Kapitola V.

POLITICKÁ EKONOMIE MEZINÁRODNÍCH MĚNOVÝCH SYSTÉMŮ

Peníze, měnové systémy, platební bilance

Jedním z nejvýznamnějších témat v rámci mezinárodní politické ekonomie je otázka peněz v mezinárodní ekonomice. Okruh problémů, které s penězi jako nástrojem plateb či financování produkčních aktivit v mezinárodním prostředí souvisí, je poměrně široký. Jde o problematiku úpravy oběhu peněz za účelem plateb za zboží a služby – mezinárodní měnový systém, a o úpravu přesunů kapitálu za účelem investic s cílem produkovat statky či služby nebo pro zisk z úroků či růstu hodnoty aktiv – systém mezinárodních financí. Politickou relevanci však má i pouhá existence mezinárodních peněz a jejich vývoj. Mezi významné politiky národních států patří tradičně politika měnová (monetární) a kurzová, v poslední době se do popředí dostává politika mezinárodní finanční regulace.

Oblast mezinárodních měnových systémů a financí lze z mnoha důvodů řadit mezi ty vůbec nejvýznamnější, kterými se disciplína mezinárodní politická ekonomie zabývá. V rámci této kapitoly bude nejprve v nezbytně nutné míře představena problematika peněz, jejich podstata a funkce, které plní. Zbytek kapitoly se soustředí na zkoumání jedné z funkcí peněz – funkce **prostředku směny** – v mezinárodním prostředí. Představíme základní pojmy, které jsou spojené s fungováním mezinárodního měnového systému, jehož hlavní funkcí je umožnění hladkého průběhu směny. Ve stručnosti prozkoumáme vývoj měnového systému během posledních dvou století a zmíníme se o nejdůležitějších problémech, které jsou s jeho činností spojeny. K tomuto účelu použijeme především analýzu mezinárodních toků pomocí platební bilance. Následující kapitola, pojednávající o politické ekonomii mezinárodních financí, pak mimo funkci peněz jako prostředku směny blíže představuje funkci peněz jako **uchovatele hodnoty**. V obou případech jsou možnosti, v jejichž rámci mohou peníze naplňovat své funkce, do značné míry spoluvytvářeny nejen tržními silami, ale také politickými zájmy a rozhodnutími.

VÝVOJ PENĚŽNÍHO A PLATEBNÍHO SYSTÉMU

Předchozí kapitoly, věnující se mezinárodnímu obchodu, se ve své podstatě zabývaly problematikou směny v mezinárodním prostředí, jejich cílem bylo ukázat, jaké jsou její vlastnosti a jaký byl její vývoj. Po celou dobu, kdy se text zabýval touto tzv. **reálnou ekonomikou**, se implicitně vycházelo z předpokladu, že náklady na směnu samotnou jsou zanedbatelné. To samozřejmě není pravda. Představme si svět, ve kterém neexistují peníze, v takovémto světě by směna měla podobu **naturální směny** (barterového obchodu), kde by muselo dojít hned ke dvojí shodě okolností. Zboží, které poptává jedna strana, je zároveň zboží, které nabízí druhá strana, a naopak, a navíc by tato zboží musela být k dispozici v požadovaném množství. Existence této **dvojí shody potřeb** je velmi nepravděpodobná a navíc se zvyšujícím se množstvím obchodujících a prohlubující se specializací a dělbou práce její pravděpodobnost nadále extrémně rychle klesá. Názorně řečeno, pokud toužím po židli, ale mohu nabídnout jen pytel brambor, musel bych v systému, kde neexistují peníze, hledat někoho, kdo poptává brambory, zároveň má zbytnou židli a navíc ji chce vyměnit nanejvýš za množství brambor, kterými disponuji. V ekonomice, kde existují důvěryhodné peníze, nabídnu brambory, kdokoliv, kdo je poptává (ať nabízí židle či nikoliv), mi za ně zaplatí penězi, které pak nabídnu za židli komukoliv (ať touží po bramborách nebo ne).[1]

Peníze jako směnný ekvivalent tak umožňují vyhnout se obrovským **transakčním nákladům**, které by byly spojeny s naturální směnou. Zároveň usnadňují a v mnoha případech i umožňují přechod od soběstačnosti k efektivitě trhu, a tím i pokročilou specializaci a dělbu práce. Mezinárodní peníze jsou potom peníze, které jsou využívány jako prostředek platby v mezinárodních transakcích.

Peníze se historicky vyskytovaly v řadě podob.[2] Po překonání stadia naturální směny se objevují **komoditní peníze**, je to typ peněz, které nejprve uspokojovaly nějakou potřebu, tj. byly užitečné samy o sobě a peněžní funkce se u nich objevila později díky některým jejich vlastnostem (příkladem mohou být dobytek, plátno, olej aj.). Do této kategorie patří i drahé kovy, zejména zlato a stříbro. Drahé kovy sehrály ve vývoji měnových systémů a mezinárodních financí klíčovou roli. Tyto kovy mají řadu vlastností, které z nich dělají vhodné peněžní prostředky – jsou vzácné, trvalé, poměrně

[1] Bližší vymezení peněz viz Mishkin 2010. *The Economics od Money, Banking & Financial System*, 53–66.

[2] Podrobnou historii peněžního vývoje předkládá např. Glyn Davies ve své *A History of Money* (2002).

snadno dělitelné, přenosné a relativně těžko padělatelné. Rovněž **papírové peníze** prošly v historii svého využívání zásadní proměnou, jejíž význam vynikne až při bližším zkoumání. Prvotně byly chápány jako pouhé potvrzení o uložení drahých kovů, které se posléze odděluje od konkrétní úložky a začíná obíhat samostatně. Oběh plnohodnotných papírových peněz je dán praktickými důvody, především obtížností převozu velkého množství drahých kovů při mezinárodních transakcích – v zásadě jsou tyto **bankovky** stále svou hodnotou spjaty s množstvím zlatých kovů, které nahrazují a na základě kterých byly vydány, slouží pouze jako doklad o převodu vlastnictví mezi dvěma stranami transakce. Teprve tehdy, když jsou tištěny (buď z politických důvodů a na základě politických rozhodnutí, nebo jakožto částečně kryté bankovní peníze) další peníze, dochází k užívání nového typu tzv. **částečně krytých peněz**. Peněz, které mají nominální hodnotu jakoby odpovídající depozitu kovů, resp. podílu na pokladu, jejich reálná hodnota je však již svázána s drahými kovy volněji. Reálné rezervy drahých kovů slouží k udržení důvěryhodnosti závazku, že lze směnit papírové peníze za kovy ve stanoveném poměru. Skutečnost, že ne všechny subjekty o takovou směnu zažádají ve stejný okamžik, vytváří prostor, který umožňuje růst peněžní zásoby nad hranici danou komoditním základem. Zde vzniká nový prostor pro politické zásahy, který je postupně maximálně využíván.

Odpoutání peněz v oběhu od jakékoliv komodity, které je typické pro současný systém, znamená vytvoření peněz zcela nového typu. Jde o peníze, jejichž hodnota je dána jejich důvěryhodností a především lidským chováním. Peníze mají v současném systému hodnotu ze dvou důvodů. Zaprvé proto, že jsou přijímány ostatními subjekty jako prostředek platby, a mají tudíž hodnotu jen do té doby, dokud takto přijímány budou. A zadruhé proto, že stát vynucuje používání určitých peněz zákonem. V důsledku monopolizace tvorby peněz státem, ke které došlo ve většině zemí v průběhu 19. století, je ve většině států světa domácí měna vymezena jako tzv. **zákonné platidlo**. Příjemce takovéhoto platidla jej nesmí odmítnout při vyrovnávání dluhů.[3] Což dává státu teoreticky poměrně značné možnosti při manipulaci s množstvím peněz obíhajících v hospodářství. Peníze tak lze definovat jako aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží, služby nebo při úhradě dluhu. Z toho také vyplývá míra, do jaké jsou současné peněžní prostředky závislé na důvěře a pověsti. Peníze tak v současném systému **nekrytých měn** pochopitelně nejsou hodnotou samy o sobě.

Pokud se zaměříme blíže na mezinárodní rovinu, pak problém důvěry mezinárodních peněz nebyl v době komoditních peněz a peněz plnohodnotných

[3] V případě České republiky je to podle § 13 zákona o ČNB samozřejmě koruna česká.

příliš významný – samy peníze (drahé kovy) měly pro příjemce hodnotu. V současné éře neplnohodnotných peněz je použitelnost určitých peněžních prostředků pro mezinárodní platby či investice dána jejich důvěryhodností. Důvěryhodnost hraje navíc o to větší roli, že v anarchickém mezinárodním prostředí neexistuje možnost stanovit zákonem všeobecně přijímané platidlo, jehož užívání by bylo státem vynutitelné.

Peníze plní tři hlavní funkce: jsou prostředkem směny, zúčtovací jednotkou a slouží většinou jako velmi dobrý a praktický uchovatel hodnoty. Vývoj jejich funkce jakožto prostředku směny byl v základních bodech popsán na předchozích řádcích. Funkce peněz jako zúčtovací jednotky je předpokladem funkce peněz jakožto prostředku směny pokud chceme směňovat dvě komodity, potřebujeme převést jejich hodnotu na společného jmenovatele a nějakým způsobem vyjádřit jejich ekvivalentní množství. Funkce peněz jakožto uchovatele hodnoty dává celé problematice peněžního systému novou dimenzi, protože mimo intratemporální směny, tj. směny zboží za zboží, která probíhá v rámci jednoho krátkého časového období, umožňuje i mezičasovou (intertemporální) směnu. Využití peněz při mezičasové směně se týká takových pojmů jako dluh, investice či kapitál a přináší s sebou celou řadu nových otázek, které jsou blíže prozkoumány v následující kapitole. Tato kapitola se dále zaměřuje především na funkci peněz čistě jako prostředku směny. Toto rozdělení je do značné míry arbitrární a my jej zavádíme pro analytické a didaktické účely. Jak bude zřejmé dále v textu, měnové a finanční události, které probíhají ve skutečném světě, jsou spolu většinou úzce spjaty.

MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ SYSTÉM A MĚNOVÉ KURZY

Smyslem mezinárodního měnového systému je usnadnit mezinárodní ekonomickou směnu.[4] Většina zemí má měny, které nejsou přijímány jako platidlo v běžných každodenních transakcích mimo jejich území. I v případě nejdůvěryhodnějších volně směnitelných měn, jako jsou dolar, euro či jen, musí dovozce zboží z jedné země do druhé získat domácí měnu k pořízení vyváženého zboží, následně je prodat v dovozní zemi za měnu jiné země a opět ji proměnit na měnu země, z níž produkt pocházel, aby mohl ve své importní činnosti pokračovat. Stejně tak pro nákup cizích akcií, nemovitostí či dluhopisů je obvykle potřeba nejprve získat tamní měnu. Existence různých měn je vážnou překážkou pro mezinárodní transakce. Vzniká tak vlastně opět obdoba problému s dvojitou shodou potřeb. Je potřeba zajistit,

[4] Gilpin 2001. *Global Political Economy*, 234.

aby druhá strana transakce požadovala přesně tu měnu, kterou my nabízíme, a nabízela přesně tu měnu, kterou poptáváme, a navíc v požadovaném množství. Získání výhod, které plynou z mezinárodních transakcí, je možné, jen pokud existuje nenákladný a plynulý způsob směny měn. Takový mechanismus zajišťuje mezinárodní měnový systém.

