

www.mgmtpress.cz

Jaroslava Durčáková / Martin Mandel
**MEZINÁRODNÍ
FINANCE**

4. aktualizované a doplněné vydání



MANAGEMENT PRESS, PRAHA 2010



**Tato publikace vychází s laskavým přispěním
UniCredit Bank Czech Republic, a.s.**

© Jaroslava Durčáková, Martin Mandel, 2000, 2003, 2007, 2010
Cover design © Petr Foltera, 2007, 2010
Všechna práva vyhrazena

ISBN 978-80-7261-221-5



Obsah

<i>Předmluva ke čtvrtému aktualizovanému a doplněnému vydání</i>	9
ČÁST 1 – PLATEBNÍ BILANCE A DEVIZOVÝ TRH	11
Kapitola 1 – Platební bilance	15
1.1 Vnější vztahy z pohledu platební bilance	15
1.2 Základní kategorie platební bilance	18
1.3 Empirie a praktická práce s platební bilancí	25
1.4 Platební bilance jako faktor devizové poptávky a nabídky	30
<i>Kontrolní otázky</i>	40
<i>Doporučená literatura</i>	41
Kapitola 2 – Devizový trh a kótování devizového kursu	43
2.1 Charakteristika devizového trhu	43
2.2 Velikost a struktura devizového trhu	52
2.3 Devizový kurs a jeho kótování	57
<i>Kontrolní otázky</i>	68
<i>Doporučená literatura</i>	69
ČÁST 2 – FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA DEVIZOVÉHO KURSU	71
Kapitola 3 – Fundamentální analýza – tradiční teorie devizového kursu	75
3.1 Fundamentální faktory a konstrukce prognostického modelu	75
3.2 Teorie parity kupní síly a inflační diferenciál	77
3.3 Teorie parity úrokové míry a úrokový diferenciál	89
<i>Kontrolní otázky</i>	101
<i>Doporučená literatura</i>	102
Kapitola 4 – Hlavní směry rozvoje teorií devizového kursu v současnosti	105
4.1 Platebně bilanční přístup ke kursu a vliv mezinárodního zadlužení	106
4.2 Monetární přístup ke kursu a nový pohled na vliv úrokových měr a reálného důchodu	109

Obsah | Mezinárodní finance

4.3	Přístup založený na teorii portfolia a význam rizikové prémie	113
4.4	Úloha očekávání, dlouhodobé a krátkodobé determinanty kursu	116
	<i>Kontrolní otázky</i>	120
	<i>Doporučená literatura</i>	121
Kapitola 5 – Technická analýza – prognózování budoucích spotových kursů na základě jejich minulého vývoje		123
5.1	Vztah fundamentální a technické analýzy	123
5.2	Technická analýza založená na statisticko-matematických metodách	126
	<i>Kontrolní otázky</i>	133
	<i>Doporučená literatura</i>	133
ČÁST 3 – DEVIZOVÝ TRH, DEVIZOVÉ OPERACE A DEVIZOVÁ EXPOZICE		135
Kapitola 6 – Forwardové a swapové devizové operace		139
6.1	Forwardová devizová operace	140
6.2	Swapové operace	156
	<i>Dodatek 1 – Prognózování budoucích spotových kursů pomocí forwardových kursů</i>	169
	<i>Kontrolní otázky</i>	177
	<i>Doporučená literatura</i>	178
Kapitola 7 – Další rozvoj termínových devizových trhů – futures a opce		181
7.1	Rozvoj finančních derivátů	181
7.2	Měnové futures	183
7.3	Měnová opce	194
	<i>Kontrolní otázky</i>	210
	<i>Doporučená literatura</i>	212
Kapitola 8 – Devizová expozice a devizové riziko		213
8.1	Úvodní charakteristika devizové expozice a možnosti jejího zajištění	214
8.2	Transakční devizová expozice	221
8.3	Ekonomická devizová expozice	235
8.4	Účetní (translační) devizová expozice	243
	<i>Dodatek 2 – Transakční a ekonomická devizová expozice z pohledu analýzy rozvahy a výsledovky</i>	255
	<i>Kontrolní otázky</i>	259
	<i>Doporučená literatura</i>	260

ČÁST 4 – MEZINÁRODNÍ INVESTOVÁNÍ	263
Kapitola 9 – Přímé investice	267
9.1 Přímé investice a jejich formy	267
9.2 Faktory motivující realizaci přímých investic	271
9.3 Podpora přílivu přímých investic a jejich efekty v tranzitivních ekonomikách	274
9.4 Propoččet efektivnosti zahraničních přímých investic	275
<i>Dodatek 3 – Problémy mezinárodního zdanění</i>	285
<i>Dodatek 4 – Riziko země</i>	291
<i>Kontrolní otázky</i>	303
<i>Doporučená literatura</i>	304
Kapitola 10 – Portfoliové investice a model CAPM v otevřené ekonomice	307
10.1 Rizikovost, výnosnost a likvidita u portfoliové investice	307
10.2 Empirický výzkum rizika při mezinárodním portfoliovém investování	314
10.3 Některé problémy mezinárodní diverzifikace	321
10.4 Model CAPM v otevřené ekonomice	324
<i>Kontrolní otázky</i>	338
<i>Doporučená literatura</i>	339
Kapitola 11 – Euroměnový a eurokapitálový trh	341
11.1 Euroměnový a euroúvěrový trh	341
11.2 Eurobondový trh	352
<i>Kontrolní otázky</i>	362
<i>Doporučená literatura</i>	363
ČÁST 5 – MEZINÁRODNÍ MĚNOVÁ POLITIKA A INSTITUCE	365
Kapitola 12 – Systémy devizového kursu	367
12.1 Klasifikace systémů devizových kursů	369
12.2 Systémy pohyblivých devizových kursů	378
12.3 Systémy pevných devizových kursů	382
12.4 Volba systému devizových kursů	389
12.5 Základní etapy vývoje kursu československé a české koruny	398
<i>Kontrolní otázky</i>	406
<i>Doporučená literatura</i>	406

Obsah | Mezinárodní finance

Kapitola 13 – Politika rovnováhy platební bilance	409
13.1 Pevný kurs a náprava výkonové bilance	410
13.2 Kursový vyrovnávací proces výkonové bilance	424
13.3 Nerovnováha výkonové (běžné) bilance a pohyby kapitálu	437
<i>Kontrolní otázky</i>	447
<i>Doporučená literatura</i>	447
Kapitola 14 – Mezinárodní měnové a finanční instituce a proces mezinárodní měnové integrace	451
14.1 Mezinárodní měnové a finanční instituce	452
14.2 Evropská měnová a finanční integrace	471
<i>Kontrolní otázky</i>	484
<i>Doporučená literatura</i>	484
<i>Rejstřík</i>	487
<i>O autorech</i>	493

Předmluva ke čtvrtému aktualizovanému a doplněnému vydání

Kniha *Mezinárodní finance* je určena především pro studenty třetího ročníku bakalářského studia na všech ekonomických fakultách. Její struktura, která se opírá o řadu řešených příkladů, je přizpůsobena i potřebám kombinovaného nebo distančního studia na oborech finance, účetnictví, bankovníctví, ekonomika a management. Ve výkladu postupujeme od základní charakteristiky platební bilance, devizového trhu a devizového kursu k jejich hlubšímu pochopení a k postupnému rozšíření o vzájemné souvislosti makroekonomických a mikroekonomických aspektů mezinárodních financí.

Celkové tematické zaměření knihy je orientováno na podnikový a bankovní sektor, zároveň však respektuje skutečnost vzájemného propojení makroekonomického a mikroekonomického pohledu v oblasti mezinárodních finančních vztahů. Knihu lze proto doporučit i jako základní učební text v rámci studijních programů MBA.

