během krize v roce 1992 – 1993 ztěžoval možnost stabilizace.
- Veškeré otevřené devizové pozice by měly být ve formě neúročných depozit u centrálních bank (Eichengreen a Wyplosz). Námitkou může být že tímto dochází de facto k uvalení nerovných daní na výnosy z různých pasiv, a tedy k omezování efektivní alokace kapitálu.
- Vznik poměru Ecu a DM = 1:2, zafixování procentuálních vah v koši místo množství měn.

## 6. Závěr

Již v úvodu diplomové práce bylo nastíněno, že po pádu bretonwoodského měnového systému, který měl výrazně nadnárodní charakter, vznikl de facto nový regionální měnový systém, fungující ve své podstatě na stejném principu jako měnový systém bretonwoodský. Bretonwoodský měnový systém existoval téměř 30 let, tato existence však měla po kvalitativní stránce sestupný trend. Evropský měnový systém, jako modifikace tohoto systému, již také zaznamenal dobu své existence přesahující 30 let, tato však má po kvalitativní stránce charakter spíše vzestupný, zakončený vznikem Evropské měnové unie. Oba systémy prosazovaly stabilizaci pohybů devizových kursů mezi svými členy za účelem podpory hospodářského rozvoje, resp. volného pohybu zboží, služeb a kapitálu. Jaké jsou tedy hlavní důvody, proč jeden z těchto systémů zkrachoval, zatímco druhý stále existuje? Je to způsobeno spíše exogenními vlivy, nebo samotnou konstrukcí těchto systémů?

Odpovědi na tuto otázku existují v podstatě dvě. První odpověď bude reflektovat již mnohokrát zmíněný princip inkonzistentní trojice se svými třemi částmi. Druhá odpověď bude klást důraz spíše na technický pohled úpravy politiky devizových kurzů tak, jak byl zakotven v rámci různých mezinárodních smluv.

První odpověď lze uvést tím, že bretonwoodský měnový systém přejal určité hospodářské proměnné již z předválečného období a zároveň i samotná poválečná situace byla charakteristická určitými proměnnými. Za účelem dokázání a prezentace podnětů ke specifickému vývoji poválečného měnového systému byly tyto proměnné v této diplomové práci velice podrobně charakterizovány. Tato podrobná charakteristika a analýza, nejenom politiky devizových kurzů, umožňuje v následujících řádcích konstatovat závěry plynoucí právě z výše zmíněné teorie inkonzistentní trojice. Začátek fungování bretonwoodského měnového systému byl v rámci inkonzistentní trojice významný především pro existující restrikce týkající se pohybu kapitálu. Pro členské země MMF to znamenalo skutečnost, že bylo schůdnější udržovat prováděnými intervencemi devizové kurzy v paritě s odchylkami ve stanoveném rozmezí. Díky omezenému pohybu kapitálu nebylo příliš znesnadňováno provádění monetární politiky, resp. ovlivňování peněžní zásoby a zároveň pro intervence na devizových trzích nebylo, alespoň zpočátku, potřeba vynakládat značné množství finančních prostředků. Jelikož mezinárodní měnový systém podléhal určitému vývoji v čase, výchozí podmínky se začaly měnit a velice zjednodušeně řečeno narůstající mezinárodní obrat ve finančních tocích způsobil, že bylo neustále obtížnější intervenovat ve prospěch udržení devizových kursů ve vymezené paritě. Tyto se začaly v neustále větší míře odchylovat od své „přirozené“ úrovně vytvářené na základě stavu platebních bilancí zemí (aktiv/pasiv), konkurenceschopnosti, cenové hladiny atd. Jako výsledek výše uvedených procesů, v diplomové práci řádně popsanych, došlo k opuštění systému pevných devizových kursů a tím pádem i zhroutil bretonwoodského měnového systému.

Nově vzniklý Evropský měnový systém se v rámci inkonzistentní trojice vyznačoval také spíše širším omezením volného pohybu kapitálu v rámci eurozóny. Proto mohla být aplikována nezávislejší monetární politika pro zavedení trendů sblížení členských ekonomik a zároveň udržovány stabilní devizové kurzy. Na

konci 80. let a začátku 90. let došlo z důvodu širokého zavedení podmínky volného pohybu kapitálu v eurozóně opět ke kvalitativní změně v systému. Omezována začala být monetární politika, což se projevilo ztrátou monetární autonomie účastníků na evropském měnovém uspořádání.

Závěrem první odpovědi lze tedy konstatovat, že se oba systémy potýkaly a potýkají s výše uvedeným železným pravidlem mezinárodního měnového systému a jakékoliv snahy o porušení, resp. nerespektování tohoto železného pravidla skončily v případě brettonwoodského měnového systému zhroutilím, a v případě Evropského měnového systému např. finanční krizí na začátku 90. let. Co však vytvářelo „konkurenční“ výhodu Evropského měnového systému byly technické a další specifické aspekty, které jsou součástí existence jakéhokoliv měnového resp. kursového uspořádání. Tímto lze plynule navázat na druhou odpověď.

Specifikem brettonwoodského měnového systému byla výrazná asymetrie směrem ke Spojeným státům a současně výrazná úloha zlata v politice devizových kursů. Toto se během dvou desítek let projevilo jako fundamentální handicap, který nebylo možno přizpůsobovat novým hospodářským a ekonomickým charakteristikám, objevujícím se především na konci 60. a začátku 70. let. V rámci Evropského měnového systému však, na druhou stranu, fungovaly a fungují důmyslné mechanismy intervenování pro udržení stability devizových kursů, s tímto spojená politika sterilizací, důmyslnější vzájemné vyjadřování devizových kursů bez vyzdvihování jedné měny, jako to bylo u USD a také nedocházelo k vyzdvihování zlata. Zároveň tento systém disponoval a stále disponuje rozsáhlými úvěrovými facilitami a možností spolupráce v mnoho hospodářských oblastech, nejenom po stránce měnové.

Kombinace výše zmíněných aspektů tedy vytváří východiska pro mezinárodní měnový systém tak, jak ho známe dnes. Na jedné straně existuje jamajský měnový systém vzájemně plovoucích devizových kursů (deklarovaný také Mezinárodním měnovým fondem) a na druhé straně regionální měnový systém Evropská měnová unie. Někdy bývá dnešní mezinárodní měnový systém označován jak třípólový, skládající se z amerického dolaru, eura a yenu.

Evropským měnový systém a brettonwoodský měnový systém lze rozlišovat dle následujících základních atributů:

- 1) Způsob vymezení ústředních parit
- 2) Vedoucí země
- 3) Rozsah oscilace
- 4) Intervenování

ad. 1.) Způsob vymezení ústředních parit:

V rámci brettonwoodského měnového systému byly ústřední parity vyjadřovány ve vztahu k USD, potažmo ke zlatu, přičemž v tomto systému hrály klíčovou úlohu Spojené státy. Prostřednictvím zlata fungoval tento

system v rámci tzv. komoditního standardu specifického tím, že USD byly za zlato směňovány v předem daném poměru.

V EMS byla za měnový standard vybrána košová měnová jednotka ECU, později transformovaná v euro. Hodnota této košové jednotky se měnila na základě změn hodnot měn, z nichž se skládala. Žádnou roli zde nehraje komoditní standard a současně žádná země nemá v tomto systému výjimečné postavení (podrobněji viz. dále).

V této části lze tedy významný nedostatek bretonwoodského měnového systému vidět v zapojení zlata do kursového mechanismu, resp. vzájemného vyjadřování parit. V průběhu diplomové práce bylo již poukázáno na neudržitelnost udržování měnového systému umožňujícího třeba jenom omezenou směnitelnost měny za zlato.

ad. 2.) Vedoucí země:

U bretonwoodského měnového systému se v důsledku specifických poválečných podmínek staly vedoucí zemí Spojené státy. Tato skutečnost plynula z jejich výjimečného hospodářského postavení. Postupem času však konkrétní problémy této země (schodek platební bilance, inflace, odliv zlata.....) vedly k výrazné asymetrii a de facto pádu celého systému.