Kolik dolarů bude stát amerického dovozce či turistu euro, závisí na **směnném kurzu**. Směnný kurz je **cena** měny vyjádřená v jiné měně. V současném systému je determinována vztahem mezi nabídkou a poptávkou po měnách na měnovém trhu. Každý den podniknou individua, firmy i vlády obrovské množství transakcí. Nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou po měně vede ke změnám kurzů měn. Pokud subjekty na trhu chtějí koupit větší množství měny, než kolik jí jiné subjekty mají v úmyslu prodat – kurz dané měny roste (apreciuje). Pokud obchodníci chtějí prodat větší množství měny, než kolik jí jsou ostatní subjekty za danou cenu ochotny koupit – kurz měny klesá (depreciuje). Systém směnných kurzů je sada pravidel určujících, o kolik může národní měna apreciovat či depreciovat na trhu.[5]

Existují dvě extrémní varianty: systém **pevného měnového kurzu** a systém **plovoucího měnového kurzu**. Pevný měnový kurz znamená, že vlády mohou dopustit jen velmi malé změny kurzu. Vláda stanovuje (na základě své politické úvahy či v návaznosti na mezinárodní závazek) fixní hodnotu své měny (paritu) k nějakému vnějšímu standardu (zlato, jiná měna, koš měn). Vláda pak udržuje pevnou cenu nakupováním a prodáváním měn na trhu (intervencemi, vyrovnává tak vlastně nabízené a poptávané množství měny tak, aby odpovídalo ceně). Z toho důvodu vlády drží zásoby cizích měn jako **měnové rezervy**. V případě, že má domácí měna na trhu tendenci depreciovat, vláda ji nakupuje za jiné měny ze svých rezerv. Intervence tak odčerpá přebytečnou nabídku domácí měny na trhu a případně dodá část objemu chybějící/poptávané cizí měny. Pokud má domácí měna tendenci na trhu posilovat (velká poptávka a nedostatečná nabídka), vláda se pokusí pokrýt převis poptávky injekcí vlastní měny na trh a případně stáhne z trhu část přebytečných cizích měn do svých rezerv. V systému **plovoucích kurzů** nejsou limity pro pohyb kurzů měn, není stanovena žádná parita a ani vlády a centrální banky nepodnikají intervence. Kurz měn je dán čistě poměrem nabídky a poptávky na trhu. Pokud je silná poptávka po jenech a velká nabídka dolarů, bude postupně třeba nabízet za stejné množství jenů více a více dolarů tak, aby další držitelé jenů byli ochotni je za méně poptávané dolary směňovat. Dojde proto k postupné úpravě kurzu dolaru a jenu, a to tak, že dolar oslabí a jen zpevní. Nové rovnováhy na trhu bude

[5] Formální modelování konkrétní kurzové politiky nabízí např. Krugman a Obstfeld 2003. *International Economics*.

dosaženo skrze oslabení dolaru vůči jenu, zmizí přebytek dolarů na trhu a naopak v novém kurzu bude na trh dodán dostatek poptávaných jenů. Pevné a plovoucí kurzy jsou mezními variantami na koncích kontinua. Známe celou řadu dalších variant, které se pohybují na tomto kontinuu. Příkladem může být pevný, ale přizpůsobitelný (flexibilní) měnový kurz Brettonwoodského měnového systému, kdy byly stanoveny pevné parity měn k vedoucí měně a ta byla ukotvena s garancí směnitelnosti v pevném kurzu na zlato. Za určitých podmínek a v rámci ujednání **Mezinárodního měnového fondu** (IMF) však mohlo dojít k přehodnocení parity tak, aby odpovídala aktuální situaci. Jiným příkladem je řízený plovoucí kurz, kterému se blíží současný měnový systém. Vlády ovlivňují hodnotu měn intervencemi na trhu, ale není předem dáno, že k takové intervenci musí dojít či kdy k ní má dojít. Vlády tedy reagují tehdy, pokud se hodnota měn od jejich představ odchýlí příliš. Kdy je však příliš, stanovují samy ad hoc, v návaznosti na konkrétní situaci a konkrétní cíle svých politik.[6]

V současném měnovém systému vlády udržují řadu rozdílných měnových mechanismů – některé nechávají své měny plavat, jiné (např. EU) natrvalo zafixovaly směnné kurzy měn členských států. Ještě jiné státy (typicky rozvojové země) udržují pevné, ale přizpůsobitelné kurzy svých měn k některé z vedoucích světových měn. Zásadním rysem současného systému je ovšem skutečnost, že nejvýznamnější měny (dolar, euro, jen) vůči sobě navzájem plavou. Na otázku, zda je některý systém směnných kurzů lepší než jiný, nelze jednoznačně odpovědět – jde vždy o kompromis mezi mírou kurzové stability a národní ekonomické autonomie. Pevný měnový kurz (také fixní kurz) umožňuje stabilitu, ale omezuje vládu ve využívání měnové politiky k managementu domácích ekonomických aktivit. Plovoucí měnové kurzy umožňují větší autonomii, ale jsou zdrojem nejistoty, zejména pro podnikatelské subjekty. Významné změny kurzu činí soukromým subjektům problémy při stanovování přijatelné míry zisků z mezinárodních transakcí, ztěžují plánování investic a znamenají náklady při nutných směnách měn. Podniky jsou do určité míry schopny vyrovnat se s volatilitou volně plovoucích kurzů pomocí nástrojů finančního trhu, např. měnových forvardů.[7] Ani tyto nástroje však nejsou schopny je uchránit od dlouhodobých kurzových změn. Vývozci jsou svým ziskem závislí

[6] Grieco a Ikenberry 2003. *State Power and World Markets*.

[7] Měnový forvard je produkt finančního trhu, který umožňuje stranám transakce vyměnit částku v jedné měně za částku v druhé měně s vypořádáním v budoucnu v předem dohodnutém poměru. Finanční trh tímto způsobem pomáhá snižovat kurzové riziko, samozřejmě za jistý poplatek, díky němuž dojde ke zvýšení transakčních nákladů směny oproti stavu kurzové stability zajištěné systémem pevných kurzů.

na změnách kurzů do značné míry – při posílení kurzu domácí měny se jejich produkce jeví být v zahraniční dražší a ztrácí konkurenční schopnost. Při oslabení kurzu naopak jejich exporty a zisky rostou. Spotřebitelé naopak ztrácejí, kdykoliv jejich měna oslabí – dovozy jsou dražší, a naopak bohatnou, kdykoliv jejich měna posílí – nákupy v zahraničí jsou pro ně okamžitě levnější. Z toho je zřejmá zásadní politická relevance měnových kurzů a kurzové politiky, konkrétní zvolené politiky mají totiž **redistribuční dopady**. Celé skupiny obyvatel či odvětví ekonomiky získávají či ztrácejí rozdílně na základě zvolených a v rámci politik realizovaných priorit (pevné či plovoucí kurzy, politika silné či podhodnocené měny).[8]

VÝVOJ MEZINÁRODNÍCH MĚNOVÝCH SYSTÉMŮ

Rozeznáváme několik epoch, na kterých lze názorně demonstrovat proces vývoje mezinárodního měnového systému, jeho základní prvky a především jeho politickou dynamiku. Zhruba do začátku druhé třetiny 19. století hovoříme o období před existencí jednotného mezinárodního měnového systému. Obvyklý je bimetalismus – jako všeobecně uznávaná platidla jsou používány zlato a stříbro. Ve světě obíhá celá řada mincí, které mají svůj původ stejně tak u vlád jednotlivých zemí jako u soukromých subjektů. Konkrétní druh mincí je více či méně oblíben nanejvýše proto, že je považován za garanta správné váhy a ryzosti kovu. Pro provedení transakce je důležité, aby bylo předáno adekvátní množství drahého kovu; forma, v jaké bude předán, je vedlejší. Situace kdy v rámci jednoho státu obíhá několik „měn", není vůbec neobvyklá.[9]

Zlatý standard

Od počátku 70. let 19. století hovoříme o období **klasického zlatého standardu**. Měny většiny zemí jsou přímo směnitelné za zlato (ve Velké Británii tomu tak je již od roku 1821). Jde o systém s pevně stanovenými devizovými kurzy mezi měnami jednotlivých zemí. Různá hodnota jednotek konkrétních měn vůči sobě je dána různým zlatým obsahem – respektive závazkem směnit měnovou jednotku za různé množství zlatého kovu. Dolar takto odpovídal 23,22 grains zlata, zatímco libra šterlinků 113 grains. Tím byl automaticky dán kurz obou měn – libra měla hodnotu 4,86krát vyšší než dolar, kurz byl tedy 1:4,86. Pevný kurz eliminuje nejistotu, nekolísá,

[8] Oatley 2006. *International Political Economy*, 259–306.

[9] Davies 2002. *A History of Money*, 460.

umožňuje plánovat obchodní strategii a odhadovat ziskové marže. Systém pevných kurzů, v němž není – alespoň teoreticky – prostor pro politiku, je ideální pro hladké fungování mezinárodního obchodu. Monetární politika států je minimální – množství peněz v ekonomice je konstantní, resp. může být zvýšeno toliko nálezy zlatých ložisek či zvyšováním těžby zlata (tedy značně omezeně). Vyjádřením klasického zlatého standardu je suma principů zvaných **standard zlaté mince**. V tomto systému měl každý držitel zlatého kovu v mincovní kvalitě právo nechat z tohoto kovu oprávněnou institucí vyrazit mince. Bankovky mají hodnotu danou právem požadovat směnu za zlato v pevném poměru. Vývoz a dovoz zlata je volný a není regulován, protože se jedná o základní mezinárodní platidlo, a tudíž mezinárodní peníze.[10]

Na tomto místě se hodí učinit několik poznámek o teorii a praxi fungování zlatého standardu. Klíčovým teoretickým konceptem, který se snaží postihnout fungování zlatého standardu s důrazem na jeho schopnost nacházet rovnováhu v mezinárodním obchodě, je tzv. **Humeův mechanismus** vyrovnávání obchodních bilancí. Tento mechanismus má teoreticky fungovat automaticky bez zásahů vlád.[11] Pokud se například Británie dostala do deficitu zahraničního obchodu s USA, vyrovnala ho transferem zlata – platba britských rezidentů zlatem za americké zboží převyšuje obdržené zlaté platby amerických rezidentů za britské vývozy. V důsledku toho vzrůstá v USA peněžní zásoba – je zde více zlata – a v Británii naopak peněžní zásoba klesá – dochází k odlivu zlata. V USA tak došlo k růstu cen, protože určitému množství statků a služeb nyní odpovídá vetší množství peněz na jejich pořízení. Ve Velké Británii naopak ceny musejí poklesnout, protože na nákup určitého objemu statků je nyní k dispozici méně peněz. Růst cen v USA však znamená také růst výrobních nákladů a snižuje konkurenceschopnost amerického zboží na mezinárodních trzích, přebytek obchodu se snižuje. Pokles cen v Británii naopak vede k zvyšování konkurenceschopnosti britského zboží, a proto se snižuje deficit. Situace se tedy může obrátit a Británie se může krátkodobě dostat do obchodního přebytku – toky zlata se takto opakovaně obracejí a udržují tak tendence k rovnováze. Humeův mechanismus tak implicitně předpokládá platnost tzv. **kvantitativní teorie peněz**, podle které existuje přímá souvislost mezi množstvím prostředku směny obíhajícím v hospodářství a úrovní cen. Pokud dojde ke zvýšení množství peněz v hospodářství, dojde následně k úměrnému zvýšení cen, ekonomika zakusí **inflaci**.[12]

[10] Hall a Ferguson 1998. *The Great Depression*, 36–40.
[11] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 24–26.
[12] Blíže k teorii a praxi zlatého standardu viz Eichengreen 1995. *Golden Fetters*.

Základním problémem takového teoretického konceptu, jakož i reálného fungování, a dokonce i obecné politické přijatelnosti systému pevných kurzů je fenomén **deflace**. Deflace je proces, který nastává tehdy, když se v ekonomice sníží množství peněz tak, že ho je nedostatek k pořízení poptávaných statků a služeb při dané ceně. Nastolení rovnováhy proto vyžaduje všeobecný pokles cen v ekonomice. Problém však je v rezistenci cen k pohybu směrem dolů. Je třeba si uvědomit, že k poklesu cen má dojít v podmínkách odlivu zlata, poklesu prodejů a zisků a rostoucích obav z dalšího vývoje. Zásadní problém je však zejména v malé pružnosti ceny práce. Práce je nasmlouvána na určitou dobu, odbory trvají na dodržení kolektivních smluv. Ke snížení plateb za práci, které je nutné k snížení ceny finálního zboží, tak nedojde pružně, ale až posléze. Ceny tak nelze snižovat bez dopadů na marže podnikatelů, ti omezují výrobu tak, aby odpovídala klesajícím prodejům (za stejnou cenu je poptáváno méně zboží, protože kupující mají méně peněz). Teprve pokles výroby a nevyhnutelné propouštění a růst nezaměstnanosti v horizontu měsíců a spíše let vede k snížení ceny práce – nezaměstnaní jsou ochotni přistoupit na nižší platy. Až v takovou chvíli se sníží výrobní náklady a sníží se cena zboží, která při zachování ziskové marže odpovídá koupěschopnosti obyvatelstva. Je sice pravda, že takový pokles cen a samozřejmě výrobních nákladů povede ke zvýšení konkurenční schopnosti zboží na mezinárodním trhu a v důsledku i k eliminaci schodku zahraničního obchodu – cenou je však hospodářská krize, omezení výroby a zvýšená nezaměstnanost. Deflace je proto politicky nanejvýše citlivý důsledek fungování systému zlatého standardu (resp. systému pevných kurzů).[13]

Reálné fungování zlatého standardu se z výše popsaných důvodů od teoretického modelu významně lišilo. Především se vlády bránily odlivu zlata ze země, protože samotný odliv zlata byl ztotožňován s příčinou hospodářské krize. Když tedy v USA dochází k růstu nabídky peněz a potažmo ke kombinaci růstu ekonomiky a inflace, v Británii má dojít k deflaci, ale kvůli rigiditě cen dojde nejprve k recesi a růstu nezaměstnanosti. Navíc jakmile občané zaregistrují odliv zlata ze země, snaží se vybírat vklady z bank, což vede k panikám a bankrotům. V rámci čistého zlatého standardu má vláda jen málo prostředků, jak zabránit odlivu zlata z ekonomiky. Automatické zlepšení obchodní bilance nastane až po politicky velmi problematickém a pomalému snížení cen v ekonomice. Fungovalo by zvýšení úrokových měr, které by přitáhlo cizí vklady, ale za cenu zdražení peněz pro domácí investory, což by mohlo dále zhoršit stav domácí ekonomiky. Vzniká tlak

[13] Oatley 2006. *International Political Economy*, 284–293.

