



**Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně**  
**Fakulta managementu a ekonomiky**

Disertační práce

**Reforma mezinárodního měnového systému:  
přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání**

**Reform of the International Monetary System: Transposition to  
Multipolar Currency Arrangement**

Autor: Ing. et Ing. Vojtěch Sadil, LL.M.  
Studijní program: P6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202V010 Finance  
Školitel: prof. Ing. Juraj Sipko, PhD., MBA

Zlín, 2022

© Ing. et Ing. Vojtěch Sadil, LL.M.

Vydala **Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně** v edici **Doctoral Thesis**

Publikace byla vydána v roce 2022

Klíčová slova: *mezinárodní měnový systém, multipolarita, měnová koncentrace, internacionalizace, fuzzy-logický model, rezervní měny*

Keywords: *International Monetary System, Multipolarity, Currency Concentration, Internationalization, Fuzzy-logic Model, Reserve Currencies*

Plná verze disertační práce je dostupná v Knihovně UTB ve Zlíně.

## PODĚKOVÁNÍ

S úctou a vděčností bych chtěl poděkovat lidem, bez nichž by tato disertační práce nemohla vzniknout.

První poděkování patří mému školiteli, kterým byl pan prof. Ing. Juraj Sipko, Ph.D., MBA. Děkuji panu profesorovi za veškerý čas, ochotu, připomínky, konzultace a doporučení, které pomohly výrazně zkvalitnit tuto disertační práci.

Další poděkování patří paní Ing. Janě Přílučkové, Ph.D., a to za inspirativní spolupráci při psaní odborných článků a spolupráci v rámci výzkumu.

Mimořádné poděkování patří mé ženě, Pavlíně Sadilové, která mi byla velkou oporou. Děkuji ti za tvou lásku, trpělivost, pochopení a také za to, že jsi mě dovedla motivovat, když jsem psaní této disertační práce chtěl mnohokrát vzdát.

Děkuji rodičům a celé mé rodině za jejich podporu po dobu mého studia.

Děkuji také mým přátelům, učitelům a kolegům z Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně.

V Troubkách,

10. 8. 2022

*„Kdekoli začíná hledání pravdy, začíná život;  
kdekoli přestává toto hledání, život přestává.“*

John Ruskin

## **ABSTRAKT**

Disertační práce je zaměřena na problematiku mezinárodního měnového systému a jeho transpozici směrem k multipolárnímu měnovému uspořádání. Hlavním cílem v této disertační práci je vědecky prokázat existenci trendu přechodu k měnové multipolaritě v mezinárodním měnovém systému.

V druhé části je systémově definován mezinárodní měnový systém a jsou zde představeny koncepty měnové koncentrace a měnové internacionalizace. V třetí části je mezinárodní měnový systém představen z historického pohledu. Čtvrtá část zachycuje trendy v rámci světové ekonomiky, které vedou k nevyhnutelnosti přechodu k měnové multipolaritě.

Současná měnová polarita je hodnocena funkčním přístupem s využitím konceptu měnové koncentrace. Perspektiva vybraných měn k získání statutu světové rezervní měny je hodnocena přístupem politické ekonomie s využitím fuzzy-logického modelu pro měření potenciálu měnové internacionalizace. Tyto dva přístupy jsou dále rozšířeny případovými studiemi, které hodnotí perspektivu klíčových měn budoucího mezinárodního měnového systému, konkrétně pak amerického dolaru, eura a čínského renminbi.

V disertační práci je využita systémová metodologie, prvky kvantitativního i kvalitativního výzkumu a také metody soft-computingu.

## **ABSTRACT**

The doctoral thesis is aimed at the actual problems of the international monetary system and its transposition toward multipolar currency arrangement. The main aim of this thesis is to verify the existence of a trend of transition to monetary multipolarity within the international monetary system.

In the second section, the research subject is defined and there also presented key concepts of currency concentration and currency internationalization. In the third section, the international monetary system is presented from a historical point of view. The fourth section deals with current trends at the level of the global economy, which leads to the inevitability of the transition to currency multipolarity.

Currency polarity is evaluated by using the functional approach with the employment of the currency concentration concept. The perspective of selected currencies for reaching the status of reserve currencies is evaluated by using the approach of political economy with the application of fuzzy-logic model for measuring the potential of currency internationalization. These two approaches are extended by case studies that evaluate the perspectives of key currencies in the future international monetary system, namely the US Dollar, Euro, and Chinese renminbi. Systematic methodology, elements of quantitative and qualitative research, and also soft computing methods, are used in the presented thesis.

# OBSAH

<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>9</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>10</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>12</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>14</b>
<b>ÚVOD .....</b>	<b>15</b>
<b>1. STANOVENÍ VÝCHODISEK A CÍLŮ DISERTAČNÍ PRÁCE....</b>	<b>18</b>
1.1 Východiska disertační práce.....	18
1.2 Cíle disertační práce a výzkumné otázky .....	18
<b>2. SOUČASNÝ STAV A VYMEZENÍ PŘEDMĚTU VÝZKUMU .....</b>	<b>21</b>
2.1 Podstata mezinárodního měnového systému.....	21
2.1.1 Dvojí pojetí mezinárodního měnového systému .....	21
2.1.2 Příčiny dvojího pojetí mezinárodního měnového systému .....	22
2.1.3 Polarita mezinárodního měnového systému.....	23
2.2 Struktura mezinárodního měnového systému .....	25
2.2.1 Prvky systému .....	25
2.2.2 Peněžní a měnové funkce .....	26
2.2.3 Národní a regionální měny a měnové systémy.....	27
2.2.4 Světové rezervní měny .....	28
2.2.5 Vztahy v rámci mezinárodního měnového systému.....	30
2.2.6 Okolí mezinárodního měnového systému .....	31
2.2.7 Globální měnové instituce a jejich úloha .....	32
2.3 Současná architektura mezinárodního měnového systému .....	34
2.3.1 Přejít k měnové multipolaritě.....	35
2.3.2 Otázka budoucí architektury mezinárodního měnového systému.....	36
2.3.3 Institucionální reforma .....	38
2.3.4 Přirozená reforma .....	40
2.4 Funkce mezinárodního měnového systému.....	43
2.4.1 Požadavek konvertibility.....	44
2.4.2 Požadavek stability.....	44
2.4.3 Požadavek likvidity .....	45
2.4.4 Požadavek symetrie.....	45
2.5 Koncepty měnové koncentrace a měnové internacionalizace .....	46
2.5.1 Podstata měnové koncentrace .....	46

2.5.2	Podstata měnové internacionalizace .....	47
2.5.3	Měnová pyramida .....	48
2.5.4	Výhody a nevýhody spojené s pozicí světové rezervní měny .....	50
2.5.5	Dimenze a determinanty měnové internacionalizace .....	51
<b>3.</b>	<b>HISTORIE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO SYSTÉMU .....</b>	<b>59</b>
3.1	Prehistorické období mezinárodního měnového systému .....	59
3.1.1	Měnová internacionalizace v historických podobách mezinárodního měnového systému 60	
3.2	Období metalických standardů .....	62
3.2.1	Bimetalické měnové standardy .....	62
3.2.2	Zlatý měnový standard na přelomu 19. a 20. století .....	63
3.2.3	Vzestup a dominance britské libry .....	64
3.3	Meziválečné období nestability .....	65
3.3.1	Mezinárodní měnový systém v letech 1919–1939 .....	65
3.3.2	Příčiny poklesu významu britské libry v meziválečném období .....	66
3.3.3	Internationalizace amerického dolaru v meziválečném období .....	67
3.3.4	Multipolární měnové uspořádání v 30. letech 20. století .....	68
3.4	Bretton-Woodský mezinárodní měnový systém .....	68
3.4.1	Příčiny rozpadu Bretton-Woodského měnového systému .....	70
3.5	Kingstonský mezinárodní měnový systém .....	73
3.5.1	Významné události v historii Kingstonského měnového systému .....	73
3.5.2	Měnová internacionalizace německé marky a japonského jenu .....	75
3.6	Shrnutí poznatků z historie měnových systémů .....	75
<b>4.</b>	<b>PŘÍČINY NEUDRŽITELNOSTI SOUČASNÉHO MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO SYSTÉMU .....</b>	<b>77</b>
4.1	Trend změny ekonomické síly ve světové ekonomice .....	77
4.2	Trend akumulace devizových rezerv .....	80
4.2.1	Důvody akumulace devizových rezerv .....	80
4.2.2	Optimální úroveň devizových rezerv .....	81
4.2.3	Analýza akumulace devizových rezerv v období 2001-2021 .....	82
4.3	Trend rozvoje globálních nerovnováh .....	84
4.3.1	Analýza vývoje globálních nerovnováh běžných účtů .....	86
4.4	Závěrečné shrnutí .....	88
<b>5.</b>	<b>ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ .....</b>	<b>89</b>
5.1	Metody zpracování v rámci struktury disertační práce .....	89

5.2	Metody zpracování v rámci výzkumu měnové koncentrace .....	90
5.3	Metody zpracování v rámci výzkumu měnové internacionalizace .....	90
<b>6.</b>	<b>MĚNOVÁ KONCENTRACE V MEZINÁRODNÍM MĚNOVÉM SYSTÉMU .....</b>	<b>91</b>
6.1	Výzkumný cíl a kontext výzkumu.....	91
6.2	Metodický postup a konkretizace zvolené metody .....	91
6.2.1	Funkce prostředku směny.....	92
6.2.2	Funkce prostředku investic.....	92
6.2.3	Funkce devizových rezerv .....	93
6.2.4	Funkce prostředku měnových intervencí.....	93
6.2.5	Funkce měnové kotvy .....	93
6.2.6	Funkce zúčtovací jednotky .....	94
6.2.7	Měření měnové koncentrace .....	94
6.3	Výsledky měnové koncentrace na úrovni jednotlivých měn.....	95
6.3.1	Výsledky u funkcí prostředku směny, investic a devizových rezerv .....	95
6.3.2	Výsledky u funkce měnové kotvy .....	98
6.4	Analýza měnové koncentrace na úrovni mezinárodního měnového systému .....	99
6.4.1	Koncentrační poměry .....	101
6.4.2	Herfindahl-Hirschman index.....	103
6.5	Shrnutí první výzkumné části.....	104
<b>7.</b>	<b>MĚNOVÁ INTERNACIONALIZACE – FUZZY-LOGICKÝ MODEL.....</b>	<b>105</b>
7.1	Výzkumný cíl a kontext výzkumu.....	105
7.2	Metodický postup a konkretizace zvolené metody .....	105
7.2.1	Aplikace fuzzy-logického modelu.....	107
7.3	Potenciál měnové internacionalizace pro 14 vybraných měn .....	108
7.4	Potenciál měnové internacionalizace a jeho trend u tří klíčových měn multipolárního měnového systému .....	109
7.5	Shrnutí druhé výzkumné části .....	111
<b>8.</b>	<b>PERSPEKTIVA AMERICKÉHO DOLARU .....</b>	<b>115</b>
8.1	Měnová koncentrace amerického dolaru.....	115
8.2	Dimenze hospodářské výkonnosti.....	117
8.3	Dimenze finanční otevřenosti.....	123
8.4	Dimenze měnové stability .....	124
8.4.1	Monetární politika USA a její vliv na mezinárodní měnový systém .....	125

8.5	Dimenze politicko-právní .....	128
8.6	Shrnutí .....	129
<b>9.</b>	<b>PERSPEKTIVA EURA.....</b>	<b>130</b>
9.1	Měnová koncentrace eura .....	131
9.2	Dimenze hospodářské výkonnosti .....	132
9.3	Dimenze finanční otevřenosti .....	134
9.4	Dimenze měnové stability .....	137
9.5	Dimenze politicko-právní .....	139
9.6	Shrnutí .....	143
<b>10.</b>	<b>PERSPEKTIVA ČÍNSKÉHO RENMINBI .....</b>	<b>144</b>
10.1	Měnová koncentrace čínského renminbi .....	144
10.2	Dimenze hospodářské výkonnosti .....	146
10.3	Dimenze finanční otevřenosti .....	148
10.4	Dimenze měnové stability .....	150
10.5	Dimenze politicko-právní .....	152
10.6	Shrnutí .....	154
<b>11.</b>	<b>ZÁVĚREČNÉ SHRUTÍ A VÝSLEDKY .....</b>	<b>156</b>
<b>12.</b>	<b>PŘÍNOSY PRO TEORII A PRAXI .....</b>	<b>158</b>
<b>13.</b>	<b>SMĚRY BUDOUCÍHO VÝZKUMU A VÝZKUMNÉ LIMITY... ..</b>	<b>159</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>161</b>
	<b>PUBLIKAČNÍ AKTIVITY AUTORA.....</b>	<b>182</b>
	<b>ODBORNÝ ŽIVOTOPIS AUTORA.....</b>	<b>183</b>



## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Režimy výměnných kurzů.....	31
Obrázek 2 Měnová pyramida .....	49
Obrázek 3 Podíl na globálním HDP u vybraných ekonomik.....	77
Obrázek 4 Devizové rezervy (včetně zlata) .....	83
Obrázek 5 Globální nerovnováhy běžných účtů .....	87
Obrázek 6 Rozptyl globálních nerovnováh u vybraných ekonomik.....	88
Obrázek 7 Poměr čisté investiční pozice vůči HDP (%).....	120
Obrázek 8 Bilance běžného účtu (USA).....	120
Obrázek 9 Federální dluh (USA).....	122
Obrázek 10 Taylorovo pravidlo a adekvátní úroková sazba .....	127
Obrázek 11 Výnosy desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny .....	137
Obrázek 12 Míra růstu cenové inflace, eurozóna vs. USA.....	138
Obrázek 13 Růst HDP a inflační vývoj v čínské ekonomice.....	147
Obrázek 14 Čistá investiční pozice čínské ekonomiky (% HDP).....	150

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1	Obecné peněžní (měnové) funkce .....	27
Tabulka 2	Funkce světových peněz a měn.....	29
Tabulka 3	Scénáře budoucí architektury .....	37
Tabulka 4	Výhody a nevýhody světových měn .....	51
Tabulka 5	Dimenze měnové internacionalizace .....	58
Tabulka 6	Historické příčiny měnové (de)internationalizace .....	76
Tabulka 7	Největší ekonomiky světa (predikce), mld. USD .....	79
Tabulka 8	Lídři mezinárodního obchodu .....	80
Tabulka 9	Měřítko měnové koncentrace .....	92
Tabulka 10	Podíly vybraných měn (funkce prostředku směny) na globálním FX obratu (% průměrného denního obratu) .....	95
Tabulka 11	Podíly vybraných měn na obratu u OTC úrokových derivátů.....	96
Tabulka 12	Podíl vybraných měn na mezinárodním bankovním trhu (% z celkových přeshraničních bankovních pohledávek).....	96
Tabulka 13	Podíl vybraných měn na mezinárodních cenných papírech .....	96
Tabulka 14	Podíl vybraných měn na alokovaných devizových rezervách.....	97
Tabulka 15	Podíl vybraných měn na globálních elektronických platbách .....	97
Tabulka 16	Funkce měnové kotvy u amerického dolaru a eura.....	98
Tabulka 17	Porovnání měnové koncentrace u amerického dolaru a eura ....	100
Tabulka 18	Složení měnového koše SDR .....	101
Tabulka 19	Koncentrační poměry.....	102
Tabulka 20	Herfindahl-Hirshmann Index .....	104
Tabulka 21	Potenciál měnové internacionalizace u čtrnácti vybraných měn .....	108
Tabulka 22	Komparace amerického dolaru, eura a renminbi z pohledu měnové koncentrace a internacionalizace .....	110
Tabulka 23	Komparace amerického dolaru a renminbi z pohledu měnové koncentrace a internacionalizace v letech 2001-2020 .....	110
Tabulka 24	Definice proměnných, měřítek a zdrojů pro fuzzy-logický model .....	112
Tabulka 25	Transformační matice .....	114
Tabulka 26	Měnová koncentrace amerického dolaru .....	116
Tabulka 27	Dimenze měnové internacionalizace amerického dolaru .....	117
Tabulka 28	Čistá investiční pozice USA.....	118

Tabulka 29 Měnová koncentrace eura .....	131
Tabulka 30 Dimenze měnové internacionalizace eura .....	132
Tabulka 31 Ratingy členských zemí eurozóny .....	134
Tabulka 32 Srovnání velikosti dluhopisových trhů eurozóny a USA .....	136
Tabulka 33 Srovnání výdajů na zbrojení eurozóny, USA a Číny .....	141
Tabulka 34 Měnová koncentrace čínského renminbi .....	145
Tabulka 35 Determinanty měnové internacionalizace u čínského renminbi .....	148

## **SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

AERAR Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions

AMU Asian Monetary Unit

ASEAN Sdružení národů jihovýchodní Asie

AUD Australský dolar

BIS Banka pro světové platby

BPM6 Balance of Payments Manuals, 6. vydání

BRIC / BRICS Skupina zemí Brazílie, Ruská federace, Indie, Čína a Jihoafrická republika

BRL Brazilský real

B-W Bretton-Wood

CAD Kanadský dolar

CB Centrální banka

CIPS Cross-Border Interbank Payment System

CPI Index spotřebitelských cen

ECB Evropská centrální banka

EMEs Emerging Market Economics

EPU Epunit

EUR Euro

FED Federální rezervní systém

G20 Skupina 20

G7 Skupina 7

GBP Britská libra

CHF Švýcarský frank

INR Indická rupie

JAR Jihoafrická republika  
JPY Japonský jen  
KAOPEN Index pro měření kapitálové otevřenosti  
KRW Korejský won  
MMF Mezinárodní měnový fond  
MMS Mezinárodní měnový systém  
MXP Mexické peso  
NATO Severoatlantická aliance  
NSR Německá spolková republika  
OECD Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj  
OTC Over the Counter  
Oz Trojská unce  
PIIGS Skupina zemí Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko a Španělsko  
PPP Parita kupní síly  
PwC PricewaterhouseCoopers  
RMB / CNY Čínské renminbi  
RUB Ruský rubl  
S&P Standard & Poor's  
SDR Zvláštní práva čerpání  
SEK Švédská koruna  
SPFS Sistema peredachi finansovykh soobscheniy  
USD Americký dolar  
VB Velká Británie

# **SEZNAM PŘÍLOH**

PŘÍLOHA I – Historické determinanty měnové internacionalizace

PŘÍLOHA II – Stavová matice

## ÚVOD

„Americký dolar míří ke krachu“, „Krach dolaru je jen začátek“, „Americký dolar je nejvíce přeceněnou hlavní měnou na světě“. Čas od času se na hlavních stránkách tištěných i elektronických periodik objeví tyto varovné titulky, které, s jistým katastrofickým nádechem, věští neodvratné zhroucení nejvýznamnější světové rezervní měny. Otázka udržitelnosti amerického dolaru nás provází již od 60. let 20. století. V letech 2008 a 2009 a stejně tak v krizových „pandemických“ letech 2020 a 2021 se znovu začaly vést diskuse o měnových alternativách vůči americkému dolaru, které by jej dokázaly v mezinárodním měnovém systému nahradit. Také v roce 2022 toto téma rezonuje napříč odbornou i laickou veřejností. Námitky vůči americkému dolaru jsou na první pohled legitimní. Na jedné straně je i laikovi známé vysoké zadlužení americké ekonomiky, na straně druhé se často hovoří o rostoucím významu čínské ekonomiky a dalších změnách na geopolitické mapě světa. Dny amerického dolaru jako by byly již sečteny. Avšak americký dolar, navzdory předpovědím, zůstává v roce 2022 stále na pozici světové rezervní měny číslo jedna.

Společným jmenovatelem těchto katastrofických studií je zpravidla redukcionistický přístup jejich autorů a černobílé vidění světa. Pád dolaru je často prisuzován vysokému zadlužení americké ekonomiky či slabé nebo silné hodnotě této měny. Stejně tak na rostoucí význam čínského renminbi je usuzováno převážně jen na základě neustále se zvětšující výkonnosti čínské ekonomiky. Tento přístup je patrný u řady ekonomických komentátorů a redaktorů.

Otázky přežití dolaru či eura jsou nutně spojeny s otázkou vývoje mezinárodního měnového systému. Mezinárodní měnový systém představuje zřejmě jedno z posledních téměř čistě tržních prostředí v současném globálním ekonomickém systému. Představuje tak prostředí, kde je možné zkoumat hospodářské jevy v téměř nezkalené tržní podobě. Například přeshraniční využívání měny je již mimo dosah měnové autority vydávající země. Tato monetární autorita nemůže svými zákony a nástroji cizozemský měnový oběh jiné zemi přímo vnutit ani jej zcela úspěšně regulovat.

Pochopení zákonitostí v rámci mezinárodního měnového systému nám umožní nejen porozumět žádoucím a populárním otázkám, jako je například budoucí udržitelnost amerického dolaru, ale může představovat jedno z vodítek pro lepší orientaci v současném globalizovaném světě. Představy, že dopady měnové multipolarity se nás netýkají, jsou stejně liché jako představy, že pozici světové měny ovlivňuje například pouze úroveň zadlužení ve vydávající zemi.

Předložená disertační práce je malým příspěvkem k prohloubení poznání v oblasti financí, politické ekonomie, mezinárodních vztahů a makroekonomie. Jak již název napovídá, práce se věnuje tématu přechodu k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému, což je historicky přirozená forma uspořádání s více rovnocennými rezervními měnami.

Záměrem této disertační práce je tak nejen objasnit často diskutovanou perspektivu amerického dolaru, ale i přispět k ozřejmění, jaké faktory ovlivňují postavení rezervních měn a jaká je dynamika vývoje na úrovni mezinárodního měnového systému, včetně nastínění jeho možného budoucího uspořádání.

Autor disertační práce představuje hodnoty a mechanismy mezinárodního měnového systému s pomocí systémového myšlení. Pochopení podstaty systému je vždy nezbytné pro možnost uvažovat o jeho funkci a případných změnách. Z tohoto důvodu je část 2 (současný stav) rozsáhlejší, než je tomu u jiných disertačních prací. Představeny jsou nejen prvky výzkumu, ale přímo celý systém.

Disertační práce má následující strukturu. Nejprve jsou v úvodních částech představeny nezbytné informace o kontextu, struktuře disertační práce a také o výzkumných otázkách, motivaci k výzkumu a cílech této disertační práce.

V části 2 je systematicky vymezen zkoumaný předmět, což je multipolární mezinárodní měnový systém. U tohoto předmětu je nejprve vymezena jeho definice a podstata. Dále je představena struktura mezinárodního měnového systému, zahrnující jeho prvky, vztahy a okolí. Systémová architektura a možnosti její změny jsou také klíčovou součástí této sekce, na kterou navazují funkce mezinárodního měnového systému. Část 2 je uzavřena klíčovou částí, ve které jsou představeny dva koncepty pro vědecké zkoumání mezinárodního měnového systému, a to měnová koncentrace a měnová internacionalizace.

V části 3 je zkoumaný předmět představen z historického pohledu. Vývoj mezinárodního měnového systému je zachycen napříč dějinami, a to od prvních zmínek o měnové internacionalizaci až po přechod ke Kingstonskému mezinárodnímu měnovému systému v roce 1973 a v následujících letech. Historický pohled je přínosný v tom smyslu, že umožní identifikovat zákonitosti, které utvářely pozice světových rezervních měn v historických podobách mezinárodního měnového systému. Tyto historické zákonitosti ovlivňují postavení světových rezervních měn i v současnosti.

V části 4 jsou představeny tři důvody, proč je současné pojetí mezinárodních měnových vztahů dlouhodobě neudržitelné. Konkrétně se jedná o změnu ekonomických sil na globální mapě světa, dále pak o trend akumulace devizových rezerv a problematické globální ekonomické nerovnováhy. Tyto trendy spoluutváří podobu současného mezinárodního měnového systému v 21. století.

Části 2, 3 a 4 společně představují současný stav zkoumaného předmětu, každá však z jiného pohledu (aktuální stav, historické souvislosti a vnější faktory).

Část 5 je zaměřena na přehled zvolených metod zpracování, a to metody obecné i specifické. V této části je také rámcově představena podstata výzkumných metod, využitých v částech 6 a 7.

Část 6 je zaměřena na první z výzkumných problémů, a to v rámci konceptu měnové koncentrace. V této části jsou aplikovány nástroje k měření měnové koncentrace s cílem objasnit, zda v mezinárodním měnovém systému došlo od začátku 21. století ke změně měnové polarizace a jaká je aktuální pozice hlavních světových rezervních měn a jejich potenciálních vyzyvatelů. Součástí této sekce



je přirozeně také představení výzkumné metodologie a zjištěných výsledků a odpovědí na některé výzkumné otázky.

V části 7 je aplikován vlastní fuzzy-logický model pro měření potenciálu měnové internacionalizace. Měření potenciálu měnové internacionalizace u amerického dolaru, eura a renminbi umožní zjistit perspektivu přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání. I zde je představena využitá metodologie, zjištěné výsledky a odpovědi na další výzkumné otázky.

Části 8, 9 a 10 jsou zaměřeny na zhodnocení budoucí perspektivy pro americký dolar, euro a čínské renminbi v návaznosti na části 6 a 7. Tyto části jsou zpracovány formou případové studie, a to pro každou z těchto měn. V každé z těchto částí je perspektiva pro konkrétní měny hodnocena z pohledu měnové koncentrace a na základě čtyř dimenzí měnové internacionalizace. Objasnění perspektivy internacionalizace těchto měn umožní nalézt odpověď na to, nakolik „aktuální“ je přechod k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému.

Disertační práci uzavírá část 11, kde jsou zjištěné poznatky shrnuty. Dále následuje část 12, která uvádí přínosy této disertační práce pro teorii a praxi, a část 13, kde jsou nastíněny směry budoucího výzkumu a kde je uveden výčet výzkumných limitů předloženého výzkumu.

Disertační práce byla napsána se snahou o maximální objektivitu a nestrannost. Využity byly literární zdroje jak od odborníků z USA, tak i z Evropy a Číny. Data byla převzata převážně z databází významných světových institucí, jako je například Mezinárodní měnový fond (MMF), Banka pro světové platby (BIS), Eurostat, Federální rezervní systém (FED), Evropská centrální banka (ECB) či z databází Čínské centrální banky.

Výzkumné části této disertační práce byly autorem třikrát publikovány v odborných vědeckých časopisech, indexovaných v databázi SCOPUS. Konkrétně, výzkumné závěry z části 6 byly publikovány ve studii Sadil a Sipko (2021), výzkumné závěry z části 7 ve studiích Sadil a Sipko (2022) a Sadil, Přílučíková a Sipko (2021). Výzkumné závěry z částí 8, 9 a 10, byly publikovány ve studii Sadil a Sipko (2022).

Disertační práce zahrnuje data aktuální až ke konci roku 2021, resp. začátku roku 2022. Je však nutné upozornit, že potenciál měnové internacionalizace u ruského rublu (část 7) bude v roce 2022 výrazně nižší, než jak tomu bylo v předchozích letech. Stejně tak v disertační práci nejsou zahrnuty mimořádně vysoké hodnoty cenové inflace v roce 2022, které mohou potenciál měnové internacionalizace a perspektivu klíčových měn významně a negativně ovlivnit.