EMS byl zpočátku konstituován jako symetrický systém, bez nějaké vůdčí země. Později však bylo Německo díky své hospodářské síle, podílu na exportu, podílu v ECU a dalšímu považováno za jakéhosi vůdce. Vysvětlením pro vůdčí roli Německa může být i jeho antideflační politika, čímž byla de facto podpořena všeobecná důvěra v německou marku v tom smyslu, že nebude oslabovat a pozice Německa tímto poté zesílila.

ad. 3.) Rozsah oscilace:

Obecně se možná oscilace devizových kurzů pohybovala v bretonwoodském měnovém systému na nižší úrovni než v EMS. To bylo mimojiné umožněno díky relativně značným kapitálovým restrikcím. V rámci EMS také existovaly, narozdíl od bretonwoodského systému, diferencované rozsahy oscilace, to proto, aby se zemím s vyšší mírou inflace umožnilo použití nástrojů monetární politiky k boji s inflací.

ad. 4.) Intervenování:

V bretonwoodském měnovém systému neexistovala u zemí s přebytkem platební bilance nutnost intervenovat. Zátěž ve formě intervencí padala na deficitní země. Tyto musely činit různá opatření směřující k rovnováze v platební bilanci. Toto se netýkalo Spojených států, které však iniciovaly inflační tendence systému jako celku.

V EMS byly povinny intervenovat obě země, jak se silnou tak i s oslabující měnou. Ve skutečnosti však také většinou zátěž ve formě intervenování padala na slabší země. Jako jistá forma pomoci mohly působit úvěrové mechanismy směřující od zemí se silnou měnou k zemím slabším, to v případě mezimarginálních intervencí.

Na úplný závěr je možno podotknout, že veškerá tvrzení prezentovaná v tomto oddíle jsou velice podrobně rozebrána dříve, a to s ohledem na již zmíněný diskutabilní rozsah relevantní problematiky týkající se politiky devizových kursů. Jako stručný příklad lze uvést vyjadřování vzájemných parit resp. ústředních kursů. V části věnované bretonwoodskému měnovému systému je věnována značná pozornost stanovování v té době důležitých zlatých parit, naproti tomu v části věnované Evropskému měnovému systému je věnována větší pozornost na způsoby vyjadřování pomocí uměle vytvořené košové měnové jednotky ECU.

Jest otázkou, nakolik podrobně byla tato problematika zpracována. Autor tímto vyjadřuje víru v to, že při čtení této práce bylo možno nalézt alespoň několik zajímavých postřehů, a to i přes to, že téma této diplomové práce bylo mimořádně rozsáhlé a pojmutelné z mnoha různých směrů.

## Seznam literatury

1. Almekinders, Geert J. *Foreign Exchange Interventions: theory and evidence*, London: Elgar, 1998. ISBN 1-85898-812-8.
2. Bakule, V. Světové finance, Praha: SNTL/ALFA, 1976.
3. Bakule, V. *Postavení Mezinárodního měnového fondu ve vývoji platebních vztahů mezi kapitalistickými státy*, Praha, 1965.
4. Bakule, V. Čtyřicet let existence Mezinárodního měnového fondu, *Finance a úvěr*, Praha: 1984, č. 3
5. Bakule, V. *Analýza soudobých systémů devizových kursů a jejich komparace se systémem devizového kursu formovaného v ekonomice ČSSR*. [Výzkumný úkol.], Praha: VŠE – katedra financí a úvěru, 1985
6. Eijffinger, S. *Foreign Exchange Intervention: objectives and effectiveness*, London: Elgar, 1998. ISBN: 1-85898-812-8
7. Košťeková, V., Landorová, A. *Peníze a banky*, Praha: Karolinum, 1998. ISBN 80-7184-355-5
8. Mach, M. *Makroekonomie II.*, Praha: Melandrium, 2001. ISBN 80-86175-18-9
9. Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6
10. Mládek, Jan V. *Mezinárodní finanční instituce brettonwoodské*, Praha: Ministerstvo Financí, 1946.
11. Němeček, E. *The International Monetary System*, Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-118-4
12. Nordhaus, D., Samuelson, A. *Ekonomie*, Praha: Svoboda, 1995.
13. Procházka, P. *Mezinárodní bankovníctví*, Praha: Bankovní institut, 1996.
14. Sucharda, B. *Mezinárodní měnová soustava v pohybu*, Praha: Československá obchodní a průmyslová komora, 1979.
15. Tew, B. *International Monetary Cooperation*, London: Hutchinson university library, 1963

IMF Staff Papers  
Dokumenty ES a EU

## Seznam příloh

- 1) Stručný nástin teorie devizových kurzů
- 2) Teorie devizových intervencí
- 3) Příklad výpočtu ECU
- 4) Článek IV. : Parity měn (původní články Dohody z roku 1944)
- 5) Článek IV. : Parity měn (aktualizované články Dohody – the Second Amendement, 1976)

## Přílohy

### Příloha č. 1. Stručný nástin teorie devizových kurzů

#### A. Úvod

V průběhu první kapitoly byly popsány různé režimy devizových kurzů uplatňovaných do začátku 2. sv. v. Alespoň v rámci přílohy této diplomové práce by měla být popsána teoretická východiska týkající se devizových kurzů. Např. různých režimů devizových kurzů, atributů ovlivňujících jejich výši a různých přístupů k jejich konstituci.

Na devizový kurs jako takový lze pohlížet z mnoha směrů. Mezi základní kritéria patří chápání devizových kurzů jako obecně abstraktní teoretickou kategorií a nebo jako konkrétního nástroje hospodářské, resp. měnové politiky.

Ve své nejobecnější podobě vystupuje devizový kurs jako hodnotový parametr, který umožňuje transformovat příslušné hodnotové veličiny vyjádřené v jedné národní měně do národní měny jiné (případně do nenárodních měnových jednotek). V pojetí hodnotového parametru může být devizový kurs vymezen jako kvantitativně proměnlivá veličina, která udává, kolik jednotek domácí národní měny je přiřazováno k jednotce cizí národní měny (či jaký zlomek domácí národní měny je přiřazován k jednotce cizí národní měny). Tato kvantitativní veličina, veličina devizového kursu, není ani co do svého vzniku, ani co do své působnosti, uniformní. Vlastní působnost devizového kursu v národohospodářském komplexu je dána řadou faktorů, které pak ve svém souhrnu vytvářejí určitý systém devizového kursu. Přitom konkrétní systém devizového kursu je predestinován časem i prostorem své existence, což zakládá nemalou dynamičnost vývoje devizových kursů.<sup>44</sup>

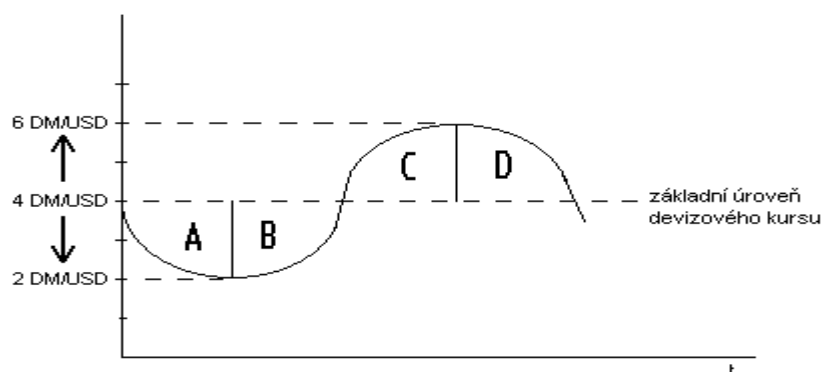
---

<sup>44</sup> [Bakule, V. *Analýza soudobých systémů devizových kursů a jejich komparace se systémem devizového kursu formovaného v ekonomice ČSSR*. [Výzkumný úkol.], Praha: VŠE – katedra financí a úvěru, 1985, str. 11]



Ve své nejobecnější podobě má devizový kurs podobu sinusoidy:

Obrázek č. 6.: Podoba devizového kursu



Zdroj: vlastní zpracování

Legenda:

V oblasti A dochází k absolutní apreciaci

V oblasti B dochází k relativní depreciaci

V oblasti C dochází k absolutní depreciaci

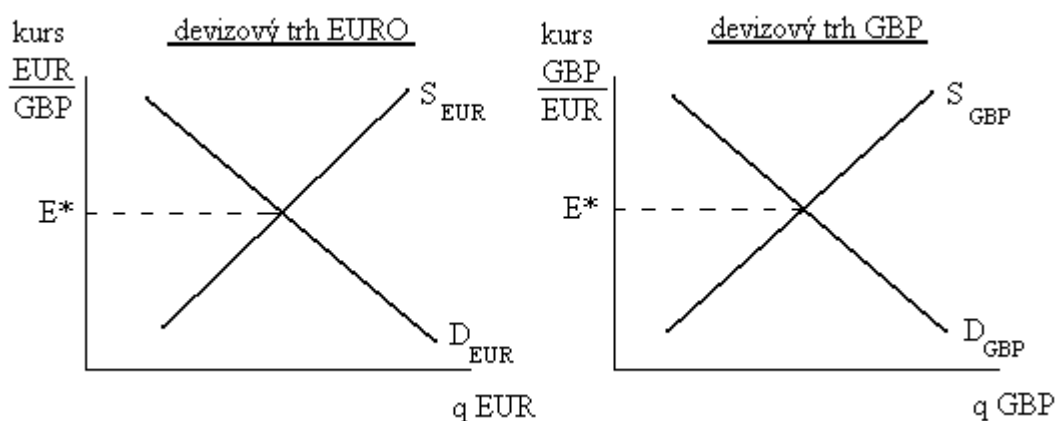
V oblasti D dochází k relativní apreciaci