na nalezení způsobu, jak zvýšit nabídku peněz v ekonomice. Přísné dodržování principu zlatého standardu by znamenalo často dopustit zbrždění ekonomiky. Zlatý standard se tak dostává pod značný tlak a dochází k jeho modifikacím. Tento tlak narůstá s tím, jak se objevují masová politická a zejména pak dělnická hnutí v souvislosti s masovou politikou a rozšiřováním volebního práva. Nastolena je otázka, komu prospívá zlatý standard (resp. pevné měnové kurzy). Určitě prestiži nejvýznamnějších velmocí, firmám působícím v mezinárodním obchodě, průmyslové a finanční elitě a obecně investorům a střadatelům. O podíl na formulaci měnové a kurzové politiky se však na konci 19. a začátku 20. století hlásí masy pracujících a dělnická hnutí. Tyto skupiny pochopitelně postupně vychylují rovnováhu směrem k politikám, které mají hájit jejich zájmy. Tj. k politikám zmírňování hospodářského cyklu pomocí autonomní monetární a fiskální politiky, která je však se systémem pevných kurzů neslučitelná.[14]

Meziválečná nestabilita

Počátkem první světové války se dostal systém zlatého standardu pod tlak, z něhož se ve své čisté podobě již nevzpamatoval. Vlády válčících zemí v průběhu konfliktu řešily problémy s financováním tím, že tiskly neplnohodnotné peníze, prakticky bez ohledu na tenčící se zlaté zásoby. Tyto peníze logicky generovaly nepoznané míry inflace. Snaha o návrat ke stabilitě systému zlatého standardu po válce byla logická. Z politických důvodů se však již nemohlo jednat o standard zlaté mince – peněz bylo v oběhu příliš mnoho a nízké zlaté zásoby by nevydržely pokus o směnu měn za zlato v oficiálních kurzech. Zajímavým kompromisem byl tzv. **standard zlatého slitku**. Od roku 1925 ve Velké Británii a od roku 1928 ve Francii existovala směnitelnost za zlato, avšak minimálně v ekvivalentu 12,5 kilogramu zlata v podobě zlatých slitků a jeho násobků. Směnitelnost tak reálně existovala jen pro velké subjekty, typicky pro ty, které vstupovaly do mezinárodněobchodních vztahů. Přestože tento systém na jednu stranu umožňoval částečnou ražbu a tisk neplnohodnotných peněz, závazek směnitelnosti – byť omezený – stále sloužil jako kotva měnového systému. Další modifikací byl tzv. **standard zlaté devizy**. Nároky na zlaté rezervy byly dále sníženy kompromisem, kdy národní měny již nejsou směnitelné za zlato, ale jen za měnu země, která směnitelnost za zlato udržuje. V mezinárodním styku se tak užívají jen některé měny, tyto měny jsou zároveň i rezervami. Ukotvení systému na zlato tak získává zprostředkovanou podobu, kdy se předpokládá, že jen část subjektů bude požadovat směnu za rezervní měny a dále jen část

[14] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 230–232.

držitelů rezervních měn bude požadovat směnu za zlato. V ekonomikách tak může obíhat ještě významně větší množství peněz při daných zlatých zásobách. V tomto období se rovněž formují tzv. měnové bloky kolem vůdčích měn – zlatý blok kolem francouzského franku a následně po zrušení vazby na zlato a devalvaci dolaru v roce 1934 librový a dolarový blok.[15]

Jak vyplývá z výše uvedeného, politické tlaky dané zlatým standardem, zejména pak neochota vlád akceptovat omezení pro monetární a měnovou politiku, a tendence k zvyšování objemu peněz kolujících v ekonomikách vedly k rozpadu tohoto systému. Proces opuštění zlatého standardu však byl postupný a v mnoha ohledech inspirativní. Po první světové válce se Británie pokusila obnovit kurz libry k dolaru v předválečné hodnotě 1:4,86. Brzy se však ukázalo, že při tomto kurzu je libra značně nadhodnocená, v důsledku čehož došlo k odlivu zlata z Británie, k hospodářské stagnaci a růstu nezaměstnanosti. Hospodářská stagnace pokračovala až do konce 20. let a znamenala období deziluze a přehodnocování postavení Británie v mezinárodním systému. V roce 1931 se Británie odhodlává k definitivnímu ukončení zlatého standardu. To, co se v dané chvíli jeví jako přiznaná rezignace na vůdčí roli země, však vede k oživení ekonomiky. Prudké oslabení libry znamená pro domácí průmysl obnovení konkurenční schopnosti a vede k zlepšení obchodní bilance. Tato pozitivní zkušenost s přizpůsobením kurzu v závislosti na konkurenceschopnosti průmyslu vede k identifikaci nového nástroje hospodářské politiky – kurzové politiky, která má pomáhat k udržení konkurenční schopnosti domácích výrobců. Dochází ke zřízení „účtu pro vyrovnávání devizového kurzu", ze kterého jsou podnikány intervenční nákupy měn tak, aby byl řízen kurz domácí měny. V praxi dochází především k intervencím, jejichž cílem je snížit hodnotu libry a udržovat výhodnou pozici pro exportéry.[16]

Meziválečné období je však ze všeho nejvíce poznamenané tzv. velkou hospodářskou krizí, která začala v největší světové ekonomice – USA – a zasáhla následně celý svět. Po zhroucení cen aktiv na burze dochází k vlnám útoků na banky (runs), které vyústily v tisíce bankrotů. Lidé přicházejí v bankrotech o své peníze, ztrácejí propadem cen nemovitostí a akcií. Celková peněžní zásoba v ekonomice poklesla až o jednu třetinu. Nezaměstnanost v roce 1933 dosahuje v USA 25 procent. Prezident Roosevelt vyhlásil bankovní prázdniny a reorganizoval strukturu bank. Zejména pojištění vkladů je považováno za velký politický úspěch (stát se zavazuje krýt ze svých zdrojů ztráty klientů, kteří by přišli o své prostředky na běžných účtech v bankrotujících bankách – vysílá tak signál posilující důvěru a snižuje

[15] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 61–66.
[16] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 78–83.

pravděpodobnost náhlých hromadných výběrů). Závazek státu pokrýt ztráty ze soukromých finančních operací má významné dopady – snižuje obavy klientů bank a činí tak útoky na banky (runs) nepravděpodobnými. Na druhou stranu však snižuje i míru rizika při bankovních operacích a vytváří tzv. **morální hazard**.[17] Také USA postupně opouštějí zlatý standard. Od roku 1933 je zakázán vývoz zlata. Je stanovena povinnost odprodat měnové zlato, a to za oficiální cenu. Následuje pak devalvace dolaru o 70 procent z kurzu 10 USD za troyskou unci zlata na 35 USD za troyskou unci. Tvrdý státní zásah tak znemožňuje spekulace na devalvaci dolaru, proti které by se subjekty jistily držbou zlata. Rovněž v USA je vytvořen intervenční fond. Podobně jako ve Velké Británii je tento „stabilizační měnový fond" využíván k intervencím za účelem oslabení domácí měny.[18]

Velká Británie přetrhla vazbu své měny na zlato v roce 1931, USA následovaly v rámci boje s hospodářskou krizí v roce 1933. K roku 1937 již žádná z významných měn vazbu na zlato neudržuje. Zlatý standard roztrhaly politické zájmy. Vlády zcela jednoznačně preferovaly přizpůsobení ekonomik prostřednictvím poklesu měnového kurzu před deflací. Pokles cen se stal obávaným mechanismem, před kterým vlády ekonomiky křečovitě chrání. Rigidita cen (zejména cen práce) směrem dolů se stává významnou charakteristikou ekonomik všech zemí, kořeny této rigidity jsou do značné míry politické. Vlády se tak opakovaně snaží najít cesty, jak do ekonomiky dostat více peněz. To však neřeší problém nutnosti obnovit konkurenční schopnost exportů. Pokles kurzu měny, zdá se, zajistí obojí. Ceny nemusejí klesat a přitom se produkty zdají v zahraničí levnější. Politika podhodnocování kurzů se stává typickým rysem meziválečného období. To však má politické příčiny i důsledky. Příčinou je silná pozice a potenciál hájení vlastních zájmů výrobní podnikové sféry a exportérů. Politika devalvací je šitá na míru těmto skupinám. Tratí pochopitelně spotřebitelé. Ti si za stejné množství svých peněz mohou pořídit zboží méně či horší kvality (dovozy se jeví být dražší a dříve nekonkurenceschopná domácí produkce se zdá být relativně levnější), než by tomu bylo při stabilních kurzech. Ve 30. letech se spustila vlna devalvací, když se státy snažily uměle podhodnotit cenu své měny a zajistit pro svou ekonomiku lepší vývozní možnosti a vyvést tak dopady hospodářské krize do zahraničí. Byla to právě tato **politika „ožebrač svého souseda"**, která do značné míry dopomohla k rozpadu mezinárodního obchodu a rozpoutání dalšího válečného konfliktu.

[17] Morální hazard je jednání, které se týká především vztahu principál–agent a popisuje agentovo zneužití postavení v důsledku asymetrických informací, jehož dopady se však týkají především principála.

[18] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 83–86.

Brettonwoodský měnový systém

Po skončení druhé světové války existuje mezi nejvýznamnějšími zeměmi jasný konsenzus ohledně potřebnosti mezinárodního managementu v oblasti měnových kurzů. Rozklad mezinárodních ekonomických vztahů v meziválečném období byl považován za jednu z příčin druhé světové války. Velmi slabé výsledky světové ekonomiky byly přičítány do značné míry krátkozrakým politikám národních vlád v oblasti měnových kurzů. Po druhé světové válce je proto velké úsilí věnováno budování systému, který by pomohl k rychlému zotavení. Na měnové a finanční konferenci OSN v americkém Bretton Woods došlo k vytvoření unikátního systému, který měl být kompromisem mezi stabilitou pevných kurzů (rys zlatého standardu) a možnostmi přizpůsobení, které by nestimulovalo hospodářskou krizi (přípustnost změny měnových kurzů devalvací). V institucionální rovině ambice vybudovat systém managementu mezinárodních financí a měnových kurzů naplňoval vznik **Mezinárodního měnového fondu** (IMF) jako stálé mezinárodní organizace, která na základě mezinárodní smlouvy měla systém řídit. Pomoc s poválečnou rekonstrukcí byla úkolem Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj (později rozšířené na **Světovou banku**) a posléze byla doplněna transferem prostředků do válkou postižených zemí americkou stranou v podobě tzv. **Marshallova plánu**.[19]

Co se týče vlastního Brettonwoodského měnového systému, šlo o unikátní pokus o systematickou a explicitní kooperaci a regulaci zásadního aspektu mezinárodních ekonomických vztahů. Vlády nejvýznamnějších zemí učinily kurzy otevřeně předmětem organizované a normami řízené spolupráce – a to poprvé a zároveň také naposledy v historii mezinárodních měnových systémů. Zároveň šlo také o poslední pokus postavit mezinárodní monetární systém na nějaké formě pevných směnných kurzů. Plán na vytvoření takového systému byl výsledkem bilaterálních konzultací mezi USA (Harry D. White) a Velkou Británií (John M. Keynes) již z počátku 40. let. Systém vzniklý na konferenci v Bretton Woods byl postaven na stabilních měnových kurzech a zároveň umožňoval přijatelnou míru domácí ekonomické autonomie. Doplněn byl stabilizačním fondem (IMF) a v počátcích podpořen kapitálovými kontrolami. Jádro systému tvořily centrální parity měn vůči zlatu, které stanovily vlády jednotlivých zemí. Tyto parity mohly být změněny ve chvíli, kdy země čelila zásadní nerovnováze platební bilance, která by jinak vyžadovala neobvykle bolestivé přizpůsobení domácí ekonomiky. Na základě rozhodnutí IMF mohla vláda v takové situaci devalvovat svou měnu – čímž se vyhnula přizpůsobení přes

[19] Spero a Hart 2010. *The Politics of International Economic Relations*, 14–17.

obávaný pokles cen (s dopadem na hospodářský produkt a zaměstnanost). V praxi byl systém postaven na USD. Americký dolar byl pevně navázán na zlato v kurzu 35 USD za troyskou unci. Dolary pak byly směnitelné pro zahraniční vlády a banky za zlato v oficiálním kurzu. Pevné kurzy všech měn měly být udržovány intervencemi centrálních bank na devizových trzích (vlády kupovaly a prodávaly dolarová aktiva ze svých rezerv). V praxi tak byl americký dolar základním kamenem systému. Ukotvení dolaru na zlato z něj učinilo důvěryhodné mezinárodní peníze a základní rezervní měnu. Oproti zlatu měl však zásadní výhodu – dolarů byl dostatek pro pokrytí potřeb rekonstruujících a následně rychle rostoucích národních ekonomik i ekonomiky světové.[20]