# 1. STANOVENÍ VÝCHODISEK A CÍLŮ DISERTAČNÍ PRÁCE

## 1.1 Východiska disertační práce

Navzdory výhradám vůči poplašným tvrzením, které byly zmíněny v úvodu, je otázka přechodu k multipolárnímu měnovému systému zcela legitimní. První dvě desetiletí 21. století přinesla nejen hospodářský a politický vzestup nově industrializovaných zemí, ale také relativní oslabení vyspělých západních ekonomik, a to jak vlivem světové finanční krize, tak dluhové krize v eurozóně či pandemie nemoci COVID-19.

Na politické mapě světa již došlo k pomyslnému srovnání sil, což je patrné na rostoucí rivalitě mezi USA a Čínou. Pokud se svět stal znovu multipolárním, pak je namísto otázky, zda rovněž dochází k přechodu k multipolárnímu měnovému systému. (Zakaria, 2020)

Tato jasně položená otázka představuje první a hlavní výzkumnou motivaci. V této disertační práci jsou představeny rovněž ty studie, které se zabývaly otázkou přechodu k multipolárnímu měnovému systému. Velké množství studií však postrádá systematickosti a otázku měnové multipolarity redukuje pouze na ekonomické nebo jen politické aspekty. Doposud navíc nebylo v literatuře zachyceno propojení dvou obecně uznávaných výzkumných přístupů (funkční a přístup politické ekonomie) s metodami soft computing (fuzzy-logika), aplikovaných na oblast mezinárodních měnových vztahů. Právě zde je patrná pomyslná **mezera ve výzkumu**, která je blíže představena v části 2.5.2.

Druhým motivem, proč tato disertační práce vznikla, je právě snaha o propojení ekonomických i politických aspektů společně s cílem představit nový a originální přístup ke zkoumání mezinárodních měnových vztahů. Tento přístup vychází ze zmíněného spojení funkčního přístupu a přístupu politické ekonomie.

Třetím motivem je snaha o porozumění klíčovému aspektům mezinárodního měnového systému, způsobu jeho fungování a historickému vývoji. Této oblasti je v českém odborném prostředí věnována poměrně nízká pozornost. Přitom změny kvality či architektury mezinárodního měnového systému budou mít zásadní dopad na všechny ekonomické subjekty, které jsou integrovány do dnešní globální ekonomiky.

A konečně čtvrtým motivem je snaha přispět k odborné diskusi o klíkových měnových otázkách současnosti a nastínit možnosti dalšího výzkumu v této komplexní, složité, avšak také zajímavé oblasti ekonomické vědy.

## 1.2 Cíle disertační práce a výzkumné otázky

Hlavním cílem v této disertační práci je vědecky **prokázat existenci trendu přechodu k měnové multipolaritě** v mezinárodním měnovém systému.

Tohoto hlavního výzkumného cíle je dosaženo prostřednictvím souboru dílčích cílů a s ohledem na definované výzkumné otázky, které jsou zde představeny.

Dílčí výzkumné cíle mají návaznost jednak na hlavní výzkumný cíl a současně také na definované výzkumné otázky. Tyto dílčí cíle jsou následující:

**DVC1:** S využitím systémového přístupu charakterizovat mezinárodní měnový systém, a to z hlediska jeho podstaty, struktury, funkcí a možností k jeho zkoumání pomocí konceptů měnové koncentrace a měnové internacionalizace. Součástí tohoto cíle je i identifikace determinantů měnové internacionalizace.

**DVC2:** Na základě historického výzkumu a analýzy literárních zdrojů identifikovat historické příčiny měnové internacionalizace a de-internationalizace. Jinými slovy, zjistit, které faktory vedou k dosažení pozice světové rezervní měny a působením kterých faktorů tyto měny své pozice ztrácejí.

**DVC3:** Představit současné a nejvýznamnější trendy v rámci mezinárodního měnového systému, které mohou přispět ke změně jeho kvality směrem k měnové multipolaritě.

**DVC4:** Aplikovat koncept měnové koncentrace při zkoumání procesu přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání. Zkoumáno je období od roku 2001 do roku 2020. Cílem je zjistit, zda vykazuje multipolární měnový systém ve zkoumaném období trend přechodu k měnové multipolaritě.

**DVC5:** Na základě dílčích výzkumných cílů 1 a 2 a s pomocí analýzy literárních zdrojů a vlastního výzkumu navrhnout, představit, aplikovat a zhodnotit fuzzy-logický model měnové internacionalizace, který umožní kvantifikovat současný potenciál měnové internacionalizace pro nejvýznamnější měny současného mezinárodního měnového systému.

**DVC6:** Na základě dílčích výzkumných cílů 4 a 5 a s pomocí analýzy relevantních literárních zdrojů a vlastního výzkumu v podobě případových studií zjistit budoucí perspektivu amerického dolaru, eura a čínského renminbi v mezinárodních měnových vztazích.

Po splnění dílčích výzkumných cílů je možné dosáhnout hlavního výzkumného cíle a zjistit tak, zda současný mezinárodní měnový systém, ať už v současnosti nebo perspektivně, prokazatelně vykazuje přechod k měnové multipolaritě.

I v případě nalezení odpovědi na tuto aktuální otázku není výzkum v této oblasti u konce. Právě naopak, přechod k multipolárnímu měnovému systému znamená nový podnět pro další výzkum v této oblasti a také nutnost připravit se na tuto významnou změnu a přizpůsobit se jí v rámci globální ekonomiky.

V rámci navrženého výzkumu jsou definovány pouze výzkumné otázky, nikoliv výzkumné (vědecké či statistické) hypotézy. Výzkumné otázky je možné zodpovědět až po splnění několika dílčích cílů práce.

Pro účel disertační práce bylo formulováno těchto osm výzkumných otázek:

- **VO1:** Vykazují hodnoty měnové koncentrace v mezinárodním měnovém systému klesající trend v rámci sledovaného období?
- **VO2:** Vykazuje mezinárodní měnový systém na konci sledovaného období multipolární měnové uspořádání?

- **VO3:** Jaká je současná úroveň a dlouhodobý trend měnové koncentrace pro vybrané klíčové měny (americký dolar, euro a čínské renminbi) v mezinárodním měnovém systému?
- **VO4:** Jaký je v roce 2020 potenciál měnové internacionalizace pro 14 vybraných, nejdůležitějších měn současného mezinárodního měnového systému?
- **VO5:** Jaký je trend vývoje potenciálu měnové internacionalizace u tří klíčových měn multipolárního měnového uspořádání, tj. amerického dolaru, eura a čínského renminbi, v letech 2001 až 2020?
- **VO6:** Jaká je budoucí perspektiva amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?
- **VO7:** Jaká je budoucí perspektiva eura v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?
- **VO8:** Jaká je budoucí perspektiva čínského renminbi v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?

## 2. SOUČASNÝ STAV A VYMEZENÍ PŘEDMĚTU VÝZKUMU

### 2.1 Podstata mezinárodního měnového systému

#### 2.1.1 Dvojí pojetí mezinárodního měnového systému

Mezinárodní měnový systém (dále zkr. MMS) představuje pojem, který není v literatuře jednotně definován. Definice tohoto pojmu se neliší jen v detailech, ale je patrné, že tento pojem je vykládán zcela rozdílně, a to ze dvou základních úhlů pohledu. Oba tyto přístupy se liší v odlišném chápání klíčového slova systém.

Definici z prvního pohledu uvádí Němeček (2000), který pod pojmem mezinárodní měnový systém rozumí souhrn vzájemných vazeb mezi měnami a měnovými systémy jednotlivých států a oblastí. Mezinárodní měnový systém tak není prostým souhrnem vztahů jednotlivých měn, ale je souhrnem objektivně existujících vazeb jednotlivých měn k celku a celku k jednotlivým měnám.

Srovnatelným způsobem definuje tento pojem také Rickards (2014). Eun a Resnick (2009) definují mezinárodní měnový systém jako institucionální rámec, ve kterém jsou prováděny mezinárodní platby a přesuny kapitálu a ve kterém vznikají výměnné kurzy. Mezinárodní měnový systém představuje souhrn dohod, pravidel, institucí, mechanismů, kurzové a měnové politiky, mezinárodních plateb a pohybu kapitálu. Tito autoři za mezinárodní měnový systém považují i uspořádání, které není institucionalizováno.

Druhé pojetí mezinárodního měnového systému zastávají autoři Mateos y Lago, Duttagupta a Goyal (2009) a Ocampo (2018), kteří nepovažují současné uspořádání měnových vztahů za systém a hovoří o takzvaném „ne-systému“. Lze se setkat s názorem, že za mezinárodní měnový systém je možné považovat pouze institucionalizovaný, např. Bretton-Woodský systém.

Fahri, Gourichas a Rey (2011) definují mezinárodní měnový systém jako soubor pravidel, úmluv a institucí, kterými se řídí měnová politika, jejich mezinárodní koordinace, výměnné kurzy a poskytování mezinárodní likvidity. Mezinárodní měnový systém je úzce spjat s mezinárodním finančním systémem, jehož fungování závisí zejména na způsobech poskytování likvidity.

Serval a Tranié (2015) definují mezinárodní měnový systém jako souhrn pravidel a institucí pro mezinárodní měnové operace. Jedná se tedy o uspořádání, které usnadňuje výměnu zboží, služeb a kapitálu a které má podporovat zdravý ekonomický růst. Tato definice má blíže k druhému úhlu pohledu na mezinárodní měnový systém. Podobné pojetí mezinárodního měnového systému uvažuje také Mezinárodní měnový fond (Sedláček, 2018).

Mezinárodní měnový systém tvoří významnou oblast zkoumání ekonomické teorie, jelikož má vazbu na reálný vývoj světového hospodářství (Civín, 2018).

Pojem mezinárodní měnový systém je nutné odlišit od pojmu mezinárodní finanční systém, který se vztahuje k mikrosféře (mikroekonomická povaha),

konkrétně k finančním službám. Jeho infrastrukturu tvoří burzy, komerční banky, spořitelny, pojišťovny atp. Tato infrastruktura vytváří různé typy trhů, na kterých probíhají operace úvěrové, devizové a portfoliové. Naproti tomu je mezinárodní měnový systém makroekonomické povahy (Cihelková & Kunešová, 2006).

### 2.1.2 Příčiny dvojího pojetí mezinárodního měnového systému

Příčina rozdílného pohledu na mezinárodní měnový systém má své kořeny v roce 1971. Jednostranným rozhodnutím amerického prezidenta R. Nixona došlo ke zrušení přímé konvertibility amerického dolaru a zlata. Tento akt znamenal nejen konec Bretton-Woodského měnového systému, ale také mezinárodního měnového systému jako instituce. Za institucionalizovaný mezinárodní měnový systém bylo možné považovat uspořádání v době zlatého standardu, především pak v období před první světovou válkou a částečně také po první světové válce, kdy některé státy usilovaly o jeho obnovení (Eichengreen, 2019a).

Autor disertační práce považuje za vhodné zavést přesnější pojmy, a to mezinárodní měnový systém v širším a užším pojetí. Mezinárodní měnový systém v širším pojetí odpovídá definici Němečka (2000).

Mezinárodní měnový systém v užším pojetí odpovídá představám zastánců institucionálního pojetí, například Mezinárodního měnového fondu, který takto definuje rámec pro reformy mezinárodního měnového systému (Sedláček, 2020). Pokud nebude uvedeno jinak, je uvažován mezinárodní měnový systém v širším pojetí, který zahrnuje i zmíněné užší pojetí.

Argument, proč odmítnout výhradně užší pojetí mezinárodního měnového systému uvádí Němeček (2000): „*Svět tržní ekonomiky vždy nějaký mezinárodní systém měl, má a mít musí. Existence mezinárodního měnového systému je dána skutečností, že existují národní měny, volně směnitelné měny, rezervní měny a národní měnové systémy.*“ Tento autor dále uvádí, že mezi národními měnami a systémy vznikají v procesu mezinárodního pohybu zboží, služeb a kapitálu měnové vztahy. Mezinárodní měnový systém má své vlastní, objektivně působící principy a funkce, které vycházejí z principů národních měnových systémů, z nichž se skládá, ale které tvoří novou kvalitu působící v mezinárodním měřítku a zpětně jednotlivé národní měny a národní měnové systémy ovlivňují.

V případě obou pojetí mezinárodního měnového systému lze však v literatuře nalézt shodu s tvrzením, že bez fungujícího mezinárodního měnového systému nelze dosáhnout zdravého ekonomického růstu a dosahovat ekonomických výhod, spojených se směnou zboží a služeb a pohybem kapitálu (Constâncio, 2011). Nefungující mezinárodní měnový systém negativně ovlivní jednotlivé národní měnové systémy, které pak společně ovlivní podobu globální ekonomiky.

### 2.1.3 Polarita mezinárodního měnového systému

Klíčovým pojmem pro tuto disertační práci je (měnová) polarita. Polarita vytváří polární struktury systému, v němž jednotliví aktéři mají rozdílnou sílu a schopnost prosadit své záměry a cíle (De Keersmaecker, 2017).

Kratochvíl (2002) charakterizuje polaritu jako počet autonomních center moci. Polarita je funkcí rozdělení moci pouze mezi nejvýznamnějšími aktéry určitého systému. Rozlišují se tři základní typy polarity. V případě, že v systému existuje pouze jeden aktér, který svou mocí výrazně převyšuje ostatní, hovoří se o monopolárním systému. V situaci dvou zhruba stejně mocných států na vrcholu mocenské pyramidy se hovoří o bipolaritě. Situaci tří a více srovnatelných států popisuje multipolarita. Tento pojem lze aplikovat nejen na oblast mezinárodních politických vztahů, ale má své uplatnění také při zkoumání mezinárodního měnového systému.

Příkladem monopolarity v současném uspořádání mezinárodních měnových vztahů je dle Cohena (2015) dominantní pozice amerického dolaru jako světové rezervní měny.

Analogicky znamená přechod od monopolárního k bipolárnímu či k multipolárnímu měnovému uspořádání základní změnu systému prostřednictvím kvalitativní proměny struktury. Pro další postup v rámci výzkumu přechodu k multipolárnímu měnovému systému je nutné definovat pojem měnová polarita.

Měnová polarita představuje určitý počet autonomních center měnové síly. Měnová síla (currency power) zahrnuje dvě dimenze, a to autonomii a vliv. Jednotliví aktéři jsou vlivní tehdy, pokud dokážou na ostatní účastníky systému vyvinout tlak a ovlivnit jejich jednání. Autonomie pak znamená, že účastník je schopen fungovat nezávisle na vlivu ostatních účastníků. Autonomie bez vlivu je možná, vliv bez autonomie je však nemyslitelný. Je logické, že nejvyšší autonomie a vlivu dosahují v mezinárodním měnovém systému ty země, jejichž měny jsou ze systémového hlediska nejvýznamnější. Národní ekonomiky jsou navzájem spojeny prostřednictvím systému mezinárodní platební bilance. Riziko neudržitelných globálních nerovnováh představuje ohrožení nezávislosti hospodářské politiky zapojených zemí. Přizpůsobení se nerovnováhám však může pro jednotlivé země být nepřijatelné z politického i hospodářského hlediska. Žádná vláda dnešní doby nemá zájem na omezování svých politických a ekonomických cílů jen proto, aby došlo k obnovení vnější ekonomické rovnováhy. Základem měnové moci je pak schopnost, vyhnout se zátěži, kterou způsobují globální ekonomické nerovnováhy. (Cohen, 2008, 2011, 2015, 2019, Kratochvíl, 2002)

Distribuce měnové síly se v čase mění. V posledních desetiletích tomu tak bylo v případě států i jiných ekonomických subjektů. V globální politice a ekonomice dominovaly od druhé světové války USA a vyspělé země skupiny G7. Toto období bylo charakteristické měnovou mono-polaritou. Změny v distribuci měnové moci měly na přelomu 20. a 21. století spíše autonomní charakter než

charakter vlivu. Jinými slovy, jedná se o změny měnové síly bez vzniku nových vůdčích účastníků (Brooks & Wohlforth, 2015).

Cohen (2011) uvádí, že dny, kdy měnová moc byla koncentrována výhradně u Spojených států amerických, postupně pomíjejí. Za hlavní tři důvody, proč k tomuto dochází, označuje vznik eura, rozšíření globálních nerovnováh a pokračující globalizaci finančních trhů.

Multipolární měnový systém představuje takové uspořádání mezinárodního měnového systému, ve kterém existují alespoň tři autonomní centra měnové síly, přičemž měny těchto zemí plní všechny soukromé i oficiální měnové funkce, uvedené v tabulce 2. Míra vlivu však může zůstat rozdílná i v tomto uspořádání. Přejít k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému lze uskutečnit v podobě dohodnuté reformy, avšak jako pravděpodobnější se v současnosti jeví přirozená reforma, k níž dojde následkem živelného ekonomického vývoje (Cohen, 2019).

Tyto scénáře jsou blíže představeny v části 2.3. Multipolarita představuje jeden z mezních stavů, při kterém existuje v mezinárodním měnovém systému více světových měn. Globální ekonomika již v současné době vykazuje vyšší stupeň polarizace (Civín, 2018).

Distribuci měnové moci, lze v rámci mezinárodního měnového systému měřit pomocí ukazatelů měnové koncentrace (část 6).

Cohen (2011) uvádí, že budoucí spolupráce mezi hlavními aktéry je nepravděpodobná. Mnohem pravděpodobnějším scénářem je pokračující geopolitický spor v regionech, jako je Střední východ či východní Asie. Riziko přímého vojenského konfliktu je nízké, avšak lze očekávat pokračování měnových a obchodních válek.

Od pojmu měnová polarizace je nutné odlišit pojem měnová polarizace. Měnová polarizace pak představuje ochotu jednotlivých zemí zapojit se do měnových bloků. Tato ochota může být dána ekonomickou výhodností tohoto zapojení pro jednotlivé země (projekt eura), případně může být prosazena diplomaticky či vojenskou silou (petrodolary) (Cherubini *et al.* 1993).

Z historie mezinárodního měnového systému jsou nejznámější měnové bloky (měnové ostrovy) librové a dolarové. V období mezi světovými válkami existovaly měnové bloky tři, a to librový, dolarový a frankový. V současnosti lze o globálním měnovém bloku hovořit pouze v případě amerického dolaru. Dolarový blok v globální ekonomice funguje již od 20. let 20. století a s určitými kvalitativními proměnami existuje dodnes (Eichengreen, 2019a).

Bloky eura a renminbi mají v současnosti zatím regionální charakter, byť se tyto bloky postupně rozšiřují (Zhang & Clovis, 2010).



## 2.2 Struktura mezinárodního měnového systému

Aplikací systémového přístupu na problematiku mezinárodního měnového systému lze identifikovat jeho strukturu a architekturu. Struktura je tvořena prvky (komponenty) a jejich vzájemnou interakcí (vztahy mezi prvky). Architektura dává struktuře systému jeho vlastnosti a určuje způsoby jeho fungování. Struktura i architektura systému jsou spolu vzájemně spjaty (Civín, 2018, Janíček, 2014). Němeček (2000) uvádí, že podoby mezinárodního měnového systému jsou historickými obměnami vzájemných vazeb mezi měnovými systémy a měnovým standardem. V této části je vymezena struktura zkoumaného předmětu. Architektura je předmětem části 2.3.

Serval a Tranié (2015) a Sedláček (2018) uvádějí jako součást mezinárodního měnového systému také globální měnové a finanční instituce, jako je Mezinárodní měnový fond či Skupina Světové banky.

### 2.2.1 Prvky systému

Rozbor struktury mezinárodního měnového systému začíná na úrovni prvků. Základním prvkem tohoto systému jsou měny: národní, regionální a světové. Měna (currency) je dle Oxfordského výkladového slovníku systém peněz, používaných na území daného státu (Turbull, *et al.*, 2010).

Kráľ (2010) definuje pojem měna šířeji, a to jako právní normou stanovený soubor jednotlivých forem peněz (mince, státovky, bankovky, směňky, šeky) závazně platných v daném ekonomickém systému, který dle stanovených pravidel vystupuje při směně ve funkci všeobecného ekvivalentu.

Dle Bakeše *et al.* (2012) představuje měna právní pojem, naproti tomu peníze jsou pojmem ekonomickým. Z tohoto poznatku lze odvodit skutečnost, že měna musí být vždy penězi, avšak jako peníze nemusí být vždy užívána měna. To je patrné na příkladu kryptoaktiv. Co činí peníze měnou, není jen vyšší míra konkrétnosti, skutečnost, že nějaký předmět je za peníze považován, ale především je to určitá autorita, která za konkretizaci příslušné formy peněz stojí, kvalifikovaným způsobem formu peněz definuje a stanoví podmínky její existence a používání. Touto autoritou je zpravidla stát.

Němeček (2000) uvádí, že měna představuje státem uznaný a zákonem upravený druh peněz, který je obecně přijímán při splácení stejnojmenného peněžního závazku vůči státu či mezi tuzemci, pokud právní řád neumožňuje úmluvy mezi nimi o plnění v jiných měnách. Právní úprava měny musí určit peněžní zboží, které má plnit funkci všeobecného ekvivalentu a stanovit měnovou jednotku a její zlomky.

Pro každou měnu lze určit její kvantitu. Narozdíl od poměrně komplikovaného pojetí měnové kvality lze měnovou kvantitu vyjádřit pomocí měnových agregátů. Centrální banky u každého měnového agregátu přesně definují okruh emitentů a dlužníků peněz a druh závazku či pohledávky mezi dlužníky a věřiteli. Měnové

agregáty se běžně označují a rozlišují jako M0, M1, M2, M3 a M4 (Jílek, 2013). Serval a Tranié (2015) doplňují rozšířené analytické agregáty M5 a M6.

### 2.2.2 Peněžní a měnové funkce

Měna plní základní funkce peněz, které jsou definovány ekonomickou teorií. Jejich výčet je uveden v tabulce 1. Peníze ve formě měn (teoreticky) slouží jako: prostředek směny, prostředek k uchování hodnoty, kapitál a jako prostředek ke tvorbě a vyjádření ceny (Sokol, 2016).

Soukromé užití představuje využití měn mezi všemi jednotlivými účastníky globálního trhu. Oficiální užití měn je odvozeno od soukromého užití. Zde se předpokládá jejich užití na úrovni centrálních bank, vlád nebo Mezinárodního měnového fondu.

Funkce všeobecného prostředku směny umožňuje prostřednictvím peněz nákup a prodej zboží, služeb a jiných statků. V této funkci peníze zprostředkovávají oběh mezi jednotlivými účastníky trhu a samy přitom, ve směru opačném pohybu ekonomických statků, mezi těmito účastníky trhu obíhají. Rozlišují se hotovostní a bezhotovostní (žirální) peníze. V současnosti bezhotovostní peníze výrazně převažují nad hotovostními (Sokol, 2016).

Ve funkci prostředku a nositele k uchování hodnoty peníze udržují hodnotu a jsou schopny přenášet tuto hodnotu dopředu v čase. Peníze jsou vyjmuty z oběhu, uchovány po určitou dobu a následně jsou do peněžního oběhu vráceny a je čerpána jejich hodnota ve zboží, službách či jiných ekonomických statcích. V ideálním případě je uchovaná a čerpaná hodnota ekvivalentní. Rozdíl mezi uchovanou a čerpanou hodnotou vyjadřuje míru plnění funkce peněz jako prostředku a uchovatele hodnot. Cenová a peněžní inflace snižují reálnou hodnotu peněz v čase. Měnové reformy a nulifikace odnímají penězům charakter měny a tím tyto přestávají sloužit jako prostředek k uchování hodnoty (Sokol, 2016; Němeček, 2000).

Funkce peněz jako kapitálu je dána možností úhrady pohledávek a závazků bez okamžitého adekvátního protipohybu ekonomických statků. Peníze v této funkci slouží jako prostředek k úvěrovým a investičním platbám. Dále je možné sem zařadit platby zákonem povinné pro plátce a transferové platby (Mishkin, 2016).

Shiff (2007) označuje funkci kapitálu jako funkci jednotky pozdržených plateb. Peněžní prostředky, které nejsou bezprostředně potřeba, je možné půjčit ostatním, čímž jsou získávány úroky. Pokud je ekonomický subjekt vázán povinností platit určité peněžní výdaje (daně), pak tyto peněžní prostředky slouží jako zdroj pro financování projektů, k poskytnutí výnosů celé společnosti.

Čtvrtou funkcí peněz je funkce zúčtovací jednotky. Peníze slouží jako účetní jednotka (měřítko hodnoty), ve které se vyjadřují hodnoty různého zboží a služeb, přičemž tyto je možné dostat do vzájemného vztahu. Peníze tak odstraňují problém, který je spojený s výměnným (barterovým) systémem směny (Mishkin, 2016). Zmíněné měnové funkce jsou uvedeny v tabulce 1. Funkce světových měn uvádí tabulka 2.

Tabulka 1 Obecné peněžní (měnové) funkce

<b>Funkce peněz / měn</b>			
<b>Úroveň užití</b>	<b>Prostředek směny</b>	<b>Uchování hodnoty</b>	<b>Zúčtovací jednotka</b>
Soukromé užití	Zprostředkovatelská měna	Investice, dluh (včetně funkce kapitálu)	Měna pro peněžní kalkulaci
Oficiální užití	Měna pro intervence	Rezervní měna	Kotevní měna

Zdroj: Cohen (2015)

### 2.2.3 Národní a regionální měny a měnové systémy

Národní měna představuje státem zákonně uznanou formu peněz, která je vydávaná centrální bankou či jinou měnovou autoritou. Představuje obvyklý prostředek směny při nákupu zboží a služeb ve vnitrostátním platebním styku. Národní měna představuje základ národního měnového systému (Gleeson, 2018).

Národní měnový systém je souhrnným kompaktním celkem jednotlivých forem národních měn, jejich vzájemných vztahů a principů fungování jejich používání v procesu směny na území určitého ekonomického celku (Kráľ, 2010).

Lze rozlišit rozpočtově-úvěrovou emisi peněz (státovek) a bankovně-úvěrovou emisi peněz (bankovky). Centrální banky jsou v postavení věřitele poslední instance. (Revenda, 2011; Gleeson, 2018)

Regionální měna představuje měnu regionálního měnového uspořádání. Charakteristickým rysem regionálního měnového systému je existence společné závislosti v rámci měnové a kurzové politiky, které se řídí společnými pravidly. Tyto systémy jsou institucionalizované nebo neinstitutionalizované. Regionální měnové systémy mohou být buď pevným seskupením závislých měn na určité měně vedoucí nebo mohou být seskupením měn bez vazby na určitou měnu.

Měnová unie představuje nejpevnější formu regionálního měnového systému. Představuje spolupráci mezi zeměmi (a závislými územími), kdy členské státy používají jednu společnou měnu jako zákonné platidlo. Měnová unie představuje nejvyšší stupeň měnové integrace, který musí být podložen patřičným stupněm celkové ekonomické integrace (Němeček, 2000; Baldwin & Wyplosz, 2019).