Samotnou hodnotu devizového kursu ovlivňuje především vzájemná interakce nabídky a poptávky po dané měně na devizových trzích, na kterých jsou vzájemně směňovány měny různých zemí, resp. depozita denominovaná v různých měnách. Devizový trh existuje jako neorganizovaný mezibankovní trh, kde jsou vzájemné nákupy a prodeje měn mezi jednotlivými bankami prováděny přes telefony devizovými obchodníky (dealery). Na základě toho, jak jsou stanoveny devizové kursy při tomto mezibankovním obchodování, jsou pak stanovovány devizové kursy pro ty, kteří chtějí určité devizy koupit nebo jim naopak nějaké devizy prodat.

Cena měny je, stejně jako cena ostatních statků obchodovaných na trzích, určena interakcí nabídky a poptávky. Pro každý možný devizový kurs (např. počet CZK za EURO) bude pro směny s CZK existovat určité nabízené množství EURO a určité poptávané množství EURO. V každém časovém okamžiku můžeme najít cenu, při níž se nabízené množství určité měny rovná poptávanému množství této měny. Této ceně říkáme rovnovážný devizový kurs. Rovnovážný devizový kurs je determinován transakcemi na devizovém trhu a sám dále determinuje ceny zahraničního zboží a zahraničních aktiv. Obecně platí, že když měna domácí země apreciuje, její zboží a aktiva se stávají v zahraničí dražšími a zahraniční zboží a aktiva se v této zemi stávají levnějšími. Jestliže se naopak domácí měna znehodnocuje, její zboží a aktiva se stávají v zahraničí levnějšími a zahraniční zboží a aktiva se v této zemi stávají dražšími. Během času se mohou ekonomické podmínky měnit, což povede ke změnám v nabídce dané měny a poptávce po ní a následně i ke změnám rovnovážného devizového kursu. Chceme-li porozumět tomu, jaké faktory způsobují změny devizových kursů, musíme rozumět především tomu, co ovlivňuje nabídku určité měny a poptávku po ní.

Dříve, než budou uvedeny konkrétní faktory ovlivňující poptávku a nabídku po dané měně, musí být devizové kurzy charakterizovány i z pohledu jejich vypovídací schopnosti.

Obrázek č. 7.: Grafické znázornění nabídky a poptávky po měně



Zdroj: vlastní zpracování

Na obrázku je charakterizován devizový trh charakterizující vzájemné interakce mezi nabídkou a poptávkou EURO a GBP. Situace je načrtnuta na dvou obrázcích, protože nákup jedné měny je zároveň prodejem druhé měny. Poptávka po EURO je zároveň nabídkou GBP a naopak. V podstatě se jedná pouze o zrcadlově obrácené obrázky.

Nabídku deviz tvoří především:

- |                        |  |
|------------------------|--|
| 1) primární skupina:   | a) export zboží – firmy<br>b) export služeb – firmy<br>c) import kapitálu – banky<br>d) příliv transferů – stát, občané (např. platby zahraničních subjektů zastupitelským úřadům) |
| 2) sekundární skupina: | prodej deviz obchodními bankami (např. ze spekulativního důvodu)   |
| 3) terciální skupina:  | prodej deviz centrální bankou (devizové intervence)  |

Poptávku po devizách tvoří především:

- |                       |  |
|-----------------------|--|
| 1) primární skupina:  | a) import zboží – firmy<br>b) import služeb – firmy<br>c) export kapitálu – banky<br>d) odliv transferů – stát, občané |
| 2) sekundární skupina | nákup deviz obchodními bankami   |
| 3) terciální skupina  | nákup deviz centrální bankou (devizové intervence)   |

## **B. Faktory ovlivňující samotnou nabídku a poptávku po devizách (dlouhé i krátké období)**

- 1) *Relativní míry inflace:* v této souvislosti byl zmiňován rozdíl mezi tzv. nominálním a reálným devizovým kurzem. Lze například předpokládat, že v jedné ze zúčastněných zemí, např. Velké Británii, je větší míra inflace než např. ve Spojených státech. Rozdílná tempa inflace mohou být způsobena nejroztodivnějšími ekonomickými příčinami. Pokud obě země prodávají zboží, která mohou sloužit jako substituty, obchodníci ze Spojených států by mohli snižovat nákupy relativně dražšího zboží ve Velké Británii a začít ho buď vyrábět ve větším množství sami, nebo dovážet z jiné země. Tím by poklesla poptávka po britských librách, američané by jí poptávali v menší míře, protože potřeba měny pro uhrazení importu by se snížila také. Zároveň by také za tuto měnu přirozeně nabízeli menší množství amerických dolarů. Ve výsledku by došlo k znehodnocení (depreciaci, devalvaci) anglické libry a k zhodnocení (apreciaci resp. zhodnocení) amerického dolaru. Mezi základní faktory stimulující změny cenové hladiny lze zařadit monetární a fiskální politiky. Monetární politika působí na objem peněžní zásoby a v ekonomii platí obecný předpoklad, že z především dlouhodobého hlediska působí růst peněžní zásoby pouze na růst cenové hladiny. Existuje však i velké množství překážek omezujících platnost této teorie. Mezi nejcitovanější patří rozdílné spotřební koše vypovídající o míře inflace, technologické a surovinové šoky, mezinárodně neobchodovatelné zboží (služby), intervence na devizových trzích atd.
- 2) *Relativní úrokové sazby:* poptávku a nabídku deviz výrazným způsobem také ovlivňují úrokové sazby. Pokud začnou v domácí zemi z nějakého důvodu růst úrokové sazby a v cizí zemi zůstanou úrokové sazby beze změny, stanou se držba domácích aktiv ve srovnání s držbou aktiv cizí země relativně výhodnější. Zahraniční investoři budou tedy, za účelem nákupu domácích aktiv, poptávat domácí měnu. Tento trend pak bude působit jako stimul k zhodnocení domácí měny. Úrokové sazby jsou také velice silně ovlivněny již zmíněnou konkrétní monetární politikou aplikovanou v dané zemi.
- 3) *Relativní míry růstu reálného důchodu:* ovlivňování poptávky po devizách prostřednictvím rozdílných temp růstu důchodu souvisí především se skutečností, že v případě hospodářského růstu ekonomiky, růstu jejího produktu a důchodu dochází současně k růstu agregátní poptávky. Poptávka roste nejenom po domácím zboží a službách, ale i po především zboží zahraničním. Měna prosperující země tedy oslabovat Z druhého úhlu pohledu, druhá, relativně stagnující ekonomika, bude méně dovážet a její měna by měla posilovat.

Pokud se vezmou v úvahu i vlivy finančních aktiv, je možno předpokládat, že naopak měna prosperující země bude mít tendenci posilovat a měna stagnující země oslabovat. Finanční aktiva prosperující země se obvykle stávají atraktivnějšími a proto investoři ze stagnující země jim

budou dávat přednost. Pro uskutečnění těchto investic budou poptávat měnu prosperující země a působit tak na její zhodnocení.

Výsledné efekty tedy působí protisměrně. Z dlouhodobého hlediska však převažuje tendence k relativnímu zhodnocování měn rostoucích ekonomik.