Implementace Brettonwoodského systému nebyla jednoduchým ani rychlým procesem. Západoevropské vlády měly po válce tak malé zásoby měnových rezerv (zlato a USD), že nebyly ochotny zavést předpokládanou volnou směnitelnost svých měn. Minimální zásoby „mezinárodních peněz" nutně potřebovaly k nákupu importů jídla a kapitálového zboží nutného pro rekonstrukci. Pokus o zavedení směnitelnosti libry v roce 1947 skončil fiaskem, když se Britové v obavách o hodnotu vlastní měny pokusili směnit libry za dolary či zlato. Řešením se ukázal být americký deficit platební bilance – dolary za vojenské výdaje, americká vládní pomoc (Marshallův plán 1948–1952) a od konce 50. let i soukromý kapitál přinesly proud dolarů do Evropy. Deficity platební bilance USA tak znamenají dodávky likvidity nutné pro mezinárodní obchodní toky i kapitálové investice do Evropy. Evropské země akumulovaly dolarové rezervy a od roku 1959 přecházejí na volnou směnitelnost – Brettonwoodský systém je tak plně implementován. Spojené státy tak zásobují světovou ekonomiku dolary, evropské země je považují za ekvivalent zlatých rezerv díky závazku, že je lze směnit za zlato v oficiálním kurzu. Stabilita systému však stojí na schopnosti USA směnit dolary za zlato.[21]

Již v 60. letech je však patrné, že schopnost USA důvěryhodně garantovat paritu může být zpochybněna. Jako logický důsledek amerických deficitů platební bilance se nedostatek dolarů mění na jejich nadbytek. Vše má politické kořeny – americká intervence ve Vietnamu, vysoké výdaje sociálního státu, neochota administrativ financovat zvýšené výdaje zvýšením daní – z toho vyplývající expanzivní fiskální politika – to vše vede k podpoře domácí poptávky, která nasává importy. V souběhu s exportem kapitálu v podobě portfoliových i přímých zahraničních investic pak dochází k tomu, že velmi rychle rostoucí množství dolarů v držení

[20] Oatley 2006. *International Political Economy*, 222–226.
[21] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 100–104.

cizích vlád vytváří velké nároky na americké zlaté rezervy. Postupně je zřejmé, že USA by nebyly schopny pokrýt americkým zlatým pokladem poptávku po zlatě, kterou by vyvolala ztráta důvěry v USD. Nepoměr mezi dolary v cizí držbě a ztenčujícím se objemem zlata vede k poklesu důvěry v dolar – respektive ve schopnost americké vlády udržet oficiální paritu ke zlatu. Situaci zhoršuje potřeba financovat dolary jako hlavní mezinárodní měnou rostoucí světovou ekonomiku a ještě rychleji rostoucí mezinárodní obchod. Brettonwoodský měnový systém tak v sobě měl od počátku zahrnuto dilema – příliš mnoho dolarů vyvolá pochyby o udržitelnosti parity a povede ke spekulativním směnám za zlato v předtuše devalvace, ale nedostatek dolarů v ekonomice by znemožňoval financovat rostoucí mezinárodní toky. Stažení dolarů z ekonomiky by navíc roztočilo deflační spirálu, což by potenciálně mohlo vést ke zničení systému. Pro tuto situaci se vžilo označení **Triffinovo dilema**, ať už by se vláda rozhodla pro jednu, nebo druhou variantu, důsledkem by v obou případech byly vážné problémy pro fungování systému.[22]

PŘÍKLAD 8. DOLLAR GAP, DOLLAR GLUT, HOT MONEY

Období poválečné rekonstrukce (nejvýznamněji spojené s Marshallovým plánem) bylo charakteristické **silnou poptávkou evropských zemí po amerických výrobcích a dolaru coby rezervní měně**. Důsledkem byly přebytky běžného účtu USA a **nedostatek dolarů** ve světové ekonomice (odtud pojmy **dollar gap** nebo **dollar shortage**). Spojené státy coby garant stability měnového systému mezi lety 1947 a 1958 podporovaly **odtékání dolarů**, např. právě **prostřednictvím Marshallova plánu**. To poskytovalo světové ekonomice dostatek likvidity. Důležitým faktorem byly také **vojenské výdaje USA** spojené s pomocí spojencům v NATO, bezpečnostními garancemi Japonsku a válkou na Korejském poloostrově. Spojené státy rovněž tolerovaly **protekcionismus a devalvace evropských zemí a Japonska**, které v té době ještě trpěly obchodními deficity. Záměrem USA bylo obnovit růst evropské a japonské ekonomiky tak, aby se v budoucnu mohly stát americkými exportními trhy. Systém tedy fungoval díky tomu, že USA, disponující obrovskými zlatými zásobami (po druhé světové válce cca 80 procent světových zásob), poskytovaly za cenu vlastního deficitu rezervní měnu a zaručovaly stabilitu měnového systému. Ta byla dána závazkem směny dolaru za zlato. **Mezi lety 1946 a 1969** tak **Spojené státy** coby světový bankéř **poskytly 83 miliard dolarů prostřednictvím darů a půjček**. Většina těchto transakcí byla přitom motivována politickými a bezpečnostními úvahami. Problém nastal ve chvíli, kdy se **objem dolarů držených v zahraničí** (v důsledku Spojenými státy podporované hospodářské

[22] Žídek 2009. *Dějiny Světového hospodářství*, 195–197.

obnovy tažené exportem) **zvýšil natolik, že přestal odpovídat zlatým zásobám**. To snížilo důvěru jak v dolar, tak v celý Brettonwoodský systém. Koncem 50. let dosáhly evropské a japonské zásoby dolarů úrovně těch amerických. **V roce 1960 potom hodnota dolarů držených v zahraničí poprvé přesáhla americké zlaté rezervy**. Ve světové ekonomice byl tedy oproti předchozímu období naopak dolarů nadbytek (odtud pojem **dollar glut**). **Spojené státy uspokojovaly poptávku po dolarech prostřednictvím inflačních politik** a prodlužováním půjček Evropě, kde se naopak zásoby dolarů začaly hromadit (**eurodolarové trhy**). Akumulace dolarů v centrálních bankách byla spjata **s monetárním dilematem**: čím více dolarových rezerv banky získaly, tím pravděpodobnější bylo, že tyto rezervy ztratí na hodnotě.

Podíl monetární báze (oběživo a rezervy) kryté zlatem

Zdroj: FED, World Gold Council. In Hewit 2009.

Vznikl proto **dvoukolejný trh se zlatem**, který měl depreciaci dolaru zamezit. Na jednom trhu tak mohli zlato spekulanti a soukromé firmy nakupovat za tržní ceny, zatímco na druhém (oficiálním) trhu jej vlády dále obchodovaly za pevnou cenu 35 dolarů za unci. Tak se podařilo Brettonwoodský systém udržet až do roku 1971, kdy pod náporem tzv. **horkých peněz** (hot money) Spojené státy odstoupily od směnitelnosti dolaru za zlato. Dodejme, že horké peníze jsou **krátkodobé spekulativní toky kapitálu odvislé od změn směnných kurzů či úrokových sazeb**. Rozmach těchto spekulací umožnila snaha vlád současně udržovat vlastní merkantilistické (inflační) politiky i konkurenceschopnost exportů. Namísto toho, aby umožnily odtékání peněz z ekonomiky prostřednictvím importů zpět do USA, devalvovaly tyto země vždy po spotřebování svých obchodních přebytků svou měnu. **Brettonwoodský systém tak institucionalizoval devalvační tendence svých členů**, které jej stále více destabilizovaly. Toho využívali právě **spekulanti**, kteří vyhledávali nadhodnocené měny a spekulovali na jejich devalvaci. Vstoupili zde tedy do tzv. krátké prodejní pozice a současně nakoupili zlato či slabší měnu. Daný stát pak typicky reagoval intervencí v podobě nákupu slabších měn. Výsledkem byla **záplava dolarů**, která **byla příčinou inflačních tlaků, recesí, narušování obchodních toků, krize zlatých zásob a nakonec vedla k zániku celého systému**.

Zdroje:

Cohen, B. 2001. „Bretton Woods System". In: *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*. Ed. Jones, B. R. J. London: Routledge.
Eichengreen, B. 2006. *The Dollar and the New Bretton Woods System*. Cambridge: MIT Press Books
Hewit, M. 2009. *Ratio of U. S. Gold Reserves to Various Money Supply Metrics*. Online zdroj: http://dollardaze.org/blog/?post_id=00751
Spero, J. a Hart, J. 2000. *The Politics of International Economic Relations*. London: Routledge.
Stevens, P. 1973. „Bretton Woods: 1944–1971". In: *The Freeman Ideas on Liberty*, Vol. 23, Issue 5.

Obnova důvěry v dolar by znamenala buďto devalvaci dolaru ke zlatu (což by zrušilo základní kámen systému), nebo nutnost omezit ekonomickou aktivitu v USA (což nebylo politicky přijatelné v USA), nebo zvýšení ekonomické aktivity ve světě a potažmo poptávky po amerických vývozech (což na vrcholu růstových temp vyspělých zemí nebylo reálné). Žádné z možných řešení se nepovedlo uskutečnit. Spojené státy místo toho požadovaly od ostatních významných aktérů (Německo, Japonsko) revalvace měn. Přes určitou spolupráci mezi nejvýznamnějšími ekonomikami převládlo přesvědčení partnerů USA, že by revalvace vedla k snížení tlaků na nutnou restrukturalizaci americké ekonomiky. Na jaře roku 1971 došlo k velkým spekulativním útokům na dolar – držitelé dolarů se jich zbavovali v předtuše nutné devalvace, čímž pomáhali naplnit svá očekávání. Evropské vlády se pokoušejí spolu s USA bránit systém intervenčními nákupy dolarů – situace je však zjevně neudržitelná. Německá vláda nechává marku volně plavat. V srpnu 1971 prezident Nixon ruší směnitelnost USD za zlato v oficiální paritě a vyhlašuje desetiprocentní dovozní přirážku. Na podzim 1971 zástupci hlavních ekonomik jednají ve Washingtonu a uzavírají Smithonianskou dohodu – ta znamená devalvaci dolaru na 38 USD za troyskou unci, revalvaci marky a jenu o dvě procenta a rozšíření fluktuačního pásma pro intervence na 2,25 procenta. Dohoda, do níž byly vkládány velké naděje, však nevyřešila politické ani ekonomické problémy systému. Americká vláda nebyla ochotna vyřešit deficity platební bilance, když místo restrikcí pokračovala v expanzivní rozpočtové politice. Německo odmítá inflaci jako důsledek opakovaných intervencí ve prospěch dolaru. V roce 1973 v reakci na další vlnu spekulativních prodejů USD nechává většina vyspělých zemí své měny volně plavat. Formálně byl současný systém měnových

kurzů posvěcen v roce 1976 na zasedání IMF v jamajském Kingstonu, proto se o současném uspořádání někdy hovoří jako o tzv. Jamajském měnovém systému. V novém systému si státy mohou svobodně vybrat svůj měnový kurz, ovšem s podmínkou, že jeho hodnotu nenavážou na zlato.[23]

PŘÍKLAD 9. ROZPAD BRETTONWOODSKÉHO SYSTÉMU

Rozklad Brettonwoodského měnového systému, spojovaný s ukončením směnitelnosti dolaru za zlato **v srpnu 1971**, byl jednou z nejpřesněji predikovaných událostí ve světové ekonomice. Již koncem 50. let se objevily **strukturální změny**, které později způsobily zhroucení tohoto systému. Jednalo se především o **vzrůstající integraci finančních trhů** a s tím související rychle **se zvyšující důležitost mnohonárodních komerčních bank**, disponujících stále většími finančními prostředky denominovanými v amerických dolarech (aktiva zahraničních poboček amerických bank vzrostla z devíti miliard dolarů v roce 1965 na 125 miliard dolarů v roce 1974). Dále šlo o **návrat ke konvertibilnímu kurzu západoevropských zemí** (v roce 1958) a **Japonska** (v roce 1964). **Internacionalizace výroby** zase přiměla MNCs využívat rozdílů úrokových měr a očekávaných změn směnných kurzů v jednotlivých zemích, což s sebou přineslo další pobídky pro **masivní přesuny kapitálu**. Menší regulace **euroměnových trhů** potom umožnila stanovování nižších úrokových měr, což dále přitahovalo **přísun vysoce mobilního a volatilního kapitálu**. Úrokové sazby se tak staly méně účinným nástrojem managementu národních ekonomik. Potřeba udržovat systém pevných směnných kurzů v interdependentním světě tak **zvyšovala citlivost ekonomik k vnějším událostem**.

Současně s ekonomickým vzestupem a politickou emancipací západní Evropy a Japonska se **oslabila pozice USA při managementu mezinárodního měnového systému**. Ten byl mezi lety 1968 a 1971 prakticky paralyzován. Neschopnost mocností systém nadále stabilizovat se naplno projevila **v březnu 1968, kdy Francie vystoupila z tzv. zlatého fondu** (golden pool), prostřednictvím něhož se sdružení centrálních bank přes snižující se dostupné množství zlata pokoušelo udržovat konstantní cenu troyské unce zlata (35 za USD). Jak ES, tak Japonsko se stavěly kriticky k politicky motivovanému zvyšování zahraničních výdajů USA. Důležité byly také **geopolitické souvislosti**. **Německo**, které bylo **závislé na přítomnosti amerických jednotek** (jejichž alokace zhoršovala platební bilanci USA), bylo **ochotno podporovat dolar**, zatímco **Francie**, která z vojenských struktur NATO v roce 1966 vystoupila, **tuto motivaci neměla, a tak se zbavovala svých dolarových rezerv. Nadhodnocený dolar** také umožnil americkým investorům skupovat produkční kapacity v zahraničí za nízké ceny, což vzbuzovalo nespokojené reakce právě u De Gaullovy Francie. Silný dolar totiž podporoval **pronikání amerických MNCs do Evropy**, což jen urychlilo rozhodnutí Francie z března 1968.