Určit celkový počet měn v současném mezinárodním měnovém systému je poměrně náročné. Pojem měna může být chápán v širokém smyslu jako souhrnné označení pro měny zákonem uznané, neuznané, alternativní, digitální, kryptoaktiva, či měny mikronační. Podstatnou část měnových funkcí však ve 21. století plní měny zákonem uznané. Existuje skupina měn, které jsou sice běžně užívané, avšak nepatří mezi měny uznané. V roce 2022 bylo v členských státech OSN evidováno celkem 180 měn uznaných za zákonné platidlo (legal tender), ačkoliv existuje 197 nezávislých zemí a dalších 60 závislých území (Six Group, 2022).

V současnosti existuje 5 oficiálních de iure měnových prostorů, a to: CFP frank (XPF) ve francouzském zámořském území, CFA frank (XOF) v západoafrické měnové unii, CFA frank (XAF) ve středoafriické měnové unii, východokaribský dolar (XCD) v oblasti Karibiku a regionální měnová oblast eurozóna (EUR), zahrnující státy EU a některé nečlenské státy (International Monetary Fund, 2020b).

Na rozdíl od výše uvedených de iure měnových unií lze za de facto měnové unie považovat celou řadu dalších případů, kdy je konkrétní národní měna využívána ve více zemích. Historickým příkladem byla Skandinávská měnová unie a Latinská měnová unie (Reis, 1995; Němeček, 2000).

Pojem regionální měnový systém je nutné odlišit od mnohostranné clearingové unie. Tyto unie vznikají za účelem vzájemného vyrovnání přesně vymezeného okruhu plateb mezi účastnickými zeměmi. Nejvýznamnější mezinárodní clearingovou unií byla Evropská platební unie, která představovala předstupeň Evropskému měnovému systému (Baldwin & Wyplosz, 2019).

V současnosti existuje Asijská clearingová unie, která sdružuje osm asijských zemí. Zúčtovací jednotkou je AMU (Asian Monetary Unit), ekvivalentní ke Zvláštním právům čerpání (Asian Clearing Union, 2022).

#### **2.2.4 Světové rezervní měny**

V průběhu historie se některé národní či regionální měny stávaly měnami, které byly využívány v mezinárodním platebním styku a mezinárodním pohybu kapitálu jako univerzální mezinárodní platidlo a mezinárodní uchovatel hodnoty. Tyto měny jsou označovány také jako rezervní a ukládací (Cohen, 2015).

S rozvojem institucionalizace mezinárodního měnového systému, zejména pak v souvislosti s rozvojem centrálního bankovníctví a dalších nadnárodních měnových institucí, byly některé měny dále používány jako prostředek devizových intervencí a jako kotevní měny. Ty měny, které plní všechny z uvedených funkcí, lze souhrnně nazvat jako měny světové. Tyto měny se vyznačují vysokou měnovou koncentrací. Mezi světové měny jsou v současnosti řazeny americký dolar a euro a také měny, které jsou součástí koše Zvláštních práv čerpání (International Monetary Fund, 2021b).

Aby mohla konkrétní národní či regionální měna plnit úlohu světové měny, musí být daná měna internacionalizována. Měna musí splnit předpoklady, kterými je úloha světové měny podmíněna. Parametry internacionalizace jsou podrobně uvedeny v části 2.5. Pozice světové měny je získána primárně přirozeným tržním vývojem, sekundárně pak institucionálním ustanovením (Eichengreen, 2019a; Kenen, 2011b).

Je nutné rozlišovat pojmy světová měna a společná měna. Společná (globální) měna je prozatím pouhou vizí jednoho z možných budoucího uspořádání měnového systému. Existence globální unie by byla, jak uvádí Mundell (1961), optimální měnovou oblastí. Společnou měnou by rovněž mohla být umělá zúčtovací jednotka Bancor 2, Zvláštní práva čerpání či krypto-aktivum.

Pojmy světové peníze a světová měna mají také odlišný význam. V období zlatého standardu bylo možné rozlišit mezi světovými penězi v podobě drahých kovů a světovými měnami. Od rozpadu Bretton-Woodského měnového systému slouží jako světová měna i světové peníze americký dolar, následovaný eurem.

Funkce světových měn jsou uvedeny v tabulce 1, která se od tabulky 2 liší právě na soukromé mezinárodní úrovni užití. Světové měny slouží, na rozdíl od většiny národních měn, také jako mezinárodní prostředky směny, mezinárodní uchovatele hodnot a mezinárodní zúčtovací jednotky. Dále slouží jako žádané mezinárodní platidlo pro zprostředkování mezinárodní směny, jako uchovatel hodnoty a jako kapitál u přímých a portfoliových zahraničních investic (Cohen, 2015).

Funkce peněžní kalkulace je prakticky stejná jako u národních měn. Na úrovni mezinárodního měnového systému jako celku se přidává další měnový požadavek, a to požadavek likvidity. Světové měny musí být k dispozici v dostatečném množství, k zajištění potřeby mezinárodního platebního styku (Eichengreen, 2012; Němeček, 2000).

Tabulka 2 Funkce světových peněz a měn

<b>Funkce světových peněz / měn</b>			
<b>Úroveň užití</b>	<b>Prostředek směny</b>	<b>Uchování hodnoty</b>	<b>Zúčtovací jednotka</b>
(Mezinárodní) Soukromé využití	(Mezinárodní) zprostředkovací měna	(Mezinárodní) investice, dluhové financování	(Mezinárodní) peněžní kalkulace
Oficiální využití	Intervenční měna	Rezervní měna	Kotevní měna

Zdroj: Cohen (2015)

Světová klíčová měna je v mezinárodním měnovém systému sjednocujícím prvkem, který drží mezinárodní měnový systém pohromadě. Klíčová měna je v rámci celé množiny měn právě tou, která je nejtěsněji spjata s měnovým standardem, případně je sama tímto měnovým standardem. Měnovým standardem se rozumí společný jmenovatel pro odvození hodnoty všech měn (Němeček, 2000).

Světové klíčové měny představují póly mezinárodního měnového systému. V případě oficiálního využití plní světové měny následující funkce.

V prvním případě slouží jako intervenční měny. Intervenční měna je používána při intervencích monetárních autorit na devizových trzích s cílem regulovat pohyb devizových kurzů a vyrovnávat platebních bilanci. Intervenční měna je vysoce likvidní a současně vysoce žádaná na volných devizových trzích (Cohen, 2015).

Světové měny dále plní úlohu rezervních měn, což znamená, že tyto měny jsou ve větším množství uchovávány vládami a centrálními bankami různých zemí jako část jejich devizových rezerv. Rezervní měny slouží jako mezinárodní měny, pro určování většiny cen na trhu komodit a služeb. Nepsanou úlohou světové

měny je rovněž vyjádření hodnotové veličiny při mezinárodním hodnotovém porovnávání v cenách a statistikách (Cohen, 2015, 2019).

Funkce kotevní měny znamená, že konkrétní světová měna slouží jako kotva pro devizovou politiku jednotlivých zemí. Monetární autority jednotlivých zemí takto činí především prostřednictvím kurzové politiky, a to buď přímým nebo nepřímým způsobem (Boonstra, 2019; Prasad, 2014).

V případě světové měny může monetární autorita, emitující tuto měnu, prostřednictvím radikálních opatření své monetární politiky, přivodit kvalitativní zvrát ve vývoji celého mezinárodního měnového systému. Monetární autorita, emitující světovou měnu, může ovlivnit mezinárodní měnový systém prostřednictvím i zcela běžných opatření své monetární politiky (Cohen, 2015).

### **2.2.5 Vztahy v rámci mezinárodního měnového systému**

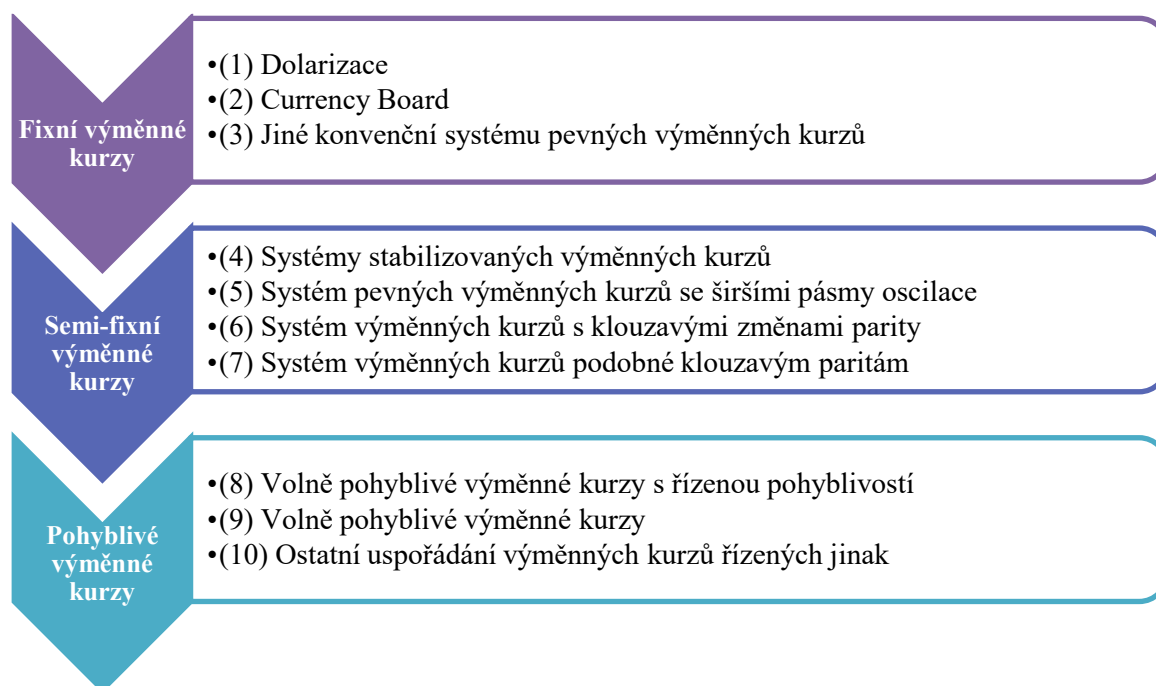
Jednotlivé národní či regionální měny mezi sebou vytvářejí jednu z podob mezinárodních měnových vztahů, a to výměnné kurzy.

Výměnný kurz (exchange rate, v literatuře poněkud nepřesně také jako měnový či směnný kurz) představuje poměr výměny dvou měn. Je to cena jedné měny, vyjádřená v jiné měně. Výměnný kurz se stanoví na měnovém trhu. Současný měnový trh splňuje mnoho znaků definice dokonalého trhu. V rámci měnového trhu lze rozlišit z pohledu domácí měny valutový (hotovostní podoba cizí měny) a devizový trh (bezhotovostní podoba cizí měny). Výměnný kurz domácí měny vzniká v obchodních bankách, a to přes měnové pozice obchodních bank. Výměnný kurz se vyjadřuje v podobě přímé či nepřímé kotace a ve formátu kurzu nákup, prodej a střed (Jílek, 2013; Madura, 2021).

Každá měnová operace obsahuje bazickou a smluvní (kótovací) měnu. Na měnovém trhu se rozlišuje okamžik vypořádání měnového obchodu, a to na spotový měnový trh a forwardový měnový trh. Forwardový výměnný kurz se stanovuje pomocí úrokové parity. Rozlišujeme mezi krytou a nekrytou paritou (Jílek, 2013; Madura, 2021).

Jednotlivé národní či regionální měny v mezinárodním měnovém systému udržují svůj výměnný kurz na konkrétní úrovni vůči světové klíčové měně a tím i odvozeně své vzájemné kurzy prostřednictvím křížových kurzů (Jílek, 2013).

Dále lze rozlišovat nominální výměnný kurz, jehož definice odpovídá výše uvedenému pojmu výměnný kurz a pak také reálný výměnný kurz. Jedná se o nominální (bilaterální) výměnný kurz, který je očištěn o vývoj cenových hladin v domácí a zahraniční ekonomice. Reálný výměnný kurz se vyjadřuje jako součin nominálního výměnného kurzu a poměru zahraniční a domácí cenové hladiny. Z pohledu makroekonomické analýzy je nutné posuzovat domácí pozici světové ekonomiky vůči všem ostatním ekonomikám. V tomto případě se konstruuje efektivní (multilaterální) výměnný kurz, a to v nominální i reálné podobě. Tyto výměnné kurzy jsou propočítávány také mezinárodními institucemi, například Bankou pro světové platby (Spěváček *et al.*, 2016).



Obrázek 1 Režimy výměnných kurzů

Zdroj: vlastní zpracování dle International Monetary Fund (2020b)

Režimy výměnných kurzů upravují způsob vymezení ústředního kurzu a jeho změny. Existují dvě krajní podoby režimů výměnných kurzů, a to zcela fixní uspořádání a zcela volně pohyblivé (floating) uspořádání. Dále existuje mnoho různých kombinací, které se do určité míry blíží jedné ze dvou výše uvedených uspořádání. (Durčáková & Mandel, 2016)

Rezervní měny mají zpravidla své výměnné kurzy volně pohyblivé vůči ostatním měnám. Řada měn má svůj výměnný kurz ukotvený vůči některé ze světových měn nebo měnovým košům. Režimy uspořádání výměnných kurzů klasifikuje Mezinárodní měnový fond do deseti základních kategorií. Výčet těchto kategorií je uveden na obrázku 1 (International Monetary Fund, 2020b).

### 2.2.6 Okolí mezinárodního měnového systému

Mezinárodní měnový systém není izolovaným předmětem, který by neměl vazby na žádné další systémy. Jeho podobu ovlivňují společenské systémy vyšších a nižších řádů. Mezinárodní měnový systém představuje otevřený (měkký) společenský systém, který je ovlivňován podobou světové ekonomiky a podobou jednotlivých národních měnových systémů, které jsou zase ovlivňovány národními ekonomickými systémy. Primárním nositelem změn v mezinárodním měnovém systému je vždy lidské jednání. Tato skutečnost platí i u institucionálních reforem mezinárodního měnového systému. Současně představuje samostatný předmět zkoumání ekonomické vědy. Statistiky, ocenění a hodnocení mezinárodního měnového systému se obvykle vyjadřuje v některé ze světových klíčových měn či v umělých zúčtovacích jednotkách. (Mildeová, 2003; Mises, 2006; Janíček, 2014; Cívín, 2018).

Vymezení okolí mezinárodního měnového systému je důležité pro jeho vědecké zkoumání. Pokud pro mezinárodní měnový systém existují ovlivňující proměnné, které stojí mimo tento systém, pak by bylo velmi obtížné zkoumat trendy v mezinárodním měnovém systému exaktními ekonometrickými postupy.

Situaci navíc komplikuje skutečnost, že mezi mezinárodním měnovým systémem a okolními společenskými a ekonomickými systémy existují zpětnovazební smyčky, kladné i záporné (Soros, 2009).

Pro vědecké zkoumání multipolarity mezinárodního měnového systému je nutné zaprvé zkoumat vývoj na úrovni světové ekonomiky, včetně změn v ekonomické síle a vývoje globálních nerovnováhy platebních bilancí (část 4).

Současně je nutné zkoumat vývoj systémově významných národních měnových systémů (systémy nižšího řádu), což jsou měnové systémy těch zemí, jejichž měny mají předpoklad k tomu, stát se světovými měnami. Jedná se o americký dolar (část 8) euro (část 9) a čínské renminbi (část 10).

V neposlední řadě je nutné zkoumat vývoj na úrovni mezinárodního měnového systému jako celku (část 6). Zde je možné kvantifikovat některé proměnné v rámci měnové koncentrace a identifikovat tak aktuální trend vývoje měnové polarity.

### **2.2.7 Globální měnové instituce a jejich úloha**

Mezinárodní měnový fond (zkr. MMF) představuje důležitou instituci s klíčovou rolí v mezinárodním měnovém systému. Dnešní úloha mezinárodního měnového fondu je zcela odlišná, než jak tomu bylo v období jeho vzniku. V období 1944-1971 sloužil fond jako clearingová centrála účastnických zemí Bretton-Woodského měnového systému. Po roce 1971 se úloha fondu transformovala do role dohledu (surveillance) a výzkumné instituce pro globální ekonomiku. Mezinárodní měnový fond byl zachován jako konzultační, poradenský a dozorový orgán poskytující krátkodobé půjčky. Má 190 členů a spolupracuje se Skupinou Světové banky (Copelovith, 2010; Sedláček, 2005).

I přes řadu pozitivních činností je u této instituce zpochybňována její legitimita. Ta byla v minulosti zpochybňována především zeměmi skupiny BRIC, protože zastoupení ve Výkonové radě bylo zcela ve prospěch vyspělých zemí (Sedláček, 2018).

Zásadní rozhodnutí v rámci fondu vyžadují 85procentní většinu hlasů. MMF jako orgán nadnárodního finančního dozoru poskytuje úvěry těm zemím, které mají problémy s platební bilancí či těm, které jsou zasaženy měnovou krizí. Podmínkou takové pomoci je, že daná země začne realizovat liberálně tržní opatření vedoucí k odstranění ekonomických problémů. Jedním z cílů této pomoci může být navýšení devizových rezerv za účelem stabilizace výměnného kurzu členského státu. Úvěry jsou poskytovány ve Zvláštních právech čerpání (International Monetary Fund, 2022; Copelovith, 2010).

Mezinárodní měnový systém je dnes institucí v neinstitucionálním mezinárodním měnovém systému. Lze jej tak považovat za prodlouženou ruku k prosazení měnové moci ze stran zemí, které mají právo veta (Graeber, 2012).



Skupinu Světové banky lze zařadit mezi globální finanční instituce. Programy této instituce jsou orientovány na investice do lidského rozvoje, ochrany životního prostředí, pomoci zemím postiženým konfliktem, potírání korupce či stimulace investic. Vliv Skupiny Světové banky na proces přechod k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému je poměrně nízký (The World Bank, 2021).

Skupinu 20 (G-20) lze považovat za důležitou globální instituci. Tato skupina byla založena za účelem spolupráce a konzultace otázek týkajících se mezinárodního finančního systému. G-20 je považována za důležité fórum pro diskusi o způsobu, jak řešit mezinárodní finanční krize, utvářet mezinárodní agendu a vést diskuse o ekonomických a finančních otázkách (Copelovith, 2010).

G-20 a Mezinárodní měnový fond se podílí na dílčích institucionálních reformách mezinárodního měnového systému. Mezi tyto dílčí institucionální reformy dle Sedláčka (2018) patří:

- jednotný dohled a koordinace národních politik;
- dohled nad výměnnými kurzy a kurzovými režimy;
- dohled nad globálními nerovnováhami a možnosti jejich řešení;
- řízení kapitálových toků v globální ekonomice;
- budování sítě globální finanční záchrany.

Tyto dílčí reformy, za které jsou Mezinárodní měnový fond a Skupina 20 zodpovědní, nelze zaměňovat se vznikem nové kvalitativní formy mezinárodního měnového systému v podobě přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání. Tyto reformy jsou výsledkem společné hospodářské politiky jednotlivých členských zemí MMF a G-20, nikoliv výsledkem živelného ekonomického vývoje. Smyslem těchto reforem je právě adekvátní reakce spolupracujících zemí na tento ekonomický vývoj.

Aktivity Skupiny 20 a Mezinárodního měnového fondu sice budou mít určitý dopad na možnost reformy mezinárodního měnového systému směrem k multipolárnímu uspořádání, avšak otázka „živelné“ multipolarizace je mnohem pevněji spojena s ekonomickým a politickým vývojem v systémově významných ekonomikách a také s vývojem na úrovni globální ekonomiky.

Z tohoto důvodu je v následující části 2.3 rozlišeno mezi institucionální a živelnou (přirozenou) reformou mezinárodního měnového systému.

## 2.3 Současná architektura mezinárodního měnového systému

Architektura určuje, jak jsou prvky mezinárodního měnového systému uspořádány a organizovány. Rozlišuje se zde vertikální a horizontální propojení. V rámci architektury lze dále rozlišit již zmíněné institucionalizované a neinstitucionalizované pojetí mezinárodního měnového systému (Němeček, 2000).

Pokud v současném mezinárodním měnovém systému hledáme klíčový prvek jeho architektury, je to právě americký dolar. Výsadní měnové postavení amerického dolaru se dle Eichengreena (2011) datuje již od 20. let minulého století, přičemž zůstalo do začátku 21. století téměř nezměněno.

Od zániku Bretton-Woodského měnového systému se objevily alternativy k americkému dolaru, např. německá marka či japonský jen. Tyto měny však nedokázaly americký dolar plně nahradit (Eichengreen, 2011, 2019a).

V otázce udržitelnosti současného mezinárodního měnového systému existují dva názorové proudy, a to empirický Harvardský pohled a historický Berkeleyský pohled (Eichengreen 2019b).

Dle Harvardského pohledu je současné měnové uspořádání v krátkodobém i střednědobém horizontu udržitelné. Zastánci tohoto pohledu vycházejí z empirických skutečností, že 60 % cizoměnových závazků je v amerických dolarech a že podíl světového obchodu fakturovaný v dolarech výrazně převyšuje podíl USA na globálním dovozu a vývozu. Akumulace dolarových rezerv vede k zajištění ekonomických rizik a poptávce po dolarech (Gopinath, 2017).

Ke scénáři dlouhodobého přechodu k multipolárnímu měnovému systému se přiklánějí také Kenen (2011b), Lin, Fardoust a Rosenblatt (2012) a Prasad (2016).

Berkeleyský pohled na mezinárodní měnový systém považuje současnou dominanci amerického dolaru za anomálii. Multipolarita představuje v historii mezinárodního měnového systému pravidlo, nikoliv výjimku. Přechod k multipolárnímu měnovému systému by se měl uskutečnit v krátkodobém nebo střednědobém horizontu, a to v důsledku posílení globálního významu rozvíjejících se ekonomik, především čínské ekonomiky. Součástí tohoto přechodu je vyrovnání globálních ekonomických sil (Eichengreen, 2019b; Bergsten, 2011).

Jedním z důsledků světové finanční krize z roku 2008 je zaměření pozornosti na slabé stránky amerického dolaru, v širším smyslu pak na nedostatky současného mezinárodního měnového systému a nutnost jeho reformy. Roztříštění důvěry v mezinárodní měnový systém je patrné na rostoucí akumulaci devizových rezerv v rozvíjejících se ekonomikách. Tento proces akumulace je v měnovém světě patrný od 90. let minulého století a byl dočasně narušen zmíněnou světovou finanční krizí. (Eichengreen, 2019a; Xiao & Jong, 2019)

Rostoucí zadlužení ekonomiky Spojených států amerických na straně jedné a pokračující akumulace devizových rezerv v rozvíjeních se státech na straně druhé znamená, že došlo k vytvoření nerovnováhy světové ekonomiky a také v rámci

mezinárodního měnového systému. Po vzniku světové finanční krize někteří významní centrální bankéři začali argumentovat nutností uspořádat současný mezinárodní měnový systém jako multipolární. Silnou podporu této teze lze nalézt u čínských ekonomů (Zhou, 2009; Xiao & Jong, 2019).

### 2.3.1 Přechod k měnové multipolaritě

Problematika přechodu k multipolárnímu měnovému systému je v literatuře široce zkoumána. Výzkum v této oblasti lze rozdělit do čtyř kategorií. Současně je zde uveden vztah literatury k předloženému výzkumu. Shoda mezi autory v otázce posílení měnové konkurenceschopnosti v mezinárodním měnovém systému je zatím nízká (Chey, 2013; Fahri & Maggiori, 2018).

První kategorie zahrnuje literární zdroje, které prezentují nevyhnutelnost přechodu k měnové multipolaritě. Argumenty pro a proti přechodu k měnové multipolaritě jsou představeny v následujících odstavcích. Jejich uvedení umožní lépe zdůvodnit účelnost předloženého výzkumu v této disertační práci.

Perspektiva přechodu k multipolárnímu měnovému systému je v literatuře podpořena následujícími argumenty. Zaprvé jde o růst významu nově industrializovaných ekonomik na globální ekonomice (Dailami & Masson, 2011) a současně také je zmíněna snižující se fiskální kapacita ekonomiky USA (Fahri, Gourichas & Rey, 2011).

Dalšími argumenty jsou dlouhodobě neudržitelné globální nerovnováhy platebních bilancí (Eichengreen, 2011), aktivní politika internacionalizace čínského renminbi (Prasad, 2016; Subramanian, 2011; Jiránková, 2014), historická přirozenost měnové multipolarity (Eichengreen 2019b), postupná eroze důvěry v americký dolar (Rickards, 2014, 2021; Arslanalp, Eichengreen & Simpson-Bell, 2022), požadavek na vyšší diverzifikaci devizových rezerv (Eichengreen, 2019a) a nežádoucí asymetrie současného měnového uspořádání (Carney, 2019). Často je diskutováno Triffinovo dilema (viz část 2.3.3.) ve své moderní podobě (Bordo & McCauley, 2016). Přechod k multipolárnímu měnovému systému je rovněž považován za přirozený důsledek změny polarity světové ekonomiky v 21. století (Eichengreen, 2012; 2013).

Na druhou stranu, přechod k měnové multipolaritě může být opožděn kvůli prozatímní neexistenci adekvátní náhrady za americký dolar (Prasad, 2016), přirozenému monopolu amerického dolaru (Gopinath, 2017), silné pozici měnové kotvy u amerického dolaru (Reinhart & Rogoff, 2008), neochotě k mezinárodní měnové spolupráci mezi USA, Evropskou unií a Čínou (Fahri, Gourichas & Rey, 2011) a také kvůli stále vysoké koncentraci této měny v mezinárodním měnovém systému a s tím souvisejícímu síťovému efektu (Gopinath, 2017).

Druhá kategorie zahrnuje zdroje, které prezentují výhody a nevýhody, spojené s multipolárním měnovým systémem. Tyto výhody a nevýhody jsou představeny v následujících odstavcích.

Mezi výhody patří především zajištění dostatku likvidity a bezpečných aktiv v mezinárodním měnovém systému (Eichengreen, 2012). Další výhodou je posílení

stability celého systému (Fahri, Gourichas & Rey, 2011), a zlepšení jeho symetrie, včetně možnosti lépe stabilizovat výměnné kurzy. Také se uvádí příležitost pro zlepšení vztahů a mezinárodní spolupráci mezi zeměmi, které klíčové měny vydávají (Sedláček, 2018). A konečně, vyšší nabídka rezervních aktiv umožňuje lépe diverzifikovat finanční rizika (Eichengreen, 2011; Rickards, 2014).

Mezi nevýhody měnové multipolarity patří náročnější požadavky na měnovou koordinaci a politickou disciplínu zemí, které vydávají klíčové měny (Serval & Tranié, 2015; Bini-Smaghi, 2011). Nesplnění těchto požadavků může zvyšovat riziko kapitálové substituce během globálních krizí (Masson & Dailami, 2009). Pestřejší nabídka rezervních aktiv může dočasně navyšovat transakční náklady pro celou řadu tržních subjektů (Dzina, 2020).

Do druhé kategorie výzkumu současně patří také studie, které se zabývají budoucími možnými scénáři mezinárodního měnového uspořádání (tabulka 3).