Podstatná část knihy je věnována jednotlivým typům devizových operací, zajištění devizového rizika, kapitálovým operacím v podobě přímých a portfoliových investic a fungování euroměnových a eurokapitálových trhů. Čtenář může získat poznatky nejenom o současných systémech devizového kursu, ale i o možnostech prognózování budoucího pohybu kursu pomocí fundamentální, technické a forwardové analýzy. V makroekonomických částech jsou vysvětleny základní souvislosti fungování malé otevřené ekonomiky z pohledu potřeb ekonomického analytika. Důraz je kladen na interakci pohybu kursu, úrokové míry, peněžní zásoby, cen a platební bilance. Závěrečná část informuje čtenáře i o problematice kursové politiky centrálních bank, jakož i o roli mezinárodních měnových a finančních institucí. Text je doplněn četnými grafy, schématy, boxy a příklady.

Ve snaze zachovat přiměřený rozsah knihy nebyly nakonec zařazeny kapitoly věnované podrobnějšímu výkladu problematiky devizových rezerv a mezinárodního platebního styku. V prvním případě jsme usoudili, že jde o úzce zaměřenou oblast, která je do určité míry pokryta kapitolou o portfoliových investicích. Ve druhém případě existuje četná, snadno dostupná a kvalitní česká literatura zabývající se touto problematikou.

Při zpracování knihy brali autoři v úvahu tu skutečnost, že předmět „mezinárodní finance“ se může učit ve dvou variantách – se zaměřením na makroeko-

Předmluva | Mezinárodní finance

nomické aspekty mezinárodních financí, nebo naopak s větším akcentem na oblast finančního řízení v mikrosféře. V prvním případě je možné vynechat kapitoly 7, 8 a subkapitoly 9.3, 10.3 a 11.2. Ve druhém případě doporučujeme do přednáškové činnosti nezařadit kapitoly 4, 13 a subkapitolu 14.1.

Čtvrté vydání knihy *Mezinárodní finance* bylo aktualizováno především v částech, které se věnují problematice fungování devizového trhu, systémů devizových kursů a vývoje platební bilance, resp. investiční pozice České republiky. V souladu s názory recenzentů a s připomínkami čtenářů byly upřesněny některé výkladové části věnované problematice transakční, ekonomické a účetní devizové expozice. Aktualizována je převážná část číselných časových řad a některé dílčí věcné informace navazující na teoretický výklad.

Autoři současně vyjadřují poděkování svým kolegům za účinnou pomoc, připomínky a postřehy při aktualizaci této publikace, zejména pak (v abecedním pořadí) doc. Karlu Brůnovi, prof. Janu Koderovi, doc. Jiřímu Málkovi, doc. Janě Markové, prof. Vladimíru Tomšíkovi a v neposlední řadě Ing. Janu Vejmělkovi. Za nemalou technickou pomoc pak děkují Tomáši Kunzovi.

*Autoři
Září 2010*

14.1 Mezinárodní měnové a finanční instituce

Poválečný měnový vývoj byl významně ovlivněn Mezinárodním měnovým fondem (MMF) a Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj (IBRD), nazývanou též Světovou bankou (World Bank). Obě instituce vznikly na základě mezinárodní dohody podepsané 22. 7. 1944 v Bretton Woods v USA jako výsledek snah připravit ještě před sklonkem 2. světové války předpoklady pro stabilní rozvoj mezinárodní měnové spolupráce v poválečném světě.

Podle místa svého vzniku jsou obě instituce často nazývány také brettonwoodskými institucemi. Na jednáních v Bretton Woods bylo současně rozhodnuto i založení Všeobecné dohody o clech a obchodu (GATT), která měla s Mezinárodním měnovým fondem a se Světovou bankou tvořit ucelenou jednotku.

Mezinárodní měnový fond

Mezinárodní konference v Bretton Woods se účastnilo 44 představitelů států, včetně všech vedoucích spojeneckých zemí z 2. světové války. Mezi zakládající členy MMF patřilo i Československo. Myšlenka zřídit nadnárodní mezinárodní finanční instituci se zrodila již v období deprese ve třicátých letech 20. stol. a byla motivována zkušenostmi a tíživými důsledky ze světového hospodářského rozvratu s touto krizí spojenými.

Koncepce mezinárodního měnového systému založená na brettonwoodských principech byla orientovaná na podporu světového obchodu a v něm volného pohybu zboží a služeb. Proto byl kladen důraz na postupnou likvidaci devizových omezení, odstranění diskriminačních opatření, zavedení směnitelnosti měn členských zemí a dodržování systému stabilních pevných kursů se striktně omezenými hranicemi jejich oscilace.

Hlavní **cíle MMF** byly stanoveny takto:

- podporovat mezinárodní měnovou součinnost stálou institucí, která zabezpečí mechanismus konzultací a spolupráce v mezinárodních měnových otázkách;
- usnadňovat rozmach a vyrovnaný růst mezinárodního obchodu a přispívat tak k podpoře a udržování vysokého stupně zaměstnanosti a reálného důchodu i k rozvoji výrobních zdrojů všech členů jakožto prvořadých cílů hospodářské politiky;
- podporovat kursovou stabilitu a čelit konkurenčnímu znehodnocování měny;
- napomáhat při rozvoji soustavy mnohostranného placení pro běžné transakce mezi členy a při odstraňování devizových omezení;

- umožnit členům dočasný přístup k všeobecným zdrojům MMF a umožnit jim tak napravit poruchy ve vyrovnávání jejich platebních bilancí;
- v souladu s výše uvedenými cíli zmírňovat stupeň nerovnováhy platebních bilancí členů MMF.

Hlavní **principy členství v MMF** byly stanoveny následovně:

1. Základem kursových vztahů se staly parity měn vyjádřené buď ve zlatě, nebo vztahem k americkému dolaru; k 1. 7. 1944 byl zlatý obsah dolaru vymezen na 0,888 671 gramů ryzího zlata a oficiální cena činila 35 USD za trojskou unci zlata.
2. Země byly povinny udržovat pohyb svých kursů v rozpětí $\pm 1\%$ od parity. Parity mohly být změněny pouze tehdy, pokud v zemi vznikla „základní nerovnováha“, přičemž změny větší než 10 % musely být do 72 hodin konzultovány s MMF.
Systém stabilních devizových kursů byl jedním z podstatných nástrojů podpory rozvoje poválečné měnové spolupráce. Jeho nevýhodou bylo, že vyžadoval udržování poměrně značných zásob devizových rezerv pro případ, kdy centrální banky musely udržovat kursy svých měn v rámci mezinárodně dohodnutých, velmi úzkých pásem oscilace devizovými intervencemi na devizových trzích. Na druhé straně nespornou předností – a to zejména v poválečném období – bylo, že nepřilíš velký pohyb devizových kursů byl spojen s podstatně nižšími kursovými riziky, a to jak při rozvoji mezinárodního obchodu a služeb, tak při investování v zahraničí.
3. Země byly povinny zdržet se diskriminačních praktik v oblasti devizových kursů svých měn, jako jsou např. pluralitní (diferencované) devizové kursy.

V dohodách byla zakotvena rovněž zásada postupného přechodu ke směnitelnosti v oblasti plateb za zboží a služby (tj. Článek VIII).

Členské země měly povinnost poskytovat MMF informace o devizových rezervách, o objemu zahraničního obchodu, produkci zlata, národním důchodu, cenových indexech, devizových kursech a některých dalších ekonomických veličinách. Dohody pamatovaly i na povinnost konzultací členů o fungování mezinárodních dohod a spolupráce s ostatními členy za účelem udržování přiměřené mezinárodní likvidity.

Nejvyšším orgánem Fondu je **Sbor guvernérů**, který je tvořen zpravidla ministry financí nebo guvernéry centrálních bank členských zemí. Do jeho kompetence patří rozhodování o zásadních otázkách, jako např. o změně statusu MMF, o přijímání nových členů, o změnách členských kvót atd. Provozní činnost Fondu řídí **Výkonný sbor**, který se skládá z generálního ředitele a 24 výkonných ředitelů.