[23] Články dohody Mezinárodního měnového fondu. Článek 4, sekce 2b.

Konflikt ve Vietnamu a inflační **politiky Lyndona Johnsona** (který odmítl zvýšit daňovou zátěž a zavedl další rozsáhlé sociální programy – tzv. Great Society) nadále oslabovaly pozici dolaru a snižovaly důvěru v systém. **Spojené státy pod vedením Richarda Nixona rezignovaly na vedoucí postavení spojené se silným dolarem** a přijaly politiku tzv. benevolentního zanedbání (pregnantně vyjádřenou citací ministra financí Johna Connallyho: „dolar může být naší měnou, ale je to váš problém"). Přenechaly tak ostatním řízení systému, nebránily masivnímu odtoku dolarů a sledovaly, navzdory mezinárodním konsekvencím (inflace), zájmy domácí politiky. V **roce 1971** přestává být ovšem tato politika udržitelná, když v průběhu léta a jara dochází k **spekulativním útokům na dolar**. To Spojené státy – poprvé ve 20. století – uvrhává do obchodního deficitu. Zlaté rezervy USA poklesly na 10 miliard dolarů oproti 80 miliardám dolarů drženým v zahraničí. Inflace i nezaměstnanost se zvyšovala. Pro jakoukoli zemi v této situaci by bylo řešením devalvovat měnu, nebo deflovat (přepočet cenových indexů na stálé ceny) ekonomiku. Obojí bylo pro USA (z hlediska domácí politiky) velmi citlivé. **Ostatní země přitom odmítly revalvovat své měny**. Evropané i Japonsko namísto toho požadovali deflační politiky USA, namítajíce, že expanze americké ekonomiky a odtékání dolarů způsobuje inflaci v zahraničí. Situaci dále vyhrotil **první ropný šok z roku 1973**, během něhož došlo ke čtyřnásobnému zvýšení cen ropy. To vyústilo v obrovský **přesun kapitálu od spotřebitelských k producentským zemím** (jen v roce 1974 to bylo 70 miliard dolarů). Omezený potenciál spotřeby producentských zemí dále způsobil enormní přebytky jejich běžné platební bilance (více než 70 miliard v roce 1974, po druhém šoku v roce 1980 potom již 114 miliard). Spotřebitelské země se naopak dostaly do deficitů, které začaly splácet prostřednictvím půjček právě od OPEC. To vyústilo v dlužnickou krizi rozvojových zemí. Po roce 1974 byly **přebytky zrecyklovány především soukromými bankami**, z menší části pak mezinárodními finančními institucemi a na základě bilaterálních dohod. **Soukromý sektor se tak stal primárním manažerem měnového systému**.

Zdroje:

Cohen, B. 2001. „Bretton Woods System". In: *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*. Ed. Jones, B. R. J. London: Routledge.
Eichengreen, B. 2006. *The Dollar and the New Bretton Woods System*. Cambridge: MIT Press Books
Eicher, T. S., Mutti, J. H. a Turnovsky, M. H. 2009. *International Economics*. London: Routledge.
Gärber, P. M. 1993. „The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System". In: *Retrospective on the Bretton Woods System*. Eds. Bordo, M. D. a Eichengreen, B. Lessons for International Monetary Reform.
Spero, J. a Hart, J. 2000. *The Politics of International Economic Relations*. London: Routledge.

Snaha o kompromisní poválečný měnový systém je tak nakonec neúspěšná. Mechanismus využívání USD jako základu systému fungoval, jen dokud přetrvávala mimořádná ekonomická převaha USA. V okamžiku, kdy domácí rozpočtová politika, pokles konkurenční schopnosti americké produkce a odliv investičního kapitálu v USA vytvořily přebytek USD ve

světě, ukázal se systém jako nestabilní. Je však zároveň třeba zdůraznit, že se jednalo o bezprecedentní pokus o mezinárodní kooperaci v ekonomické oblasti, který odhalil možnosti spolupráce zemí při managementu ekonomických problémů a do určité míry umožnil éru stabilního hospodářského růstu většiny světa při intenzifikaci mezinárodních obchodních a finančních toků – tzv. zlatou éru světové ekonomiky.

Současný měnový systém

Brettonwoodský systém byl ukončen, protože vlády nedokázaly podřídit požadavky na ekonomickou autonomii požadavkům měnové stability. V posledních třiceti letech se skutečně těší takové míře svobody v oblasti monetární a kurzové politiky, která by byla v jakémkoliv systému pevných kurzů nemyslitelná. Zároveň však musí platit cenu v podobě velkých změn měnových kurzů – běžně ve výši 25 procent ročně od konce Brettonwoodského systému počátkem 70. let. Částečné řešení tohoto problému může být ve zvýšené kooperaci významných ekonomik. Situace se však výrazně komplikuje nevídanou mírou integrace mezinárodních finančních trhů. Finanční trhy, na kterých se denně obrací téměř čtyři biliony USD, znemožňují užívat některých nástrojů kurzové politiky. Riziko spekulativních prodejů měn pak nutí země volit mezi plovoucími a pevnými kurzy – politické důvody, proč nejsou pevné kurzy využívány vyspělými státy, jsme vyjmenovali výše – kompromis v podobě pevných, přizpůsobitelných kurzů se zdá být díky masivním finančním tokům v současnosti nepoužitelný.

Národní státy byly překvapeny, jak moc se ve skutečnosti po konci Brettonwoodského systému kurzy pohybovaly. Ekonomické subjekty se musí vyrovnávat s vysokou volatilitou (krátkodobé pohyby v řádu měsíců a jednotlivých procent) a dlouhodobými výkyvy (změny v řádu desítek procent a jednoho a více let). Mezi nejvýznamnější výkyvy patřilo posilování USD v polovině 80. let či rychlé oslabování eura po jeho zavedení v letech 1999 a 2000. Nepředvídatelné pohyby měnových kurzů narušují mezinárodní ekonomickou směnu, když způsobují firmám problémy s předpovědí míry zisku či návratnosti investic. Zatímco proti volatilitě se lze pojistit nákupem měn v předstihu), proti déletrvajícím výkyvům (delším než rok) to v podstatě nelze. Významné změny kurzů, často související s domácí hospodářskou politikou, navíc aktivizují politické zájmy. Silný dolar v 80. letech (Reaganova administrativa snížila daně, ale nesnížila výdaje – nerovnováha platební bilance byla řešena zvýšením úrokových měr, což vedlo k přílivu kapitálu a vysoké poptávce po USD) zhoršil exportní výkonnost amerických firem a to vedlo v roce 1985 k přijetí požadavku na „férový obchod“ v rezoluci namířené proti Japonsku. Náklady plovoucích měnových kurzů tak mohou být významné.[24]

Hlavní ekonomické velmoci se opakovaně pokoušely o kooperaci v oblasti měnových kurzů. Nejvyšší úroveň spolupráce byla patrná právě na konci 80. let. Po většinu období současného mezinárodního měnového uspořádání však převládala nečinnost, zejména v případě USA. Reaganova administrativa interpretovala rostoucí kurz USD jako znak silné pozice americké ekonomiky, poté co se v důsledku silného dolaru začala zhoršovat exportní výkonnost amerických firem, byla kurzová politika přehodnocena. Spojené státy iniciovaly schůzku v hotelu Plazza v New Yorku. Dohoda z roku 1985 (snížení hodnoty USD vůči jenu a marce o 10, resp. 12 procent a závazek intervenovat za účelem dosažení tohoto cíle) vedla k obratu. Když na základě této společné akce „skupiny 5“ (USA, Německo, Japonsko, Británie, Francie) došlo v následujících dvou letech k poklesu kurzu USD o 40 procent, začalo se hovořit o širší spolupráci. Tyto diskuze přerostly užší téma směnných kurzů a byla z nich patrná ambice spolupracovat na vytvoření zásadnějšího mechanismu managementu světové ekonomiky (vytvoření tzv. cílových zón).[25]

Zásadním problémem v mezinárodní ekonomice je politická citlivost přizpůsobení ekonomiky konkrétní země nové situaci. V případě snížení konkurenceschopnosti je třeba realokovat zdroje z oblasti utlumované do oblasti perspektivní a/nebo zvýšit produktivitu práce. Významné politické a sociální dopady většinou vedou k odkládání koncepčních kroků, resp. jsou vytvářeny mechanismy, které využitím veřejných prostředků či vytvořením bariér administrativní povahy snižují tlaky na změny v ekonomických strukturách. S tím obvykle souvisí nárůst poptávky po protekcionistických opatřeních, výskyt obchodních sporů a obecně růst napětí. Často je pak nalezen viník složité hospodářské situace mimo hranice národní ekonomiky (USA kritizovaly Japonsko, dnes Čínu, Francie viděla viníka hospodářských ochlazení v USA, později v Německu atd.). Cílem mezinárodní kooperace by mělo být oslabení dopadů a politické citlivosti reforem pro ekonomiku v problémech. V případě, že Spojené státy mají deficit obchodní bilance a fiskální deficit, tak souběžně s omezováním rozpočtového deficitu v USA (restrikce omezující domácí poptávku) by mělo dojít k expanzi v Japonsku a Německu. Tím by byla zajištěna „náhradní“ poptávka po americké produkci mimo domácí ekonomiku a náraz by byl značně utlumen. Takové míry kooperace, která by vedla k nějaké institucionalizaci naznačeného postupu, však nebylo nikdy dosaženo. I v užší oblasti spolupráce

[24] Grieco a Ikenberry 2003. *State Power and World Markets*.
[25] Grieco a Ikenberry 2003. *State Power and World Markets*.

při managementu měnových kurzů je společná akce nejvýznamnějších hráčů výjimečná. To souvisí především se skepsí ohledně efektivity intervencí v období integrovaných finančních trhů (vládní intervence jsou jen malým impulzem, který může být snadno ignorován v obrovských obratech na finančních trzích). Spojené státy a Evropská centrální banka (ECB) intervenují jen výjimečně, jinak tomu je v případě Japonska, které po tomto nástroji sahá častěji. V posledních letech před finanční krizí došlo jen ke dvěma kooperačním intervencím (v roce 1995 proti oslabujícímu USD a v roce 2000 proti klesajícímu euru).[26]

Za problém globálního významu je dnes obecně považován chronický deficit běžného účtu platební bilance Spojených států. Přestože USA vykazují deficity více než třicet let, jejich současná výše je bezprecedentní a dosahuje pěti procent hrubého domácího produktu. Existují pak pochopitelně země, které disponují velkými obchodními přebytky (Japonsko asi tři procenta HDP, Čína a země jihovýchodní Asie šest procent HDP). Spojené státy takto „vyvážejí svou poptávku", na jedné straně konzumují více, než kolik produkují, na straně druhé však umožňují růst asijských ekonomik tažený exportem. Je však otázka, zda je situace USA dlouhodobě udržitelná. Spojené státy konzumují asi šest procent celkových světových úspor. Roste tak velice rychle americký státní zahraniční dluh – dosahuje více než 26 procent HDP,[27] čistá zadluženost (celkový dluh po odečtení cizích aktiv vlastněných americkými rezidenty) tvoří 2,7 bilionu USD, tedy asi 20 procent HDP.[28] Zdá se tak být nevyhnutelné výrazné oslabení USD (určitě by pomohla i významná apreciace čínského jüanu, ke které by došlo, pokud by Čína uvolnila regulaci kurzu). Existují obecně dva scénáře přizpůsobení – USA nebudou schopny krýt deficity ze zahraničních půjček a budou nuceny rychle se přizpůsobit za cenu tvrdých dopadů, nebo dojde k výše popsané kooperaci (zvýšení poptávky na významných zahraničních trzích a souběžná fiskální restrikce v USA), která by byla výrazně měkčím a na domácí politické scéně přijatelnějším řešením. Takovéto řešení však předpokládá lokální povahu krize, v případě celosvětových problémů je vzájemná kooperace při řešení problémů s nerovnováhami platebních bilancí velmi nepravděpodobná, protože vzniká situace ne nepodobná hře s nulovým součtem, přesně taková, která vedla k politikám „ožebrač svého souseda" a k rozpadu systému mezinárodního obchodu ve 30. letech 20. století.