Třetí kategorie zahrnuje studie, které uvádějí možnosti reformy současného mezinárodního měnového systému s ohledem na budoucí přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání. Realizace těchto reforem je především záležitostí Mezinárodního měnového fondu a Skupiny 20. Institucionální reformy mají za úkol připravit stávající měnovou architekturu na budoucí podmínky měnové multipolarity.

Čtvrtá kategorie zahrnuje studie, ve kterých je měnová polarita analyzována a měřena. Zde se rozlišují dva klíčové parametry, kterými lze zachytit změny v měnovém uspořádání. Jedná se o měnovou koncentraci a měnovou internacionalizaci. Mezi těmito koncepty existuje vzájemný vztah. Dále se zde rozlišují dva obecně uznávané vědecké přístupy, a to funkční přístup a přístup politické ekonomie (viz části 2.5, 6 a 7).

### **2.3.2 Otázka budoucí architektury mezinárodního měnového systému**

Mezinárodní měnový systém může být reformován dvěma způsoby, a to jednak v institucionální podobě, případně přirozeným vývojem ekonomického prostředí a systémů vyšších a nižších řádů. V případě přirozeného vývoje bude podoba budoucího mezinárodního měnového systému odvozena od charakteru globální ekonomiky a vývoje v klíčových národních či regionálních měnových oblastech. V případě institucionalizovaného uspořádání je budoucí architektura, mimo jiné, výsledkem mezinárodní spolupráce mezi klíčovými zeměmi světové ekonomiky.

Nejprve jsou představeny jednotlivé kompetentní návrhy budoucí architektury mezinárodního měnového systému (tabulka 3).

Systém volných výměnných kurzů, založený na zcela papírovém měnovém standardu představuje kvalitativně rozvinuté mezinárodní měnové uspořádání. Tato architektura předpokládá existenci tří světových měn (Dailami & Masson, 2011; Marginean & Orastean, 2020). Tento scénář multipolárního měnového systému, se dle literatury jeví jako nejpravděpodobnější (Benassy-Quere & Pisani-Ferry, 2011; Sipko, 2016; Eichengreen, 2019a; Marginean & Orastean, 2020). Přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání neznamena, že americký

dolar přestane být světovou rezervní měnou. Benassy-Quere a Pisani-Ferry (2011) prokázali, že americký dolar zůstane hlavní mezinárodní měnou, avšak nebude jedinou světovou měnou. Stejný závěr uvádí také Ponsot (2016).

Tabulka 3 Scénáře budoucí architektury

<b>Architektura</b>	<b>Rezervní aktivum</b>	<b>Polarita (lídři)</b>	<b>Typ reformy</b>
System volných výměnných kurzů	USD, EUR, CNY	USA, Eurozóna, Čína	Přirozená
SDR / Bancor standard	SDR / Bancor 2	USA, G-20, MMF	Institucionalizovaná
Zlatý standard	Zlato (+ USD)	USA	Institucionalizovaná
Deklarace BRICS (deklarace Dillí)	Měnový koš	BRICS	Institucionalizovaná
Kryptoměny (Stablecoiny)	Stablecoiny centrálních bank	USA, G-20, Čína	Institucionalizovaná / Přirozená

Zdroj: vlastní zpracování dle Dailami a Masson (2011); Kotecha, (2011); Amanto a Fantacci (2014) a Bindseil (2020)

SDR, Bancor a zlaté standardy představují alternativy institucionálního měnového uspořádání, v duchu původních bretonwoodských měnových dohod a historického vývoje v období metalických standardů. Ke vzniku a udržování těchto měnových uspořádání by bylo zapotřebí globálního konsenzu mezi politiky a centrálními bankéři nejvýznamnějších států světa (Williamson, 2009).

K podrobnostem a možnostem oživení původního návrhu J. M. Keynesa na znovuzavedení institucionalizovaného mezinárodního měnového systému s nadnárodní měnou Bancor 2 viz Amanto a Fantacci (2014). Realizace těchto scénářů v příštích desetiletích se však dnes jeví jako vysoce nepravděpodobná.

Deklarace BRICS, označovaná také jako deklarace z Dillí, představuje vizionářský scénář budoucího měnového uspořádání, deklarovaný skupinou států BRICS. Jako světová rezervní měna je stanoven měnový koš. Tento scénář je v současné době zcela utopický a realizovatelný může být nejdříve ve 22. století (Kotecha, 2011).

Kryptoměny a Stablecoiny a jejich role jako světových rezervních aktiv jsou v současnosti diskutovány mezi odbornou veřejností (Bindseil, 2020).

Kryptoměny mohou čistě teoreticky nahradit americký dolar, euro či jiné měny, avšak vzhledem k neschopnosti plnit adekvátním způsobem základní peněžní funkce je přechod na čistě kryptoměnový standard v současné době nereálný.

### 2.3.3 Institucionální reforma

Institucionální reformy jsou zaměřeny na tyto oblasti: řízení mezinárodních kapitálových toků, koordinaci a dohled nad národními ekonomickými politikami a budování globální sítě finanční záchrany. Experti na hospodářskou a měnovou politiku se na institucionální úrovni zabývají jednak identifikací nedostatků a současně možnostmi dílčích nebo komplexních reforem současného mezinárodního měnového systému. Mezi zjištěné nedostatky je možné zařadit vysokou volatilitu výměnných kurzů, škodlivé globální ekonomické nerovnováhy, erozi důvěry v americký dolar, vedoucí k nadměrné akumulaci devizových rezerv, otázku zajištění globální likvidity a stejně tak neochotu k nadnárodní koordinaci hospodářských politik (Ocampo, 2018).

Ponsot (2016) zde identifikoval čtyři negativní systémové externality, a to nestabilitu, nejistotu, asymetrii a nedostatek globální agregované poptávky.

Politická diskuse o nutnosti reformovat mezinárodní měnový systém dosáhla vrcholu v krizovém roce 2008 a pokračovala po následující čtyři roky. Bývalý francouzský prezident N. Sarkozy prohlásil: „*Finanční systém musí být vystavěn znovu od nuly, tak jako tomu bylo v Bretton-Woodu.*“ Nutnost reformace mezinárodního měnového systému zmínil v říjnu téhož roku tehdejší britský ministerský předseda Gordon Brown: „*Musíme vystavět nový Bretton-Wood a vybudovat tak mezinárodní finanční architekturu pro příští roky.*“ (Gillan, 2008; Bennhold, 2010; Kirkup & Waterfield, 2008)

Na summitu Skupiny 20 ve Washingtonu bylo oznámeno přijetí mezinárodní dohody o společném přijetí keynesiánského fiskálního stimulu. Avšak ani přes závěry z tohoto summitu nebylo dosaženo žádného konkrétního kroku k reformě mezinárodního měnového systému (G20 Information Centre, 2008).

V dubnu 2009 se guvernér Čínské lidové banky, Zhou Xiaochuan, ve svém projevu vyslovil pro podporu Keynesovy myšlenky jednotné globální měny. Zhou označil jako příčinu rozpadu Bretton-Woodského měnového systému neochotu jednotlivých zemí přijmout Keynesův koncept jednotné měny bancor. Dále uvedl, že jednotlivé národní měny nejsou vhodné k úloze globálních rezervních měn, a to z důsledku Triffinova dilematu (Zhou, 2009).

Tento pojem je nutné blíže představit. V období Bretton-Woodského měnového systému musely Spojené státy americké zajišťovat dvě rezervní aktiva, a to zlato a americký dolar. Obě tato rezervní aktiva byla nabízena za jednotnou cenu, 35 dolarů za 1 trojskou unci zlata. Americký dolar představoval elastické peníze, zatímco zlato představuje neelastické peníze. Nedostatek amerických dolarů v globální ekonomice znamenal stagnaci hospodářského růstu, naopak při poskytnutí nadměrného množství dolarů existovalo riziko, že USA nebudou schopny poskytnout dostatečné zlaté krytí (Triffin, 1960).

Jako alternativa k současné mezinárodní měnové architektuře se uvádí postupný posun směrem k většímu využití Zvláštních práv čerpání (zkr. SDR). SDR by tak měla sloužit jako centrálně spravovaná, globální rezervní měna. Zde se jedná především o čínský návrh na substituční účet. Větší část devizových

rezerv by měla být držena v SDR místo USD. To by umožnilo růst světových devizových rezerv bez vytváření tlaku na platební nerovnováhu a současně by se zajistilo rozdělení výhod z ražebného (Williamson, 2009; Xiao & Jong, 2019).

Bergsten (2009) ve svém článku uvádí, že reforma mezinárodního měnového systému v podobě, v jaké ji navrhl Zhou, by byla v nejlepším zájmu Spojených států amerických, respektive celé globální ekonomiky.

Tým ekonomů z Bank of England publikoval článek, ve kterém prosazuje reformu mezinárodního měnového systému s odůvodněním, že současné mezinárodní měnové uspořádání je neefektivní (Bush, Farrant & Wright, 2011).

Dooley, Folkerts-Landau a Garber (2003) popisují vznik nového mezinárodního měnového systému, který zahrnuje vzájemnou závislost mezi státy s vysokým obchodním přebytkem a úsporami (věřitelé) a států s vysokou úrovní výdajů a obchodním deficitem (dlužníci). Tito autoři fakticky navrhují obnovení Bretton-Woodského měnového systému pro 21. století. Tento návrh se zabývá redukcí globálních nerovnováh běžných účtů platebních bilancí.

Dooley a Garber (2005) v další studii navrhují nový, institucionalizovaný de iure mezinárodní měnový systém a současně reformování úlohy Mezinárodního měnového fondu a Skupiny Světové banky, a to takovým způsobem, aby vyhovovala současným podmínkám globální ekonomiky.

Trairatvorakul (2011) v přednášce na konferenci na půdě Švýcarské národní banky uvedl: „*Vyšší zapojení zemí BRICS v rámci mezinárodního měnového není zaručeným všelékem.*“ Poskytování globální likvidity bude i nadále záviset na makroekonomických podmínkách zemí vydávajících světové (rezervní) měny. Multipolární měnový systém vyžaduje vyšší politickou koordinaci, aby byla zajištěna dostatečná likvidita. Je obtížné předpovídat, zda by řízení likvidity v multipolárním měnovém systému bylo jednodušší či obtížnější než v současném, monopolárním měnovém uspořádání.

Další diskuse o nutnosti institucionálně reformovat mezinárodní měnový systém probíhaly na politické úrovni v roce 2012, a to především jako reakce na tehdejší dluhovou krizi v eurozóně. Od roku 2013 se problematika reformování mezinárodního měnového systému přesunula z politického prostředí do prostředí akademického, případně na úroveň měnových autorit jednotlivých zemí a globálních měnových institucí. Vzhledem k tehdejšímu oživení růstu globální ekonomiky a mezinárodního obchodu se prioritou institucionální reformy mezinárodního měnového systému snížila.

Reforma mezinárodního měnového systému přestala být zásadním politickým tématem. Jedním z důvodů byl dle Sedláčka (2020) i postoj bývalého prezidenta USA D. Trumpa, který nepřikládal mezinárodní spolupráci Skupiny 20 velký význam. Od roku 2015 se celosvětovým politickým tématem stal boj proti klimatickým změnám, v roce 2020 pak pandemie nemoci COVID-19 a její negativní dopady. V roce 2022 tyto diskuse blokuje globální geopolitické napětí, způsobeném ruskou invazí na Ukrajinu a dalším ochlazením vztahů mezi USA a Čínou. Oživení zájmu o mezinárodní spolupráci na této úrovni bylo možné

pozorovat v roce 2020, kdy byl z iniciativy Saudské Arábie svolán krizový summit k obnovení důvěry, posílení stability a oživení globálního růstu. Tyto cíle v zásadě odpovídají cílům Skupiny 20.

Dalším důvodem, proč v blízké budoucnosti patrně nedojde ke společné institucionální reformě jsou obchodní a měnové války mezi USA a Čínou a jejich dlouhodobě napjaté geopolitické vztahy.

Vystoupení guvernéra Bank of England M. Carneyho na setkání centrálních bankéřů v Jackson Hole v srpnu 2019 poukázalo na to, že dominantní postavení amerického dolaru snižuje schopnost volně plovoucích režimů výměnných kurzů absorbovat vnější šoky. V mezinárodním měnovém a finančním systému existuje destabilizující asymetrie. Světová ekonomika se v čase přirozeně mění, v současné době se rozvíjející tržní ekonomiky podílejí na 60% celosvětové ekonomické aktivity a tyto podíly se stále zvyšují. Avšak klíčovou globální měnou zůstává americký dolar. V tom se dnešní situace významně liší od doby, kdy se rozpadl Bretton-Woodský měnový systém (Carney, 2019).

Závěrem lze shrnout, že ochota vlád jednotlivých zemí provést institucionální reformu mezinárodního měnového systému v duchu Bretton-Woodských dohod je v současnosti nulová. Reformu mezinárodního měnového systému lze tak očekávat spíše jako neinstitucionalizovaný důsledek přirozeného, živelného ekonomického vývoje v globální ekonomice a v systémově významných ekonomikách, na který budou muset vlády a centrální banky adekvátně reagovat.

### 2.3.4 Přirozená reforma

Kvalitativní změna mezinárodního měnového systému byla historicky častěji spojena se změnami v ekonomické a politické síle v klíčových zemích. Cohen (2008) uvádí, že v budoucnosti nelze předpokládat nahrazení amerického dolaru jinou měnou na pozici světové měny, spíše lze očekávat roztržštěnější měnový systém se třemi nebo čtyři rezervními měnami.

Mateos y Lago, *et al.* (2009) rovněž připouští možnost přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání. Jako další globální rezervní aktivum se jeví euro a čínské renminbi, pokud se těmto měnám poskytne dostatek politické podpory, což je však v případě eura problematické. Otázkou zůstává, zda by i plně zastupitelné světové měny dokázaly překonat síťové externality, které nutí všechny aktéry mezinárodních měnových operací ke konvergenci k jediné dominantní měně.

Rogoff (2001) uvádí, že přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání je žádoucí a jedná se o pravděpodobný směr vývoje mezinárodního měnového systému ve 21. století. Autor uvádí, že by nebylo žádoucí usilovat o jednotnou světovou měnu. Z ekonomického hlediska by bylo vhodnější zachovat tři nebo čtyři světové měny či měnové ostrovy.

Rozsáhlou studii přechodu k multipolárnímu měnovému systému publikovali Dailami a Masson (2011). Mezinárodní využívání měn zemí skupiny BRIC výrazně zaostává za silně rostoucím významem ekonomik těchto zemí. Žádná z



měn skupiny BRIC se v mezinárodním měřítku nepoužívá v rozsahu srovnatelném s americkým dolarem a eurem. To se může v nadcházejících desetiletích změnit, avšak bude zde omezení kvůli setrvačnosti z důvodu síťových externalit. Lze očekávat, že kroky čínských úřadů, například s cílem podpořit mezinárodní používání renminbi, postupně povedou k vyššímu využívání této měny ve oblasti východní Asie a uskupení ASEAN. Aby se měny skupiny BRIC staly více internacionalizované, musí být podporovány liberalizací kapitálového účtu, flexibilitou výměnných kurzů a reformami, které by vedly k likvidním a hlubokým finančním trhům a transparentní a efektivní finanční regulaci.

Dailami a Masson (2011) uvádějí tři scénáře možného vývoje světových měn v mezinárodním měnovém systému v období 2011-2025.

První scénář předpokládá pokračování dominance amerického dolaru a zachování současného status quo v mezinárodním měnovém systému. Pokračování tohoto scénáře je spojeno s obavami o důvěru v sílu amerického dolaru, pokud by pokračovalo silné prohlubování globálních nerovnováh, což se v roce 2022 znovu děje.

Druhý scénář předpokládá nástup multipolárního mezinárodní měnového systému s americkým dolarem, eurem a renminbi jako klíčovými měnami. Aby tento scénář mohl být realizován, musí být překonány tendence k soupeření mezi klíčovými měnami a obchodními bloky. V případě eura a renminbi musí být zároveň naplněny podmínky jejich internacionalizace.

Třetí scénář předpokládá přechod k SDR jako světové měně. Tento však uvedení autoři považovali za velmi nepravděpodobný. V roce 2022 je patrné, že pro příští tři roky zůstane v platnosti spíše první z uvedených scénářů.

V předchozí studii Masson a Dailami (2009) uvádí, že k zajištění plynulého přechodu k multipolárnímu měnovému systému je nutná koordinace mezinárodní ekonomické politiky k zabránění či zmírnění dopadu závažných krizí, které by mohly být s tímto přechodem spojeny.

Trairatvorakul (2011) dále potvrzuje výše uvedené závěry, přičemž uvádí: *„Mezinárodní měnový systém je v přechodném období. Neočekávám velký třesk, ale dlouhý a postupný proces, vycházející z makroekonomických a strukturálních úprav. Při zajištění přechodu k multipolárnímu měnovému systému bude hrát důležitou roli politický dialog a ochota ke spolupráci mezi současnými a budoucími ekonomikami, které vydávají globální rezervy.“*

Chinn a Frankel (2008) uvádí, že oslabení pozice amerického dolaru může mít závažné důsledky pro celý mezinárodní měnový systém. Ztráta Exorbitant Privilege znamená ztrátu schopnosti snadného financování rozsáhlých deficitů platební bilance USA. Oslabení pozice amerického dolaru by vedlo k omezení vlivu měnových autorit USA.

Rozsáhlá studie autorů Fahri, Gourichas a Rey (2011) se rovněž zabývá scénářem multipolárního měnového uspořádání. Autoři uvádějí konkrétní opatření, prostřednictvím kterých mohou spolupracující země omezit možné negativní dopady, spojené s přechodem k multipolárnímu uspořádání;

Zaprvé, je nutné stanovit alternativu k americkému dolaru a tím urychlit nevyhnutelný přechod na multipolární měnový systém. Dále doporučují vydávání vzájemných a zaručených evropských dluhopisů. Rovněž je nezbytné liberalizovat čínský kapitálový účet, zavést neomezenou vnější a vnitřní konvertibilitu renminbi a rozvíjet trh s renminbi dluhopisy.

Zadruhé, uzavřít trvalé dohody o dočasných swapových operacích, které byly využívány centrálními bankami již během krize v roce 2008.

Zatřetí, posílit a rozšířit facility Mezinárodního měnového fondu, například Flexible Credit Lines, Precautionary Credit Lines a Global Stabilization Mechanism. Doporučení zahrnuje i posílení mechanismu financování Mezinárodního měnového fondu (New Arrangements to Borrow) včetně možnosti, aby si fond mohl vypůjčovat prostředky přímo na finančních trzích. Mezi tato opatření patří také vybudování sítě finanční záchrany.

Začtvrté, zřídit mechanismus sdružování devizových rezerv u Mezinárodního měnového fondu, který zúčastněným zemím zaručí větší likviditu a umožní recyklaci devizových rezerv financováním produktivních investic.

Zapáté, rozšířit mandát Mezinárodního měnového fondu na finanční účet platební bilance a posílit mezinárodní spolupráci v oblasti finanční regulace.

Autoři Fahri, Gourichas a Rey (2011) docházejí k závěrům, že mezinárodní měnová kotva v podobě jedné nadnárodní měny není žádoucí. Transformace SDR na skutečnou nadnárodní měnu by nevyřešila problémy, které vykazuje současný mezinárodní měnový systém. Na základě výše uvedených doporučení autoři očekávají právě třípólový mezinárodní měnový systém, s americkým dolarem, eurem a čínským renminbi jako pilíři tohoto systému.

Globální růst světové ekonomiky zvyšuje poptávku po aktivech denominovaných v dolarech. Fiskální kapacita Spojených států však musí relativně klesat, vzhledem k relativnímu růstu ostatních zemí ve světové ekonomice. Multipolární měnový systém by přispěl ke stabilizaci světové ekonomiky. Zvýšením nabídky rezervních aktiv se přirozeným způsobem řeší Triffinovo dilema. Multipolární měnový systém rozšiřuje fiskální kapacitu, z níž vychází poskytování bezpečných aktiv a odstraňuje tak riziko jejich nedostatku. Zvýšením stupně substituce mezi různými rezervními aktivy by multipolární svět omezil výkyvy výměnných kurzů a cen rezervních aktiv. Na druhou stranu je možné, že s nástupem zaměnitelnosti více rezervních měn by mohlo, v případě krizového fundamentálního vývoje v jedné z vydávajících ekonomik, docházet k masivním kapitálovým tokům z jedné zastupitelné měny do druhé, čímž může naopak docházet k vyšší nestabilitě mezinárodního měnového a finančního systému. Ke zmírnění negativních dopadů systémové transformace je nutné přijmout zmíněná reformní opatření (Xiao & Jiang, 2019).

## 2.4 Funkce mezinárodního měnového systému

Funkce mezinárodního měnového systému slouží k potřebám rozvoje mezinárodních ekonomických vztahů. Každá historická forma mezinárodního měnového systému, má-li plně vyhovovat potřebám rozvoje mezinárodních ekonomických vztahů, musí splňovat tři základní požadavky, a to:

- 1) umožnění volného pohybu zboží, služeb, kapitálu a osob;
- 2) musí zajišťovat stabilitu reálné hodnoty peněžních závazků a pohledávek vzniklých mezinárodním pohybem zboží, služeb, kapitálu a osob;
- 3) musí zabezpečit platební styk (Němeček, 2000; Sedláček, 2018).

První z těchto požadavků se v mezinárodní platební sféře realizuje volnou vzájemnou konvertibilitou měn, a proto jej lze stručně označit jako požadavek konvertibility. Druhý požadavek lze označit jako požadavek stability. Oba výše zmíněné požadavky vyplývají ze samé ekonomické podstaty kapitálu, jsou dány zhodnocovacími potřebami kapitálu. Požadavky konvertibility a stability lze proto označit jako požadavky kapitálové (Němeček, 2000).

Dále lze rozlišit požadavky likvidity a symetrie mezinárodního měnového systému. Požadavek likvidity znamená, že v mezinárodním měnovém systému musí být k dispozici dostatečně rostoucí objem mezinárodních platidel a prostředků tvorby rezerv. Požadavek symetrie znamená rovnoměrné rozdělení výhod i rizik na všechny účastníky. Symetrický mezinárodní měnový systém donucuje všechny účastníky k odstranění globálních nerovnováh. Požadavky stability a likvidity vycházejí z potřeb mezinárodního měnového systému jako celku. Jedná se tedy o požadavky systémové (Němeček, 2000).

Sedláček (2018) uvádí, že fungování mezinárodního měnového systému je spojeno s několika klíčovými charakteristikami, a to:

- 1) efektivním dohledem, vedoucím k udržení globální makroekonomické a finanční rovnováhy, a zahrnutím mechanismu, který umožní řešit vnější finanční nerovnováhy;
- 2) poskytnutí pravidel a konvencí, které vedou k snižování a sdílení rizik a k vyrovnanosti běžných a finančních účtů platebních bilancí;
- 3) zabezpečení adekvátního objemu likvidity v průběhu krizí.

Sedláček (2018) uvádí pouze systémové funkce. Požadavky na mezinárodní měnový systém uvádí také Serval a Trainé (2015). Kvalita mezinárodního měnového systému je pak přímo závislá na kvalitě systémově významných měn v rámci tohoto systému. K požadavkům konvertibility a stability se na úrovni mezinárodního měnového systému přidávají požadavky likvidity a symetrie.

### 2.4.1 Požadavek konvertibility

V současné době je možné konvertibilitu chápat jako úroveň převoditelnosti jedné měny na druhou měnu. V období standardu drahých kovů se konvertibilitou rozuměla konvertibilita v měnový kov a současně vzájemná konvertibilita měn tohoto standardu. Konvertibilita byla zárukou stability (Němeček, 2000).

Měnová konvertibilita je důležitá pro mezinárodní obchod, protože zboží a služby, které jsou součástí tohoto obchodu, je nutné uhradit v dohodnuté měně, která nemusí být nutně měnou kupujícího. Pokud má některá země velmi nízkou úroveň měnové konvertibility, případně daná měna neplní funkci uchovatele hodnoty, existuje pak překážka pro mezinárodní obchod (Fiedler, 2019).

V rámci současného mezinárodního měnového uspořádání patří mezi měny s nejvyšším stupněm konvertibility měny zahrnuté do SDR koše a švýcarský frank. Nízká úroveň konvertibility domácí měny tak brání hospodářskému růstu, mezinárodní směně a vede tak ke snížení ekonomického prospěchu (Fiedler, 2019; International Monetary Fund, 2016b).

### 2.4.2 Požadavek stability

Měnová stabilita je pojem, který je nutný rozlišovat na dvou úrovních, a to jako stabilitu měny a stabilitu mezinárodního měnového systému jako celku. Tyto dvě úrovně jsou však navzájem propojené. Oxfordský výkladový slovník definuje stabilitu jako stav nebo úroveň zachování současného stavu beze změn či narušení v jakémkoliv případě (Turbull, *et al.*, 2010).

Pojem měnová stabilita je nutno chápat vždy jako relativní stabilitu. Absolutní stabilita je zde nedosažitelná. Mezinárodní měnový systém tak může být pouze natolik stabilní, nakolik stabilní jsou systémově významné měny tohoto systému.

Jinými slovy, nárůst úrovně nestability u amerického dolaru by zcela jistě zvýšil nestabilitu mezinárodního měnového systému jako celku. Na druhou stranu, v případě nárůstu úrovně nestability např. zimbabwského dolaru je dopad na mezinárodní měnový systém zanedbatelný.

Časová stabilita (doba trvání) mezinárodního měnového systému je zahrnuta v části 3. Systémová stabilita představuje jednak stabilitu měnových vztahů v rámci celého mezinárodního měnového systému, případně možnost stabilizace výměnných kurzů v rámci jednotlivých forem mezinárodního měnového systému. Stabilita rezervních měn je podmínkou měnové internacionalizace. Zatímco konvertibilita je spojena výhradně s funkcí prostředku směny, v případě stability je patrné spojení především s funkcí měny jako uchovatele hodnoty a funkcí zúčtovací jednotky, a to jak na soukromé i oficiální úrovni užití (Němeček, 2000).

Měnová stabilita představuje pojem, který je jedním z nejrozpornějších v rámci ekonomické teorie. Stabilní měna je chápána jako měna se stabilní vnější (stabilita výměnných kurzů) a vnitřní hodnotou (stabilita cen v ekonomice). Komplikací je zde samotný pojem hodnota.

Hodnota je relativní pojem. Existuje mnoho různých teorií hodnoty. Zde lze odkázat na různé směry ekonomického myšlení (Schumpeter, 1996).

Tolstoj (2018) dokonce hovoří o nemožnosti stanovit ani subjektivní peněžní hodnotu v ekonomickém systému, ve kterém se objevují prvky násilí (státní moc). V takovém systému není možné, aby peníze a měny plnily peněžní a měnové funkce, uvedené v tabulce 1 a 2. Tento názor představuje výzkumný limit, nejen pro tuto disertační práci ale i pro ekonomii jako vědu, neboť částečně popírá platnost konceptu mezního užítka a tím i celé současné chápání pojmu hodnota.