- 4) *Očekávání ekonomických subjektů týkající se budoucího vývoje devizových kurzů:* v této souvislosti platí, že účastníci devizových trhů citlivě reagují na každou zprávu, týkající se budoucího vývoje devizových kurzů. Očekávání, tvořená na základě těchto zpráv (např. když centrální banka zveřejní své cíle týkající se růstu peněžní zásoby, s tím může být spojená změna v růstu cenové hladiny atd) způsobí změny v měnové skladbě portfolií (např. při očekávání snižování kurzu měny) a k oslabení
- 5) měny dojde okamžitě. Nikoliv až po tom, co konkrétní očekávané události nastanou. Může se stát že ani nenastanou. V této souvislosti se nabízí paralela např. ekonomickou interpretací inflace. Součástí budoucí míry inflace není pouze skutečný růst cenové úrovně a nabídkové šoky, nýbrž i očekávaná míra inflace. Pokud budou lidé do budoucna očekávat vysokou míru inflace, skutečná míra inflace v budoucnosti velmi pravděpodobně vysokou úroveň dosahovat bude. Stejně tak pokud účastníci devizových trhů budou očekávat znehodnocení konkrétní měny, k tomuto znehodnocení pravděpodobně skutečně dojde, i když by tato očekávání byla tvořena na základě nesprávných informací.

### **C. Transformace devizového kurzu z obecné ekonomické kategorie v nástroj hospodářské politiky**

S devizovými kurzy je velmi úzce spjata velmi rozsáhlá teoretická báze týkající se aplikace hospodářské politiky. V rámci hospodářské politiky dochází ke stimulaci různých reálných i nominálních hospodářských proměnných, např. ekonomického růstu, zaměstnanosti, ovlivňování růstu cenové hladiny, peněžní zásoby, mezd atd. Hospodářská politika může mít expanzivní charakter, tj. vláda chce zvýšit produkt a zaměstnanost, nebo restriktivní charakter, tj. vláda chce brzdit přehřátý ekonomický růst, růst cenové hladiny atd.

Z praktického hlediska jsou k provádění hospodářské politiky používány dva důležité nástroje: monetární a fiskální politika. U monetární politiky dochází ke stimulaci hospodářského růstu především iniciováním změn v peněžní zásobě, zvyšováním (resp. snižováním) úvěruschopnosti ekonomiky prostřednictvím změny úrokových sazeb. Formou fiskální politiky se vláda snaží ovlivňovat produkci přímo, např. změnou státního rozpočtu, daní, transferů obyvatelstvu atd.

Z hlediska devizových kurzů je extrémně důležitý fakt, že jednotlivá devizová uspořádání (pevné, pružné a řízeně pohyblivé kurzy) značně ovlivňují účinnost monetární i fiskální politiky.

### **Kritéria, která vytváří systémy devizových kurzů:**

- 1) Způsob odvozování devizového kursu
- 2) Zda a jaké je vymezení základní parity
- 3) Způsob oscilace devizových kursů
- 4) Charakter oscilace

#### ad. 1.) Způsob odvozování devizového kursu

- odvozování na základě nabídky a poptávky
- odvozování od hmotnosti drahého kovu
- odvozování administrativním způsobem
- odvozování na základě měnového koše

#### ad. 2.) Zda a jaké je vymezení základní parity

- není (u floatingu)
- ve zlatě
- v USD
- v košových měnách

#### ad. 3.) Způsob oscilace devizových kurzů (podrobněji viz. dále)

- vymezeno pásmo přípustné oscilace
- volná oscilace

#### ad. 4.) Charakter oscilace

- zjevný (v případě, že se devizový kurz odvozuje od nabídky a poptávky na devizových trzích)
- skrytý (centrální banka musí povinně intervenovat) [3]

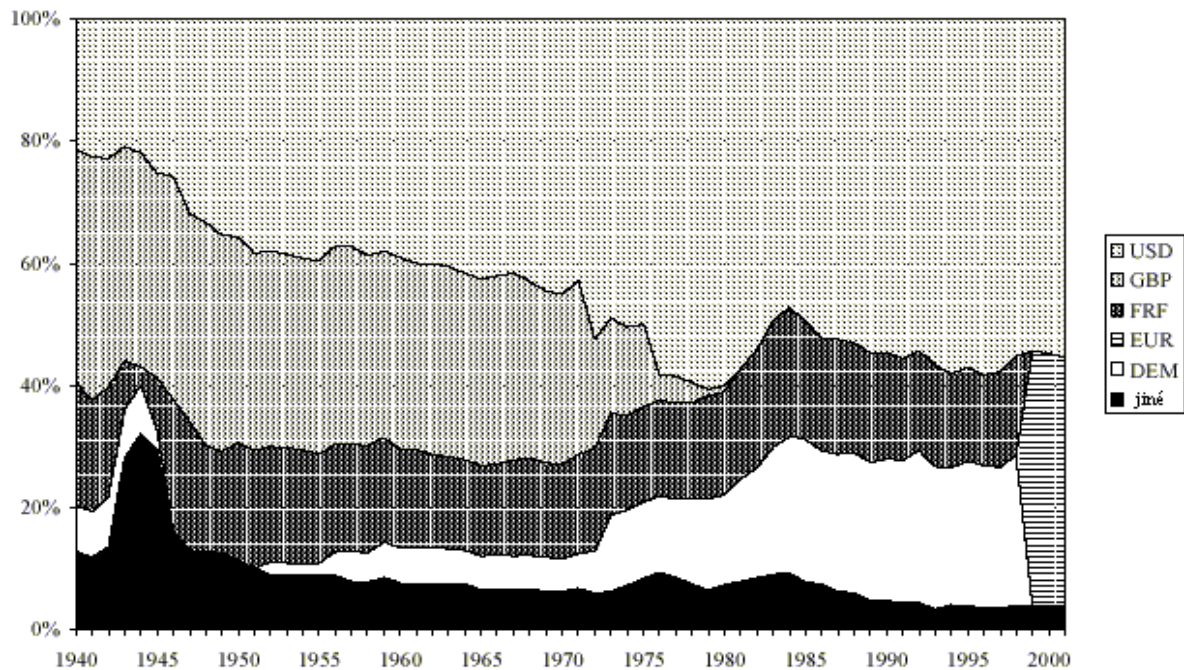
## **D. Systémy devizových kurzů**

Režim devizového kursu ovlivňuje chování nominálního složky devizového kursu. Diskuze o vhodnosti či nevhodnosti jednotlivých kurzových režimů jsou vedeny již velmi dlouho a stále zůstávají velmi kontroverzní. Samozřejmě tedy není možné konstatovat, že by jeden devizový režim byl lepší než druhý, jelikož u každého z těchto režimů existují v konkrétních podmínkách, odpovídajících různým historickým obdobím, zemím a hospodářským situacím, výhody i nevýhody.

Z obecného hlediska existují dva konvenční devizové režimy, fixní a flexibilní. V praxi však existují devizové režimy v mnoha modifikacích a různých, i extrémních, formách. S výjimkou floatingu používají všechny ostatní režimy pro ukotvení svého devizového kursu nějakou zahraniční měnu. Mezi nejpoužívanější

kotvy patřily tradičně americký Dolar a německá Marka, nyní nahrazená Eurem. Alternativou v tomto směru může být použití měnového koše.

Obrázek č. 8.: Přehled měn používaných jako kotvy



Zdroj:<sup>45</sup>

<sup>45</sup> [IMF Working Paper, WP/03/243, 2003, str. 48]

## **E. Podle čeho se volí systém devizového kurzu?**

Devizový kurz je v této části chápán jako nástroj hospodářské politiky. Volný floating devizových kurzů umožňuje efektivní provádění monetární politiky, na druhou stranu však omezuje politiku fiskální. S rostoucím rozsahem omezené pohyblivosti devizových kurzů se fiskální politika stává účinnější a monetární politika naopak neúčinná. Jak již bylo uvedeno, u měnové rady v podstatě ani o monetární politice nelze hovořit

### Monetární politika

Monetární politika je užitečný nástroj, kterým lze ovlivňovat poruchy v ekonomice, přičemž tyto poruchy mohou být buď vnější (mít původ v zahraničí), nebo i vnitřní. Pokud se například ekonomika blíží recesi, monetární politikou lze podnítit opětovný růst. Monetární politika však může být i zneužívána. Tak je tomu v případě kdy se vlády snaží „tíštním“ peněz snaží odlehčit rozpočtovému deficitu. Aby k tomuto nedocházelo, vlády zemí se někdy dobrovolně rozhodnou svázat si v tomto ohledu ruce a přijmout určitý stupeň fixace devizových kurzů.

### Fiskální politika

Fiskální politika může být s ohledem na stimulaci domácí ekonomiky také důležitým nástrojem. Od monetární politiky se však v některých rysech liší. Většinou je fiskální politika více spjata s politikou a kroky takto činěné musí odsouhlasit parlament. Uplatňování fiskální politiky se kvůli tomuto procesu stává zdoluhavým a mnohdy nereflexuje aktuální hospodářské potřeby. I v rámci fiskální politiky platí argument, že pokud existují flexibilní devizové kurzy, je tím zapříčiněna jistá vládní disciplína týkající se rozpočtových deficitů. Fiskální politika je totiž v tomto případě neúčinná a země ji tedy užívají v omezené míře.