[26] Oatley 2006. *International Political Economy*, 252–254.
[27] Department of the Treasury. *Major Foreign Holders of Treasury Securities.*
[28] Bureau of Economic Analysis. *U. S. Net International Investment Position at Yearend 2009.*

PLATEBNÍ BILANCE

Při analýze mezinárodních toků je velmi užitečný rozbor dat pomocí metodiky **platební bilance**. Platební bilance[29] je bilanční účet státu, který systematicky zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Jedná se tedy o tokovou veličinu. Naopak **investiční pozice** státu vůči zahraničí a **zahraniční zadlužení** jsou veličiny stavové a udávají konkrétní sumu v určitém časovém okamžiku. Všechny tyto ukazatele jsou velmi důležité, ovšem každý v jiném kontextu. Analýza platební bilance je důležitá pro zachycení trendů, ke kterým dochází v hospodářství, investiční pozice a zahraniční zadlužení jsou důležité pro analýzu aktuálního stavu. Základní struktura platební bilance, vycházející z *Příručky k sestavování platební bilance IMF* (páté vydání, 1993), zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet a změnu rezerv. V této struktuře je platební bilance publikována Českým statistickým úřadem počínaje údaji za rok 1997, předchozí roky byly podle ní upraveny.[30]

V **běžném účtu** jsou zachyceny toky zboží (vývoz a dovoz) a služeb (příjmy a výdaje z dopravních služeb, cestovního ruchu a ostatních obchodních a neobchodních služeb), které tvoří **obchodní bilanci**. Pokud vývozy ze země jsou větší než dovozy, říkáme, že země má přebytek obchodní bilance, v případě, že dovozy převyšují vývozy, je obchodní bilance státu v deficitu. Dalšími položkami běžného účtu jsou výnosy z kapitálu, investic a práce (úroky, dividendy, reinvestované zisky, pracovní příjmy), které jsou součástí **bilance výnosů**. Do běžného účtu se zahrnují další, většinou méně významné položky jako kompenzující údaje k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (běžné jednostranné převody, jako např. dary, výživné, penze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.). Celkový součet jednotlivých položek běžného účtu rozhoduje o tom, jestli ten je v přebytku, nebo naopak v deficitu. V médiích dochází k velmi častým diskuzím na téma deficitů jedné či druhé části platební bilance, avšak rozdíly mezi jednotlivými položkami nejsou často adekvátně reflektovány, a může proto dojít k matoucímu výkladu problematiky a nesprávnému určení příčin problémů.

[29] Následující rozbor platební bilance je postaven na přístupu Českého statistického úřadu. Online zdroj: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/metodicke_poznamky_cr_makroekonomicka_tabulka.
[30] Především v amerických textech autoři nerozlišují mezi kapitálovým a finančním účtem a transakce na obou účtech shrnují pod jednu položku s názvem kapitálový účet, což může při analýze dat vyvolávat nechtěná nedorozumění.

Kapitálový účet tvoří převody kapitálového charakteru související s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů, vlastnickými právy k fixním aktivům (investiční granty) a převody nevyráběných, nefinančních hmotných aktiv (např. půda, pozemky pro zastupitelské úřady) a nehmotných práv (patenty, licence, autorská práva aj.). Kapitálový účet při analýze platební bilance většinou nehraje významnější roli.

Finanční účet zahrnuje transakce spojené se vznikem, zánikem a změnou vlastnictví finančních aktiv a pasiv vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Poskytuje informace o finančních (kapitálových) tocích v členění na přímé investice (základní jmění a ostatní kapitál), portfoliové investice majetkového a dluhového charakteru, finanční deriváty (operace bank) a ostatní investice, dělené z časového hlediska na dlouhodobé a krátkodobé a členěné podle základních sektorů (ČNB, obchodní banky, vláda a ostatní sektory), pod něž spadají dodavatelské a bankovní úvěry, půjčky, depozita, členské podíly v mezinárodních neměnových organizacích aj. Za normálních okolností představuje finanční účet vyrovnávací položku k běžnému účtu, tj. země, které mají deficity běžného účtu platební bilance, je vyrovnávají přebytky na finančním účtu a naopak. Přebytek na finančním účtu znamená, že země zažívá příliv zahraničního kapitálu, zjednodušeně lze říci, že si půjčuje v zahraničí. Deficit na finančním účtu znamená odliv kapitálu do zahraničí, tedy že země půjčuje do zahraničí.

Devizové rezervy představují krátkodobá (likvidní) zahraniční aktiva České národní banky ve směnitelných měnách (vklady v zahraničních bankách, poskytnuté úvěry, zásoba cenných papírů, valut a zlata, zvláštní práva čerpání, rezervní pozice u IMF) použitelná k financování a regulování nerovnováhy platební bilance. Podkladem pro jejich propočet je výkaz ČNB o devizové a korunové pozici (měsíční periodicita). U změny devizových rezerv znamená znaménko minus nárůst. V méně obvyklých případech, kdy stát má zároveň deficity (přebytky) jak na běžném, tak na finančním účtu nebo přebytky/deficity na jednom nejsou vyrovnány deficity/přebytky na druhém, dochází k jejich vyrovnávání pomocí změny devizových rezerv. Například pokud je stát jak v případě běžného, tak v případě finančního účtu v přebytku, dochází k nárůstu držby devizových rezerv.[31]

Chyby a opomenutí jsou dopočtovou položkou mezi výsledným saldem běžného, kapitálového a finančního účtu na jedné straně a změnou devizových rezerv na straně druhé, představují saldo neidentifikovaných toků v běžném, kapitálovém a finančním účtu. Součet všech položek platební bilance musí být **z definice roven nule**. Platební bilance jako celek je tak vždy vyrovnaná. Přebytky na jednom z účtů jsou možné, pouze pokud

[31] Příkladem země, která má poměrně často zmíněnou strukturu platební bilance, je Čína.

jsou kompenzovány deficity na jiném účtu. Nelze provést nákup zahraničního zboží, pokud si na něj nevydělám prodejem svého zboží (vyrovnání v rámci běžného účtu) nebo pokud na něj nezískám prostředky ze zahraničí jiným způsobem, např. bankovní půjčkou v zahraniční měně (v tomto případě je deficit na běžném účtu vyrovnán přebytkem na finančním účtu). Z podobného důvodu musí být i součet všech běžných účtů všech zemí světa roven nule – dovozy jedné strany vždy musí být vývozy druhé strany a v souhrnu se tak musí vyrovnávat.[32] To samé platí pro finanční účet.

Podle standardního ekonomického vysvětlení nejsou deficity jednotlivých položek platební bilance problémem. Konkrétní toky jsou v tomto pojetí pouze vyjádřením vůle subjektů trhu k obchodování na světovém trhu na základě jejich vlastních preferencí. Merkantilistická teorie usilující o prosazování přebytkové obchodní bilance je tudíž z tohoto úhlu pohledu pomýlená. Jejím hlavní dopadem je distorze trhu a omezení vůle subjektů trhu vyjádřit své preference svobodným mezinárodním obchodováním. Tato kritika merkantilismu je velmi účinná, pokud budeme k mezinárodní ekonomice přistupovat jako k neměnnému, statickému systému, který se řídí komparativní výhodou. V případě, že budeme o světovém hospodářství uvažovat jako o dynamickém systému a naším cílem bude dosažení hospodářského růstu, tak některé merkantilistické politiky se mohou dostat zpět do hry.

V praxi však dochází ke krizím, které vznikají mj. v důsledku nerovnováh platební bilance, poměrně často. Klasickým scénářem jsou dlouhotrvající deficity běžného účtu platební bilance, které se časem stávají neudržitelnými. Země si v tomto případě žije nad poměry a půjčuje si na své současné výdaje v zahraničí. Pokud nejsou tyto prostředky využity pro genezi hospodářského růstu, ale naopak proplýtvány ve spotřebě, k vedení válečných dobrodružství nebo využity ke spekulaci a tvorbě cenové spirály na trhu aktiv, dochází po určité době v zemi ke krizi v důsledku nerovnováhy platební bilance. Domácích zdrojů takovéto krize může být několik, mezi nejdůležitější lze zařadit selhání vlády a selhání finančních trhů. Krize může však být spuštěna i vnějšími okolnostmi. O konkrétní podobě těchto tzv. **dluhových krizí** pojednává následující kapitola. My se dále v textu podíváme na možnosti vyrovnávání platební bilance v závislosti na existujícím kurzovém mechanismu.

[32] Pokud však skutečně sečteme běžné účty všech zemí, zjistíme, že svět jako celek má permanentní deficity obchodní bilance. Vzhledem k tomu, že nedochází k žádnému meziplanetárnímu obchodu, je zřejmé, že vlády systematicky podhodnocují své vývozy a naopak nadhodnocují dovozy, pomocí účtu chyb a opomenutí jsou tyto tendence vyrovnávány a platební bilance světa jako celku je tak opravdu vyrovnaná. World Trade Organization. 2010. *International Trade Statistics*.

PROBLEMATIKA VYROVNÁVÁNÍ PLATEBNÍ BILANCE

V současném prostředí demokratické politiky a všeobecného volebního práva si vlády více než obvykle přejí dosáhnout tzv. **nedosažitelné trojice** – stabilních směnných kurzů, volných toků kapitálu a autonomní hospodářské politiky zároveň. V průběhu 19. století nebylo udržování stability mezinárodního měnového systému příliš složité, vzhledem k absenci volebního práva, a tudíž poměrně slabým tlakům mas vlády obětovaly domácí autonomní hospodářskou politiku, byly ochotné tolerovat poměrně silné deflační tlaky v hospodářství a vysokou nezaměstnanost, která je doprovázela.[33] Pro měnový systém byla charakteristická stabilita směnných kurzů a volný pohyb kapitálu. Brettonwoodský systém byl v důsledku politických změn postaven tak, aby zajistil kurzovou stabilitu a domácí autonomii hospodářské politiky, volný pohyb kapitálu byl do značné míry omezen. Postupný nárůst nerovnováh v mezinárodním obchodě a rostoucí kapitálové toky však vedly k rozpadu systému, státy se rozhodly obětovat měnovou stabilitu a jít cestou autonomní domácí hospodářské politiky a volného pohybu kapitálu. Problematikou mezinárodního pohybu kapitálu se podrobněji zabývá následující kapitola. My si dále ukážeme možnosti vyrovnávání platební bilance v systému pevných kurzů a v systému pohyblivých kurzů.

V systému pevných kurzů centrální banky intervenují na měnovém trhu, aby udržely ohlášený směnný poměr své měny k cizí měně či koši měn. Pokud se jedná o krátkodobý problém, je intervence centrální banky většinou dostatečná k nastolení rovnováhy. Pokud ale země zároveň zažívá dlouhodobé deficity běžného účtu platební bilance a dojdou jí externí zdroje financování těchto deficitů (investoři odmítnou zemi dále půjčovat) a centrální bance dojdou devizy nutné pro provádění intervence, musí být tento deficit vyrovnán. V systému pevných kurzů k tomu může dojít pouze pomocí změny domácí cenové hladiny – v tomto případě tedy pomocí deflace se všemi jejími průvodními jevy, o kterých jsme již pojednali dříve. V systému plovoucích kurzů se centrální banky k ničemu nezavazují, k vyrovnávání platební bilance dochází automaticky pomocí změny kurzu měn. Pokud země dováží více, než vyváží, její kurz časem depreciuje, což vlastně znamená pokles cen jejích výrobků v zahraničí, dojde k nárůstu exportů a poklesu importů (zahraniční zboží zdraží) a obchodní bilance bude vyrovnána. Cenou za takovéto automatické vyrovnávání platební bilance je samozřejmě kurzová nestabilita. Vidíme, že k vyrovnání nerovnováh v rámci platební bilance je v obou případech potřeba změny cen. V případě pevných kurzů se přizpůsobí domácí ceny a směnný kurz (cena jedné měny vyjádřená ve druhé měně) zůstane zachován, v případě volně plovoucích kurzů se změní směnný kurz, domácí cenová hladina zůstane zachována.[34]

DOPLNIT MEZI ZKRATKY?

[33] Eichengreen 2008. *Globalizing Capital*, 29–31.