Pokud se zaměříme na hospodářské dějiny 20. a 21. století, pak je evidentní, že dlouhodobé udržení stabilní hodnoty měn se jeví jako nereálné. Období střídání inflačních a deflačních období ukončil rozpad systému zlatého měnového standardu. Od té doby se mezinárodní měnový systém a jeho účastníci musejí vypořádávat převážně s inflací. Inflační období již nejsou kompenzována obdobími deflačními.

Je tedy vhodné, zamyslet se nad významem dnešní monetární politiky, zejména nad inflačním cílováním, které představuje konečný cíl monetární politiky v režimu cílené inflace. Logicky je zcela evidentní, že dlouhodobě je udržitelná pouze průměrně nulová inflace za období. Tento přístup je v rozporu s keynesiánskou architekturou současného centrálního bankovníctví. Žádná centrální banka nemá inflační cíl nastavený na průměrných nula procent.

### **2.4.3 Požadavek likvidity**

Otázka zajištění dostatečného množství globální likvidity měnila svou podobu v průběhu historického vývoje mezinárodního měnového systému. V minulosti se mezinárodní likvidita odvíjela od požadovaného množství drahého kovu, které bylo potřebné pro splnění požadavků světového trhu. Rozhodujícím faktorem byla těžba zlata. Od zrušení vnější konvertibility amerického dolaru ve zlato v srpnu 1971, je požadavek mezinárodní likvidity přímo spojen s problémem nedostatku a přebytku globální likvidity (Eichengreen, 2011).

Od roku 1971 existuje riziko nadměrné emise papírových měn v mezinárodním měnovém systému. Toto riziko je spojeno především s potencionálně neomezenou tvorbou eurodolarů (Eckert, 2010). Požadavek likvidity je tedy spojen s otázkou přiměřenosti devizových rezerv.

Přirozeným závěrem je skutečnost, že každý životaschopný mezinárodní měnový systém musí splňovat požadavek přiměřené likvidity a současně zabránit přebytku mezinárodní likvidity.

### **2.4.4 Požadavek symetrie**

Přijetím Tripartitní dohody v roce 1936 vzrostla míra asymetrie v mezinárodním měnovém systému. Tripartitní dohoda znamenala vznik standardu zlaté dolarové devizy. Pokud jako světový měnový standard slouží čistě papírová národní či regionální měna, pak je takový mezinárodní měnový systém ze své

podstaty asymetrický. Mezinárodní měnový systém, jak v Bretton-Woodské podobě, tak i v současné Kingstonské podobě, vykazuje od roku 1936 asymetrii. Za symetrické mezinárodní měnové uspořádání by bylo možné považovat SDR či Bancor 2 standard, případně zlatý standard. Asymetrie současného mezinárodního měnového systému je způsobena přítomností Exorbitant Privilege, kdy existuje měna s výsadním postavením, přičemž pro vydávající ekonomiku neplatí stejná rizika, omezení a odpovědnost, jako pro ostatní (Eichengreen, 2011, 2019a).

## **2.5 Koncepty měnové koncentrace a měnové internacionalizace**

### **2.5.1 Podstata měnové koncentrace**

Explicitní definice pojmu měnová koncentrace, nebo také koncentrace v mezinárodním měnovém systému, nebyla v dostupné literatuře zjištěna. Koncentrace, dle Oxfordského výkladového slovníku obecně představuje množství něčeho na jednom místě (Turbull, *et al.*, 2010).

V ekonomii se pojem koncentrace obvykle využívá při studiu organizace ekonomiky či finančního systému. Předmětem zkoumání je například velikost průmyslových společností v určitém regionu a míra jejich konkurence na konkrétním trhu. V mikroekonomické teorii si v rámci analýzy tržní struktury lze představit měření koncentrace v tržních uspořádáních, jako monopol, oligopol, monopolistická konkurence a dokonalá konkurence, stejně tak tržní struktury na straně vstupů (Zemplinerová, 1999).

Jelikož měnový trh má mikroekonomický charakter, obdobné kategorie konkurence lze aplikovat rovněž na tomto trhu. Platí, že čím vyšší je koncentrace v určitém ekonomickém systému, tím nižší je úroveň tržní konkurence. Pomocí ukazatelů koncentrace lze rovněž zkoumat například geografické složení mezinárodního obchodu (Mansfield, 1993).

V této disertační práci je koncept měnové koncentrace využit k analýze vývoje a struktury konkurence v mezinárodním měnovém systému a k potvrzení existence trendu přechodu k měnové multipolaritě. Měnovou koncentrací v mezinárodním měnovém systému tak lze odvozeně definovat jako podíl internacionalizovaných měn na soukromých a oficiálních měnových operacích v rámci mezinárodního měnového systému (tab. 1 a 2). Měnovou koncentrací lze zkoumat na úrovni jednotlivých měn, na úrovni měnových bloků a také, což je podstatné, na úrovni mezinárodního měnového systému jako celku. Trend přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání lze doložit klesajícím koeficientem měnové koncentrace a rostoucí úrovní měnové konkurence v mezinárodním měnovém systému.

Měnová koncentrace je měřitelná pomocí dvou nástrojů, a to koncentračních poměrů (N-firm ratios) a Herfindahl-Hirschman indexu. Podstata koncentračních poměrů je jednoduchá. Podíl jednotlivých měn na měnových operacích v mezinárodním měnovém systému lze vyjádřit jako procentuální podíl na celkovém rozsahu měnových operací. Jedná se však o hrubý ukazatel struktury

tohoto trhu, proto je vhodné využít Herfindahl-Hirschman index, který uvažuje součty čtverců podílů vybraných měn v rámci mezinárodního měnového systému (Cohen & Tabitha, 2013).

### 2.5.2 Podstata měnové internacionalizace

Měnová internacionalizace představuje užití měny mimo hranice země, která měnu vydává. Měna je využívána v nerezidentských transakcích, při nákupech zboží, služeb a kapitálových transakcích. Mimo to je také používána v rámci ekonomických transakcí rezidentů, uvnitř vydávající ekonomiky. Důležitým aspektem je ale nerezidentské užívání této měny. Jinými slovy, pokud měna obíhá mimo svou vydávající zemi, stává se internacionalizovanou. Úroveň měnové internacionalizace je primárně odvozena poptávkou jednotlivých zahraničních ekonomických subjektů k obchodování, vypůjčování si a investování v jiné měně než ve své domácí měně. Internacionalizaci lze považovat za přirozenou reakci světové poptávky po nejvýhodnějším globálním peněžním prostředku. Internacionalizované měny mohou být drženy jako měny rezervní, případně sloužit jako bezpečná aktiva (Chey, 2013; McCauley, 2009; Kennen, 2011b).

To znamená, že měnová internacionalizace je primárně tržním fenoménem, který vyjadřuje preference různých ekonomických subjektů v mezinárodním obchodu a u mezinárodních finančních operací (Cohen, 2015).

Pojem internacionalizace měny se používá k popisu procesu, ve kterém národní měna získává globální roli jako hlavní prostředek směny, zúčtovací jednotky a uchovatele hodnoty. Na konci tohoto procesu získává daná měna vysokou poptávku ze strany nerezidentů a v rámci mezinárodního obchodu nebo investic. Pokud je měna široce využívána ve finančních transakcích, je pravděpodobnější, že bude použita i k fakturaci těchto finančních transakcí a bude častěji obchodována na devizových trzích (Chinn & Frankel, 2008; Chey, 2013; He & Yu, 2016; Angrik, 2018; Liu, Wangcor & Woo, 2018).

Měnová internacionalizace zlepšuje užitečnost peněz ve všech jejich soukromých i oficiálních peněžních funkcích. Internacionalizace měn ovlivňuje měnovou geografii, přičemž vede k dominanci několika vybraných měn, které se dostávají do světového peněžního oběhu. Výsledkem je jakýsi darwinovský proces přirozeného výběru, poháněný především silou konkurence podobně jako například Greshamův zákon, avšak v opačné formě. Internacionalizaci lze považovat za zcela přirozenou reakci světové poptávky po nejvýhodnějším globálním peněžním prostředku. V okamžiku, kdy některou měnu začnou na mezinárodní úrovni široce využívat soukromé subjekty, je více pravděpodobné, že tyto budou používány i centrálními bankami a vládami jako rezervní měna, intervenční měna a kotva pro výměnné kurzy (Cohen, 2015).

Rozhodnutí vydávající země, zda podpoří nebo se postaví proti internacionalizaci své měny, závisí na makroekonomických a politických faktorech, a to na domácí i mezinárodní úrovni (Cohen, 2019).

Předmětem výzkumu měnové internacionalizace je jednak určení determinantů, které měnovou internacionalizaci ovlivňují (Subramanian, 2011) anebo také, jaká je aktuální úroveň měnové internacionalizace (potenciál) pro konkrétní měny (Campanella 2014; European Central Bank 2020a).

Perspektiva jednotlivých měn, hodnocená z pohledu měnové internacionalizace, vychází ze zkoumání determinantů, které určují, jaký potenciál může mít konkrétní měna k tomu, aby se stala užívanou i na mezinárodní úrovni. Klíčovými zdroji v této disertační práci jsou výzkumy Mohan, Patra a Kapur (2013) a Maziad *et al.* (2011). Autoři zde zkoumají, jak vybrané měny nově industrializovaných ekonomik splňují požadavky měnové internacionalizace. Obě studie zahrnují makroekonomické i finanční determinanty.

Měnová internacionalizace je často diskutována v souvislosti s rostoucím významem měn nově industrializovaných zemí (Maziad *et al.*, 2011).

Měnovou internacionalizaci lze také zkoumat ve vztahu k měnové konkurenci (Genberg, 2009). Existuje prostor pro další studie, které by mohly přispět k aktuálním debatám týkajícím se reformy mezinárodního měnového systému směrem k více světovým měnám, které si vzájemně konkurují. Měnová internacionalizace je rovněž důležitou součástí měnové politiky centrálních bank, které mají zájem na podpoře národního finančního sektoru a zlepšení mezinárodní konkurenceschopnosti (Tagaki, 2011a; b).

Byla publikována řada studií, ve kterých je měnová internacionalizace čínského renminbi zkoumána pomocí ekonometrických modelů (Liu, Wangcor & Woo, 2018; Chen, Peng & Shu, 2009; Li & Zhang, 2017).

V této disertační práci nejsou ekonometrické modely, zahrnující panelovou regresi či geografickou distribuci, využity. Tyto modely nezahrnují politické a sociologické aspekty, jsou velmi komplikované a možnost jejich aplikace v rámci měkkého, otevřeného a komplexního systému je přinejmenším diskutabilní.

Namísto ekonometrického přístupu je zde představen alternativní přístup v podobě fuzzy-logického modelu měnové internacionalizace, který umožní vyhnout se redukcionistickému přístupu a také umožní propojit metody z různých vědních oborů, jako jsou finance, mezinárodní vztahy a politická ekonomie.

### **2.5.3 Měnová pyramida**

Měnová pyramida představuje nástroj, který slouží k zachycení peněžní geografie. Mezinárodní vztahy vždy vykazovaly určitý stupeň hierarchie a jinak tomu není ani v případě měnových vztahů. Měnová pyramida je na svém vrcholu přirozeně úzká, nachází se zde jedna nebo více dominantních světových měn. Čím je daná měna v rámci měnové pyramidy výše, tím vyšší je její úroveň koncentrace a internacionalizace v mezinárodním měnovém systému. Zároveň platí, že čím vyšší postavení v měnové pyramidě má konkrétní měna, tím více měnových soukromých i oficiálních funkcí plní. Celkem je možné identifikovat sedm kategorií měn, jejichž charakteristika je uvedena dále (Cohen, 2015; 2019).



Multipolární měnový systém se vyznačuje přítomností alespoň tří měn z kategorie Top Currency (světová měna). V monopolárním mezinárodním měnovém systému je tato měna pouze jedna (americký dolar). Náklady na ekonomické transakce jsou snižovány využíváním jedné či více světových měn.

Vyzyvatelské měny patří do kategorie Patrician Currency (rezervní měna). Sem lze zařadit například euro a japonský jen. Tyto měny plní srovnatelné měnové funkce jako světové měny, avšak ve výrazně nižším rozsahu.

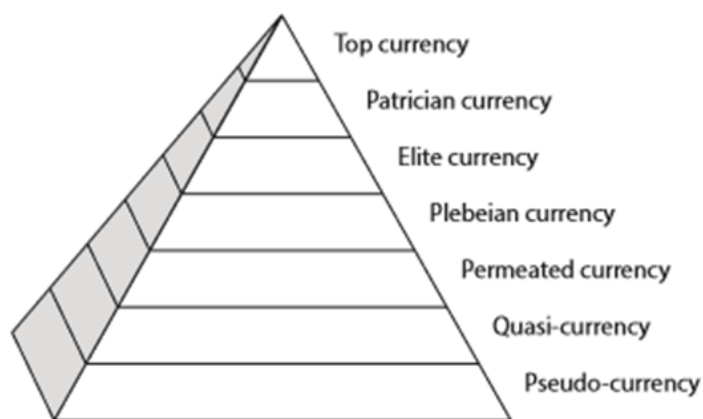
Elite Currency (vedlejší hlavní měna) představují měny, které jsou fundamentálně kvalitní, avšak jejich vydávající země nemají dostatečně rozvinuté či likvidní finanční trhy nebo nižší podíl na globální ekonomice. Sem lze zařadit například britskou libru, švýcarský frank, australský dolar, kanadský dolar. Čínské renminbi je řazeno na pomezí této kategorie a následující uvedené.

Plebeian currency (vedlejší měna) představuje kategorii měn, které seriózně plní své funkce na národní úrovni užití, avšak na mezinárodní úrovni je jejich mezinárodní tržní podíl zatím zanedbatelný. Sem patří např. švédská a norská koruna, korejský won, saudskoarabský dinár či také česká koruna.

Permeated currency je kategorií, do které spadají ty měny, které mají potíže i s plněním měnových funkcí na národní úrovni. Tyto měny neplní funkci uchovatele hodnoty. Sem patří například turecká lira.

Quasi-currency nepředstavují uchovatele hodnoty, a navíc neplní ani funkci zúčtovací jednotky a vhodného prostředku směny (venezuelský boliviár).

Pseudo-currency neplní žádnou z měnových funkcí. Příkladem je panamské balboa. Tato měna existuje jen v mincové formě a využívá se jen symbolicky.



Obrázek 2 Měnová pyramida

Zdroj: Cohen (2019)

Do schématu měnové pyramidy nelze zařadit Zvláštní práva čerpání nebo návrh umělé měny Bancor. Tyto umělé měny neplní funkce peněz na soukromé úrovni. Rovněž zařazení krypto-aktiv je ze stejného důvodu velmi problematické.

Přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání znamená výměnu na vrcholu měnové pyramidy. Hlavní pozornost je věnována měnám z horní části měnové

pyramidy, především světovým, vyzyvatelským a rezervním měnám. Existuje podstatný rozdíl mezi národním a mezinárodním měnovým systémem. V národním měnovém systému mají vlády a centrální banky de iure monopol na tvorbu a organizaci měnového oběhu. Mohou nařít, jaká měna bude legal tender na území dané ekonomiky. Na mezinárodní úrovni toto donucování zpravidla nefunguje (s výjimkou měnového oběhu v koloniích či jiných kvazi-imperiálních vztazích). Tržní rivalita je podstatou internacionalizace. Měny musí být konkurenceschopné, aby v mezinárodním měnovém systému dosáhly pozice světových měn (Cohen, 2015; 2019).

#### **2.5.4 Výhody a nevýhody spojené s pozicí světové rezervní měny**

Výhody a nevýhody, které jsou spojené se statutem světové měny, je možné rozdělit na ekonomické a politické. Jejich výčet je uveden v tabulce 4.

Nižší transakční náklady se projevují na mikroekonomické úrovni. Internacionalizace měny zvyšuje schopnost bank a podniků investovat do zahraničí v jejich vlastní měně a zároveň si vypůjčovat levnější kapitál v domácí měně na zahraničních finančních trzích. Výhody na mikroekonomické úrovni dopadají především na zahraničně orientované ekonomické subjekty v domácí ekonomice, což s sebou přináší významné distribuční důsledky (Cohen, 2015).

Mezinárodní ražebné se vytváří v případě, kdy nerezidentské subjekty získají a drží určitou část světové měny výměnou za obchodované zboží, služby či finanční aktiva. Ražebné představuje rozdíl mezi nominální hodnotou měny a náklady na její vtištění (Jílek, 2013). Mezinárodní ražebné pak představuje implicitní ekonomický transfer, který se skládá ze dvou složek. První složka vychází z držby hotovostních bankovek a mincí, ze kterých není vyplácen úrok. Druhá složka vychází ze zahraniční akumulace finančních pohledávek, denominovaných ve světové měně. Vyšší poptávka po těchto finančních aktivech snižuje náklady na vypůjčení, což vede k snížení nákladů pod rovnovážnou úroveň. Tímto způsobem vzniká prémie za likviditu.

Makroekonomická flexibilita je spojena s Exorbitant Privilege. Čím vyšší je schopnost země, která vydává světovou měnu, platit za zahraniční zboží a služby svými domácími penězi, tím vyšší je stupeň autonomie domácí monetární a fiskální politiky (Eichengreen, 2011).

Politická páka je spojena se schopností vydávající země zamezit přístup (např. formou neposkytnutí úvěru, zamezením přístupu k clearingovým sítím jako je SWIFT) k finančním zdrojům pro jinou zemi, pokud se tato v mezinárodních platebních transakcích spoléhá na příslušnou světovou měnu. Politická prestiž země, která vydává světovou měnu, znamená zvýšení jejího statusu ve společenství národů. Internacionalizace měny může být symbolem mezinárodní nadřazenosti, který vytváří politicko-ekonomické preference ostatních zemí. Politická páka byla využita například při Suezské krizi vůči Velké Británii (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018), Íránu v roce 2012 či vůči Ruské federaci v roce 2022.

Riziko apreciacie světové měny představuje první z nevýhod. Vyšší poptávka po světové měně vede, přinejmenším v krátkém období, k nadhodnocení jejího výměnného kurzu. Domácí spotřebitelé jsou zvýhodněni vyšší kupní silou. Pro domácí podniky je tento jev nevýhodný, protože negativně ovlivňuje export a konkurenceschopnost na zahraničních trzích. Domácí producenti jsou znevýhodněni kvůli levnějšímu importu z jiných zemí. Zhodnocení světové měny je spojeno se zánikem pracovních míst, nižší produkcí, nezaměstnaností a deficitem na obchodním účtu platební bilance (Cohen, 2015).

Riziko vnějšího omezení makroekonomické flexibility může představovat ještě závažnější nevýhodu. Přílišný růst likvidních pohledávek zahraničních subjektů (z držby finančních aktiv) vede k převážení výhod vyplývajících z makroekonomické flexibility. Centrální banka vydávající země je vystavena dvěma nebezpečím. Prvním nebezpečím je, že se domácí monetární a fiskální politika postupem času mohou stát rukojmím vnějších faktorů, zejména pokud se začnou objevovat pochybnosti o budoucí hodnotě. Druhé nebezpečí vyplývá z vysoce volatilních pohybů, spojených s obchodováním se světovou měnou, které může vést k omezení agregátní poptávky po penězích. Centrální banky tak mohou mít potíže s dosažením cílů své monetární politiky (Cohen, 2008; 2015).

Politická zodpovědnost znamená udržení rovnováhy v tom smyslu, že země, která vydává světovou měnu, by měla za své realizované výhody z této pozice také být zodpovědná za řízení globální měnové struktury. Jde především o pomoc ostatním ekonomikám, které jsou zasaženy krizí. Jedná se o významový opak pojmu Exorbitant Privilege, známý jako Exorbitant Duty (Cohen, 2019).

Tabulka 4 Výhody a nevýhody světových měn

Výhody	Nevýhody
Nižší transakční náklady	Riziko apreciacie měny
Mezinárodní ražebné	Vnější omezení flexibility
Makroekonomická flexibilita	Politická zodpovědnost
Politická páka (zahraniční vliv)	
Politická prestiž	

Zdroj: vlastní zpracování

### 2.5.5 Dimenze a determinanty měnové internacionalizace

Byl publikován výzkum (Liu, Wangcor & Woo, 2019; Hoffman *et al.*, 2020), zaměřený na determinanty, které ovlivňují a vysvětlují mezinárodní měnové postavení. Tyto determinanty vykazovaly charakteristiky ekonomických, finančních, politických a právních aspektů.

Výzkum měnové internacionalizace je vědecky ukotven ve dvou uznávaných přístupech, a to funkčním přístupem a přístupem politické ekonomie. V této disertační práci jsou využity oba přístupy.

Funkční přístup je založen na předpokladu, že mezinárodní měna plní soukromé i oficiální měnové funkce (viz tabulka 1 a 2). A právě měnová internacionalizace zvyšuje užitečnost peněz ve všech těchto soukromých a oficiálních funkcích. Internacionalizované měny jsou drženy jako rezervní měny a bezpečná aktiva. Jakmile je měna využita široce na soukromé úrovni, pak je vyšší pravděpodobnost, že začne být využívána i na oficiální úrovni, například jako intervenční měna či měnová kotva (Cohen & Tabitha, 2013). Funkční přístup je aplikován v části 6, věnované měnové koncentraci.

Zaměříme dále pozornost na přístup politické ekonomie. Tento přístup se snaží vysvětlit, jak mezinárodní postavení měny souvisí s ekonomickými a politickými podmínkami v dané zemi (Strange, 1971; Chey, 2013).

Vzhledem ke skutečnosti, že ekonomický a politický systém v dané zemi slouží jako základ pro měnovou internacionalizaci a následné užití měn na všech funkčních úrovních, neměla by být přehlížena role centrálních bank, vlád, ekonomického a geopolitického vlivu a politické stability (Constâncio, 2011; Hoffman *et al.* 2020).

Přístup politické ekonomie umožní lépe pochopit, proč by vláda či centrální banka jedné země mohla přijmout zahraniční internacionalizovanou měnu jako legální platidlo na svém území (Strange, 1971).

Aby se konkrétní měna stala internacionalizovanou, musí splňovat řadu podmínek, které lze rozčlenit na ekonomické a politicko-právní. Ekonomické a politicko-právní determinanty lze systematicky utřídit do čtyř dimenzí (tabulka 5).

Stanovení významnosti jednotlivých ekonomických a politických determinantů v rámci měnové internacionalizace patrně zůstane bílým místem a limitem současného poznání. Je tomu tak z důvodu vysoké komplexnosti mezinárodního měnového systému. Pro částečné zodpovězení této otázky lze využít alespoň historický výzkum (Eichengreen, 2019a).

Determinanty lze rozdělit do čtyř dimenzí, a to dimenze hospodářské výkonnosti, finanční otevřenosti, měnové stability a politicko-právní dimenze. Všechny uvedené dimenze měnové internacionalizace jsou navzájem propojené (Chinn & Frankel, 2008; Chen & Peng, 2010; Kenen, 2011a;b; Maziad *et al.*, 2011; Mohan, Patra & Kapur, 2013; Cohen, 2015; 2019; Eichengreen & Dincer 2013; Subramanian, 2011; Li & Zhang, 2017).

Například hospodářská výkonnost dané země je zpravidla spojena s vyšším stupněm rozvoje finančních trhů, na kterých je dostupné množství finančních nástrojů pro všechny ekonomické subjekty.

Politicko-právní dimenze je v rámci ekonomického výzkumu často opomíjena, případně se v rámci studia mezinárodních vztahů výzkumná pozornost zaměřuje pouze na tento aspekt. Strange (1971) požadovala ve své původní studii hybridní přístup k vědeckému zkoumání mezinárodního měnového postavení a otázek mezinárodního měnového systému. Tento přístup je potvrzován v celé řadě dalších studií, které potvrzují význam integrace ekonomických a politických

prvků v rámci tohoto výzkumu (Posen, 2008; Subramanian, 2011; Lyratzakis, 2014; Cohen, 2015; McNally, 2015).

Uvedené determinanty představují rovněž vstupní parametry pro fuzzy-logický model a také pro případové studie měnové internacionalizace amerického dolaru, eura a čínského renminbi.

První dimenzí měnové internacionalizace je hospodářská výkonnost národní či regionální ekonomiky, která je spojena s atraktivitou dané měny pro zahraniční ekonomické subjekty v mezinárodních měnových vztazích.

Vzhledem k tomu, že ekonomická dimenze je vnímána zahraničními ekonomickými subjekty v mezinárodních měnových vztazích jako hnací síla poptávky (atraktivity) měny (Mohan, Patra & Kapur, 2013), vzbudila zájem několika předchozích studií (Kiyotaki, Wright & 1989).

V řadě studií je prezentován pozitivní vztah mezi ekonomickou velikostí konkrétní ekonomiky (měřeno hrubým domácím produktem) a mezinárodním postavením její měny (Li & Zhang, 2017; Mohan, Patra & Kapur, 2013; Maziad *et al.*, 2011). Vztah mezi růstem HDP a internacionalizací měny zkoumali Eichengreen a Frankel (1996). Na základě analýzy časových řad docházejí k závěru, že zvýšením HDP se národní měnové rezervy centrálních bank také zvýší. Dle Li a Zhang (2017) znamená zpomalený ekonomický růst i zpomalení procesu měnové internacionalizace u vyzývatelských měn.

Měny zemí, které jsou vysoce hospodářsky výkonné, získávají svou konkurenční výhodu na základě síťového efektu a zásluhou nižších transakčních nákladů. Hospodářskou výkonnost je možné hodnotit celou řadou makroekonomických ukazatelů, především pak těch, které hodnotí vztah dané ekonomiky se zahraničím (Mohan, Patra & Kapur, 2013; Maziad *et al.*, 2011; Cohen, 2015).

Dominantní hospodářská pozice ve světové ekonomice je základním předpokladem, a to i z historického pohledu. Dalším významným determinantem je důvěryhodnost ekonomiky (Eichengreen 2019a; Cohen 2015). Ekonomická důvěryhodnost je měřitelná pomocí ratingů, které berou v potaz řadu kvantitativních i kvalitativních faktorů (Mohan, Patra & Kapur, 2013).

Internationalizace měny je determinována rovněž úrovní zapojení země do světového obchodu (Goldberg & Tille, 2008; Chinn & Frankel, 2008; Maziad *et al.*, 2011; Mohan, Patra & Kapur, 2013). Dle Liu, Wangcor a Woo (2018) obchod se zbožím zvyšuje využívání konkrétní měny jako světové měny.

Pokud má daná ekonomika více diverzifikované složení exportu a současně vysokou konkurenceschopnost, může se v mezinárodních měnových vztazích více spoléhat na svou vlastní měnu (Chen & Peng, 2010). Svým obchodním partnerům může tato ekonomika nabízet širší portfolio zboží a služeb. Tím je možné dosahovat úspor z rozsahu. Ekonomiky menších zemí mají z tohoto důvodu více omezenou konvertibilitu své měny (Genberg, 2009; Kenen, 2011b).