Část 5 | Mezinárodní finance

Členské kvóty (tabulka 14.1) se stanoví s ohledem na roční výši hrubého domácího produktu, průměrné měsíční devizové rezervy, roční průměrné devizové platby a příjmy a na variabilitu devizových příjmů. Jsou pravidelně přehodnocovány v pětiletých intervalech. V průběhu působení MMF se členské kvóty několikrát zvyšovaly. K poslednímu zvýšení členských kvót došlo v rámci jejich jedenácté revize v roce 1998, kdy celková kvóta vzrostla o 45 %. V roce 2007 činí kvóta České republiky 819,3 mil. SDR. Kvóta Slovenské republiky činí 357,5 mil. SDR.

Dvanáctá revize proběhla v lednu 2003. Při této revizi nedošlo k navýšení existujících kvót. Další revize proběhla v lednu 2008. Každá členská země je povinna splatit 75 % této kvóty ve vlastní měně (bez ohledu na to, zda domácí měna je nebo není směnitelná), 25 % bylo původně spláceno ve zlatě (tzv. zlatá tranže). Po přijetí tzv. Druhého dodatku ke stanovám MMF v roce 1978 se těchto 25 % splácí v SDR nebo v směnitelné měně stanovené MMF. Členské kvóty jsou nejen nejvýznamnějším trvalým zdrojem úvěrů MMF, ale určují rovněž přístup členských zemí k financování ze zdrojů MMF. Například v rámci tzv.

Tabulka 14.1 Kvóty členských zemí MMF po poslední aktualizaci v únoru 2007 (vybrané země a oblasti)

Země/oblast	Podíl na celkové kvótě (v %)	Výše kvóty (v mil. SDR)
USA	17,1	37 149
Kanada	2,9	6 369
Rusko	2,7	5 945
Švýcarsko	1,6	3 459
EU	32,4	70 404
Asie	11,5	25 010
– Čína	3,7	8 090
– Indie	1,9	4 158
– Korea	1,3	2 927
Střední východ	7,6	16 426
– Turecko	0,5	1 191
Latinská Amerika	7,6	16 501
– Mexiko	1,5	3 153
– Brazílie	1,4	3 036
Afrika	5,3	11 498
Austrálie	1,5	3 236
Ostatní země	9,8	21 317

Pramen: MMF, 2007.

stand-by financování a extended arrangements mohou členské země čerpat zdroje MMF až do výše 100 % své kvóty ročně a do výše 300 % kvóty kumulativně. Kromě toho jsou členské kvóty také základem **systému hlasování**. Počet hlasů jednotlivých členských zemí se odvozuje od velikosti členských kvót. Každý člen má totiž vedle základních 250 hlasů za každých 100 000 SDR členské kvóty jeden další hlas. Česká republika např. disponuje 8,443 hlasy, což je 0,38 % všech hlasů.

Celkové zdroje úvěru MMF tvoří

- všeobecné zdroje (měny členských zemí, SDR, zlato);
- dočasné zdroje, vypůjčené MMF na základě dvoustranných nebo mnohostranných dohod.

Všeobecné zdroje MMF jsou dány v první řadě souhrnem členských kvót splacených ve směnitelných měnách. Další všeobecné zdroje financování vytváří MMF ze zvláštních práv čerpání (*Special Drawing Rights – SDR*). Obdobně jako zdroje z členských kvót se i tyto dodatečné zdroje MMF v určitých intervalech revidují a doplňují, zejména s ohledem na vývoj světového hospodářství a mezinárodních platebních vztahů. Součástí všeobecných zdrojů MMF jsou i zásoby zlata. Vznikly částečně na základě zlatých tranží, částečně ze zaplacených poplatků (původně se všechny poplatky a úroky z úvěrů platily ve zlatě) a zčásti ze zpětných nákupů (členské země mohly podle původních pravidel použít zlato také na splacení úvěrů přijatých z MMF).

Special Drawing Rights (SDR) – zvláštní práva čerpání – tvoří další součást všeobecných zdrojů MMF. Jejich vznik (1969) je spojen se snahou podpořit existenci systému bretonwoodských pevných devizových kursů, se kterým jsme se seznámili ve 12. kapitole. Země potřebovaly značné zásoby oficiálních devizových rezerv, aby mohly intervenovat na devizových trzích v zájmu udržení kursů svých měn ve stanovených pásmech oscilace. Dohody o emisi doplňkové instituce devizových rezerv, tzv. SDR, bylo reakcí na rozpor v podobě nedostatku mezinárodní likvidity (zejména u rozvojových zemí) na jedné straně a přebytku amerických dolarů v mezinárodním peněžním oběhu (v důsledku vietnamské války a monetizace deficitů státního rozpočtu v USA) na straně druhé. Celkem bylo emitováno a rozděleno mezi členské země 21,4 mld. SDR, a to ve dvou vlnách: 1970–1972 a 1980–1981. Vzhledem k dlouhodobému nedostatku mezinárodní likvidity přistoupil MMF k další emisi SDR až v roce 2009. Na základě tzv. Všeobecné alokace bylo emitováno 161,2 mld. SDR. Kromě toho v rámci „Zvláštní alokace“ došlo k dalšímu navýšení mezinárodní likvidity o 21,4 mld. SDR. Česká republika získala z obou alokací celkem 780,2 mil. SDR.

Shodou okolností krátce po vzniku SDR dostal brettonwoodský mezinárodní měnový systém první vážnou trhlinu a o několik málo let později se zcela rozpadl. Přestože právě po devalvaci dolaru v roce 1973 docházelo na devizových trzích k intervencím centrálních bank v rozsahu, který neměl v historii měnového vývoje ve světě obdoby (odhaduje se, že v období let 1973 až 1977 dosáhla celková výše intervencí na devizových trzích kolem 200 mld. USD ročně), v dlouhodobém horizontu přechod řady členských zemí ze systému pevných devizových kursů s úzkými hranicemi oscilace na systémy kursů s řízenou nebo volnou pohyblivostí (*managed floating, free floating*) po roce 1976 do jisté míry problém celkového nedostatku likvidity vyřešil.

Původní představy, že SDR nahradí v monetárních funkcích zlato, se nenaplnily. Jeho úloha je dnes omezena. SDR je především zúčtovací jednotkou MMF a některých dalších mezinárodních institucí. SDR není reálnou měnovou jednotkou, jednotky SDR představují právo jejich držitele získat podle přesně stanovených pravidel dodatečné finanční zdroje ve směnitelných měnách členských zemí MMF. SDR plní i některé další funkce, je mezinárodním hodnotovým denominátorem, který by v podmínkách větších kursových výkyvů přispěl ke stabilnějšímu vyjádření a porovnávání hodnotových veličin. V jednotkách SDR vyjadřuje MMF devizové kursy členských zemí (vedle jejich vyjádření v USD a popř. v EUR).

Jednotky SDR jsou emitovány do mezinárodního měnového systému tehdy, jestliže je dlouhodobě pocíťována potřeba doplnit existující rezervní aktiva. V takovém případě pak dochází k tzv. *celkové alokaci*, která se následně rozděluje podle stanovených pravidel mezi jednotlivé účastníky systému SDR. Potřeba doplnění mezinárodní likvidity se analyzuje každých pět let. Po roce 1981 se však již další alokace SDR neuskutečnily. Vzhledem k tomu, že téměř jedna pětina současných členů MMF (včetně zemí tranzitivních ekonomik) byla přijata až po roce 1981 a tudíž nikdy žádnou alokaci SDR nemohla obdržet, byl podán Radou guvernérů MMF v roce 1997 návrh na mimořádnou jednorázovou alokaci SDR, která by vedla k dalšímu navýšení potenciálních zdrojů pro členské země MMF v kumulativní hodnotě 42 mld. SDR. Tato možnost je však podmíněna přijetím tzv. Čtvrtého dodatku k Dohodě o MMF třemi pětinami členů MMF s 85 % celkových hlasovacích práv. Tato podmínka dosud nebyla splněna.