### Stabilita devizových kurzů

Z důvodu, že u devizových kurzů v systému floatingu dochází k pohybům v jejich nominálních složkách, je tímto způsobem ovlivněn i již zmíněný devizový kurz reálný. Neustálé změny ve vnější konkurenceschopnosti mohou být škodlivé pro mezinárodní obchod. Proto je menšími, vysoce integrovanými zeměmi, spíše preferován systém devizových kurzů s určitou mírou fixace. Toto byl, jak bude popsáno později, případ mnoha evropských zemí, které byly zaměřené na vnitroeurospý obchod.

### Stabilita nebo floating?

Rozhodování se pro pohyblivé devizové kurzy souvisí především s:

- skutečný život je spojen s mnoha překvapeními a poruchami. Když nastanou šoky různého charakteru, národní, mezinárodní recese, ropné šoky, technologické změny – ceny se musí

přizpůsobit tak, aby nedošlo k jistému druhu disequilibria které se překloupí do hluboké cyklické deprese, nezaměstnanosti a vnější nerovnováhy. Pokud jsou poté z makroekonomického hlediska ceny a mzdy rigidní, potřebné přizpůsobení může trvat příliš dlouho a způsobit tím ještě větší vychýlení ekonomiky. Flexibilní devizové kurzy v tomto případě poskytují důležitý nástroj rychlého přizpůsobení relativní pozice domácích a zahraničních nákladů a mezd.

- za druhé, devizové kurzy jsou neodmyslitelně spjaté s politikou. Na apreciaci nebo na depreciaci je nahlíženo jako na rozhodnutí vlády s cílem ovlivňovat rozdělení příjmů. Například depreciace zvyšuje zisky v sektoru vývozu, zatímco dovozci jsou nuceni prodávat zákazníkům dražší importované zboží. Politici nedokáží vždy
- bezproblémově zkombinovat svůj prospěch s ekonomikou, proto by možná zamezení ovlivňování devizových kurzů politikou bylo velmi ku prospěchu.
- za třetí, rozhodnutí pro upřednostňování monetární politiky před stabilitou devizových kurzů je těžké obhájit za měnících se okolností. Zbavení se závazku monetární disciplíny může vést k napětí na devizových trzích. To pak následně a nikoliv výjimečně vyústí v měnové krizi. Více starostí však přináší fakt, že devizové trhy mají někdy tendenci přehánět své iracionální chování a zapříčinit tak neopodstatněné krize.

Důvody pro preferenci pevných devizových kurzů mohou být:

- již bylo uvedeno, že čas od času vznikají destabilizující spekulace různých typů. Devizové kurzy jsou řízeny krátkodobou finanční logikou, kde jsou velice důležité informace o budoucnosti. Tyto informace jsou však často nedokonalé a zapříčiňují hromadné chování devizových subjektů, končící často panikou.
- i když očekávání na devizových trzích nezpůsobí paniku, jsou příčinou pro široké fluktuace devizových kurzů. Pro mezinárodní obchodníky a investory jsou pak tyto fluktuace zdrojem nejistoty, která může poškodit jejich obchod a přímé zahraniční investice.
- v případě vážných ekonomických šoků mohou být provedeny změny ústředních parit, pokud je systém devizových kurzů explicitně vymezen jako fixní, ale přizpůsobitelný (fixed but adjustable). V Brettonwoodském systému bylo toto využíváno jako pojistka proti nepředvídatelným událostem. Dokonce byl tento systém (fixed but adjustable) velice často použit jako cesta k útěku od disciplíny, kterou zavedení fixních devizových kurzů vyžaduje od monetární politiky, především pak také od rozumné míry inflace.

Většina zemí veřejně deklaruje svůj režim devizového kurzu. Přesto však někdy dochází k zajímavým překvapením. Některé země deklarují svoji měnu jako volně plovoucí, ve skutečnosti však, někdy velmi



výrazně, intervnují na devizových trzích. Ve skutečnosti tak prosazují strategii cílového pásma výše devizového kurzu, nebo dokonce na jinou měnu se zavedenými úzkými pásmy možného vychýlení se. Strach z floatingu reflektuje zakořeňenou nechuť k naprosto volně plujícím devizovým kurzům, které by byly stanovány jen a pouze prostřednictvím tržních sil.

## Příloha č. 2. Teorie devizových intervencí

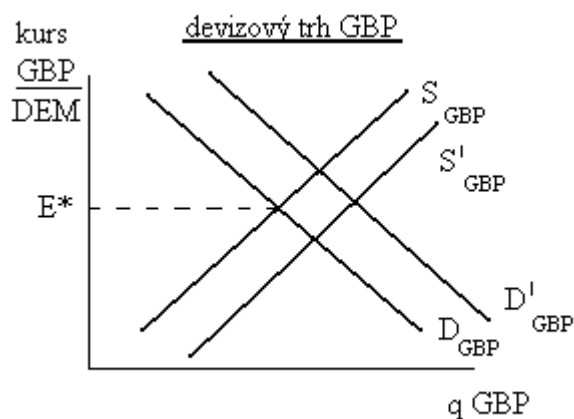
### Devizový trh

V současnosti je naprostá většina měn západního světa volně směnitelná. Tato směnitelnost, resp. konvertibilita enormně zvětšuje dostupnost rozličného zboží a finančních aktiv. Například rezidentům Spojených států je umožněno směniti USD za japonský YEN, přičemž takto získané prostředky mohou poté použít třeba na nákup automobilů vyrobených v Japonsku. Na druhou stranu například japonské penzijní fondy mohou směniti jim svěřené finanční prostředky za USD a následně nakoupit cenné papíry emitované vládou Spojených států.

### Intervence centrálních bank

*Intervence* centrálních bank můžeme pro začátek definovat jako nákup nebo prodej cizí měny prováděný domácí měnovou autoritou, přičemž účelem této operace je změna devizového kurzu domácí měny vůči jedné nebo více zahraničním měnám. Pro zjednodušení bude platit předpoklad, že tyto devizové intervence jsou prováděny centrální bankou. V mnoha zemích, např. v Japonsku nebo Spojených státech, disponují devizovými účty, sloužícími k provádění transakcí na devizových trzích, nejenom centrální banky, ale i ministerstva financí.

Obrázek č. 9.: Grafické vyjádření devizové intervence



Zdroj: vlastní zpracování

### Intervence a sterilizace

Problematika sterilizovaných či nesterilizovaných devizových intervencí souvisí se skutečností, že devizové intervence nemají vliv pouze na změny devizových kurzů. Oficiální nákup zahraniční měny, kterým se sleduje omezení apreciacie domácí měny, může totiž vést k zvýšení domácí peněžní zásoby. Od 70. let 20. století provádějí centrální banky vyspělých průmyslově rozvinutých států monetární politiku ve formě

cílování míry růstu peněžní zásoby (Friedman 1975, Eijffinger 1986). Měnové autority těchto zemí nemají zájem na tom, aby politika devizových kurzů jakkoliv kolidovala s monetární politikou. Tyto země se spíše snaží trvat na oznámení cílů týkajících se růstové hodnoty nějakého z měnových agregátů. Gardner (1983) poukazuje na to, že v pozdějším textu popsané nesterilizované devizové intervence prováděné z důvodu omezení volatility devizových kurzů znemožňují pokusy o náležité deklarování cílů týkajících se nabídky peněz.

Centrální banka, která chce užívat strategii cílování růstu měnových agregátů má na výběr dvě možnosti, jak se vyrovnat s vlivy „otevřené ekonomiky“ na měnovou politiku.

První možností je zdržení se jakéhokoliv intervenování na devizových trzích. Teoreticky pak mezinárodní kapitálové toky neovlivňují domácí měnovou politiku. Toto platí za předpokladu, že komerční banky v domácí ekonomice nekupují, či neprodávají cizí měnu na vlastní účet, nýbrž vystupují pouze jako měnoví brokeři. Konkrétně čistá zahraniční aktiva domácího bankovního systému zůstanou konstantní. Peněžní zásoba zůstane nedotčena mezinárodními kapitálovými toky. V tomto případě pak může být implementována náležitá monetární politika tak, aby bylo dosaženo určitého stupně cenové stability. Za těchto okolností, tj. bez devizových intervencí, musí devizové kurzy nést celé břemeno přizpůsobování se. Jakákoliv očekávaná apreciacie domácí měny přiměje soukromé účastníky devizových trhů k nákupům domácí měny, čímž pak skutečně dojde k apreciaci domácí měny. To tvrzení je samozřejmě v protikladu s předchozí částí výkladu, kde byla uvožována skutečnost, že centrální banka chce zabránit těmto apreciačním tendencím domácí měny, které jsou způsobeny očekáváním participantů na devizových trzích.