Existuje silný vztah mezi podílem na světové produkci, podílem na světovém obchodu a významností dané měny jako rezervní měny. Čistá investiční pozice

má pak nižší vliv na složení měnových rezerv. Vysoké vnější zadlužení dané ekonomiky působí v neprospěch mezinárodního využití příslušné měny. Podíl na světovém obchodu má vyšší význam než hrubý domácí produkt konkrétní ekonomiky (Subramanian, 2011; Maziad *et al.*, 2011).

Podle Liu, Wangcor a Woo (2019) mají ekonomická integrace a stabilní makroekonomické podmínky příznivý dopad na internacionalizaci měny.

Na druhé straně je vysoký zahraniční dluh považován za překážku internacionalizace měny, protože snižuje reputaci vydávající země (Cohen, 2015).

Měna s vysokým podílem na světovém HDP, obchodu a finančních vztazích rozšiřuje síť jejich uživatelů vytvářením vnějších pozitivních externalit, jako jsou úspory z rozsahu (Mohan, Patra & Kapur, 2013).

Navzdory obchodním a finančním interakcím, které zvyšují síť uživatelů měny, je měnová internacionalizace ovlivněna nejen ekonomickými a finančními determinanty, ale také setrvačností z důsledku síťových externalit a úspor z rozsahu (Chinn & Frankel, 2008).

Druhou dimenzí měnové internacionalizace je měnová stabilita. Důvěra ve stabilitu hodnoty měny je pro její mezinárodní využívání zásadní, protože nestabilita hodnoty zvyšuje riziko držby, a tím snižuje atraktivitu dané měny jako uchovatele hodnoty. Požadavek stability je tak obecným požadavkem na mezinárodní měnový systém i světové rezervní měny. Měnová stabilita je měřena pomocí ukazatelů míry změn cenové inflace, např. Indexu spotřebitelských či velkoobchodních cen a míry růstu jádrové inflace (Chen & Peng, 2010; Liu, Wangcor & Woo, 2019, Spěváček *et al.*, 2016).

Vysoká míra cenové inflace vede ke zhoršení předvídatelnosti a efektivity obchodního plánování, snižuje kupní sílu úspor a devizových rezerv. Čím vyšší je míra inflace dané měny ve srovnání se srovnatelnými rezervními měnami, tím méně atraktivní bude držba této měny. Žádná měna nemůže být dobrovolně přijata pro přeshraniční transakce, pokud její budoucí kupní sílu nelze s přiměřenou mírou jistoty odhadnout (Maziad *et al.*, 2011; Mohan, Patra & Kapur, 2013).

Vysoká a kolísající míra cenové inflace rovněž ztěžuje ekonomickou kalkulaci (Mises, 2006).

Mezinárodní měnový systém musí přispět k udržení konstantní hodnoty úvěrů a závazků. Z historie je patrné, že musí existovat důvěra v budoucí hodnotu měny v počáteční fázi zavádění jejího přeshraničního použití (Lothian & Dwyer, 2003).

Dalším ukazatelem je volatilita výměnného kurzu, která vede ke zvýšení měnového rizika, vyplývajícího z držby této měny a ekonomických transakcí prováděných v této měně. Oba zmíněné parametry lze také rozšířit o jejich očekávané (spekulativní) budoucí hodnoty.

Také lze hodnotit transparentnost centrální banky vydávající světovou měnu. Centrální banky provádějí takovou politiku, která je důvěryhodná, transparentní a vede k udržení cenové stability a dlouhodobě pak k udržení důvěry v dlouhodobou kupní sílu dané měny (Eichengreen & Dincer, 2013). Samostatnou kategorií je očekávaná důvěra v měnu, která může být dána i řadou čistě spekulativních faktorů.

Třetí dimenzí měnové internacionalizace je finanční otevřenost (konvertibilita). Nezbytným předpokladem je otevřenost finančních trhů a kapitálového účtu. Země, která poskytuje světovou měnu, musí mít otevřené, rozvinuté, likvidní a odolné finanční trhy (Kenen, 2011b; Maziad *et al.* 2011; Lu & Liu, 2020).

Další základní podmínkou je právě liberalizace finančních trhů a úplná konvertibilita dané měny. Likvidita zde představuje vysoký obrat na finančním trhu, rozvinutost je pak spojena s dostupností finančních nástrojů, a to včetně těch, které zajišťují finanční a ekonomická rizika (Kenen, 2011b; Prasad, 2016).

Centrální banky musí účinně řídit měnová rizika a podporovat transakce finančních aktiv, denominovaných v dané měně. Soukromé subjekty drží internacionalizovanou měnu ve svých rozvahách, a to zcela bez omezení. Finanční trhy musí umožňovat emitování obchodovatelných aktiv, bez ohledu na místo emitování (Rangarajan & Patra, 2012).

Základním požadavkem na finanční trhy je likvidita. Tyto parametry jsou závislé na úrovni rozvinutosti finančních trhů. Kenen (2011b) považuje finanční otevřenost za nejdůležitější podmínku měnové internacionalizace. Likviditu jako systémový požadavek na mezinárodní měnový systém uvádí také Němeček (2000) a do modelu mezinárodního měnového systému ji zahrnují Liu, Wangcor a Woo (2019).

Likvidita na finančním trhu je spojována především s likviditou na sekundárním trhu cenných papírů. Zahraniční centrální banky často akumulují své rezervy ve formě státních dluhopisů, emitovaných vládami různých zemí. Pro centrální banky je důležitá možnost, prodat kdykoliv a komukoliv své rezervy, aniž by došlo k výrazným změnám výměnných kurzů (depth markets). Tato podmínka je nezávislá na makroekonomické výkonnosti.

Šířka (breadth markets) znamená, že na finančních trzích existuje dostatečný objem obchodů a konkurence, což vede k nízkému spreadu mezi nákupními a prodejními cenami. Odolnost finančních trhů (resilience markets) se dá charakterizovat jako schopnost tržních cen stabilizovat se po uskutečnění velkých prodejních nebo nákupních objednávek (Cohen, 2015; Lu & Liu, 2020).

Nízké úrokové rozpětí je dané vysokým objemem obchodu a vysokým stupněm konkurenceschopnosti na finančních trzích a je přímo úměrné likviditě měny. Z tohoto pohledu lze rozdělit měny do tří kategorií likvidity, a to na hlavní, vedlejší a exotické měny (Maziad *et al.*, 2011; Mohan, Patra & Kapur, 2013).

Omezení měnové konvertibility zvyšuje náklady transakcí a limituje přístup k domácímu uchovateli hodnot s negativním dopadem na internacionalizaci. Hodnota dluhových finančních aktiv musí být rovněž alespoň přiměřeně předvídatelná. Finanční trhy nesmí být zatíženy vysokými transakčními náklady nebo formálními či neformálními překážkami ke vstupu. Klíčovým předpokladem je úplná směnitelnost (vnější a vnitřní konvertibilita) měny při zachování minimálních transakčních nákladů, liberalizovaný finanční účet i při krizovém vývoji a úplná výnosová křivka. Důležitým determinantem je rovněž režim

kurzového uspořádání pro danou měnu. Země s fixním režimem měnového uspořádání vykazují nižší finanční otevřenost (Chinn & Ito, 2018; Maziad *et al.*, 2011; Mohan, Patra & Kapur, 2013).

Čtvrtá dimenze, politicko-právní, zahrnuje determinanty, které nemají ekonomický charakter. Historie (viz část 3) ukazuje, že tato dimenze je naprosto zásadní pro měnovou internacionalizaci. Světová role amerického dolaru by byla nemyslitelná bez založení Federálního rezervního systému v roce 1913. Avšak politicko-právní dimenze není sama o sobě jediným důvodem, proč některé měny dosahují statusu světových měn (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018).

Nabídka světových měn je rovněž ovlivněna činnostmi vlád, které umožňují mezinárodní použití těchto měn. S tímto úzce souvisí institucionální a politické předpoklady, které podporují rozvoj finančních trhů a pomáhají udržovat ekonomickou stabilitu (Tavlas & Ozeki, 1991).

Ekonomické transakce v měnách zemí, které se vyznačují nedůvěrou a nedodržováním smluvních pravidel, nedodržováním vlastnických práv a nedodržováním právního státu, jsou přirozeně rizikovější. Jednotlivé determinanty zahrnují právní, politické a vojenské faktory. Klíčovým determinantem měnové internacionalizace je kvalita právního rámce. Účastníky trhu rovněž nebude přitahovat měna země, která se vyznačuje vysokou úrovní korupce a politickou nestabilitou nebo pokud vydávající země nemá dostatečné kapacity k vykonávání managementu národních financí (Cohen, 2015; Liu, Wang & Woo, 2018).

Důležitým faktorem, ovlivňujícím měnovou internacionalizaci, je důvěra ve státní instituce, které danou měnu vydávají. Jedná se o politickou důvěru, která vede k udržení politické situace v dané zemi a pak také obecně o důvěru k managementu národních financí, která představuje pomyslný most mezi ekonomickými a politickými internacionalizačními faktory. Významnost politické důvěry je evidentní na historických zkušenostech s měnovými uniemi. Pouze měnové unie, které jsou podporovány politickými uniemi, mohou v mezinárodním měnovém systému přežít (Lim, 2006). V současné době je tato politická vůle zcela zásadní pro otázku dalšího setrvání eurozóny.

Měnovou internacionalizaci příznivě ovlivňuje konzervativní měnová politika, kvalitní právní prostředí a nezávislost centrální banky (Walter, 2006).

Země, která vydává světovou měnu, by měla mít vysokou úroveň vojenské síly. Bezpečnost, která je zaručena světovou mocností, může představovat motivaci pro jednotlivé země, aby akumulovaly její devizové rezervy. Složení devizových rezerv a rozhodování o akumulaci devizových rezerv tak nevychází jen z ekonomických důvodů, ale může být odvozeno z vojenských a bezpečnostních aspektů. Vojenská síla dominantní země musí být využívána k udržení stability a bezpečnosti. Pokud dominantní velmoc působí jako agresor, důvěra v danou měnu této země může výrazně poklesnout (Posen, 2008; Cohen, 2019).

Na soukromé úrovni může vojensky silná země poskytnout bezpečný přístav. Na oficiální úrovni mohou být měnové preference vlád a centrálních bank



ovlivňovány širšími zahraničně-politickými vazbami. Čím vyšší je moc a vliv konkrétní země uplatnit tyto vazby za hranicemi své země, tím je pravděpodobnější, že měna této země bude ostatními zeměmi rovněž využívána (Cohen, 2015).

Využívání světové měny jako zúčtovací jednotky vychází ze zahraničně-politických vztahů dané země a schopnosti prosazovat své mezinárodní zájmy. Méně ekonomicky a politicky významné země jsou motivovány orientovat výměnné kurzy svých domácích měn vůči měnám dominantním. Motivace je úměrná moci a vlivu, kterou má dominantní země v daném regionu. Spojenecké politické vazby ovlivňují volbu kotevní měny i volbu fixního režimu výměnného kurzu vůči dominantní měně (Li, 2003; Cohen, 2015).

Zahrnutí měny do koše SDR rovněž přispívá k internacionalizaci konkrétní měny. Měny, zahrnuté do koše SDR, plní funkci mezinárodního uchovatele hodnoty. Toto zahrnutí je spojeno s politickou prestiží a mezinárodními výhodami (Subramanian, 2011; International Monetary Fund, 2016b).

Sítový efekt (Lindy effect) zde má dvojí význam. Vzniká jako synergický efekt všech čtyř dimenzí měnové internacionalizace. Měna na vrcholu měnové pyramidy zaujímá dominantní pozici v mezinárodních měnových vztazích (efekt „vítěz bere vše“) a současně působí jako ochrana vůči nahrazení jedné světové měny druhou (efekt *lingua franca*).

Výsledkem je, že měnový trh má charakteristiku nedokonalé konkurence. Objevuje se zde pomyslná zpětnovazební smyčka, která dále posiluje význam hlavní světové měny. Z tohoto důvodu slouží téměř výhradně americký dolar jako hlavní transakční a zúčtovací jednotka na komoditních trzích. Využívání jiné měny v těchto transakcích by bylo z čistě ekonomického pohledu nevýhodné. Sítový efekt představuje důvod, díky kterému má světová měna oproti jiným měnám konkurenční výhodu. Čím více je daná měna v mezinárodním měnovém systému používána, tím je sítový efekt silnější. Využívání jednotné měny v mezinárodním obchodu lze zdůvodnit snahou o minimalizaci transakčních nákladů (Mateos y Lago *et al.*, 2009; Kiyotaki & Wright, 1989).

Vyzyvatelské měny amerického dolaru, včetně eura a čínského renminbi musí dosáhnout podobného sítového efektu a současně bude nutné předpokládat, že sítový efekt pro americký dolar bude vykazovat slábnoucí tendenci.

Tabulka 5 Dimenze měnové internacionalizace

<b>D1: Hospodářská výkonnost</b>	<b>D2: Finanční otevřenost</b>
Vysoký podíl na globálním HDP	Otevřenost kapitálového účtu
Důvěryhodnost ekonomiky	Rozvinuté finanční trhy
Integrace v globálním obchodu	Otevřenost finančních trhů
Diverzifikace exportu	Likvidita měny (kurzové rozpětí)
Vysoká konkurenceschopnost	Volně plovoucí kurz měny
Nízké vnější zadlužení země	
<b>D3: Měnová stabilita</b>	<b>D4: Politicko-právní aspekty</b>
Stabilní míra cenové inflace	Stabilní politické prostředí
Relativní kurzová stabilita	Vysoká právní důvěryhodnost
Důvěryhodnost centrální banky	Nízká úroveň korupce
	Důvěryhodnost státních institucí
	Vojenská síla
	Zahrnutí měny do SDR koše

Zdroj: vlastní zpracování

Pro internacionalizaci na úroveň rezervní měny není nutné, aby tato nutně splňovala všechny podmínky uvedené v tabulce 5. Švýcarský frank a britská libra plní úlohu rezervních měn i přes to, že nejsou světovým lídrem v ekonomické produkci, mezinárodním obchodu a vojenské moci. Zásadou rozvinutého finančního systému a zpravidla předvídatelné hospodářské politiky jsou tyto rezervní měny využívány i mimo vnitřní oběh své domácí ekonomiky.

Na druhou stranu, pro dosažení pozice světové měny je podmínka dominance v ekonomické i politicko-právní oblasti nutná. Souhrnem výše uvedených poznatků lze sestavit tabulku 5, zahrnující čtyři dimenze měnové internacionalizace. Pro účely disertační práce je nutné definovat systém měřitelných proměnných, a to na základě zjištěných determinantů měnové internacionalizace. Tabulka 5 tak představuje základ pro fuzzy-logický model pro měření potenciálu měnové internacionalizace.

Pro úplnost lze na závěr této části uvést, že dílčí výzkumný cíl 1 byl splněn.

### **3. HISTORIE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO SYSTÉMU**

Mezinárodní měnový systém se v čase stále mění. K plnému pochopení, jak mezinárodní měnový systém funguje a jaký je jeho význam, je nezbytně nutné porozumět jeho historii, což je předmětem této části. Podrobný historický výčet, seřazený chronologicky, by byl příliš obsáhlý a pro účel této disertační práce nevhodný. Tento způsob uchopení problematiky historie mezinárodního měnového systému neumožňuje rozlišit podstatné od nepodstatného a nezohledňuje trvalé a dočasné faktory. Na část 3 navazuje část 7, která je zaměřená výzkum měnové internacionalizace. Proto bude kladen silný akcent právě na determinanty měnové (de)internationalizace v kontextu dějin mezinárodního měnového systému.

Snahou autora je zachytit historicky objektivní principy měnové (de)internationalizace, které jsou charakteristické pro všechna historická období mezinárodního měnového systému. Jde o ty principy, které představují průmět ekonomických a politicko-právních zákonitostí do měnové sféry. Tyto principy, souhrnně uvedené v tabulce 6, by měly mít návaznost na tabulku 5 a měly by tak podpořit vhodnost navrženého fuzzy-logického modelu.

Nejprve je v této části pojednáno o historických podobách mezinárodního měnového systému, a to od počátku dějin starověkých civilizací, přes axiální věk, středověk až do období průmyslové revoluce a věku imperiálních říší. Na tyto historické podoby je navázáno obdobím existence metalických standardů. Z hlediska historických epoch je nejdůležitější vývoj ve 20. století, během kterého se kvalitativní struktura mezinárodního měnového systému podstatně změnila. Jedná se o vývoj od období pravého zlatého standardu, přes meziválečné chaotické období, následované institucionálním, Bretton-Woodským systémem, de facto zaniklým v roce 1971, až po stále aktuální kingstonské měnové uspořádání, charakteristické volně pohyblivými výměnnými kurzy.

#### **3.1 Prehistorické období mezinárodního měnového systému**

O přesném okamžiku vzniku mezinárodního měnového systému se vedou spory. Autoři, kteří zastávají institucionální pojetí mezinárodního měnového systému, považují za první podobu tohoto systému až Bretton-Woodské měnové uspořádání z roku 1944. Pokud však uvažujeme mezinárodní měnový systém v širším pojetí, tento de facto vznikl v okamžiku, kdy existovaly alespoň dvě měny a současně mezi dvěma měnovými oblastmi byly navázány první měnové vztahy. Tento systém se dle Němečka (2000) utvářel tak, jak se stále více zemí zapojovalo do světového trhu. Je zřejmé, že před vznikem mezinárodního měnového systému byly utvářeny národní měnové systémy. Změnami v rozdělení ekonomické a politické moci a mezinárodní integrací dalších trhů docházelo k postupnému formování mezinárodního měnového systému.

Prvotní peníze měly podobu dluhů, a ve své podstatě se nelišily od peněz ve 21. století. Doložené dluhové (bezhotovostní) peníze se využívaly již ve starověké Mezopotámii. Peníze jako společenský nástroj se začaly využívat v okamžiku, kdy kmenová uskupení nahradily první státy. Peníze poté začaly fungovat jako pojistka ve společnostech, kde se obyvatelé navzájem neznali. S tímto souvisí vznik prvních měn, které byly záležitostí panovníka. Symbolické peníze byly produktem společenské smlouvy. Nejstarší měnou, která měla pevně určený svůj obsah, byl sumerský šekel (Cripps, 2019; Graeber, 2012).

V babylonské říši byly využívány dluhové peníze. V této době se objevuje první vymezení hodnoty měny ve stříbře. Následující historická období jsou pak charakteristická střídáním epoch komoditních a dluhových (symbolických) peněz. Období antiky bylo charakteristické využíváním komoditních peněz. Objevují se zde měny jako řecká drachma a římský denár. V období středověku se evropská civilizace znovu vrátila k symbolické formě peněz, aby pak v období velkých imperiálních říší a průmyslových revolucí až do roku 1971 znovu přešla ke komoditním penězům. Od roku 1971, kdy se rozpadl brettonwoodský měnový systém, se znovu vrací éra symbolických peněz, která přetrvává do současnosti. Podstata státních peněz však vždy byla symbolická, přestože se forma peněz v čase měnila (Cripps, 2019; Graeber, 2012; Dow, 2005).

Pro tuto disertační práci je zásadní, že až do 18. století fakticky nelze hovořit o mezinárodním měnovém systému v takové podobě, v jaké jej známe dnes. Až v průběhu pozdního 18. století a během 19. století zaujala v mezinárodních měnových vztazích britská libra takové postavení, které se již dá porovnávat s dnešní úlohou amerického dolaru. Jinými slovy, až v tomto období světové měny plní všechny měnové funkce, uvedené v tabulce 2. Jednou z podmínek k plnění všech měnových funkcí byl rozvoj bankovníctví a vynález telegrafu.

### **3.1.1 Měnová internacionalizace v historických podobách mezinárodního měnového systému**

Základem světového obchodu se stávaly měny územních celků, které dosáhly pozice politického a ekonomického hegemonu. Prvotní nadnárodní měny ve starověku již plnily funkci zprostředkovatele směny. Prvotní internacionalizace starověkých měn je tak výhradně spojena s rozvojem mezinárodního obchodu. Teprve až s rozvojem bankovníctví v období renesance lze seriózně hovořit také o plnění investiční, resp. kapitálové funkce měn (Graeber, 2012; Dow, 2005).

První měnou, která byla v oběhu i mimo domovskou zemi, byla řecká drachma. Tato měna byla ražena v podobě stříbrných mincí. Stříbrné drachmy byly nalezeny na území celé První perské říše (522-486 př. n. l.), nacházející se tehdy od území dnešního Turecka po západní oblasti dnešní Indie. Jde o zajímavý historický případ, kdy se měna relativně malých územních celků starověkého Řecka stává měnou, obíhající v mnohem rozsáhleším územním celku. Rozšiřování oběhu řeckých mincí pokračovalo v období Alexandra Velikého (Kagan, 1994).

Lýdie byla první říší, ve které se v období 700-600 př. n. l. razily zlaté a stříbrné mince a kde se tyto mince využívaly také v mezinárodním obchodě. Ražba kovových mincí byla poté prováděna také v sousedním Řecku. Následné rozšíření těchto mincí na území jiných říší bylo způsobeno výhodami, které kovové mince poskytovaly, např. uchování hodnoty, trvanlivost a dělitelnost (Metcalf, 2012).

Prvotní historickou podmínkou internacionalizace měn byla jejich fyzická (kovová) forma. Řecká drachma byla později vystřídána římskými mincemi (aureus, denár), byť po určitou dobu tyto mince kolovaly společně. Dominance římských mincí byla ukončena ve 4. století n. l., následkem dlouhého inflačního období a celkového úpadku římské říše. Měnové devalvace u římské měny představují první historicky doloženou ekonomickou příčinu ztráty dominantního postavení v mezinárodních peněžních vztazích. Pomyslným nástupcem, byť s výrazně menším územím peněžního oběhu, se v 6. století n. l. stal byzantský (východořímský) zlatý solidus. I přes nestabilitu měnové hodnoty se udržel v mezinárodním peněžním oběhu až do 12. století (Metcalf, 2012; Kagan; 1994; Eun & Resnick, 2009).

V období středověku a renesance vykazovala mezinárodní měnová skladba vysokou roztržštěnost. V 16. století bylo vydáváno přibližně sto různých stříbrných měn, přičemž tento počet se začal výrazně měnit s nástupem opětovné ražby zlatých mincí. V 17. a 18. století se jako světové měny využívaly nizozemský (stříbrný) gulden a španělský (stříbrný) dolar. Nizozemské provincie disponovaly značnou obchodní a finanční výkonností, reprezentovanou Východoindickou obchodní společností. V souvislosti s měnovou internacionalizací je nutné zmínit také španělský dolar, což byla stříbrná mince využívaná jako mezinárodní platidlo téměř na celém území kontinentální Ameriky a v Jihovýchodní Asii. Ve Spojených státech amerických se španělský dolar využíval jako legální platidlo až do roku 1857. Španělský dolar měl jednotná pravidla pro ražbu a frézování na kovovém povrchu mincí, což vedlo k vysoké úrovni uniformity této měny (Clough, & Rapp, 1975; Eichengreen, 2011; The World Bank, 2011).

Španělské peníze ztratily význam v mezinárodních měnových vztazích z několika důvodů. V 16. a 17. století došlo v Evropě k jevu, který se dnes označuje jako Cenová revoluce. Tento jev je zásadní pro měnovou internacionalizaci, byť je mu v odborné literatuře věnována velmi malá pozornost. Cenová revoluce je těsně spjata s vysokou mírou inflace, která zasáhla západní Evropu v období od poloviny 15. století do první poloviny 17. století. Míra inflace tehdy dosahovala hodnoty 1-1,5 % ročně, což je vzhledem k monetárním podmínkám tehdejší doby vysoká hodnota. Dle Fischera (1989) se za příčinu cenové revoluce obecně považuje příliv drahých kovů z Nového světa. Kovové peníze tehdy obíhaly Španělskem a zvyšovaly domácí ceny ekonomických statků. K tomu navíc na počátku 17. století začal hospodářský a politický úpadek Španělska. Hodnota drahých kovů se vůči reálným aktivům snížila.

Druhá teorie uvádí, že za cenovou revolucí nebyl nabídkový šok v podobě nadměrného množství cenných kovů, ale poptávkový šok z důvodu zotavení ekonomik po morových epidemiích. Nárůst cenové hladiny se pak vysvětluje výrazným zvýšením cen zemědělských plodin (Clough & Rapp, 1975; Hamilton, 1965). K tomuto lze doplnit monetaristické vysvětlení Fischera (1989), který jednu z příčin Cenové revoluce spatřuje ve zvýšené rychlosti obratu peněz, vzhledem k tehdejšímu rozšiřování měst a zvyšování počtu obyvatel po morových epidemiích. O vzestupu významu španělských měn v tehdejší podobě mezinárodního měnového systému rozhodla velikost španělské ekonomiky, rozvoj zahraničního obchodu, zakládání nových kolonií a obchodních sítí. Svou roli sehrála také vojenská síla a skutečnost, že v 15. až 17. století bylo Španělsko politicky považováno za velmoc. Příčiny ztráty významu španělských měn lze spatřit v peněžní inflaci, hospodářské stagnaci země, rostoucím veřejném zadlužení a následných bankrotech, výdajích na zbrojení a války a v neposlední řadě také v chronickém deficitu platební bilance.

## **3.2 Období metalických standardů**

### **3.2.1 Bimetalické měnové standardy**

S rozvojem centrálního bankovníctví se poprvé začíná objevovat funkce devizových rezerv na účtech těchto bank a účtech vlád v jednotlivých zemích. Úrokové depozitní pohledávky začaly být směnitelné za zlato a stříbro. Velká Británie hrála rozhodující úlohu na politické a ekonomické mapě již od 18. století. Výsadní postavení britské libry v mezinárodním měnovém systému se pak stalo jednou z mnoha obětí první světové války (The World Bank, 2011).

Přibližně do poloviny 19. století měla řada zemí zavedený bimetalický měnový standard. V tomto měnovém uspořádání je měnovým kovem zlato a stříbro, přičemž současně obíhají zlaté a stříbrné mince se stejnou denominací. Problémem bimetalismu byly pevně stanovené výměnné poměry mezi jednotlivými měnovými kovy. Vlivem rozdílné těžby a faktorů, které ovlivňovaly ceny těchto kovů, docházelo k nadhodnocení a podhodnocení zlatých či stříbrných mincí. Zde se projevila ekonomická neudržitelnost bimetalismu (Němeček, 1967).

Tři poslední desetiletí v 19. století byla charakteristické postupným přechodem ke zlatému standardu. V uvedeném období dochází k ekonomickému jevu, který je nazýván pádem bimetalismu. Stříbro bylo demonetizováno a stalo se tak běžnou komoditou. Příčina tohoto jevu je ve Velké Británii vysvětlována Greshamovým zákonem (Eun & Resnick, 2009).

Vzestup zlatého kovu má svou příčinu v roce 1717, kdy tehdejší britský mincmistr, Isaac Newton, nesprávně stanovil hodnotový poměr mezi zlatem a stříbrem. Výměnný kurz zlata ke stříbru byl příliš vysoký a stříbro se tak stalo podhodnocené. Důsledkem bylo vytlačení všech stříbrných mincí z oběhu, právě dle Greshamova zákona. I přes zdání, že stříbro bylo předurčeno k tomu, aby se

stalo světovými penězi, bylo do konce 19. století vytlačeno z měnových vztahů (Eckert, 2010).