Vedle všeobecných zdrojů vytvořil MMF v sedmdesátých a osmdesátých letech minulého století i další speciální devizové facility. Tyto *dočasné zdroje*, vypůjčené na základě dvoustranných nebo mnohostranných dohod, podstatně rozšířily úvěrové možnosti MMF. Jejich použití je přesně vymezeno a limitováno, většinou je spojeno s podmínkou přijetí nápravných opatření v ekonomice doporučených MMF. První významné dočasné zdroje MMF vznikly na základě Všeobecné dohody o půjčce (*General Arrangement to Borrow – GAB*), zavedené v roce 1962. O několik let později byly dočasné zdroje MMF dále rozšířeny

na základě celé řady dalších dohod. Tak vznikla např. ropná úvěrová facilitita (*Oil Facility*) z roku 1974 a 1975, rozšířená finanční facilitita (*Supplementary Financing Facility*), vytvořená v roce 1977, anebo dohoda se Saúdskou arabskou měnovou agenturou o rozšíření přístupu (*Policy on Enlarged Access*), která byla uzavřena v roce 1981. S výjimkou GAB byly všechny tyto facility využity a splaceny do konce roku 1991. Mezitím však vznikly další dohody, jako jsou Strukturální vyrovnávací facilitita vytvořená pro nejméně státy v roce 1986 a rozšířená facilitita strukturální adaptace (*Enhanced Structural Adjustment Facility*) z roku 1987, přejmenovaná v roce 1999 na facilititu růstu a snižování chudoby (*Poverty Reduction and Growth Facility*). Podstatné navýšení úvěrových zdrojů MMF umožnilo uzavření Nové dohody o půjčce (*New Arrangement to Borrow – NAB*) v roce 1998. Za zmínku stojí i facilitita kompenzačního a neočekávaného financování (*Compensatory and Contingency Financing Facility – CCFF*), která nahradila v roce 1988 vyrovnávací finanční facilititu (*Compensatory Financing Facility*) z roku 1968, určenou na podporu vyrovnávacího programu schváleného MMF. V roce 1997 byla zavedena dodatečná rezervní facilitita (*Supplement Reserve Facility – SRF*), která je určena k financování členských zemí s mimořádnými potížemi v platební bilanci, způsobenými velkým krátkodobým nedostatkem finančních zdrojů, přičemž je potřeba finančních zdrojů spojena s náhlou ztrátou důvěry na trhu, která se odráží v tlaku na kapitálový účet a devizové rezervy.

Tabulka 14.2 Všeobecná dohoda o půjčce (GAB)

Účastníci GAB	Původní GAB 1962–1983 v mil. SDR ¹⁾	Rozšířená GAB 1983–2008 v mil. SDR
Belgie	143	595
Kanada	165	893
Deutsche Bundesbank	1 476	2 380
Francie	395	1 700
Itálie	235	1 105
Japonsko	1 161	2 125
Nizozemí	244	850
Sverige Riksbank	79	383
Swiss National Bank	–	1 020
Velká Británie	565	1 700
USA	1 883	4 250
Celkem	6 344 mil. SDR	17 000 mil. SDR

¹⁾ Poznámka: Ekvivalent SDR vyjádřen podle kursu z 30. října 1983.

Pramen: www.imf.org.

Část 5 | Mezinárodní finance

Všeobecná dohoda o půjčce (GAB) umožňuje MMF aktivovat dodatečné zdroje v měnách jedenácti průmyslově vyspělých členských zemí v celkové částce až 17 mld. SDR (cca 25 mld. USD). GAB byla založena v roce 1962 (tabulka 14.2). Během minulých let došlo devětkrát k jejímu obnovení, naposledy v roce 2002, s platností od roku 2003 do roku 2008. Po rostoucím tlaku na zdroje MMF v souvislosti s dluhovou krizí v Latinské Americe byly v roce 1983 zdroje GAB podstatně navýšeny (o 6 mld. SDR). Lze je použít i pro financování potřeb zemí, které nejsou členy GAB a tudíž se ani na tvorbě zdrojů GAB nepodílejí.

Nad rámec výše uvedených zdrojů má MMF potenciálně k dispozici dalších 1500 mil. SDR na základě asociační úvěrové dohody se Saúdskou Arábií.

V souvislosti s mexickou finanční krizí v roce 1994 a obavami z možných dalších finančních krizí v budoucnosti, jejichž řešení by vyžadovalo další finanční zdroje MMF, se v Halifaxu rozhodli účastníci Summitu G7 v červnu 1995 vyzvat skupinu G10 a další finančně silné země, aby uzavřely takové dohody, které by vedly ke zdvojnásobení finančních zdrojů, jež by měl MMF v rámci GAB k dispozici. Rada výkonných ředitelů MMF přijala v lednu 1997 rozhodnutí o ustavení **Nové dohody o půjčce (NAB)** s účinností od listopadu 1998. NAB

Tabulka 14.3 Nová dohoda o půjčce (NAB)

Země	Zdroje (v mil. SDR)	Země	Zdroje (v mil. SDR)
Austrálie	801	Korea	340
Rakousko	408	Kuvajt	341
Banka Central de Chile	340	Lucembursko	340
Belgie	957	Malajsie	340
Kanada	1 381	Holandsko	1 302
Dánsko	367	Norsko	379
Deutsche Bundesbank	3 519	Saúdská Arábie	1 761
Finsko	340	Singapur	340
Francie	2 549	Španělsko	665
Hong Kong Monetary Authority	340	Sverige Riskbank	850
Itálie	1 753	Swiss National Bank	1 540
Japonsko	3 519	Thajsko	340
Velká Británie	2 549	USA	6 640
Celkem			34 000 mil. SDR

Pramen: www.imf.org.

je soustava úvěrových dohod mezi MMF a 26 členskými zeměmi MMF a institucemi o poskytnutí dodatečných finančních zdrojů MMF (tabulka 14.3). Ty jsou určeny k tomu, aby bylo možné předcházet hrozící nestabilitě mezinárodního měnového systému. Pokud by již k jeho poškození došlo, měly by zdroje NAB umožnit financování nápravných opatření. V roce 2002 byla NAB obnovena na další pětileté období, počínaje listopadem 2003. V roce 2003 přistoupila k dohodě o NAB také Banco Central de Chile. NAB nenahrazuje GAB, ale rozšiřuje zdroje, které jsou potenciálně k dispozici MMF. V případě potřeby by MMF měl k dispozici na základě obou dohod o půjčce celkem 34 mld. SDR (50 mil. USD).

Poskytování, čerpání a splácení úvěru MMF se uskutečňuje na základě swapových operací. Znamená to, že při poskytování úvěru Fondem odkupuje členská země směnitelnou měnu potřebnou k vyrovnání deficitu své platební bilance za vlastní domácí měnu. Při splácení úvěru odkupuje zpět svoji domácí měnu za příslušnou měnu směnitelnou. Podpora členských zemí MMF je založena na poskytování úvěrů ve směnitelných měnách. Zdroje úvěru jsou sice do značné míry vázány na rozsah členských kvót, neznamená to však, že jejich celkový souhrn tvoří zdroje MMF pro poskytování úvěrů členským zemím. Prostudujeme nyní podrobněji, jaké formy úvěru mohou členské země MMF používat.

Základní formy čerpání zdrojů od MMF se uskutečňují na základě

- a) *obecné dlouhodobé politiky platební bilance (permanent policies)*, která zahrnuje čerpání, resp. odkoupení, příslušné směnitelné měny za měnu vlastní v rámci rezervní a úvěrové tranže;
- b) *zvláštních dlouhodobých facilit (permanent facilities)*, které jsou určeny k financování specifických účelů. Zahrnují facilitu na financování výkyvů zásob surovin, rozšířenou úvěrovou facilitu, facilitu kompenzačního a neočekávaného financování a doplňkovou rezervní facilitu;
- c) *dočasných facilit (temporary facilities)*;
- d) *facilit na podporu nejchudších zemí (facility strukturální adaptace, rozšířená facilitu strukturální adaptace, facilitu růstu a snižování chudoby, iniciativa pro silně zadlužené země)*, poskytovaných na principu koncesivních podmínek;
- e) *dodatečných účtů, jejichž zdroje jsou vedeny odděleně od zdrojů MMF*. Jde o Svěrenecký fond (*Trust Fund*) a dodatečnou finanční facilitu (*Supplementary Financing Facility*).