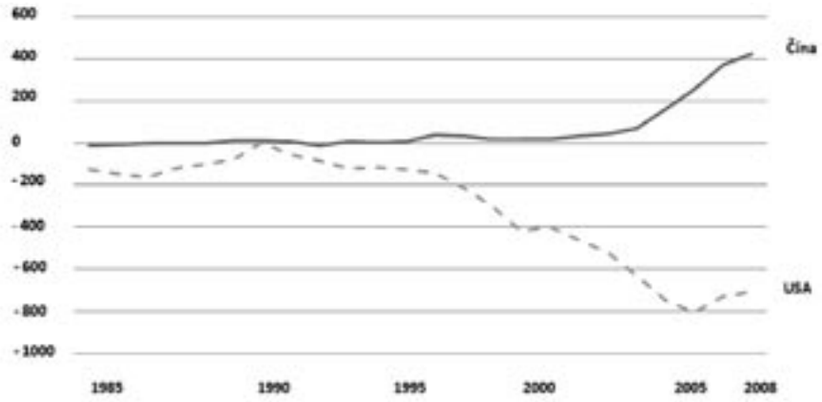
PŘÍKLAD 10. GLOBÁLNÍ NEROVNOVÁHY

Světovou ekonomiku je v současnosti možné v jistém smyslu dělit **na dva bloky zemí**. **Vyspělé ekonomiky** procházejí již delší dobu obdobím mírného růstu (USA, EU) či stagnace (Japonsko), zatímco **velké nastupující ekonomiky** (EM – především Čína, ale také Indie a Rusko) zaznamenávají znatelně vyšší, exportem tažený růst. **Výsledkem je nerovnovážný stav v podobě značných deficitů běžných účtů platební bilance** na straně jedné (**USA**, velké ekonomiky eurozóny s výjimkou Německa) a podobně **obřích přebytků** na straně druhé (**Čína**, Německo, Japonsko, exportéři ropy a zemního plynu). Rychle rostoucí **EM přitahují zahraniční investice z vyspělých zemí**, což způsobuje zvyšování jejich devizových zásob a tlak na posilování jejich měn. Silná měna by ovšem snížila **konkurenceschopnost** jejich **exportů**, které jsou (vzhledem k tomu, že EM v porovnání s vyspělými zeměmi nemají dostatečnou domácí spotřebu) **nutné pro udržování vysokého tempa růstu**. To je zase nezbytné jednak pro **návratnost investic** (viz případ asijské finanční krize), jednak pro **udržování zaměstnanosti**, která je zase podmínkou sociální a politické stability. **Nastupující ekonomiky** proto udržují své měny **uměle podhodnocené**, a to prostřednictvím nákupů zahraničních měn, typicky dolaru. Nejviditelnějším případem je vztah USA a Číny, která dle různých odhadů udržuje kurz renminbi vůči dolaru podhodnocený asi o 40 procent, což vede ke zvyšování deficitu platební bilance USA. Spojené státy, resp. **FED** naproti tomu ve snaze o hospodářské oživení udržuje **velmi nízké úrokové sazby** (ty se blíží nule), čímž do oběhu pouští **velké objemy levných peněz.** Jejich část potom míří právě na trhy EM s vyššími úrokovými sazbami (tzv. **carry-trade**) a současně se tím **snižuje hodnota dolaru**. Tím se zvyšuje konkurenceschopnost exportů a snižuje hodnota dluhu. Na to jsou **EM nuceny** – v zájmu zachování exportní konkurenceschopnosti – **reagovat rovněž devalvací**. Brazilský ministr financí Guido Mantega tak po **sérii devalvací Japonska, Jižní Koreje, Tchaj-wanu, potlačení apreciace renminbi** a 25procentním posílení brazilského reálu vůči dolaru v září 2010 prohlásil, že svět se ocitl v **měnové válce. EM** jsou rovněž **vystaveny riziku odlivu tohoto kapitálu** (tzv. **hot money**) ve chvíli zvýšení úrokových sazeb ve vyspělých zemích. **Hromaděním dolarových rezerv** se tyto země (typicky **Čína**) navíc dostávají do situace (tzv. **dolarové pasti**), kdy je devalvace dolaru výrazně kapitálově poškodí (tj. sníží se hodnota těchto rezerv: při odhadu jejich výše na dva biliony dolarů by to při třicetiprocentním posílení renminbi znamenalo ztrátu 600 miliard dolarů, tj. více než 10 procent jejího HDP). Na druhou stranu jejich prodej zase přispěje k devalvaci dolaru, což utlumí jejich export. V této napjaté situaci hrozí vyspělé státy zavedením **kompenzačních cel** na dovozy z EM (popř. omezením nákupu

[34] Gilpin 2001. *Global Political Economy*, 244–245.

dolarových dluhopisů). Rozvíjející se země naopak zvažují, či dokonce již zavádějí či posilují **omezení** (typicky zdaněním) **kapitálových toků** (např. Brazílie, Jižní Korea nebo Thajsko). Objevují se také **návrhy** (Číny a Ruska) **na reformu celého měnového systému a nahrazení dolaru coby rezervní měny** novou „suprasuverénní" rezervní měnou (nejspíše odvozenou od SDR), popřípadě globálním užíváním renminbi. Také Brazílie (opět) volá po nastolení „nového ekonomického řádu". **Jednání obou „bloků" tedy sleduje spíše logiku relativních zisků a ztrát** nežli řešení, které by prospělo světové ekonomice jako celku. Tím by byla nejspíše apreciace podhodnocených měn a zvýšení úrokových sazeb ve vyspělých ekonomikách. Na posledním **setkání G20 v Soulu** v říjnu **2010** se účastníci shodli na nutnosti odstranit obchodní nerovnováhy a vystříhat se konkurenčních devalvací. Žádná konkrétní opatření, jako např. Spojenými státy a Jižní Koreou prosazované čtyřprocentní stropy pro přebytky či deficity platební bilance (v porovnání vůči HDP), ovšem přijata nebyla. Proti se postavilo např. Německo, Japonsko či Brazílie. USA se rovněž nepodařilo získat podporu ostatních vyspělých zemí s pasivní obchodní bilancí k vytvoření společného tlaku na Čínu.

Vývoj běžného účtu platební bilance Číny a USA mezi lety 1985 a 2008 v miliardách dolarů



Zdroj: WB 2010.

Zdroje:

Kaiser, E. a Wroughton, L. 2010. *Tinge IMF Meetings*. Rueters.
Krugman, P. 2009. „China's Dollar Trap". In: *New York Times*. Online zdroj: http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html.
Mallaby, S. 2009. „Beijing's Would-Be Houdinis". In: *Washington Post*. Online zdroj: http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/05/25/AR2009052502110.html.
Sabnavis, M., Subramanian, K. a Paradkar, S. 2010. *The Anatomy of the Currency War*. CARE Ratings.
Wheatley, J. a Garnham, P. 2010. „Brazil in ‚currency war' alert". *Financial Times*. Online zdroj: http://www.ft.com/cms/s/0/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a.html#axzz17B1DMsxq.
WB statistics 2010. Online zdroj: http://data.worldbank.org/.
Webster, S. C. 2009. „China's top banker proposes new world reserve currency". In: *Therawstory*. Online zdroj: http://www.rawstory.com/news/2008/Chinese_central_bank_proposes_new_world_0323.html.

POLITICKÁ EKONOMIE MĚNOVÉ A KURZOVÉ POLITIKY

Viděli jsme, že konkrétní měnová politika, kterou stát zvolí, s sebou přináší řadu dopadů na domácí hospodářství a jednotlivé zájmové skupiny. Tato část se zaměřuje na determinanty státních měnových politik v závislosti na konkrétních dopadech měnových politik a v závislosti na postavení státu v mezinárodním systému. Nejprve se pokusíme odpovědět na otázku, jakou politiku budou vykonávat demokratické vlády sledující svůj vlastní zájem, tj. znovuzvolení. Budeme pokračovat analýzou distribučních dopadů měnových politik a politik nutných k vyrovnání platební bilance na různé skupiny obyvatelstva. Nakonec se posuneme do systémové roviny mezinárodních vztahů a pokusíme se najít determinanty měnové politiky i v této rovině.

Politickohospodářský cyklus a měnová politika

Viděli jsme, že vlády se v průběhu doby čím dál více kloní k udržení autonomie hospodářské politiky na úkor měnové stability. Jaká je příčina tohoto posunu? Od přelomu 19. a 20. století dochází k šíření masové demokracie ve stále více zemích světa. Vlády těchto zemí se musí při snaze o znovuzvolení stále více spoléhat na podporu čím dál větších mas obyvatelstva.[35] Tyto skupiny obyvatel mají tendenci odměňovat vlády na základě změn v dosažené životní úrovni, která je do značné míry determinována hospodářskou výkonností země. Keynesiánská revoluce v ekonomii z 30. let 20. století dala vládám teoretické nástroje, na základě kterých bylo možné ovlivňovat (minimálně krátkodobě) hospodářskou výkonnost země. V případě hospodářských potíží se tak vlády ve stále větší míře odhodlávaly k použití **expanzivní monetární a fiskální politiky** ve snaze podpořit hospodářský růst. Použití těchto politik bez mezinárodní koordinace vedlo k nabourávání stability směnných kurzů. Zvolená politika totiž v delším období vedla ke změně cenové hladiny, a pokud podobné politiky nebyly používány v ostatních zemích a jejich cenová hladina nedoznala podobné změny, došlo ke

[35] Tento názor vychází ze závěrů teorie veřejné volby o determinaci politiky na základě sledování vlastního zájmu, v případě volených představitelů je vlastním zájmem logicky znovuzvolení.

vzniku tržních nerovnováh a nerovnováhy platební bilance, která musela být časem nějakým způsobem vyřešena. Řešení pomocí deflační politiky nebylo pro vlády demokratických zemí z obavy o znovuzvolení přijatelné, proto se rozhodly raději obětovat měnovou stabilitu, než aby přišly o hospodářskou autonomii. Na základě tohoto vysvětlení lze předpokládat, že vlády se budou snažit použít expanzivní hospodářské politiky v adekvátním předstihu před volbami, tak aby jejich účinky byly maximálně citelné v období voleb.[36]

Redistribuční dopady měnové a kurzové politiky

Rozdílné měnové politiky mají rozdílné dopady na redistribuci příjmů a bohatství uvnitř států. Existuje několik přístupů, které se tyto redistribuční dopady snaží popsat a na jejich základě dále vysvětlit politiky, jež vznikají jako reakce na takovéto redistribuce. Každý z těchto přístupů má za určitých okolností poměrně silný explanační potenciál. Prvním z přístupů je tzv. **stranický model**. Podle tohoto modelu se voliči pravice většinou rekrutují z bohatší části populace a podporují cenovou stabilitu, která má zabránit ztrátě hodnoty jejich peněžního bohatství. Pravicové strany by podle tohoto modelu měly usilovat o dosažení nízké inflace. Naopak voliči levicových stran se většinou rekrutují ze zaměstnanců s nižšími příjmy, vzhledem k velmi nízké úrovni peněžního bohatství bude tato skupina obyvatel ochotna obětovat cenovou stabilitu a bude raději volit expanzivní hospodářskou politiku, jejímž cílem bude udržení zaměstnanosti, a to i přes následné inflační dopady. Podle stranického modelu se bude stát snažit zachovat svou autonomii v hospodářské politice a bude ochoten obětovat kurzovou stabilitu, i když v případě obou stran politického spektra z rozdílných příčin. V případě pravicových stran půjde o snahu zabránit případným inflačním tlakům z mezinárodního prostředí, v případě levicových stran půjde o snahu zabránit nutnosti přizpůsobení nerovnováh platební bilance skrze deflaci, která by nabourala možnosti využití expanzivní hospodářské politiky.[37]

Druhé vysvětlení pracuje s redistribučními dopady měnových politik na základě jednotlivých **sektorů hospodářství**. Tento přístup rozděluje domácí subjekty na exportní sektor, finanční sektor a sektor neobchodovatelného zboží.[38] Každý z těchto sektorů má jiné preference ohledně zvolené měnové politiky. Exportní sektor preferuje stabilní a pokud možno podhodnocené kurzy, protože jeho příjmy jsou generovány z velké části

[36] Oatley 2006. *International Political Economy*, 266–269.
[37] Oatley 2006. *International Political Economy*, 270–274.
[38] Příkladem jsou státní úředníci, většina právníků, lékařů, kadeřníci, pekaři atd.

v zahraničí, zatímco náklady doma. Podhodnocené kurzy zvyšují poptávku po produkci tohoto sektoru a následně jeho příjmy. Naopak sektor neobchodovatelného zboží preferuje autonomii domácí hospodářské politiky a pokud možno nadhodnocené kurzy. Autonomie domácí hospodářské politiky je podporována, protože tento sektor generuje své příjmy výlučně na základě domácí poptávky. Díky nadhodnoceným kurzům je tento sektor schopen spotřebovávat levnější zboží ze zahraničí. Postoj finančního sektoru je ambivalentní, tento sektor je do značné míry závislý na mezinárodních finančních tocích, které vyžadují jistou míru stability, na druhou stranu je to právě volatilita, na které tento sektor nejvíce vydělává.[39]

Měnová politika nemá redistribuční dopady pouze na různé skupiny obyvatelstva uvnitř států, ale rovněž **mezi jednotlivými státy**. Státy v mezinárodním prostředí usilují o přenesení negativních dopadů, které vznikají na základě potřeby vyrovnávat nerovnováhy v platební bilanci, na druhé země. V takovéto situaci je důležitý rozdíl mezi státy s přebytky a státy s deficity běžného účtu platební bilance. Státy s přebytky běžného účtu jsou v tomto případě ve výhodě, protože se nikdy nemohou dostat do situace, kdy by musely svou domácí politiku přizpůsobit kvůli neschopnosti bránit žádoucí kurz pomocí devizových rezerv, tyto země devizové rezervy naopak akumulují. Díky tomu jsou schopné udržovat podhodnocený kurz v podstatě donekonečna. Naopak státy s deficity běžného účtu tahají za kratší konec, a to ať v případě fixních, nebo v případě volně plovoucích kurzů. V případě existence fixního kurzu povede neustálá potřeba bránit kurz zemi do situace, kdy jí dojdou devizové rezervy a bude se muset přizpůsobit pomocí bolestné deflační politiky. Z čistě technického hlediska by podobného cíle bylo dosaženo i pomocí inflační politiky v přebytkové zemi, ale deficitní země nemá většinou k dispozici prostředky, jak by k takové politice svého partnera přiměla. V situaci volně plovoucích kurzů může země s přebytky zabránit zhodnocení svého kurzu tím, že bude odčerpávat cizí měnu z oběhu a bude ji akumulovat ve svých rezervách. Tímto způsobem je možné udržovat přebytky na běžném účtu platební bilance. Problematika přizpůsobení států v případě nerovnováh platební bilance je politicky nesmírně citlivé téma. Na brettonwoodské konferenci navrhli britští představitelé automatický vyrovnávací mechanismus, který by nutil nést náklady na přizpůsobení jak přebytkovou, tak deficitní zemi. Vzhledem k tehdejší pozici USA jakožto přebytkové země nebyl návrh přijat a nutnost přizpůsobení tak de facto leží téměř vždy na bedrech deficitní země.[40]

[39] Oatley 2006. *International Political Economy*, 274–279.
[40] V současném společenském klimatu většiny zemí je navíc takovéto řešení morálně ospravedlnitelné, protože to jsou právě tyto deficitní země, které si „žijí nad poměry".