### 3.2.2 Zlatý měnový standard na přelomu 19. a 20. století

Období od 80. let 19. století až do začátku první světové války (1914), je označováno jako období pravého zlatého standardu. Zlatý standard vykazuje obecné znaky metalických měn, přičemž jediným měnovým kovem je zlato. Bankovky jsou úředně konvertibilní pouze ve zlato, přičemž konvertibilita může být upravena třemi způsoby: jako standard zlaté mince, standard zlatých slitků a standard zlaté devizy. První zemí, která přijala zlatý standard de lege, byla Velká Británie (1816), následovaná, zásluhou síťového efektu, USA, Německem (1873), Francií (1876) a dalšími tehdy hospodářsky vyspělými zeměmi. Zapojení do mezinárodního zlatého standardu umožnilo členským zemím zlepšit svou ekonomickou výkonnost a podpořit vzájemné obchodní a kapitálové toky. Stříbrný standard přetrval pouze v ekonomicky nevýznamných zemích, např. Číně, Persii nebo Etiopii (Němeček, 1967).

Zlatý standard se vyznačoval vnější stabilitou a vzájemnou důvěrou mezi zeměmi. Hlavním cílem monetárních autorit byla vnější kurzová stabilita. Vnější ekonomické cíle byly upřednostněny před vnitřními. Mezinárodní měnový systém byl v tomto období decentralizovaný, tržně orientovaný a nesl charakteristické rysy liberálních ekonomických zásad. Přirozený mechanismus umožňoval vyrovnávání platebních bilancí jednotlivých zemí. Globální likvidita byla odvozena od množství dostupného zlata, jehož nabídka byla neelastická. Zlatý standard vykazoval prvky měnové unie (Eichengreen, 2019a; Mises, 2006).

Zlatý standard se vyznačoval neelastickou nabídkou zlatého kovu, což mělo zásadní dopad na globální měnovou likviditu. Tato skutečnost je považována jak za jeho výhodu, tak i nevýhodu. Příznivci zlatého standardu argumentují, že závazek konvertibility měny ve zlato zabraňoval vládám v provádění měnových manipulací a tím napomáhal ke stabilitě národního a současně také mezinárodního měnového systému. Účastníci se nemuseli obávat devalvací a měnového rizika. Dlouhodobá účast jednotlivých zemí v systému zlatého standardu snižovala výnosnost státních dluhopisů těchto zemí, což vedlo k levnějšímu financování (Rothbard, 2001; 2005).

Odpůrci zlatého standardu argumentují nemožností vytvářet dodatečnou likviditu a tím provádět intervence do ekonomiky v krizovém období. Existovaly obavy vůči deflačnímu působení zlatého standardu a riziku vzniku hospodářských recesí (Mankiw, 2017). Existoval rozpor mezi teorií a praxí fungování zlatého standardu. To se týká především stability měnových vztahů mezi vyspělými zeměmi a méně vyspělými (periferními) zeměmi (Morys, 2010). Výzkum Córdova a Meissnera (2003) ukazuje, že mezi lety 1870-1910 vzrostl vzájemný obchod mezi zeměmi, které se zapojily do systému zlatého standardu, v průměru o 60 %. Zároveň se snížily transakční náklady na mezinárodní platby.

### 3.2.3 Vzestup a dominance britské libry

Dvouseleté období internacionalizace britské libry je nutné rozdělit do dvou etap. První etapa od roku 1717 do roku 1815 se nesla v duchu postupného získávání britského vlivu na politické i ekonomické mapě. Strategicky výhodná pozice na Britském souostroví, silné námořnictvo, prvotní industrializace, rozvoj finančního systému, síť kolonií napříč kontinenty a v neposlední řadě také pevný systém zlatého standardu umožnily upevnování britské libry v mezinárodních měnových vztazích (Feavearyer, 1963; Eckert, 2010).

Mezi období od 60. let 19. století a rokem 1914 bylo 60 procent světového obchodu fakturováno v britských librách šterlinků. Díky rozvoji mezinárodního bankovního podnikání, společně s vynálezem telegrafu, se britská libra stala dominantní transakční měnou u britských nerezidentů. Londýn se transformoval na světové finanční centrum s rozvinutou sítí bank, pojišťoven a organizovaných komoditních burz. Zároveň docházelo k nárůstu objemu britských zahraničních investic, denominovaných v britských librách. Na začátku 20. století se mezinárodní úloha britské libry relativně mírně snížila, což bylo dáno hospodářským a politickým vzestupem Francie a nově také sjednoceného Německa. Do roku 1914 plnila britská libra všechny měnové funkce uvedené v tabulce 2. Britská libra musela splnit tři zásadní požadavky, a to konvertibilitu, stabilitu a systémovou likviditu. Zároveň musel tehdejší mezinárodní měnový systém vykazovat symetrii. Konvertibilitu britské libry lze hodnotit ve dvou rovinách, a to jako konvertibilitu měny za ekonomické statky a konvertibilitu v jiné měny. Britská libra v období 1860-1914 představovala přijímanou měnu, užívanou v mezinárodním obchodě a investování. Byla rovněž využívána v nerezidentských transakcích. Britská libra byla rovněž konvertibilní v jiné měny, a to jednak přímo (kurzová výměna) a také nepřímo přes zlato, pevně danými zlatými paritami. Stabilita britské libry byla do jisté míry garantována systémem zlatého standardu. Pokud hodnotíme stabilitu britské libry pomocí indexu velkoobchodních cen (mírou inflace), pak v období 1750-1914 vykazuje britská libra stabilitu, přičemž jsou patrná střídavá inflační (1793-1820) i deflační (1884-1912) období (Feavearyer, 1963; Eckert, 2010).

Zásadní otázka v období mezinárodního zlatého standardu byla, zda růst mezinárodní likvidity odpovídá potřebám rostoucích mezinárodních obchodních a kapitálových styků. V mezinárodním měnovém systému s vazbou na zlato byla likvidita spojena s dostatečným množstvím zlata, resp. s objemem jeho těžby tak, aby jeho množství odpovídalo potřebám světového trhu. Zde lze odkázat na Zprávy Zlaté delegace z roku 1931 (Gold Delegation of the Financial Committee). Mezinárodní měnový systém všeobecného zlatého standardu netrpěl nedostatkem zlata a světová zásoba měnového zlata byla v období 1860-1914 přiměřená jeho potřebám (Cassel, 1936; League of Nations, 1930).



### 3.3 Meziválečné období nestability

#### 3.3.1 Mezinárodní měnový systém v letech 1919–1939

Z pohledu mezinárodního měnového systému se vítězem první světové války stal americký dolar. Ostatní země Dohody a jejich měny (Velká Británie, Francie) sice byly na vítězné straně, avšak v jejich případě bylo možné hovořit pouze o vojenském vítězství, nikoliv ekonomickém. Velká Británie a Francie výrazně navýšily své veřejné zadlužení, jejich ekonomiky byly rozvrácené orientací na potřeby války. Výrazně horší situací procházelo Německo, které bylo na konci roku 1923 bylo zasaženo hyperinflací. V poválečných letech byly novým jevem predátorské kurzové depreciace, jejichž účelem bylo získání výhody na světovém exportním trhu. Výměnné kurzy byly volně pohyblivé a vysoce volatilní. Centrální banky měly pasivní přístup k intervencím na devizových trzích a mezinárodní obchod od roku 1919 stagnoval. Vítězné země, v čele s Velkou Británií, Francií a USA, se snažily o stabilizaci svých ekonomik a znovuoobnovení zlatého standardu. Prvotní snahou byla konference v Janově v roce 1922. Zástupci jednotlivých zemí zde uznali nedostatek zlata k oficiálním měnovým účelům. Tento závěr byl v evidentním rozporu se závěrem Zlaté delegace v roce 1931. Novým ekonomickým a finančním hegemonem se staly Spojené státy americké, které projevíly největší úsilí na obnovení předválečného měnového uspořádání. Zlatý standard byl v USA obnoven v roce 1919. Konvertibilita měn ve zlato pak byla znovuoobnovena v Rakousku (1923), Německu a Polsku (1924) a Belgii (1925). Velká Británie se pokusila obnovit zlatý standard v roce 1925. Přijetí předválečné zlaté parity vedlo k ochromení tamního exportu a vysoké nezaměstnanosti. Hospodářská situace ve Francii byla rovněž nepříznivá. Kurz francouzského franku byl vysoce nestabilní a do jisté míry závisel na ochotě poraženého Německa splácet válečné reparace. Do roku 1928 představovaly devizové rezervy v cizích měnách 50% podíl na celkových rezervách centrálních bank. Ke znovuoobnoveném zlatému standardu se do roku 1931 připojilo téměř 50 zemí (Li, 2012; Němeček, 2000; Eckert, 2010).

Poválečný zlatý standard byl však stínem (barbarian relict) oproti předválečnému měnovému uspořádání. Řada zemí se orientovala primárně na stabilizaci domácích ekonomik poškozených válkou, namísto snahy o stabilizaci výměnných kurzů. V rámci měnové politiky byla prováděna sterilizace zlata, pro kterou byla charakteristická kontrola toků zlata, kontrola domácí měnové hladiny a objemu úvěrů. V ostatních zemích světa chyběla politická vůle k dodržování pravidel a z tohoto důvodu nemohly automatické přizpůsobovací mechanismy zlatého standardu fungovat. Kurzové výkyvy způsobovaly velkou společenskou a politickou nejistotu (Keynes, 2012; Eichengreen, 2019a).

V období 1925 až 1929 se v mezinárodním měnovém systému objevily potíže se stabilitou, vznikající z napětí mezi nadhodnocenou britskou librou a podhodnoceným francouzským frankem a také z nedostatku likvidity. V tomto období světová ekonomika rychle rostla, což vedlo k rostoucí poptávce po

úvěrech a penězích. Zvýšená poptávka po likviditě nebyla adekvátně uspokojována. Situaci rovněž zhoršovaly trvající globální nerovnováhy mezi USA a Francií na jedné straně a Velkou Británií na straně druhé. Velká hospodářská krize v roce 1929 definitivně zničila poválečný zlatý standard. Centrální banky začaly převádět své devizové rezervy na zlato, které bylo považováno za bezpečnější uchovatel hodnoty. Podíl devizových rezerv na celkových peněžních rezervách klesl ze 40% v roce 1927 na 11% do roku 1932. Velká Británie zaznamenala silný odtok zlata ze země, což vedlo k chronickému deficitu platební bilance a také k růstu nedůvěry k britské libře. V září 1931 bylo ve Velké Británii rozhodnuto o přechodu k pohyblivému výměnnému kurzu. Sítový efekt vedl k rychlému opuštění zlatého standardu. Ukončení směnitelnosti svých měn za zlato deklarovaly také Kanada, Švédsko, Rakousko a Japonsko, ČSR (1934) či Belgie (1935). USA (dočasně) zrušily zlatý standard v roce 1933. Když tak v roce 1936 učinily i Francie, Švýcarsko a Nizozemsko, byl mezinárodní měnový systém zlatého standardu minulostí (Němeček, 1967; 2000; Li, 2012; Eichengreen, 2019a; Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018).

Centrální banky postupně opouštěly systém zlatého krytí. Měny, u kterých bylo zlaté krytí nadále udržováno, se stávaly nadhodnocenými, což vedlo k prohloubení negativních dopadů Velké hospodářské krize v těchto zemích. Do roku 1932 se mezinárodní měnový systém rozdělil do tří bloků: na země, kde zůstával deklarovaný zlatý standard (USA), na šterlinkovou oblast a země centrální a východní Evropy v čele s Německem, kde převažoval systém volně pohyblivých kurzů. Mezinárodní měnový systém zlatého standardu byl nahrazen mezinárodním systémem papírových měn. Americký dolar zcela převzal postavení světové klíčové měny (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018).

### **3.3.2 Příčiny poklesu významu britské libry v meziválečném období**

Velká Británie byla nucena zvyšovat své zadlužení ke krytí válečných výdajů. V roce 1921 došlo ve Velké Británii ke změnám ve vztahu odborů a podniků se značným politicko-ekonomickým dopadem (Black & Red Friday v roce 1926). Velká Británie vykazovala v květnu 1921 rekordní nezaměstnanost, 18 procent, přičemž ještě v roce 1920 tato hodnota byla okolo 4 procent. Ve 30. letech byla dokonce ještě mnohem vyšší, a to 22 procent (Tomlinson, 2014).

Vysoké vnější zadlužení negativně ovlivňující platební bilanci, válkou poškozená struktura ekonomiky, vysoká nezaměstnanost a míra inflace, ztráta některých významných trhů a nefungující mezinárodní obchodně-úvěrové prostředí představovaly ekonomické determinanty, které vedly k oslabení mezinárodní pozice britské libry. K těmto ekonomickým determinantům je vhodné zmínit ještě jeden politický, a to rozhodnutí o návratu Velké Británie ke zlatému standardu. Do začátku roku 1919 byl výměnný kurz GBP a USD fixován na úrovni 4,765 USD/GBP. Uvolnění této fixace znamenalo výrazný propad hodnoty britské libry. Aby britská vláda zabránila odlivu zlata ze země, bylo vydáno dočasné zlaté embargo. Britská vláda již v roce 1919 deklarovala návrat

ke zlatému krytí britské libry, reálně však k tomuto aktu mohlo dojít až vypršením zlatého embarga v prosinci 1925. Přijetí předválečné parity absolutně nerespektovalo aktuální ekonomicko-politickou situaci, ve které se Velká Británie nacházela (Tomlinson, 2014; Feavearyer, 1963).

Udržet předválečnou paritu 4,86 USD/GBP, bylo vzhledem k výše uvedeným okolnostem možné jen za cenu vysokých úrokových sazeb na britskou libru. Vysoké úrokové sazby vedly k omezení poskytování úvěrů, omezování investičních aktivit a přispěly k dalšímu nárůstu nezaměstnanosti. Nadhodnocený kurz britské libry navíc poškodil britské exportéry, kteří už tak museli čelit nepříznivému vývoji na mezinárodních trzích. Krachy exportních podniků pak vedly k dalšímu nárůstu nezaměstnanosti. Zlaté krytí britské měny bylo ukončeno na podzim roku 1931 (Tomlinson, 2014; Feavearyer, 1963).

### **3.3.3 Internacionalizace amerického dolaru v meziválečném období**

Do začátku první světové války představoval americký dolar měnu, která byla užívána především na vnitrostátní úrovni. Mezinárodní role amerického dolaru byla velmi omezená, navzdory skutečnosti, že se ekonomika USA stala v roce 1870 největší ekonomikou na světě. Pro internacionalizaci amerického dolaru bylo zcela zásadní založení FEDu, který byl založen k podpoře likvidity na vnitřním americkém trhu. Založení FEDu představovalo reakci na finanční krizi z roku 1907. Udržení zlatého krytí pak vedlo k vyšší důvěře v tuto měnu. Už před první světovou válkou, v roce 1912, byl objem zahraničního obchodu USA vyšší než objem britského zahraničního obchodu. USA, vzhledem k izolované mezinárodní politice, zpravidla nevyvážely kapitál do jiných zemí, ať už v podobě zahraničních investic či úvěrů (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018).

Tento stav se však po ukončení první světové války začal měnit. Americký dolar začal na starý kontinent pronikat nejen v souvislosti s financováním britských válečných výdajů, ale především pak v souvislosti s Dawesovým plánem. Podstatou Dawesova plánu byla změna režimu plateb německých reparací vítězným zemím. Německo, sužované hyperinflací, nebylo v roce 1923 již dále schopno splácet vysoké válečné reparace. Dawesův plán, realizovaný v srpnu a září 1924, se skládal z několika hlavních bodů, přičemž pro internacionalizaci amerického dolaru je nejdůležitější bod 5: Německu bude půjčeno 200 mil. USD prostřednictvím emise dluhopisů na Wall Street. Menší část půjček byla také v britských librách. Tyto prostředky budou nadále využívány v rámci reparačních plateb. Na druhou stranu, třetina zmíněných půjček měla charakter horkých peněz (hot money). Kapitál proudí tam, kde je nejvyšší kapitálový výnos. Investory a spekulanty začaly přitahovat finanční trhy v USA, což vedlo k přesunům horkých peněz se všemi negativními důsledky pro dlužnické ekonomiky. Nástupcem Dawesova plánu byl tzv. Youngův plán (známý také jako plán revize reparací). Jeho realizaci znemožnila Velká hospodářská krize v roce 1929 (Schuker, 1976; Gilbert, 1970; Eckert, 2010).

### **3.3.4 Multipolární měnové uspořádání v 30. letech 20. století**

V roce 1933 USA omezily zlaté krytí své měny. Americký dolar devalvoval vůči zlatu téměř o 70 %, na hodnotu 35 USD/oz. Multipolarita mezinárodního měnového systému s sebou přinesla rozdělení světa na měnové bloky, fenomén konkurenčních devalvací, protekcionismus, měnové a obchodní války a celkový nárůst nedůvěry a neochoty k mezinárodní spolupráci. Tři klíčové měny mezinárodního měnového systému 30. let, americký dolar, britská libra a francouzský frank plnily měnovou konvertibilitu. Pokud hodnotíme stabilitu těchto měn prostřednictvím indexu velkoobchodní cen, pak je v případě všech tří měn patrná jejich vyšší stabilita než v předcházejících letech. Rok 1936 byl přelomovým mezníkem ve vývoji mezinárodního měnového systému s vazbou na zlato. Tripartitní dohodou o dodávkách měnového zlata byla upravena konvertibilita amerického dolaru ve zlato. Dohoda byla uzavřena za účelem omezení konkurenčních devalvací. Dalším cílem bylo uspokojit poptávku po americkém dolaru jako mezinárodním platidlu. Od roku 1936 až do konce Bretton-Woodského měnového systému byl tento systém výrazně asymetrický (Němeček, 2000; Eichengreen, 2019a; Eckert, 2010; Reis, 1995).

Francouzský frank zaznamenal ve 30. letech 20. století posílení své mezinárodní měnové pozice. V průběhu 30. let vytlačil americký dolar a britskou libru ze středoevropského regionu. Po opuštění zlatého krytí u britské libry a amerického dolaru se zájem investorů obrátil k francouzskému franku (Eichengreen, 2011).

Multipolární měnové uspořádání 30. let 20. století je z výzkumného hlediska zajímavé z několika důvodů. Zaprvé je zřejmé, že bez politické ochoty klíčových zemí nemůže multipolární měnový systém správně plnit své funkce. Zadruhé, rizikem tohoto měnového uspořádání je vznik již zmíněných nepřátelských měnových bloků. Tyto bloky mohou vzniknout i v současném mezinárodním měnovém systému, například ve vztahu západních zemí vůči asijským zemím, což může vést k protekcionismu, měnovým a obchodním válkám. A zatřetí, multipolární měnové uspořádání 30. let vzniklo důsledkem ztráty výsadního postavení do té doby dominantní britské libry. Avšak žádná tehdejší vyzyvatelská měna nedokázala v období 1933-1936 zaujmout v mezinárodním měnovém systému natolik silnou pozici, aby se stala hlavní světovou měnou, zcela nadřazenou nad ostatními měnami. Teprve až v roce 1937, oficiálně pak v roce 1944, se touto měnou stal americký dolar.

### **3.4 Bretton-Woodský mezinárodní měnový systém**

V červnu roku 1944 se v lázeňském městečku Bretton-Wood ve státě New Hampshire v USA konala mezinárodní konference, jejímž cílem bylo obnovit mezinárodní měnové uspořádání. Druhá světová válka vedla k téměř úplnému zničení do té doby nejvýznamnějších měn (britská libra, francouzský frank, německá marka), přičemž na jejím konci zůstal pouze americký dolar, který již

podruhé posílil svou mezinárodní měnovou pozici zásluhou oslabení ostatních měn. Bretton-Woodský měnový systém představoval institucionalizované uspořádání mezinárodního měnového systému. Snahou delegátů bylo, aby mezinárodní měnový systém mohl lépe plnit své funkce. Zlatý standard byl již na začátku této konference zamítnut. Jako oficiální důvod se uvádí nedostatek likvidních prostředků, kterými by centrální banky mohly zabránit finančním krizím. Na konferenci byly představeny dva návrhy. První návrh byl předložený britským ekonomem J. M. Keynesem. Tento návrh je znám jako bancor. Keynes nebyl autorem tohoto návrhu, tím byl německý ekonom, emigrant ve Velké Británii, Ernst Friedrich Schumacher. Podstatou tohoto návrhu bylo vytvoření jednotné světové měny, která by sloužila k mezinárodnímu měnovému vypořádání. Návrh předpokládal založení nadnárodní světové banky, která by sloužila jako poskytovatel úvěrů a likvidity. Uspořádání by zároveň zamezilo konkurenčním devalvacím. Návrh však nerespektoval tehdejší rozložení sil v mezinárodním měnovém systému a ignoroval dominantní postavení amerického dolaru. Keynesův návrh nakonec nebyl přijat (Steil, 2014; Schumacher, 1948).

Návrh USA předložil zástupce ministra financí H. D. White. Podstatu amerického návrhu lze shrnout následovně. Jedinou měnou konvertibilní ve zlato zůstane americký dolar, a to jen pro členy nově vzniklého MMF (standard zlaté dolarové devizy). Jednotlivé emisní banky se zaváží, že budou udržovat paritu svých měn vůči USD v rozsahu (+/- 1 %), a to v poměru 35 USD / 1 trojská unce zlata. Zahraniční emisní banky rovněž získávají právo směňovat své dolarové pohledávky ve zlato. Návrh zlaté dolarové devizy byl v té době realistický, neboť lépe zohlednil tehdejší společensko-ekonomické uspořádání. Navíc USD si své světové postavení získal už před druhou světovou válkou. Bretton-Woodský systém nepředstavoval revoluční řešení, ale představoval institucionální stvrzení aktuálního stavu měnového světa. I v případě, že by neproběhla konference v Bretton-Wood, by se americký dolar stal světovou rezervní měnou (Steil, 2014, Rothbard, 2001; Li, 2012).

Oba návrhy, britský i americký, se snažily zohlednit požadavky stability při zachování volné měnové konvertibility. Britský návrh tyto požadavky zaručuje vytvořením mezinárodní clearingové unie (Schumacher, 1948).

Americký návrh k dosažení těchto požadavků zavádí stabilizační fond (dnes známý jako Mezinárodní měnový fond), který má podporovat kurzovou stabilitu a odstranit devizová omezení při běžných transakcích mezi členy fondu (Sedláček, 2005).

Ekonomické příčiny vzestupu amerického dolaru v mezinárodních měnových vztazích od roku 1944 byly shodné s příčinami vzestupu amerického dolaru po první světové válce, tj. hospodářské oslabení ostatních zemí a současně vysoké posílení významu ekonomiky USA. Poprvé v historii byl mezinárodní měnový systém institucionálně uspořádán. Vrozenou vadou tohoto institucionálního uspořádání byla jeho dlouhodobá neudržitelnost, v kontrastu vůči historickému vývoji. Jednotlivé světové měny se střídají tak, jak se mění síla národních

hospodářství a politické moci, ze kterých tyto měny vychází. Udržitelnost Bretton-Woodského měnového systému byla přímo spojena s ekonomickou i politickou silou USA, resp. její udržitelností v čase.

### 3.4.1 Příčiny rozpadu Bretton-Woodského měnového systému

Období let 1944-1952 bylo charakteristické nedostatkem amerických dolarů v zemích mimo USA (dollar gap). Vzhledem k pasivním platebním bilancím většiny těchto zemí bylo pro tyto země velmi obtížné americké dolary pro jejich zlaté sepětí akumulovat. V mezinárodních platbách zcela dominoval americký dolar. Využívání zlata bylo limitováno jeho fyzickým nedostatkem mimo USA a později vlivem Greshamova zákona. Americký dolar plnil všechny měnové funkce, soukromé i oficiální, dle tabulky 2. Marshallův plán (1947) v hodnotě 13 mld. USD představoval způsob, jakým by západní země mohly obnovit své ekonomiky a následně pak vyrovnat své záporné platební bilance, což by umožnilo udržovat stabilní parity vůči zlaté dolarové devize. Nerovnováhy platebních bilancí evropských zemí prohloubily nadhodnocené parity vůči USD, dohodnuté na konferenci v Bretton-Wood. V roce 1949 došlo k devalvaci evropských měn, která vedla ke zlepšení těchto nerovnováh. Marshallův plán představoval nezbytnou podmínku pro udržení nově institucionalizovaného mezinárodního měnového systému. Období konce 40. let je rovněž charakteristické uzavíráním clearingových dohod, mezinárodních dohod o platbách a kompenzacích a vznikem Evropské platební unie. První potíže amerického dolaru se začaly objevovat po roce 1952. Korejská válka (1950-1953) znamenala pro USA vysoké náklady na zbrojení a následný růst inflace. Americký dolar by za běžných okolností měl devalvovat vůči ostatním měnám. Vzhledem ke konstrukci B-W měnového systému však tento krok nebyl možný, čímž vznikla systémová nerovnováha. V 50. letech 20. století vzniká nová specifická forma peněz, eurodolary, které výrazně ovlivňují kvalitu mezinárodního měnového systému a představují potencionální ohrožení jeho stability. Nicméně až do roku 1957 lze hovořit o období Bretton-Woodské stability, kdy toto mezinárodní měnové uspořádání plnilo dané požadavky a přispívalo tím k zajištění mezinárodního obchodu a k mezinárodnímu investování. Na konci 50. let došlo k vyrovnání nabídky a poptávky po světové rezervní měně (USD). K hladkému fungování Bretton-Woodského měnového systému přispěla také skutečnost, že počet jeho členů byl v 50. letech nižší, což usnadňovalo dosažení kompromisů (Reis, 1995; Eichengreen, 2011; 2019a; Eckert, 2010; Li, 2012).

Je vhodné také přiblížit úlohu Evropské platební unie (EPU). Tato unie vznikla v roce 1950. Byla založena za účelem clearingového vypořádání přebytků a deficitů mezi západoevropskými zeměmi a za účelem podpory liberalizační obchodní politiky. Clearingové služby EPU se omezovaly pouze na operace mezi centrálními bankami členských zemí. V roce 1958 pak byla EPU nahrazena Evropskou měnovou dohodou. EPU měla již svou vlastní umělou zúčtovací jednotku, zvanou Epunit (Baldwin & Wyplosz, 2019).

Období let 1958-1967 bylo charakteristické chronicky zápornou platební bilancí USA, což s sebou přineslo vyčerpání zlatých rezerv a celkový pokles důvěry. Zároveň dochází, stejně jako v současnosti, ke změně ekonomických sil jednotlivých zemí (NSR, Japonsko). V 60. letech 20. století se objevila iniciativa francouzského prezidenta Ch. d. Gaulla a ministra financí V. G. d'Estainga sesadit americký dolar z pozice světové rezervní měny. Francie oznámila svůj záměr o konverzi svých dolarů za zlato za oficiální paritu. d'Estaing v této souvislosti zmínil pojem Exorbitant privilege, které umožňuje USA vyhnout se negativním dopadům krize platební bilance, protože USA nakupují světový dovoz ve vlastní, světové rezervní měně (Eichengreen, 2011).