Nejčastěji jsou používány tyto formy čerpání úvěru:

- *rezervní tranže (Reserve Tranche)* nahrazuje dřívější zlatou tranži ve výši 25 % členské kvóty. Jak již víme z dřívějšího výkladu, jde o tu část kvóty, která je splacena buď v jednotkách SDR, nebo v měnách stanovených pro MMF. Obecným předpokladem pro toto v podstatě automatické čerpání je „potřeba

Část 5 | Mezinárodní finance

z hlediska platební bilance“. MMF však může i v tomto případě vyžadovat dodatečnou průkaznost takové potřeby;

- *úvěrová tranže (Credit Tranche)* je rozdělena na čtyři rámce, každý po 25 % kvóty. Úvěr může být čerpán „outright“ nebo v rámci pohotovostní dohody „stand-by-arrangement“;
- *facilita na financování výkyvů zásob surovin (Buffer-Stock Arrangement)* je určena k poskytnutí úvěru na krytí potřeb platební bilance spojených se sezónním výkyvem cen zásob primárních produktů;
- *rozšířená úvěrová facilita (Extend Fund Facility)* má za cíl poskytnout dlouhodobě zdroje členům, kteří vykazují nerovnováhu platební bilance v souvislosti s potížemi ve výrobě, mezinárodním obchodě a dosahovanými cenami a jejichž obtíže vyžadují dlouhodobou finanční pomoc. Umožňuje plánovat hospodářskou adaptaci;
- *facilita kompenzačního a neočekávaného financování (Compensatory and Contingency Financing Facility)* je určena na krytí přechodných ztrát u vývozu a financování zvýšených dovozů. V roce 1981 bylo MMF rozhodnuto, že tato facilita může být využita rovněž na krytí obtíže platební bilance způsobené zvýšenými náklady za dovoz obilovin;
- *doplňková rezervní facilita (Supplementary Reserve Facility)* byla zavedena v roce 1997 pro potřeby zemí, které zcela výjimečně vykazují těžkosti v platební bilanci a krátkodobě vyžadují zdroje značného rozsahu;
- *facilita systémové transformace (Systemic Transformation Facility)* je určena zemím, které procházejí transformací z netržní na tržní ekonomiku; umožňuje jim čerpat úvěr na překonání obtíží v platební bilanci způsobených rozpadem jejich mezinárodních obchodních a platebních vztahů (zejména pobaltské státy, Rusko a ostatní bývalé země RVHP);
- *facilita strukturální adaptace (Structural Adjustment Facility – SAF Arrangement)* je zaměřena na boj proti chudobě a na strukturální reformy;
- *facilita na snížení chudoby a podporu růstu (Poverty Reduction and Growth Facility Arrangement – PRGF)* je v platnosti od roku 1999; umožňuje nejchudším zemím čerpat dodatečnou podporu v podobě půjček na principu koncesivních podmínek. Velikost půjčky závisí na potřebě platební bilance a úsilí o strukturální změny. Maximální výše půjčky činí 250 % kvóty;
- *Svěřenecký fond MMF (Trust Fund)* v rámci dohod sjednaných v Kingstonu v roce 1976 je určen k financování zvláště naléhavých potřeb rozvojových zemí, zejména těch, které vykazují nízký národní důchod na obyvatele. Umožňuje jim čerpat půjčky na základě koncesivních podmínek. Jeho zdroje vznikly především z výnosů prodeje části měnového zlata MMF (cca 25 mil uncí) v období 1976–1980 z investování těchto výnosů. Tyto zdroje vyplývají zejména z rozdílů mezi dosahovanými cenami na trhu zlata a formálně udržovanou původní cenou zlata vyjádřenou v SDR, tj. 35 SDR = 1 trojská unce ryzího zlata.

Přehled o čerpání prostředků z MMF v období 2001–2009 podle forem financování uvádí tabulka 14.4.

Tabulka 14.4 Přehled o čerpání prostředků z MMF 2001–2009

Forma čerpání v mil. SDR	2001	2003	2005	2007	2008	2009
Stand-by-Arrangements ¹⁾	17 252	34 278	35 818	6 539	5 182	19 923
Extended Arrangements	15 957	14 942	9 365	717	676	468
Supplemental Reserve Facility	4 085	15 700	4 569	–	–	–
	2 992	414	84	78	38	33
Systematic Transformation Facility	1 933	644	18	–	–	–
Mezisosčet(GRA)	42 219	65 978	49 854	7 334	5 896	20 426
SAF Arrangements	432	137	45	9	9	9
PRGF Arrangements ²⁾	5 951	6 676	6 588	3 785	3 873	4 124
Trust Fund	89	89	89	89	66	66
Celkem	48 691	72 879	56 576	11 216	9 844	24 625
v %						
Stand-by-Arrangements	35	47	63	58	53	81
Extended Arrangements	33	21	17	6	7	2
Supplemental Reserve Facility	8	22	8	–	–	–
Compensatory and Contingentary Financing Facility	6	1	–	1	–	–
Systematic Transformation Facility	4	1	–	–	–	–
Mezisosčet (GRA)	87	91	88	65	60	83
SAF Arrangements	1	–	–	–	–	–
PRGF Arrangements ³⁾	12	9	12	34	39	17
Trust Fund	–	–	–	1	1	–
Celkem	100	100	100	100	100	100

¹⁾ *Poznámka:* Zahrnuje úvěrovou tranži a mimořádné nákupy.

²⁾ *Poznámka:* Zahrnuje přidružené půjčky ze Saúdskoarabského přidruženého fondu.

Pramen: IMF Annual Report Appendix 2009, MMF 2010.

³⁾ *Poznámka:* Zahrnuje přidružené půjčky ze Saúdskoarabského přidruženého fondu.

Pramen: IMF Annual Report Appendix 2009, MMF 2010.

Krise brettonwoodského měnového systému

Brettonwoodský systém ve své původní podobě fungoval do počátku sedmdesátých let 20. stol. a sehrál v poválečném mezinárodním finančním systému pozitivní úlohu. Ukázalo se, že jeho značnou slabinou byla zásadní vazba mezinárodního měnového systému na jednu národní měnu – americký dolar, resp. měnový „tandem“ zlato – dolar, který byl založen na směnitelnosti dolaru za zlato (směnitelnost byla omezena pouze pro centrální banky členských zemí MMF) a představoval základní pilíř brettonwoodské měnové soustavy. Problémy, kterým musela čelit americká ekonomika, se odrazily i v mezinárodním měnovém systému, v němž dolar hrál klíčovou roli.

Na první problémy s mezinárodní likviditou reagoval MMF na výroční schůzi v Rio de Janeiru (1967) schválením prvního dodatku ke statusu MMF a následným vytvořením SDR.

Problémy brettonwoodského měnového mechanismu ze šedesátých let minulého století

- uměle držená cena zlata na netržní úrovni;
- ztráta výsadního ekonomického postavení USA;
- inflační tlaky v USA spojené s vietnamskou válkou;
- přebytky platebních bilancí SRN a Japonska spojené s kumulací dolarových devizových rezerv;
- nedostatečné zlaté rezervy USA a nepružná kursová politika

vyvrcholily v srpnu roku 1971, kdy byla „dočasně“ pozastavena směnitelnost dolaru za zlato a v prosinci na základě **Smithsonianské dohody** došlo k první poválečné devalvaci dolaru o téměř 8 %. Oficiální cena zlata se tak zvýšila z 35 USD za unci zlata na 38 USD.

V únoru 1973 zvýšila druhá devalvace dolaru oficiální cenu zlata na 42,22 USD. Kursy několika silných měn reagovaly svou revalvací. Pásmo oscilace kursů bylo rozšířeno z +/- 1 % na +/-2,25 % měnové parity.

Krise na trzích surovin a zejména nafty v období 1973–1974 spojená s cenovým boomem způsobila rozvrat na devizových trzích. Stále více zemí přestávalo být s to zajistit režim pevných devizových kursů a mnohé začaly uplatňovat různé formy pohyblivých kursů – floatingu. V roce 1976 byly tyto změny legalizovány, nejprve formou doporučení, která přijala **mezinárodní konference v Kingstonu** na Jamajce. V roce 1978 byla tato doporučení právně potvrzena Druhým dodatkem ke statusu MMF.