Předpokládejme opět, že existuje příliv cizí měny do domácí ekonomiky. Výsledkem je, že domácí komerční banky vstupují na devizové trhy jako čistý nabízející cizí měny. Centrální banky chtějí zabránit hrozící apreciaci domácí měny. Proto budou, jak již bylo uvedeno, nakupovat toto množství nabízené cizí měny. Současně však nyní bude centrální banka ze svého otevřeného tržního portfolia prodávat vládní cenné papíry domácím komerčním bankám. Proto domácí měnová báze, za jinak stejných okolností, zůstane nezměněna. A to i přes původní nákup cizí měny centrální bankou.

Efekt intervence na devizových trzích je tedy neutralizován, když se kladná změna v DA (domácí aktiva – domestic assets) rovná záporné změně v NFA (čistá zahraniční aktiva – net foreign assets) v rámci uvedené stylizované bilance domácí centrální banky. Sterilizovaná intervence snižuje původní převis nabídky zahraniční měny na devizových trzích.

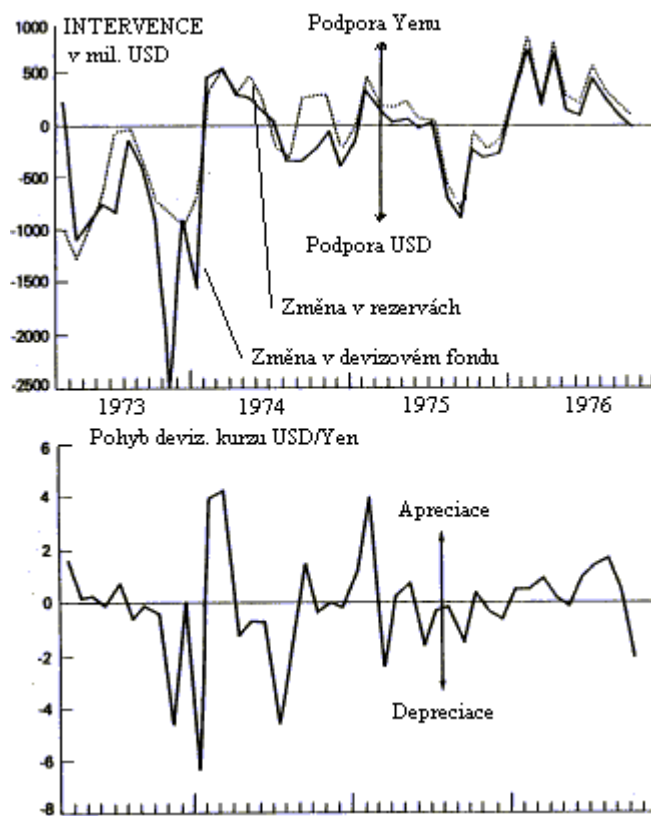
Problematika devizových intervencí je samozřejmě mnohem složitější, jako zakončení velice stručného teoretického výkladu může sloužit následující schéma tří možných vlivů oficiálních intervencí.

### **Cíle devizových intervencí centrálních bank G7**

1. Krátkodobé cíle – reakce na zmatek na deviz. trzích :

- a) objem mezidenních pohybů devizových kurzů
  - b) výrazné neekonomické šoky
  - c) psychologická nálada na krátkodobých trzích
    - poskytování sledované tendence devizové politiky trhům, nebo testování trhů
    - pokus o udržování kurzové hladiny ve velmi krátkém období
2. Střednědobé cíle – odolnost vůči výrazným krátkodobým pohybům deviz. kurzů  
(tzv. erratic fluctuations)
- získávání času pro přehodnocení hospodářské politiky
3. Dlouhodobé cíle – odolávání proti kurzovým pohybům, které nemají spojitost s fundamentálními proměnnými.
- a) zřejmé odolávání tzv. overshooting (přestřelování)
  - b) tzv. překlenovací operace, které umožňují trhům to, aby si uvědomily případnou změnu fundamentálních proměnných.
- pokusy o zmírnění vlivů devizových kurzů na domácí monetární politiku a podmínky její aplikace.
  - potlačování inflací nebo konkurenceschopností vyvolané apreciacie či depreciace.
  - marginální a mezimarginální intervence v rámci EMS.
4. Jiné cíle
- pokusy o získání zahraniční měny
  - kompenzování velkých mezinárodních finančních transakcí
  - ovlivňování vyjádření hodnoty držených mezinárodních aktiv v domácí měně.

Obrázek č. 10.: Příklad efektu devizových intervencí:



Zdroj:<sup>46</sup>

<sup>46</sup> [Eijffinger, S. *Foreign Exchange Intervention: objectives and effectiveness*, London: Elgar, 1998. ISBN: 1-85898-812-8, str. 30]

### Příloha č. 3. Příklad výpočtu ECU

Na následujícím příkladu lze ukázat výpočet hodnoty ECU vyjádřené v počtu liber sterlingu k 26 lednu 1993. V tomto příkladu bude použit uzavírací tržní devizový kurz na Londýnském devizovém trhu (např. v 17 hod. předcházejícího dne). Proto se také tento příklad bude jemně lišit od skutečné hodnoty kótované ten den oficiálně dle kalkulace EU.

Pro výpočet hodnoty ECU v librách sterlingu musíme spočítat hodnoty jednotlivých elementů ECU vyjádřené v librách a poté je sečíst.

Výpočet hodnoty komponentu DM v rámci ECU:

- a) Zjištění tržního devizového kurzu DM/Libra – např. 1 Libra=2,425 DM (nejčastěji je počítán kurz střed kótovaný předcházejícího dne na devizových trzích). Tato hodnota bude značena S.
- b) Samotný výpočet:

$$\begin{aligned} \text{Hodnota komponentu DM v librách} &= (1 \times \text{váha měny v ECU})/S & (2) \\ &= (1 \times 0,6242) / 2,425 = 0,2574 \text{ GBP.} \end{aligned}$$

DM	$0,6242 / 2,425 = 0,2574$
FRF	$1,332 / 8,2025 = 0,1624$
GBP	$0,08784 / 1 = 0,0878$
ITL	$151,8 / 2232,5 = 0,0680$
Guilder	$0,2198 / 2,7275 = 0,0806$
BFR	$3,301 / 49,9 = 0,0662$
ESP	$6,885 / 172,0 = 0,0400$
Krone	$0,1976 / 9,325 = 0,0212$
Punt	$0,008552 / 0,9155 = 0,0093$
Drachma	$1,44 / 325,35 = 0,0044$
Escudo	$1,393 / 219,0 = 0,0064$
Lux. franc	$0,13 / 49,9 = 0,0026$

Součtem hodnot jednotlivých komponent získáme výslednou hodnotu ECU:

$$\underline{1 \text{ ECU} = 0,8063 \text{ Liber resp } 80,63 \text{ pencí}}$$

Stejným způsobem by samozřejmě bylo možné vyjádřit i jiné měny, pro pozdější příklad výpočtu vah jednotlivých měn budou uvažovány např. následující hodnoty:

$$1 \text{ ECU} = 1,95613 \text{ DM}$$

$$1 \text{ ECU} = 6,61282 \text{ FRF}$$

1 ECU = 0,8063 GBP

1 ECU = 1799,82 ITL

1 ECU = 138,490 peseta

1 ECU = 261,692 drachmy

Aktuální procentuální váha konkrétní měny v rámci ECU se může jednoduše vypočítat vydělením měnové váhy v ECU hodnotou samotného ECU v dané měně, to celé vynásobeno 100. Dle výše uvedených početních hodnot by pak váhy jednotlivých měn vypadaly následovně:

Např.:

Váha DEM =  $(0,6242 / 1,95613) \times 100 = 31,91\%$

Váha FRF =  $(1,332 / 6,61282) \times 100 = 10,90\%$

Váha GBP =  $(0,08784 / 0,805691) \times 100 = 10,9\%$

Váha ITL =  $(151,8 / 1799,82) \times 100 = 8,43\%$

Váha Pesety =  $(6,885 / 138,490) \times 100 = 4,97\%$

Váha Drachmy =  $(1,44 / 261,692) \times 100 = 0,55\%$

Tyto procentuální váhy jsou každý den trochu odlišné, protože jsou z části konstituovány na základě tržních devizových kurzů, které se každý den odlišují podle toho jestli proti sobě určité měny posilují či oslabují.