PŘÍKLAD 11. SROVNÁNÍ HOSPODÁŘSKÝCH TOKŮ MEZI USA A JAPONSKEM A USA A ČÍNOU

Jedním ze strukturálních rysů světové ekonomiky se v posledních zhruba třiceti až čtyřiceti letech stala **nerovnováha obchodní bilance mezi největšími světovými ekonomikami**. Vyspělé země v čele se Spojenými státy tak typicky velkým nastupujícím ekonomikám jako Čína vytýkají **udržování podhodnocených kurzů** a omezování (exportem taženého) růstu v rozvinutých zemích. Rozvíjející se země naproti tomu poukazují na **nízké úrokové sazby**, jimiž vyspělé země povzbuzují investice a spotřebu a současně tím stimulují příliv především krátkodobých investic na jejich trhy, které se vykazují vyššími sazbami. To se následně projevuje **inflačními tlaky**. Tím se vytvořil **vztah vzájemné závislosti mezi Spojenými státy coby největším importérem** na straně jedné a Japonskem **a v současnosti především Čínou coby největším exportérem** na straně druhé. Domácí poptávka USA umožňuje enormní růst exportů (a konsekventně také HDP) těchto zemí, zatímco odepírání domácí spotřeby exportních zemí a udržování přebytků zase umožňuje financování deficitu Spojených států nákupem jejich aktiv. To vše při zachování stávající (vysoké) životní úrovně obyvatel USA. **Výsledkem** jsou potom **enormní přebytky** (Čína 426 miliard USD v roce 2008), resp. **deficity** (USA 419 miliard USD v roce 2009) **platební bilance.**

Vývoj bilaterálního obchodu mezi Čínou a USA (miliardy dolarů)

	data Číny			data USA		
	X do USA	M z USA	bilance	X do Číny	M z Číny	bilance
1990	5,18	6,59	–1,41	4,81	15,24	–10,43
1995	24,71	16,12	8,59	11,75	45,54	–33,79
2000	52,10	22,36	29,74	16,19	100,02	–83,83
2006	203,47	59,21	144,23	55,22	321,51	–266,29

Pozn.: X = export; M = import. „Data Číny" vycházejí z ročenky vydávané čínským ministerstvem zahraničního obchodu; „data USA" vycházejí z údajů Amerického statistického úřadu.

Zdroj: Xu a Wang 2007. *The Empirical Analysis of Sino-US Trade Imbalance under the View of Industry Transference*, 4–5.

Případy Japonska 70. a 80. let a **Číny** posledních dvou dekád jsou důležité především vzhledem k velikosti obou ekonomik, a tedy jejich podílu na světovém exportu. **Japonsko** dosáhlo **v 80. letech cca desetiprocentního podílu, Čína se této hranici přiblížila v roce 2009**. Jedním z důsledků takto razantního zvýšení exportů je **narušení „rovnováhy koncesí"** v systému GATT/WTO. Hlavní obchodní partneři Číny a Japonska upozorňují na nutnost nalézt novou rovnováhu – jinými slovy snížit importy z těchto zemí. Oba případy spojuje několik znaků. Jde především o samotné obchodní přebytky, ale také **subvencování exportů** různými průmyslovými politikami, trvale **podhodnocenou měnu** vůči dolaru (nákup amerických dluhopisů) a **vysokou míru úspor**. Nalézt lze ovšem i řadu **odlišností**. **Japonsko** bylo v 80. letech již **etablovanou vyspělou zemí**, soutěžilo tedy se Spojenými státy spíše o exportní trhy a bilaterální deficit USA byl výsledkem importu výrobků, které USA mohly potenciálně vyvážet na japonský trh. Kupříkladu jen mezi lety 1983 a 1985 se tak obchodní přebytek Japonska zvýšil o 40 miliard USD, naopak obchodní bilance USA se zhoršila o 100 miliard USD.

Podobnosti a rozdíly Japonska v 70. a 80. letech a Číny v 80. a 90. letech

Podobnosti	Rozdíly
vysoká míra úspor	HDP/obyvatele; v Číně stále část populace pod dva dolary na den
exportně orientovaná strategie rozvoje	důležitá role zemědělských reforem (Č)
velký domácí trh	otevřenost průmyslovým importům (Č)
velký přebytek obchodní bilance s USA	zvláštní ekonomické zóny (Č)
velký podíl na světovém exportu	velký přebytek celkové obchodní bilance (J)
podezření z neférového obchodu a dumpingu	klíčová role FDI (Č)
subvencování vybraných odvětví	způsoby technologického transferu
průmysl orientovaný na export	vynucování práv duševního vlastnictví
podhodnocení měny	účast na vertikální specializaci
držba velkého objemu dluhopisů USA	centralizace průmyslu (J)
prověřování zemí, kam směřují FDI	průmyslová organizace *keiretsu* (J)
nedostatečná transparentnost	přímá konkurence exportům USA (J)
	garance bezpečnosti od USA (J)

Zdroj: Bown a McCulloh 2009. „U. S. – Japan and U. S. – China trade conflict: Export growth, reciprocity, and the international trading system", 672.

Čína byla a stále je **spíše chudou zemí** (alespoň pokud jde o HDP na obyvatele). Proto si pouze relativně menší počet spotřebitelů může dovolit koupit zboží, při jehož výrobě mají USA komparativní výhodu (např. hi-tech, automobily apod.). **Čínský dovoz na americký trh tak do značné míry nahradil importy z jiných zemí východní Asie.** V roce 1989 činil podíl obchodní výměny USA s Čínou devět procent (s Japonskem kolem 45 procent a zbytkem východní Asie potom 31 procent), kdežto v roce 2008 se podíl Číny zvýšil až na 31 procent (zatímco podíly Japonska a zbytku východní Asie klesly na cca devět procent u obou). **Reakce Spojených států** na příliv importů byla **v obou případech podobná**. Obecně se jednalo a jedná o využívání jak **protekcionistických opatření** v rozporu s pravidly GATT/WTO, tak např. o uplatnění **zvláštního ochranného mechanismu** (safeguard) nebo antidumpingových a vyrovnávacích tarifů. Jak s Japonskem, tak s Čínou byla rovněž vyjednána **dobrovolná omezení exportu**. V případě Japonska mezi nejznámější opatření patří zavedení stoprocentního

Je proto logické, že to jsou ony, kdo se musí přizpůsobit realitě. Problémem takovéhoto vysvětlení je skutečnost, že příčiny deficitů na běžném účtu v řadě případů nemusí ležet v rozmařilém životním způsobu obyvatel dané země (i když tomu tak samozřejmě někdy opravdu je), příčinou může být např. tržní selhání ve finančním sektoru.

cla na dovoz polovodičových čipů z roku 1987, v případě Číny se v současnosti ozývají hlasy (mj. např. Paula Krugmana) požadující zavedení 25procentního cla na všechno dovážené zboží (což by bylo v rozporu se zásadami GATT/WTO).

Zdroje:

Bown, Ch., P. a McCulloh, R. 2009. „U. S. – Japan and U. S. – China trade conflict: Export growth, reciprocity, and the international trading system". In: *Journal of Asian Economics*, Vol. 20.
Dean, J. M., Lovely, M. E. a Mora, J. 2009. „Decomposing China – Japan – U. S. trade: Vertical specialization, ownership, and organizational form". In: *Journal of Asian Economics*, Vol. 20.
Sato, R. 1988. *The U. S. Japan Trade Imbalance from the Japandese Perspectives*. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2479.
Xu, M. a Wang, S. 2007. *The Empirical Analysis of Sino-US Trade Imbalance under the View of Industry Transference*. Hangzhou: Nanjing University of Finance and Economics.
WB 2010. World Bank Statistics. Online zdroj: http://data.worldbank.org/.

Suverenita

Již bylo zmíněno, že v současném systému si vlády mohou zvolit z celé škály možností, jak nastavit svůj měnový kurz. V závislosti na tom, jaký měnový kurz si zvolí, pak buď udrží, nebo se naopak vzdají části své suverenity – možnosti vykonávat autonomní domácí hospodářskou politiku. Pokud bychom mezinárodní prostředí chápali čistě jako anarchický systém, ve kterém se státy především snaží o zachování své suverenity, nedávaly by politiky, při nichž se vlády dobrovolně vzdávají své domácí hospodářské autonomie, příliš smysl. Viděli jsme však, že v historii k takovému vývoji opravdu docházelo. Na druhou stranu je pravda, že časem v mezinárodním prostředí převládl systém, který umožňuje daleko větší domácí autonomii. Státy raději obětovaly mezinárodní kurzovou stabilitu, aby uchránily svou suverenitu v hospodářsko-politické oblasti.

Předchozí část analyzovala domácí zdroje měnové politiky státu, existují ale nějaké zdroje měnové politiky státu v systémové rovině mezinárodních vztahů? Podle Benjamina Cohena si státy cení své vlastní domácí měny z následujících důvodů. Zaprvé je to již mnohokráte zmiňovaná **autonomie domácí hospodářské politiky**. Zadruhé jsou to zisky plynoucí ze **seniorážе**. Státy získávají příjmy pouze na základě své schopnosti vytvářet peníze. Senioráž je zisk, který plyne emitentu peněz, a jeho výše je dána rozdílem mezi náklady na výrobu peněz a jejich skutečnou hodnotou.[41] Díky

[41] Například v České republice se náklady na výrobu bankovek pohybují mezi jednou a dvěma korunami, rozdíl mezi nominální hodnotou bankovky a náklady na její výrobu je příjmem státu.

seniorážе vzniká také tzv. inflační daň. Vzhledem k tomu, že stát je prvním uživatelem nových peněz, využívá je při stávající cenové hladině, která se přizpůsobuje až po vypuštění nových peněz do oběhu. Třetím důvodem pro uchování měnové nezávislosti je **izolace vůči zahraničnímu měnovému vývoji**. Stát je díky ní určitým způsobem chráněn před měnovými politikami ostatních vlád, např. před případnými inflačními tlaky mezinárodního prostředí. Dále je schopen využít svou měnu k pohodlnějšímu financování svých výdajů. Stát díky měnové nezávislosti může emitovat dluh ve vlastní měně, nad kterou má kontrolu, a tudíž má do značné míry i moc nad vlastní schopností kontrolovat splácení takového dluhu. Čtvrtým a posledním důvodem pro uchování měnové nezávislosti jsou **politicko-symbolické dopady** takovéto nezávislosti. Např. zvýšení národního povědomí, využití rozdílů my–oni, vyšší autorita v mezinárodním prostředí atd.[42]

Proti výše zmíněným faktorům působí efektivita a **internacionalizace**, která naopak tlačí státy k upuštění od požadavků na měnovou nezávislost. Maximální efektivnosti směny lze dosáhnout pomocí minimalizace transakčních nákladů na směnu. Nejvyšší efektivity směny je tak dosahováno v případě používání pouze jednoho prostředku směny, v mezinárodním prostředí to při volném působení tržních sil vede k preferenci čím dál menšího počtu měn pro mezinárodní transakce. Státy, jejichž hospodářství je silně internacionalizováno, musí zvážit přínosy měnové samostatnosti a dodatečné transakční náklady na směnu, které s sebou nese používání vlastní měny.

Některé státy jsou díky výhodám internacionalizace ochotny vzdát se jednoho či více atributů, které s sebou nezávislá měna přináší. V závislosti na konkrétních podmínkách tak v současném světě můžeme pozorovat obrovskou škálu měnových uspořádání, od naprostého vzdání se měnové autonomie a použití zahraniční měny jako domácího oběživa – **dolarizace** v případě některých zemí Latinské Ameriky či **euroizace** např. v případě Kosova, přes **měnové rady**, kdy se stát zaváže k vydávání pouze takového množství své měny, které odpovídá drženým rezervám cizí měny, na niž je domácí měna navázána (historickou zkušenost s měnovou radou mají např. Argentina, Bulharsko nebo pobaltské republiky), a systémy fixních kurzů (Čína) až po některý z typů více či méně flexibilních kurzů.[43]

Skutečnost, že s internacionalizací měny dochází k výnosům z rozsahu (jinak řečeno ke kumulativnímu snižování transakčních nákladů směny), s sebou nese i dopady na distribuci vah jednotlivých měn v mezinárodním měnovém systému. Měnové systémy mají samovolnou tendenci k upřednostňování jedné měny jako mezinárodní měny, tj. jako prostředku směny

[42] Cohen 2004. *The Future of Money*, 46–51.
[43] Cohen 2004. *The Future of Money*, 123–135.