Kingstonské dohody znamenaly i další podstatné změny pro další fungování MMF. Byla opuštěna zásada vymezení parity měn ve zlatě. Země zásadně nesměly již vyjadřovat parity svých měn ve zlatě, bylo doporučeno stanovení

měnových parit v SDR nebo směnitelných měnách. Zlato tak ztratilo jednu ze svých významných měnových funkcí. Navíc MMF začal prodávat své zlaté zásoby na pravidelných aukcích. Kingstonské dohody tak znamenaly podstatný zásah do původní filozofie MMF, že tato instituce zůstala „brettonwoodskou“ už jen podle tradičního názvu.

BOX 14.1 | Rozdíly mezi brettonwoodskými a kingstonskými dohodami

Zásady brettonwoodských dohod	Zásady kingstonských dohod
<ul style="list-style-type: none"> ● Měnové vztahy národních měn jsou určovány paritami ve vztahu ke zlatu, resp. USD (při stanovení oficiální ceny zlata vůči dolaru). 	<ul style="list-style-type: none"> ● Kursové vztahy národních měn spočívají převážně na systému pohyblivých kursů anebo se opírají o ústřední kursy s návazností na společného jmenovatele typu SDR (vycházejících z koše měn) nebo některé vedoucí měny.
<ul style="list-style-type: none"> ● Pro spotový devizový kurs je přípustná odchylka $\pm 1\%$ od parity, pro větší změny se vyžaduje souhlas MMF. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Kursové změny jsou možné jen ve spolupráci s MMF a při obecném závazku podporovat stabilní soustavu devizových kursů. U parit je tolerováno rozpětí celkem $4,5\%$, pokud není s MMF sjednáno jinak.
<ul style="list-style-type: none"> ● Floating měn je tolerován jen jako zcela výjimečný případ a jako dočasné opatření, a to nad rámec stanov MMF. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Parity je možné zavést jen na základě rozhodnutí MMF, přitom platí podmínky, že parita nesmí být vázána na zlato nebo některou měnu, ale na SDR nebo podobný společný jmenovatel vycházející z koše měn.
<ul style="list-style-type: none"> ● U směnitelnosti měn je stanovena podmínka směnitelnosti měny nejen vůči ostatním měnám, ale i za zlato. 	<ul style="list-style-type: none"> ● U směnitelnosti měn jde o směnitelnost vůči ostatním měnám a ve stanovených případech i vůči SDR.
<ul style="list-style-type: none"> ● Základem mezinárodních rezerv je především zlato za stanovenou oficiální cenu. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Základem mezinárodních rezerv jsou SDR, úloha zlata v mezinárodních rezervách se má postupně snižovat.

Část 5 | Mezinárodní finance

<ul style="list-style-type: none"> ● Veškeré transakce mezi MMF a jeho členy u všeobecných práv čerpání jsou založeny na zásadě podmíněnosti čerpání a jeho dočasnosti. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Transakce se všeobecnými zdroji čerpání jsou založeny na zásadě podmíněnosti, avšak u přidělů zvláštních práv čerpání platí zásada nepodmíněnosti (s vazbou na výši kvót).
<ul style="list-style-type: none"> ● Členské kvóty vyjádřené v dolarech je nutno splatit ve výši 25 % ve zlatě. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Členské kvóty jsou vyjádřeny v SDR, 25 % se při úpisu nebo zvyšování hradí v SDR nebo v měně stanovené MMF, zbytek v měně členské země. Podstatná část zlata se vrací členům, část se prodává v dražbách, jejichž výtěžky převyšující dřívější oficiální cenu, jdou na podporu rozvojových zemí.
<ul style="list-style-type: none"> ● Transakce a operace MMF vůči členům se opírají převážně o zdroje z členských kvót a jejich pravidelné zvyšování. Dočasné úvěrové výpomoci jsou určeny pro řešení nerovnováhy platební bilance. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Transakce a operace MMF se opírají nejen o zdroje z členských kvót a jejich zvyšování, ale i o zdroje získávané formou bankovních operací, které slouží ke zvyšování na mezinárodním úvěrovém přerozdělování. Použití prostředků má nadále sloužit k řešení nerovnováhy platebních bilancí.
<ul style="list-style-type: none"> ● U nerovnováhy platebních bilancí, popř. „základní nerovnováhy“ pro úpravu parit nebo potřeb čerpání zdrojů od MMF, šlo vesměs o nerovnováhu, způsobenou platební deficitností, resp. chronickou schodkovostí platební bilance. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Proti dřívějšímu asymetrickému pojetí nerovnováhy platebních bilancí (nerovnováhy jen ve smyslu deficitnosti) se zdůrazňuje princip symetrie (nerovnováha jak v případech platební schodkovosti, tak i přebytkovosti), zejména pro uplatňování pravidel dohledu nad kursovou politikou.
	<ul style="list-style-type: none"> ● Vytvořením rady sboru guvernérů vznikl v řídicích orgánech MMF orgán politické povahy.

Pramen: Sucharda, B.: *Mezinárodní měnová soustava v pohybu*. Praha. Čs. obchodní a průmyslová komora 1979.

Dopad finanční krize v jihovýchodní Asii v roce 1997

Finanční krize v jihovýchodní Asii v roce 1997 a následně i v Rusku postavila do popředí otázku, jakou roli by měl hrát MMF v novém tisíciletí. Finanční krize v Thajsku, Koreji, Indonésii, Malajsii a na Filipínách vykazovala některé shodné znaky z hlediska příčin a vlastního průběhu.

Za hlavní příčiny krize lze považovat následující faktory:

- vysokou míru investic často se spornou mírou efektivnosti;
- financování investic pomocí zahraničních zdrojů;
- v posledních letech (1994–1996) financování investic s výrazným podílem „ostatního zahraničního kapitálu“, tj. zejména bankovního kapitálu (mezi 50–60 %) a s relativně nízkým podílem přímých zahraničních investic (mezi 10–15 %);
- redistribuce získaných zahraničních zdrojů byla zejména prováděna prostřednictvím domácích bank, které byly provázány jak s politickou elitou, tak i s firemní sférou;
- otevřenou (krátkou) devizovou pozici bankovního sektoru, která ho činila zranitelným na deprecii domácí měny;
- narůstající deficit běžných účtů (zejména v Thajsku);
- pevné kursy, které vytvářely atmosféru zdánlivé stability pro zahraniční investory.

Průběh krize byl pak následující:

- odliv zahraničního kapitálu způsobující tlak na devizovém trhu a vytvářející problémy s likviditou v bankovním sektoru;
- pád cen akcií a nemovitostí snižující hodnotu bankovních zástav a přes pokles bohatství snižující spotřebu domácností;
- devizové intervence a ztráta devizových rezerv centrálních bank;
- devalvace kursu nebo zavedení floatingu s následnou depreciací domácí měny;
- kursové ztráty domácích bank při krátkých devizových pozicích;
- krachy bank a následující „multiplikace“ problému s odlivem kapitálu;
- přenos do reálné sféry ekonomiky (nedostatek likvidity firem, nárůst hodnoty plateb v domácí měně za importní vstupy a zvýšení nákladů v domácí měně při splácení zahraničních úvěrů).

Z této situace MMF zpočátku vyvodil v duchu své „standardizované“ politiky následující opatření:¹

¹ Podrobnější výklad přístupu MMF k asijské krizi naleznete v článku J. Jonáše (1999).

Část 5 | Mezinárodní finance

Tabulka 14.5 Pád cen akcií a depreciační měnových kursů v prvním roce měnové krize (31. 6. 1997–1. 5. 1998)

Země	Devizové kursy (v %)	Akciové indexy (v %)
Indonésie	+69,6	-37,0
Korea	+33,5	-45,8
Malajsie	+31,5	-42,3
Filipíny	+34,9	-21,1
Thajsko	+36,5	-27,5
Tchaj-wan	+15,8	-7,7
Hongkong	0	-31,0
Singapur	+9,5	-21,3

Poznámka: + depreciační sledované měny, – pokles akciového indexu

Pramen: Frait, J. – Komárek, L.: *Kapitálové toky a měnové kursy v globalizované ekonomice* (1999).