#### **Příklad výpočtu denního kurzu DEM<sup>44</sup>**

$$ECU_i = \sum b_j \cdot e_{ij} \quad (3)$$

kde  $ECU_i$  = hodnota ECU v jednotkách měny i  
 $b_j$  = měnová účast měny j v měnovém koši  
 $e_{ij}$  = tržní kurz měny j v jednotkách měny i  
n = počet měn v měnovém koši

Např. denní kurs ECU v DEM k 17. 9. 1992 byl vyjádřen jako:

1 ECU = 0,6242 DEM

+ 0,08784 GBP x SR DEM/GBP

+ 1,332 FRF x SR DEM/FRF

+ 151,8 ITL x SR DEM/ITL

+ 0,2198 NGL x SR DEM/NGL

+ 3,301 BEF x SR DEM/BEF

+ 0,13 LUF x SR DEM/LUF

---

<sup>44</sup> [Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*, Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0431-6, str. 159]

+ 0,1976 DKK x SR DEM/DKK

+ 0,008552 IEP x SR DEM/IEP

+ 1,44 GRD x SR DEMGRD

+ 6,885 ESP x SR DEM/ESP

+ 1,393 PTE x SR DEM/PTE

= 2,0412 DEM (17. 9. 1992)

SR je aktuální tržní kurs jednotlivých měn v DEM kótovaný v 14.15 bruselského času předchozího dne (16.9.)

Tento způsob výpočtu denního kursu ECU umožňoval výpočet kursu nejenom měn zastoupených v koši, ale i v měnách zemí neparticipujících na EMS. Např. denní kurs ECU v USD mohl být vypočten vynásobením měnových komponentů aktuálními kurzy národních měn k dolaru.



## **Příloha č. 4. Článek IV. : Parity měn (původní články Dohody z roku 1944)**

Zdroj<sup>47</sup>

Část 1. Vyjádření parit.

a) Parita měny každého člena bude vyjádřena ve zlatě jakožto společném jmenovateli anebo v dolarech Spojených států amerických, té váhy a ryzosti, jaké měly k 1. červenci 1944.

b) Všechny výpočty, týkající se měn členů a směřující k uplatňování ustanovení této Dohody, budou se díti na podkladě těchto parit.

Část 2. Nákupy zlata na podkladě parit.

Pro členskou transakce ve zlatě předepíše Fond marži nad paritou a pod ní a žádný člen nebude kupovati zlato za cenu vyšší, než jest dána paritou po připočtení předepsané marže, anebo prodávati zlato za cenu nižší, než jest dána paritou po odečtení předepsané marže.

Část 3. Devizové transakce založené na paritě.

Maximální a minimální kursy pro směnné transakce s měnami členů, které se provádějí uvnitř jejich území, nesmějí se uchylovati od parity

1. při okamžitých směnných transakcích více než jedno procento a
2. při jiných směnných transakcích o marži, která převyšuje marži pro okamžité směnné transakce více než Fond uznává za přiměřené.

Část 4. Závazky stran kursové stability.

a) Každý člen se zavazuje pracovati společně s Fondem, aby byla podporována kursová stabilita, aby byla udržována řádná devizová ujednání s ostatními členy a aby bylo zabráněno soutěživým devizovým změnám.

b) Každý člen se zavazuje, že vhodnými opatřeními v souhlase s touto dohodou dovolí na svém území devizové transakce mezi svou měnou a měnami ostatních členů, a to pouze v mezích stanovených částí 3 tohoto článku. O členu, jehož měnové úřady ke krytí mezinárodních transakcí skutečně volně kupují a prodávají zlato v mezích Fondem předepsaných podle části 2 tohoto článku, bude se míti zato, že plní tento závazek.

Část 5. Změny parit.

a) Člen nebude navrhovati změnu parity své měny leda k opravě základní nerovnováhy.

b) Změna parity členovy měny může se státi jedině na návrh člena a jedině po poradě s Fondem.

c) Je-li navržena změna, Fond uváží nejprve eventuální změny, které již nastaly v počáteční paritě členovy měny, jak jest ustanoveno v článku XX, části 4. Jestliže navržená změna spolu s dřívějšími změnami, ať již jde o zvýšení nebo o snížení,

- a. nepřesahuje deset procent počáteční parity, nevznese Fond námitek;

---

<sup>47</sup> [Mládek, Jan V. *Mezinárodní finanční instituce brettonwoodské*, Praha: Ministerstvo Financí, 1946, str. 59]

- b. nepřesahuje dalších deset procent počáteční parity, může Fond buď souhlasit anebo vznést námitky, avšak musí se vyjádřit do 72 hodin, vyžaduje-li toho člen;
- c. není v mezích hořejších 1. a 2., může Fond buď souhlasit anebo vznést námitky, avšak bude oprávněn učinit své vyjádření v delší lhůtě.

d) Jednotné změny parit učiněné podle části 7 tohoto článku nebudou vzaty v úvahu při rozhodování, zda navrhovaná změna spadá pod hořejší 1., 2., 3. části c).

e) Člen může bez souhlasu Fondu změnit paritu své měny, jestliže tato změna nemá vlivu na mezinárodní transakce členů Fondu.

Fond bude souhlasit s navrženou změnou, která jest v mezích podmínek stanovených nahoře pod c) 2 anebo c) 3, je-li přesvědčen, že tato změna jest nutná k nápravě základní nerovnováhy. Dojde-li k tomuto přesvědčení, nevznese námitek proti navržené změně zejména tehdy, děje-li se podle domácích sociálních nebo politických směrnic člena navrhujiícího změnu.

#### Část 6. Následek neschválených změn.

Jestliže člen změní paritu své měny přes námitk Fondu, pokud jest tento k nim oprávněn, stane se nezpůsobilým používati prostředků Fondu, ledaže by Fond rozhodl jinak; jestliže po uplynutí přiměřené lhůty rozpor mezi členem a Fondem trvá, podrobí se celý případ ustanovením článku XV, části 2 b).

#### Část 7. Jednotné změny parit

Nehledě k ustanovením části 5 b) tohoto článku může Fond většinou všech hlasů učiniti jednotnou poměrnou změnu parit měn všech členů za předpokladu, že každá taková změna jest schválena každým členem majícím deset anebo více procent souhrnu kvót. Parita měny členovy nebude však měněna ve smyslu tohoto ustanovení, když do 72 hodin od doby, kdy Fond učinil tento krok, člen sdělí Fondu, že si nepřeje, aby parita jeho měny byla takovýmto zákrokem měněna.

#### Část 8. Udržování zlaté hodnoty aktiv Fondu.

a) Zlatá hodnota aktiv Fondu bude udržována bez zřetele k změnám v paritní hodnotě nebo kursu měny kteréhokoliv člena.

b) Kdykoliv se sníží parita členovy měny anebo kdykoli podle mínění Fondu poklesne zahraniční hodnota členovy měny na jeho území značnou měrou, zaplatí člen Fondu v přiměřené době částku ve vlastní měně odpovídající snížení zlaté hodnoty jeho měny držené Fondem.

c) Kdykoliv stoupne parita členovy měny, vrátí Fond takovému členu v přiměřené lhůtě takovou částku v jeho měně, která odpovídá zvýšené zlaté hodnotě jeho měny, držené Fondem.

d) Ustanovení této části platí pro jednotnou poměrnou změnu parit měn členů, ledaže by v době, kdy taková změna se navrhuje, Fond rozhodl jinak.

#### Část 9. Zvláštní měny na územích člena.

O členu, navrhujiícím změnu parity své měny, bude se mít za to – leč by prohlásil opak – že navrhuje přiměřenou změnu parity zvláštních měn všech území, vůči nimž přijal toto ujednání dle článku XX, části 2

g). Člen může však prohlásiti, že jeho návrh týká se buď jen měny mateřského území anebo jen jedné nebo více zvláště uvedených měn.

## **Příloha č. 5. Článek IV. : Parity měn (aktualizované články Dohody – the Second Amendment, 1976)**

Část 1. Všeobecné závazky členů.

Jako uznání toho, že stěžejním posláním mezinárodní měnové soustavy je vytvářet mechanismus, který podporuje zdravý hospodářský růst, a že hlavním záměrem je trvalý rozvoj řádných základních podmínek nutných pro finanční a hospodářskou stabilitu, se každý člen zavazuje spolupracovat s Fondem a s ostatními členy<sup>51</sup> k zabezpečování řádných devizových soustav a k podpoře stabilní soustavy<sup>52</sup> devizových kursů.