- restriktivní měnovou politiku, tj. politiku vysokých úrokových sazeb ve snaze stabilizovat kursy,
- strukturní reformy ve finančním sektoru,
- restriktivní fiskální politiku, která přecházela na preferování postupné fiskální expanze.

Na druhé straně MMF přiznával, že nešlo o krizi z nadměrných výdajů státního rozpočtu (tj. výdajů sociálních a neproduktivních výrobních výdajů), která byla v sedmdesátých a osmdesátých letech minulého století typická pro rozvojové země se silným státním sektorem. Šlo spíše o krizi stavových bilančních veličin (viz Jonáš, 1999), tj. špatné úvěry v bankovních bilancích, otevřené devizové pozice bank a firem, tržní nadhodnocení cen nemovitostí atd.

Kritici MMF pak obvykle poukazovali na následující skutečnosti:

- že MMF včas před měnovou krizí nevaroval;
- že finanční restrukturalizace se rovnala zavírání bank;
- že přechod na fiskální expanzi nebyl původně plánovaný, ale až vynucený okolnostmi;
- že následná ohromná finanční angažovanost MMF vede ke zvýšení rizika morálního hazardu do budoucna, neboť umožnila spekulantům s minimálními náklady „vycouvat“ ze svých pozic.

V současné době jsou na další fungování MMF rozličné názory. Je jasné, že poměrně umírněný pohled zastávají ekonomové MMF, kteří tuto historickou zkušenost chápou v duchu „evolučního“ vývoje. Zdůrazňuje se kvalitnější analytická činnost při předpovídání měnových krizí a konstruktivnější zapojení

soukromého sektoru (např. větší obezřetnost při investování a půjčování do rizikových oblastí, možnost vyhlášení moratoria na splácení dluhů nebo provádění pružnější restrukturalizace dluhů).

V rámci tzv. nové finanční architektury se často zdůrazňuje myšlenka přísnější regulace finančních trhů ze strany státu a nadnárodních orgánů (např. cestou těsnější mezinárodní spolupráce orgánů zabývajících se finanční regulací a dohledem a větší provázaností orgánů bankovní regulace s orgány dohledu nad nebankovními institucemi a kapitálovými trhy).

Naproti tomu „neumírnění“ radikálové doporučují okamžité zrušení MMF jako přežitě instituce poválečného uspořádání. Maximálně pak připouštějí jeho fungování na úrovni mezinárodního statistického úřadu. „Umírnění“ radikálové pak doporučují celkovou změnu koncepce. Nová koncepce by v praxi měnových krizí měla znamenat finančně se neangažovat v oblastech zachvácených měnovou krizí a naopak podporovat finanční stabilitu v okolních zdravých oblastech.

Tak zvaná Meltzerova komise (poradní komise Kongresu USA) předložila vládě USA návrh, aby se angažovanost Fondu (i Světové banky) omezila pouze na poskytování krátkodobých nouzových úvěrů zemím ohroženým finanční krizí, a to navíc jen těm, které budou plnit požadavky Fondu na ekonomické reformy. Tento plán logicky nezískal podporu u rozvojových zemí a snad trochu překvapivě ani u Clintonovy administrativy.

Finanční krize v Řecku v roce 2010

V roce 2010 MMF podpořil úsilí Evropské unie při řešení finanční krize v Řecku, když navýšil na základě dohody s řeckou vládou její tříletý ozdravný program o 26 mld. SDR (což odpovídá cca 30 mld. EUR) v rámci Stand-by- Arrangement. Tím byl vytvořen přístup ke zdrojům MMF na zcela mimořádně vysoké úrovni. Jde o ekvivalent 3200 % původní řecké kvóty.²

MMF a Česká republika

Československo patřilo mezi zakládající členy MMF. Bylo zastoupeno na jednáních mezinárodní konference v Bretton Woods v roce 1944 a v prosinci 1945 své členství ratifikovalo. Československá členská kvóta byla stanovena ve výši 125 mil. USD. V roce 1954 však bylo Československo vyzváno rezolucí Sboru guvernérů k vystoupení. Důvody k ukončení členství Československa byly zejména dva.

Československo nebylo v padesátých letech minulého století ochotno poskytovat statistické údaje o ekonomice, zejména pak o svém devizovém hospodář-

² Podrobněji viz Tisková zpráva MMF 10/176 z 2. května 2010.

Část 5 | Mezinárodní finance

ství, což bylo zakotveno mezi všeobecnými závazky členů v čl. VII Stanov MMF. Tyto běžné makroekonomické údaje byly v tehdejším východním komunistickém bloku považovány za přísně tajné. Problémem byly i odlišnosti ve statistickém sledování a zpracování těchto dat.

Dalším důvodem byla změna kursu československé koruny vůči ostatním měnám, ke které došlo v souvislosti s měnovou reformou v roce 1953. Před měnovou reformou byl stanoven zlatý obsah koruny, který sloužil jako základ kursových vztahů, na 0,017 773 g ryzího zlata. V roce 1953, poté, co došlo ke snížení cenové hladiny v poměru 5:1, se zvýšil zlatý obsah koruny na 0,123 426 g ryzího zlata. Došlo tak ke zvýšení základu, ze kterého se odvozovaly kursy koruny k ostatním měnám téměř na sedminásobek původního zlatého obsahu (zvýšil se 6,94krát).

Tato změna nebyla předem konzultována s MMF. Československá strana dodatečně MMF informovala a vysvětlila, že přijatá opatření nepoškozovala zájmy žádného z dalších členů MMF, protože koruna byla nesměnitelnou měnou a nepoužívala se k mezinárodním platbám. MMF však neměl o další setrvání Československa v této instituci zájem.

Členství Československa v MMF bylo obnoveno v září 1990.³ Členská kvóta byla vymezena na 590 mil. SDR. V rámci devátého navýšení členských kvót (listopad 1992) byla naše kvóta zvýšena na 847 mil. SDR. Od té doby nedošlo k žádné další změně.

Při rozpadu Československa byla tato kvóta dělena v poměru 2,29 : 1 ve prospěch České republiky. Vzhledem k dobrému vývoji platební bilance a uspokojivé výši devizových rezerv Česká republika v září 1994 předčasně splatila svůj dluh vůči MMF, který vznikl čerpáním rezervní a úvěrové tranže ještě před rozdělením Československa. Přestala tak být ve vztahu k MMF v dlužnickém postavení.

Světová banka

Základem Světové banky je Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj a dále ji tvoří přidružené organizace Mezinárodní finanční korporace, Mezinárodní sdružení pro obnovu a rozvoj a Agentura pro mnohostranné investiční záruky.

Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (*International Bank for Reconstruction and Development – IBRD*) je druhá z bretonwoodských institucí a začala fungovat od června 1946. Na rozdíl od MMF, jehož působení je směřováno do oblasti financování deficitů platebních bilancí, byla tato instituce určena pro rekonstrukci a rozvoj členských zemí tak, jak i z jejího názvu vyplývá. Členy banky mohou být tedy pouze členské země MMF.

³ K obnově členství Československa v MMF např. Fárek (1990).

Původním posláním banky bylo poskytovat pomoc při obnově válkou zničeného hospodářství členských zemí, napomáhat rekonstrukci a rozvoji poskytováním dlouhodobých kapitálových zdrojů, podporovat rozvoj soukromých zahraničních investic poskytováním záruk nebo účasti na půjčkách vládám od soukromých investorů, popř. poskytovat půjčky z vlastních prostředků nebo jiných zdrojů. Později, tj. v sedmdesátých letech 20. stol., bylo působení banky orientováno na rozvojové země, i když ještě počátkem osmdesátých let získalo úvěr Portugalsko (640 mil. USD). Od devadesátých let se přidávají i východoevropské země.

Základní kapitál banky se zvýšil z původních 10 mld. USD na současných téměř 200 mld. USD. Finanční prostředky získává banka jak ze splaceného základního kapitálu (pouze okolo 10 % základního kapitálu, zbytek je však splatný na požádání), tak i ze zisku a z půjček na finančních trzích. Vzhledem k výbornému ratingu má možnost půjček za výhodných podmínek. Nyní se zaměřuje zejména na dlouhodobé projekty hospodářského rozvoje v délce 15–20 let. Celkový objem poskytnutých úvěrů nesmí převýšit objem vlastního kapitálu.

Československo obnovilo své členství ve Světové bance současně s obnověným vstupem do MMF. Základní kapitálový vklad Československa byl stanoven na 425 mil. USD (úměrně ke členské kvótě v MMF). V roce 1991 a 1992 získala tehdejší ČSFR od Světové banky celkem 546 mil. USD. Finanční pomoc začala Půjčkou na strukturální přizpůsobení (*Structural Adjustment Loan – SAL*), poskytnutou v roce 1991 s cílem podpořit program transformace. Tato půjčka byla po rozpadu Československa rozdělena na českou a slovenskou část. Byl realizován Projekt zlepšení elektroenergetiky a snížení jejích dopadů na životní prostředí pro ČEZ za 260 mil. USD. V roce 1994 následovala účast Světové banky na financování českého projektu v oboru telekomunikací ve výši 80 mil. USD. Po těchto třech půjčkách si již Česká republika od Světové banky nepůjčovala. Po počáteční stabilizaci ekonomiky na počátku devadesátých let nečerpala úvěry ani z jiných mezinárodních zdrojů. Po roce 1994 však Česká republika využívala spolupráci se Světovou bankou v rámci projektu Analýza kapitálových trhů a v rámci programu, který byl podporován z Global Environmental Facility. Po roce 1998 se dále v České republice rozvíjela podpora Světové banky zejména v analytické a poradenské činnosti. V roce 2006 byla Česká republika přearazena v rámci spolupráce se Světovou bankou mezi vyspělé země.

Ke skupině Světové banky patří ještě další tři instituce:

- **Mezinárodní sdružení pro rozvoj** (*International Development Association – IDA*) bylo založeno v roce 1960 jako podpůrný fond pro rozvojové země. Je typické tím, že za velmi výhodných podmínek (bezúročně, pouze s poplatkem za služby ve výši 0,75 % z poskytnutých fondů) půjčuje nejchudším zemím (s ročním hrubým národním důchodem na 1 obyvatele v roce 2007

Část 5 | Mezinárodní finance

nižším než 1025 USD). Objektem úvěrování jsou projekty v oblasti sociální (zejména vzdělávání, základní zdravotní služby), infrastruktury, zemědělství a rozvoje zaostalých venkovských oblastí. Splatnost úvěrů je stanovena na 20, 35 nebo 40 let s odkladem splátek na deset let.

Půjčky poskytnuté IDA dosáhly podle údajů Světové banky z roku 2007 celkové výše 170 mld. amerických dolarů. Polovina poskytnutých prostředků směřovala do Afriky, dalších 27 % do Jižní Asie a 11 % do východní Asie. Roční průměrně poskytnuté půjčky v posledních třech letech činí 9,1 mld. amerických dolarů.

Na rozdíl od Světové banky, která většinu svých zdrojů získává operacemi na finančních trzích, získává IDA své zdroje především od dárců, jimiž jsou vlády bohatších členských zemí, dále ze Světové banky a také ze splátek dříve poskytnutých půjček. Zdroje IDA se pravidelně doplňují v intervalu tří let, naposledy v roce 2005, kdy zdroje IDA byly navýšeny o 23 %. Pro financování projektů zřídila IDA např. i *Interim Trust Fund*, do kterého přispívá i Česká republika.

- **Mezinárodní finanční korporace** (*International Finance Corporation – IFC*), která působí od roku 1956 a zaměřuje své působení na úvěrování soukromého a družstevního sektoru v rozvojových zemích. Významná je i její poradenská činnost, včetně účasti na privatizaci. IFC poskytuje úvěry na investice převyšující 20 mil. USD a úvěrově se angažuje do výše 25 % této investice. Působí na komerční bázi a investuje pouze do takových projektů, u kterých lze předpokládat ziskovost. V roce 2006 dosáhly její investice do projektů soukromého sektoru v rozvojových zemích 9,5 mld. amerických dolarů. Za padesát let svého působení vytvořila vlastní zdroje ve výši celkem 56 mld. amerických dolarů, další zdroje získala ze syndikovaných půjček. V České republice je kapitálově zúčastněna např. v Živnostenské bance.
- **Agentura pro mnohostranné investiční záruky** (*Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA*), která byla založena v roce 1988. Její úlohou je ochrana zahraničních investorů v rozvojových zemích před neobchodními riziky (např. válečné konflikty a zestátnění). Touto cestou vytváří podporu pro příliv zahraničních investic do rozvojových zemí. Za poskytnuté záruky inkasuje MIGA pojistné prémie, které jsou relativně nízké ve srovnání s tržním pojištěním. Tyto pojistné prémie slouží k úhradě provozních nákladů agentury a k vytvoření rezervního fondu pro krytí pojistných případů.

Banka pro mezinárodní platby

Banka pro mezinárodní platby (*Bank for International Settlements – BIS*) byla založena v roce 1930 v Basileji ve Švýcarsku. Jde o nejstarší fungující meziná-

rodní finanční instituci. BIS má ve Švýcarsku výsady příslušející centrálním bankám a není subjektem švýcarského práva.

Její počáteční úloha byla spojena s organizací plateb německých reparací po 1. světové válce. Jejím založením vyvrcholily snahy o vytvoření instituce, která by byla zaměřena na rozvoj spolupráce mezi centrálními bankami původně převážně evropských států. V současné době jsou členy BIS centrální banky prakticky všech evropských zemí (včetně České republiky), dále pak centrální banky USA, Kanady, Japonska, Austrálie a JAR.

Její úloha v mezinárodním finančním systému se vyvíjela. Mezi základní funkce BIS patří dnes zejména tyto funkce:

- podpora spolupráce mezi centrálními bankami v záležitostech spojených s fungováním mezinárodního finančního systému, včetně zprostředkovávání odborných jednání;
- výzkumy, zpracování odborných analýz, publikování dat o fungování mezinárodního finančního systému (např. o euroměnových a eurofinančních trzích), konzultace centrálním bankám;
- poskytování úvěrů centrálním bankám (nikoliv vládám);
- operace s devizami a se zlatem na vlastní účet nebo na účet centrálních bank.

Banka však není mezinárodní obdobou centrální banky, neboť neemituje žádnou formu hotovostních peněz. Nezabývá se ani běžnými činnostmi obchodních bank.

14.2 Evropská měnová a finanční integrace

Vznik Evropské měnové unie představuje vyvrcholení dlouhodobých integračních snah evropských zemí po 2. světové válce. V měnové oblasti tato integrace probíhala v následujících krocích.

V roce 1947 byla uzavřena **dohoda o mnohostranném měnovém clearing**u a krátce na to v roce 1949 **dohoda o mnohostranném platebním styku**. Tyto dohody postupně uzavřely Belgie, Lucembursko, Nizozemí, Francie, Itálie, Velká Británie, Dánsko, Norsko, Portugalsko, Švédsko a Řecko.

Významnějším krokem bylo až založení **Evropské platební unie** v roce 1950. Jejími členy se stalo 17 členských zemí OECD. Cílem bylo prosazení procesu zavedení volné směnitelnosti národních měn. Prozatímní úlohu clearingového centra plnila Banka pro mezinárodní platby (BIS). Volná směnitelnost členských měn dle článku VIII MMF byla zavedena v roce 1958.

Jaroslava Durčáková / Martin Mandel

MEZINÁRODNÍ FINANCE

V roce 2010 vydalo nakladatelství Management Press, s. r. o.,
nám. W. Churchilla 2, Praha 3, jako svou 412. publikaci
Obálku navrhl Petr Foltera
Vydání 4., aktualizované a doplněné
Sazba Studio CADIS, Praha 10
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.
ISBN 978-80-7261-221-5

www.mgmtpress.cz