Každý člen zejména

- a. bude s náležitým přihlédnutím ke svým podmínkám usilovat o takové zaměření své hospodářské a finanční politiky, aby byl podporován řádný hospodářský růst za přiměřené cenové stability;
- b. bude dbát o podporu stability posilováním náležitých základních hospodářských a finančních podmínek i měnové soustavy, která by nevedla ke vzniku nahodilých poruch;
- c. vyvaruje se manipulací s devizovými kurzy nebo s mezinárodní měnovou soustavou, kterými by znemožňoval dosažení účinné nápravy platebních bilancí<sup>53</sup> anebo těžil z výhod z nekalé soutěže na úkor ostatních členů;
- d. bude provádět devizovou politiku v souladu se závazky podle této části.

Část 2. Všeobecné uspořádání devizových kursů

a) Každý člen oznámí Fondu do třiceti dnů ode dne druhé úpravy této Dohody devizovou kursovou soustavu, kterou zamýšlí uplatňovat, aby splnil závazky podle části 1 tohoto článku, a bude neprodleně oznamovat jakékoli změny ve své kursové soustavě.

---

<sup>51</sup> Úprava této části stanov o spolupráci členů s Fondem a “s ostatními členy” je odrazem “spolupráce” některých skupin zemí, které shodou nebo blízkostí svých zájmů rozhodujícím způsobem ovlivňovaly politiku Fondu od poloviny 60. let. Platí to zvláště o “Skupině 10”, reprezentující neformální seskupení průmyslově nejvyspělejších kapitalistických zemí, jejichž vliv vedl mj. k uzavření Smithoniánské dohody koncem roku 1971. Obdobně to platí o vlivu užšího seskupení těchto zemí, “Skupiny šesti”, která ujednáním z Rambouillet (Francie) z prosince 1975 připravila základ pro dohody v Kingstonu (Jamajka) v lednu 1976. Zejména činnost “Skupiny 10” vedla ke zformování “Skupiny 77” rozvojových zemí v rámci KOR (UNCTAD) na obranu jejich zájmů a poté i jejich užší “Skupiny 24” (též zvané “Výboru 24”), zaměřené speciálně na mezinárodní měnové otázky.

<sup>52</sup> Jde o záměnu dřívější linie relativně “stabilních parit” za linii “stabilní soustavy kursů” pro níž však chybějí objektivní kritéria a nástroje ekonoického donucení. To platí i o požadavcích deklaratorního charakteru (“řádný hospodářský růst”, “přiměřená cenová stabilita”, “podpora stability”, “řádná devizová soustava” atd.), které vynikají zvláště v konfrontaci s příčinami a vlivy měnové i cyklické krize z poloviny 70. let

<sup>53</sup> V předchozích zněních byla soustředována pozornost na opatření “k základní nerovnováze”, která však nikdy nebyla oficiálně blíže určena. V novém znění stanov, v němž odkaz na “základní nerovnováhu” zůstal jen v Příloze C-Parity, se hovoří o “účinné nápravě platební bilance”. Odráží se v tom úsilí prosazované od konce 60. let zejména ze strany USA (tj. v letech vysokých deficitů jejich platební bilance), aby jako nerovnováha byla posuzována i platební bilance s vysokými trvalými přebytky, a aby takové země (Německo, Japonsko) se v zájmu “symetrie” podílely na řešení deficitů platebních bilancí ostatních zemí, zejména USA.

b) Podle povahy mezinárodní měnové soustavy, jak převládala k 1. lednu 1976, mohou kursové soustav zahrnovat:

- I. udržování hodnoty měny člena a podle jeho volby ve vztahu ke zvláštním právům čerpání nebo k odlišnému všeobecnému jmenovateli<sup>54</sup> jinému než zlato<sup>55</sup>, nebo
- II. společnou soustavu, kterou členové udržují hodnotu svých měn ve vztahu k hodnotě měny nebo měn jiných členů, nebo
- III. jiné kursové uspořádání podle volby člena.

c) V souladu s vývojem mezinárodní měnové soustavy může Fond většinou osmdesátipět procent všech hlasů přijmout opatření o všeobecném kursovém uspořádání, aniž by se omezilo právo členů n kursovou soustavu podle vlastní volby, odpovídající cílům Fondu i závazkům podle části 1 tohoto článku.

### Část 3. Dohled na kursové uspořádání.

a) Fond bude dohlížet na mezinárodní měnovou soustavu, aby zajišťoval její účinnost, jakož i na to, jak se každý člen vypořádává se svými závazky podle části 1 tohoto článku.

b) K plnění svých funkcí podle předchozího odstavce a) bude Fond vykonávat pevný dohled nad politikou devizových kursů členů a přijme v tomto směru potřebné zásady jako směrnici pro všechny členy. Každý člen poskytne Fondu nezbytné informace pro takový dohled a na žádost Fondu projedná s ním otázky kursové politiky. Zásady přijaté Fondem budou odpovídat společnému uspořádání, podle něhož členové udržují hodnotu svých měn ve vztahu k hodnotám měny či měn ostatních členů, stejně tak jako jinému kursovému uspořádání podle volby člena, odpovídajícímu cílům Fondu a části 1 tohoto článku. Zásady budou respektovat vnitřní sociální a celkovou politiku členů a při jejich uplatňování bude Fond brát náležitý zřetel na podmínky členů.

### Část 4. Parity.

Fond může rozhodnout osmdesátipětiprocentní většinou všech hlasů, že mezinárodní hospodářské podmínky dovolují, aby byla zavedena široce uplatňovaná soustava kursového uspořádání, spočívající ve stálých, ale upravovatelných paritách. Fond přijmě takové rozhodnutí na základě náležité stability světové ekonomiky a vezme přitom v úvahu ceové pohyby a tempa rozvoje ekonomik členů. Rozhodnutí učiní s přihlédnutím k vývoji mezinárodní měnové soustavy – se zvláštním zřetelem k zdrojům likvidity a v zájmu zajištění účinného působení soustavy parit, jakož i se zřetelem na ujednání, podle něhož členové jak s prebytkovostí, tak i se schodkovitostí platebních bilancí přistoupí k rozhodnému pohotovému účinnému a souměrnému

---

<sup>54</sup> Vztah k “odlišnému všeobecnému jmenovateli” zahrnuje i případy, kdy si některé měny po zrušení směnitelnosti US dolaru a jeho vazeb ke zlatu vytvořily svůj základ ve vlastních “koších měn”, odpovídajících struktuře jejich vnějších ekonomických vztahů. Mezi prvními měnami tohoto druhu byl po roce 1974 australský dolar. V polovině roku 1978 volilo takovou vazbu svých měn 17 zemí, mezi nimiž již byly např. Švédsko, Finsko, Rakousko, Indie atd.

<sup>55</sup> Vysoký stupeň pružnosti znění i možných výkladů jednotlivých částí změněných stanov vyjadřuje tímto ustanovením úsilí o realizaci “linie z Rambouilletu a Kingstonu” o postupném snižování úlohy zlata v mezinárodní měnové soustavě. K tomu viz i ustanovení o paritách v čl. 1 příloha C, kde jako “společný jmenovatel” je vyloučeno jak zlato, tak i některá měna. Vyloučení “některé měny”, což se v době úpravy týká především US dolaru, je výrazem kompromisů a má více méně formální charakter se zřetelem k dosavadním vztahům mezi SDR a US dolarem podle zásad přijatých v roce 1974 o hodnocení jednotky SDR.

opatření pro dosažení rovnováhy, jakož i na podkladě ujednání o intervencích a postupu při řešení nerovnováhy. Po přijetí takového rozhodnutí oznámí Fond členům, že se uplatňují ustanovení Přílohy C.

#### Část 5. Zvláštní měny na územích člena

a) Při opatření člena v otázkách jeho měny podle tohoto článku se bude mít za to, že se vztahuje na jednotlivé měny všech území, vůči nimž člen přijal tuto Dohodu podle článku XXXI, části 2 g), pokud člen neprohlásí, že se tato opatření vztahují buď jen na měnu mateřského území, nebo jen na jednu či více jmenovitě uvedených zvláštních měn, nebo na měnu mateřského území i na jednu či více jmenovitě uvedených zvláštních měn.

b) Při jednání Fondu podle tohoto článku se bude mít za to, že se vztahuje na všechny měny člena podle předchozího odstavce a), pokud Fond neprohlásí jinak.