Dle Triffinova dilematu byla akumulace amerického dolaru atraktivní pouze v případě, že se podaří zachovat zlatou paritu dolaru. Pokud zahraniční pohledávky v USD přesáhly hodnotu zlatých rezerv, mohl se měnový systém dostat do úvěrové krize. K této situaci došlo už v roce 1960 (Triffin, 1960; 1978).

Rychlý rozvoj obchodních a úvěrových vztahů, spolu s postupným zapojováním dalších zemí do mezinárodního obchodu, vedl k nárůstu přeshraničních plateb. Udržování vyrovnaných platebních bilancí se stalo vlivem liberalizace importu a uvolnění měnové konvertibility, obtížným. Členové mezinárodního měnového fondu nebyli ochotní provádět měnové devalvace či revalvace svých měn, a to z důvodu obav ze spekulativních aktivit a vývoje v rámci zahraničního obchodu. Měnové devalvace do 1 %, ke kterým nebyl vyžadován souhlas ostatních členů, nevedly k odstranění globálních nerovnováh. Mezinárodní úsilí, které mělo udržet Bretton-Woodský měnový systém funkční, vedlo k vytvoření Zlatého poolu v roce 1961. Zlatý pool měl sloužit ke stabilizaci ceny zlata na londýnském trhu. Založení Zlatého poolu však představovalo popření principů dohodnutých na konferenci v Bretton-Wood. Garance bezplatné konvertibility dolarových pohledávek ve zlato byla tímto omezena. V letech 1962-1965 nebylo nutné, zásluhou rostoucí světové nabídky, cenu zlata stabilizovat. V roce 1966 se cena zlata dostala pod tlak. Zlatý pool byl nucen prodávat zlato, avšak ani tato snaha nevedla ke snížení tlaků na jeho cenu. Zlatý fond navíc fungoval jako kartel, což vedlo k jeho přirozené nestabilitě. Země, které nebyly součástí Zlatého poolu, mohly nadále konvertovat své dolarové pohledávky ve zlato, což vedlo k asymetrii a neprůhlednosti (Eichengreen, 2008; Eichengreen, 2011; Li, 2012).

Období 1967-1971 bylo charakteristické útrapami amerického dolaru a zrušením jeho vnější konvertibility ve zlato v srpnu 1971. Ekonomická situace USA se nadále zhoršovala, mimo jiné také vlivem extrémně vysokých nákladů na zbrojení a války ve Vietnamu. 19. března 1968 zrušil americký prezident L. B. Johnson zlaté krytí americké měny ve vnitrostátním oběhu. V roce 1968 byla rovněž zavedena v USA vyrovnávací daň z portfoliových investic (Eckert, 2010).

Iniciativa Francie v 60. letech 20. století vedla k podstatnému snížení zlatých rezerv USA. Snaha nahradit americký dolar jiným rezervním aktivem vedla k zavedení Zvláštních práv čerpání (SDR) v roce 1967. Podstatu a fungování SDR

uvádí blíže Williamson (2009). SDR je rezervní, měnovou a účetní jednotkou, která se využívá pro transakce MMF. Hodnota SDR je v současnosti odvozena od průměrné vážené hodnoty pěti měn (dříve čtyři měny). Na konci 60. let však nestabilitu brettonwoodského měnového systému způsoboval nadbytek likvidity, nikoliv její nedostatek. Zavedení SDR nebylo správně načasováno, navíc má SDR oproti americkému dolaru tu nevýhodu, že je vyloučeno jeho využívání jako měny na soukromé úrovni, což vede k nízké atraktivitě tohoto aktiva (Moghadan, 2011).

Jednostranné rozhodnutí amerického prezidenta R. Nixona ze dne 15. 8. 1971 o zrušení vnější směnitelnosti zlata za americký dolar tak bylo jen nezbytným, dodatečným opatřením. Nixonovo rozhodnutí bylo faktickým přiznáním bankrotu USA, okamžikem rozpadu Bretton-Woodského měnového systému a vedlo k vytvoření nového mezinárodního měnového systému volně pohyblivých výměnných kurzů. Alternativa v podobě devalvace amerického dolaru by byla možná jen v případě, že by vůči dolaru revalvovaly jiné měny. První náznaky přechodu k systému volně pohyblivých výměnných kurzů se objevily již v květnu 1971 v NSR. V roce 1973, dva roky po uzavření zlatého okna, došlo k uvolnění kurzu amerického dolaru. Do té doby došlo k uvolnění výměnného kurzu také u britské libry a švýcarského franku. Smitsoniánské dohody představovaly poslední pokus o udržení alespoň některých prvků původního měnového systému, nicméně i tyto rychle ztratily význam. V roce 1976 byla uspořádána konference v jamajském Kingstonu, na které Mezinárodní měnový fond uznal novou podobu měnového uspořádání (Copeland, 2015; Eichengreen, 2011; 2019a; Král, 2010).

Rozpad Bretton-Woodského měnového systému znamenal pro finanční a ekonomický svět tři lekce. Zaprvé, při rostoucí mobilitě kapitálu je vážně narušena udržitelnost systému pevných výměnných kurzů. Zadruhé, při dodržení zásad mezinárodní spolupráce a ekonomické disciplíny USA byl tento mezinárodní měnový systém funkční. Zatřetí, pro mezinárodní spolupráci v systému pevných výměnných kurzů je nutné uzavírat nejvyšší možný vzájemný počet liberalizujících politických a ekonomických dohod a tyto dohody solidárně dodržovat (Copeland, 2015; Eichengreen, 2019a).

Celý poválečný mezinárodní měnový vývoj se vyznačoval úsilím o obnovení vzájemné volné konvertibility měn a její udržení. Z hlediska konvertibility se Bretton-Woodský měnový systém vyznačoval omezenou vnější konvertibilitou amerického dolaru ve zlato. Požadavek stability tohoto systému nebylo možné splnit už v době jeho vzniku, protože vždy musí existovat mechanismus, který nutí národní ekonomiky ke stabilizaci relace svých měn a stabilizační disciplína musí vycházet z trvalého ekonomického zájmu účastníků. V případě likvidity v rámci Bretton-Woodského měnového systému lze historicky rozlišit dvě období, a to pro zlatý standard dolarové devizy příznivé období nouze o dolary (dollar gap) a nepříznivé období přebytků dolaru (dollar oversupply) (Eichengreen, 2011; 2019a; Reis, 1995). Dle Němečka (2000) byl Bretton-Woodský měnový systém strnulý a vytvořený pouze pro statický svět.



### **3.5 Kingstonský mezinárodní měnový systém**

I po rozpadu Bretton-Woodského měnového systému si americký dolar udržel své výsadní postavení světové rezervní měny. Zánik tohoto systému znamenal zánik instituce, nikoliv mezinárodního měnového systému jako takového. USA mohly i nadále financovat své obchodní schodky vydáváním dluhopisů, nikoliv reálnými hodnotami (Eichengreen, 2011).

Kingstonský mezinárodní měnový systém přetrvává do dnešní doby. Zkoumat historickým výzkumem tuto etapu mezinárodních měnových vztahů není možné, neboť se jedná o stále probíhající historickou událost. O ukončení existence Kingstonského měnového systému bude možné hovořit až v případě, kdy mezinárodní měnový systém bude prokazatelně vykazovat bipolární či multipolární charakter nebo mezinárodní měnový systém bude prokazatelně vykazovat unipolární charakter, avšak s jinou měnou než USD, případně dojde k jiné, zásadní institucionální změně kvality tohoto systému. Otázka životnosti Kingstonského mezinárodního měnového systému je tak přímo a výhradně spojena s otázkou udržitelnosti amerického dolaru jako světové rezervní měny.

#### **3.5.1 Významné události v historii Kingstonského měnového systému**

70. léta 20. století byla pro USA charakteristická pokračováním sociálních programů, které byly zahájeny prezidentem Johnsonem. Odpoutání amerického dolaru od zlata umožnilo USA lépe a flexibilněji využívat nástrojů monetární a fiskální politiky ke zmírnění dopadů ropné krize. To vše vyústilo v inflační spirálu, která se z důvodu mezinárodní role amerického dolaru rozšířila napříč světem. V ekonomice USA se objevila stagflace. Nepříznivá hospodářská situace západního světa vedla k reformním aktivitám a renesanci neoliberálního ekonomického přístupu. Do roku 1980 byla mezinárodní pozice amerického dolaru vlivem vysoké cenové inflace, záporné platební bilance a nepříznivé hospodářské situace v USA oslabována. Zvýšení úrokových sazeb u amerického dolaru na 20%, které provedl tehdejší předseda FEDu Paul Volcker, mělo na jedné straně za následek výrazné a negativní dopady na ekonomiku USA, na straně druhé však představovalo nutný krok k tomu, aby se americký dolar stal opět důvěryhodnou měnou. Tento monetární zásah byl účinný a od roku 1982 vykazovala ekonomika USA znovu značný hospodářský růst. V roce 1986 se Volcker pokusil vyřešit chronický deficit platební bilance. Silný dolar představuje, jak znovu vyplývá z Triffinova dilematu, dvojsečnou zbraň, která sice poskytuje větší spotřební sílu spotřebitelům, podnikům a vládě USA, na druhou stranu zhoršuje situaci amerických exportérů. Předchozí zvýšení úrokových sazeb na americký dolar vedlo k jeho výraznému posílení, zvýšilo nerovnováhu běžného účtu platební bilance a přispělo k zániku některých významných amerických podniků v oblasti elektrotechniky či automobilového průmyslu (Destler & Henning, 1993; Morris, 2010).

Řešením měla být Dohoda Plaza z roku 1985, na které se zástupci pěti nejvýznamnějších ekonomik světa (USA, VB, Francie, NSR, Japonsko) dohodli na koordinovaném oslabení amerického dolaru a současně na posílení německé marky a japonského jenu. Dohoda Plaza ovlivnila mezinárodní měnový systém částečně tím, že přispěla v následujících desetiletích k vyřazení japonského jenu z pozice hlavního konkurenta amerického dolaru v mezinárodní měnovém systému (Tagaki, 2011a;b; 2015).

V roce 1987 došlo k uzavření Dohody z Louvre. Cílem této dohody skupiny G7 (bez Itálie která se odmítla k dohodě připojit) byla stabilizace mezinárodních měnových trhů a zastavení pokračujícího oslabování USD, a to prostřednictvím koordinace vzájemných nerovnováh platebních bilancí a mezinárodního zadlužení (Tagaki, 2015).

Rozpadem východního bloku v čele se SSSR (1989-1991) a přechodem těchto zemí k tržnímu hospodářství došlo k posílení mezinárodní měnové pozice nejvýznamněji u amerického dolaru a německé marky. Významnými událostmi byly také reformační aktivity v Číně (1978) a Indii (1991). Těmito reformami byl započat dlouhodobý trend postupného vyrovnání relativní ekonomické výkonnosti v rámci globální ekonomiky.

V období let 1975-1994 se ve světové ekonomice objevují pozitivní i negativní dopady eurodolarů. Většina mezinárodních transakcí se i v současné době uskutečňuje v amerických dolarech. Rizikem eurodolarů je to, že zanáší inflaci do světové ekonomiky na základě multiplikačního efektu. Eurodolary vznikají z ekonomických a politických výhod, které svým uživatelům přinášejí. Jedná se o významný zdroj globálního financování. Za příčiny mezinárodního rozmachu eurodolarů se uvádí: zaprvé, monetární opatření FEDu v 60. letech, zadruhé tolerance swapových operací mezi Velkou Británií a USA, zatřetí Nixonovo ukončení vnější směnitelnosti amerického dolaru a zlata, za čtvrté vznik petrodolaru a za páté rozvoj derivátových operací (Krář, 2010).

Dominantní pozice amerického dolaru v Kingstonském měnovém systému vychází jednak z přirozených ekonomických determinantů (velikost ekonomiky, rozvinutost finančních trhů, úspory z rozsahu atd.), ale také z politických aspektů. Nejkontroverznější politický aspekt se týká petrodolarů, které představují způsob, jak udržet mezinárodní pozici USD nikoliv přirozenými ekonomickými aspekty, nýbrž jednostrannou vojensko-politickou mocí a vlivem. Petrodolary umožňují USA posílit mezinárodní pozici dolaru a udržet své rozpočtové deficity z důvodu snadnějšího dluhového financování schodků platební bilance (Clark, 2005).

Mezinárodní měnový systém po roce 1971 zhodnotil ekonom Paul Krugman v roce 1993 následovně: Současný mezinárodní měnový systém již nepřikládá zlatu žádnou měnovou roli. FED není povinen přikotvit dolar ke zlatu či čemukoliv jinému. Tento elastický systém, kdy tvorba amerických dolarů není ničím omezená, má několik výhod, především možnost pružně reagovat na hospodářské recese dodáním likvidity do zasažené ekonomiky. Riziky, která z tohoto systému

vyplývají jsou vysoká volatilita a nejistota na mezinárodních měnových trzích spojená s rozvojem spekulativních aktivit (Krugman, 1993).

### **3.5.2 Měnová internacionalizace německé marky a japonského jenu**

Omezená internacionalizace konkurenčních měn, německé marky a japonského jenu je vysvětlována prostřednictvím hospodářské politiky v daných zemích. Německá centrální banka, historicky orientovaná na udržení stabilní míry inflace, se obávala, že postupnou internacionalizací německé marky by mohla ohrozit inflační cíl. Snahou bylo zabránit přílivu zahraničního kapitálu a zpřísnit kapitálové požadavky pro německé banky a finanční instituce. V 60. letech byla evidentní snaha německé centrální banky zabránit revalvaci německé marky a udržet tak exportní výhody, vycházející z podhodnoceného výměnného kurzu. Japonsko se na přelomu 70. a 80. let, stejně jako Čína v současnosti, obávalo posílení své měny, které by mohlo ohrozit proexportní hospodářskou politiku. U německé marky chyběla politická podpora její internacionalizace (Cohen, 2019).

Omezenou internacionalizaci japonského jenu lze vysvětlit z ekonomického pohledu. Po uzavření Dohody z Plaza posílil japonský jen vůči americkému dolaru do konce roku 1986 o 46%. Vysoké zhodnocení japonského jenu vedlo k útlumu exportu a poklesu ekonomické výkonnosti. Japonská centrální banka a vláda reagovaly na tento útlum zavedením expanzivní monetární a fiskální politiky. Politika levných peněz, spolu s měnicí se strukturou japonské ekonomiky, vedla k rostoucí zadluženosti japonských ekonomických subjektů a růstu cen japonských aktiv. Hospodářská expanze vyvrcholila v roce 1990 výrazným propadem akciového trhu, následovaným obdobím více než desetileté stagnace (Leigh, 2010, Tagaki, 2011a;b; Cohen, 2019).

Leigh (2010) uvádí, že snížení úrokových sazeb centrální banky Japonska bylo neadekvátní. Japonská centrální banka se obávala spekulativních aktivit, spojených s výraznými kurzovými pohyby výměnného kurzu USD/JPY, a snažila se zabránit dalšímu posilování japonského jenu. Vyšší úrokové sazby by vedly k vyšší atraktivitě investic do japonského jenu.

Příčiny, proč nedošlo k vyššímu stupni internacionalizace japonského jenu, lze identifikovat nejen ve výrazném kurzovém výkyvu hodnoty japonské měny, ale také v neprozřetelné monetární politice, a především pak v systémových nerovnováhách uvnitř japonské ekonomiky (vysoké zadlužení, cenové anomálie na akciových trzích či útlum exportu). Podmínky pro rozsáhlejší měnovou internacionalizaci tak byly porušeny (Tagaki, 2011b).

## **3.6 Shrnutí poznatků z historie měnových systémů**

Cílem této části bylo představit nejdůležitější historické události v mezinárodních měnových vztazích. Poznání historie systému je důležité pro plné pochopení současné diskuse o budoucí podobě mezinárodního měnového systému. Historický výzkum odhalil některé determinanty měnové

internacionalizace, jejichž splnění umožnilo konkrétním měnám zaujmout pozici světové rezervní měny. A naopak, v případě jejich nesplnění to znamená ztrátu této výsadní pozice. Historicky objektivní příčiny měnové (de)internacionalizace světových měn lze rozdělit na ekonomické a politické. Jejich výčet na základě historického výzkumu je uveden v tabulce 6. Tabulka v příloze I agreguje zjištěné poznatky o jednotlivých podobách mezinárodního měnového systému.

Konstrukcí tabulky 6 lze současně označit dílčí výzkumný cíl 2 za splněný.

Tabulka 6 Historické příčiny měnové (de)internacionalizace

<b>Determinanty internacionalizace</b>	<b>Determinanty de-internacionalizace</b>
Vysoká ekonomická výkonnost	Vysoká cenová inflace
Široká obchodní síť	Měnové manipulace a devalvace
Rozvinuté finanční trhy	Pokles ekonomické výkonnosti
Síťový efekt	Chronický deficit platební bilance
Institucionální mezinárodní souhlas	Vysoké veřejné zadlužení
Podpora ze strany monetárních autorit	Ztráta mezinárodních trhů
Globální dosah (koloniální síť)	Omezení měnové konvertibility
Stabilita měny	Ztráta politické moci a vlivu
Schopnost poskytovat likviditu	Neochota k mezinárodní spolupráci
Otevřenost kapitálového účtu PB	Válečné konflikty a náklady zbrojení

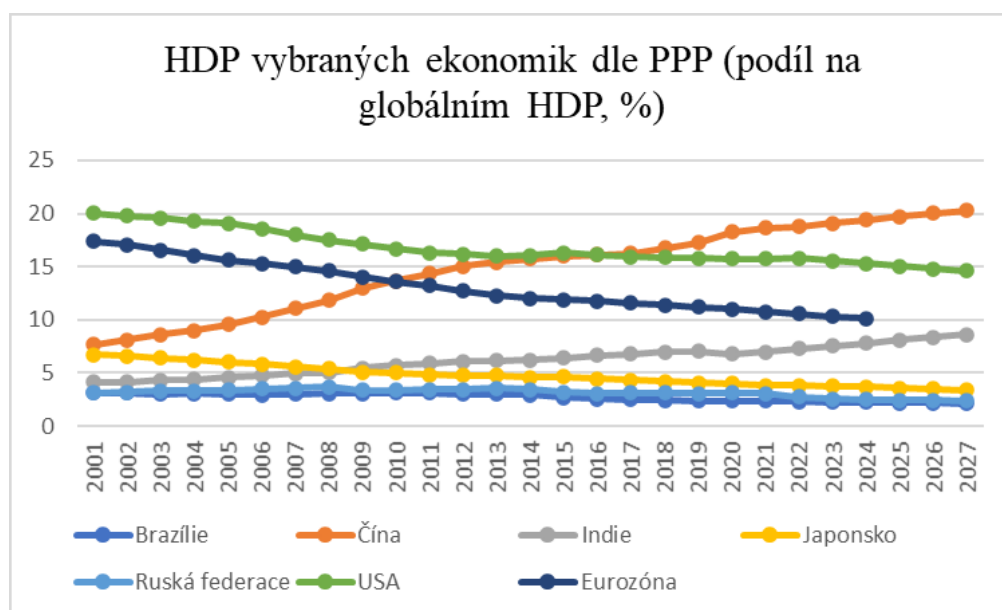
zdroj: vlastní zpracování

## 4. PŘÍČINY NEUDRŽITELNOSTI SOUČASNÉHO MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO SYSTÉMU

Tato část blíže představuje tři klíčové důvody, proč je současné mezinárodní měnové uspořádání s jedinou světovou rezervní měnou dlouhodobě neudržitelné. Prvním z těchto důvodů je prostá změna relativní ekonomické síly na globální hospodářské mapě. Druhým důvodem je nadměrná akumulace devizových rezerv a s tím související tlak na přísun globální měnové likvidity. Relativní oslabení ekonomiky USA neumožní dlouhodobě zajistit dostatečné množství těchto rezerv. Třetím důvodem jsou dlouhodobé, rekordní a také neudržitelné globální nerovnováhy běžných účtů platebních bilancí.

### 4.1 Trend změny ekonomické síly ve světové ekonomice

Tato část je zaměřena na predikci budoucích změn v relativní velikosti vybraných ekonomik. Je zde představen dopad tohoto trendu na mezinárodní měnový systém. Analyzována jsou data Mezinárodního měnového fondu, dále tři studie, a to od Světové banky, organizace OECD a společnosti PwC.



Obrázek 3 Podíl na globálním HDP u vybraných ekonomik

Zdroj: vlastní zpracování dle International Monetary Fund (2021a)

Mezinárodní měnový fond zveřejňuje kromě minulých dat také střednědobou prognózu vývoje HDP v cenách dle parity kupní síly (PPP). Dosavadní vývoj a prognóza pro vybrané ekonomiky do roku 2027 je uvedeny na obrázku 3.

Dle Mezinárodního měnového fondu lze do roku 2027 očekávat nejvyšší růst HDP v případě Indie, následované Čínou. V obou případech je očekáván téměř exponenciální nárůst, v případě Číny tento nárůst odpovídá období z krizových let 2007 až 2010. Očekávaný kumulovaný růst HDP je pak v případě Brazílie

spíše pozvolný. Výhled pro ruskou ekonomiku je vzhledem k událostem roku 2022 nepříznivý. Nízký hospodářský růst je predikován japonské ekonomice. Dále je predikováno postupné snižování podílu na globálním HDP u ekonomik USA, eurozóny (predikce do roku 2024), Japonska, Ruské federace a Brazílie. Pokud jsou vybrané ekonomiky srovnány velikostně dle nominálních cen, pak je patrné snižování náskoku ekonomiky USA oproti ekonomice Číny. V případě eurozóny je možné navýšit podíl na globálním HDP přijetím dalších členských zemí Evropy (International Monetary Fund, 2021a).

Z důvodu obtížně předvídatelných krizových situací může být očekávaný růst HDP v některých ekonomikách výrazně odlišný, což se projevilo v letech 2020 a 2021 během epidemie nemoci COVID-19 a stejně tak v roce 2022, který je poznamenán rusko-ukrajinským konfliktem a začátkem druhé studené války.

Světová banka ve své studii uvažuje dva scénáře. V prvním scénáři je predikováno snížení tempa ekonomického růstu kvůli stárnutí populace v rozvinutých ekonomikách a dalšímu posunu směrem k terciálnímu a kvartálnímu sektoru (služby, znalostní ekonomika). Druhý scénář vychází z očekávaného ekonomického růstu, který bude způsoben inovačními aktivitami. Studie uvádí potenciální růst HDP v rozvíjejících se zemích na úrovni 5 až 7% ročně. Uvedené hodnoty jsou predikovány také v případě čínské ekonomiky, která zůstane nadále jednou z nejrychleji rostoucích ekonomik na světě (The World Bank, 2013).

Organizace OECD ve své studii s názvem „Looking to 2060: Long-term global growth prospects“ uvádí jako determinanty, které mohou ovlivnit vývoj hospodářského růstu, tyto faktory: stárnutí populace a snižující se podíl osob v produktivním věku ve vyspělých i v některých rozvíjejících se ekonomikách (Čína, Ruská federace apod.). Tato nepříznivá změna však může být částečně kompenzovaná migrací obyvatelstva, nicméně bude nutné strukturálně reformovat trh práce. Hlavním faktorem ovlivňujícím ekonomický růst bude zvýšení efektivity výrobních faktorů (včetně lidského kapitálu) a vyšší výtěžnost z hospodářské produkce. Hospodářský růst rozvíjejících se ekonomik bude postupně zpomalovat. V rámci makroekonomické politiky se očekává nutnost radikálních reforem trhu práce, výrobního trhu a fiskální politiky. Tyto reformy pak mohou představovat nástroj zvyšující hospodářský růst a snižující zmíněné nerovnováhy (OECD, 2012).

Studie, publikovaná britskou poradenskou společností PwC, predikuje průměrnou míru očekávaného globálního ekonomického růstu na úrovni 3%. Je zde zmíněno přesunutí ekonomické síly ve prospěch nově industrializovaných států, nově doplněno o Indonésii a Mexiko. Uvedená studie vychází z porovnání dle parity kupní síly. Čína vystřídá na pozici největší světové ekonomiky (dle nominálních cen) Spojené státy americké na konci 20. let 21. století. Na druhou stranu predikce, že ruská ekonomika do konce tohoto období překoná velikostí ekonomiku Německa je, vzhledem k vývoji v roce 2022, nereálná. Dle tabulky 7 se v roce 2050 mohou o první tři pozice dělit ekonomiky Číny, Indie a USA, a to s velkým odstupem od čtvrté ekonomiky Indonésie. Z této studie je také patrný

postupný pokles ekonomické síly eurozóny. Mezi deseti největšími ekonomikami v roce 2050 zůstává pouze německá ekonomika (PwC, 2017).

Pro měnovou internacionalizaci je klíčová pozice ekonomiky ve světovém obchodu. Srovnání těchto podílů v případě zboží a služeb je uvedeno v tabulce 8. Pořadí zemí s největším objemem mezinárodního obchodu (zboží a služby) je následující: 1. USA, 2. Čína, 3. Německo, 4. Japonsko, 5. Nizozemí. Toto pořadí je od roku 2008 stabilní. Nejvyšší objem mezinárodního obchodu na regionální úrovni má eurozóna. Od roku 2008 se nejvíce zvýšil obchodní význam Hongkongu, Indie a Mexika. Naopak země jako Itálie, Kanada, Španělsko a Ruská federace vykazují ve stejném období klesající význam (World Trade Organization, 2021).

Avšak očekávaný ekonomický růst je spojen s celou řadou problémů, přičemž mezi nejvýznamnější patří vyčerpání přírodních zdrojů, geopolitické a válečné problémy, ekologické změny či přelidnění planety. Situaci dále komplikují nepříznivé nahodilé události a přírodní katastrofy, které mohou mít různý dopad na celou globální ekonomiku. Pokud ekonomiky nově industrializovaných zemí (EMEs) zaujmou pozice největších světových ekonomik, pak jsou změny v mezinárodním měnovém systému, jak je patrné z historie, nevyhnutelné. Přítomnost několika ekonomických velmocí představuje podmínky pro znovuoobnovení multipolárního mezinárodního měnového systému.

Tabulka 7 Největší ekonomiky světa (predikce), mld. USD

Pořadí	2016		2030		2050	
1	Čína	21,27	Čína	38,01	Čína	58,5
2	USA	18,56	USA	23,48	Indie	49,1
3	Indie	8,72	Indie	21,51	USA	34,1
4	Japonsko	4,93	Japonsko	5,61	Indonésie	10,5
5	Německo	3,80	Indonésie	5,42	Brazílie	7,54
6	Rusko	3,75	Rusko	4,74	Rusko	7,13
7	Brazílie	3,14	Německo	4,71	Mexiko	6,86
8	Indonésie	3,03	Brazílie	4,44	Japonsko	6,78
9	Velká Británie	2,79	Mexiko	3,66	Německo	6,14
10	Francie	2,74	Velká Británie	3,64	Velká Británie	5,37

Zdroj: PwC (2017)

Závěrem je vhodné zmínit jeden přehlížený aspekt, a sice očekávané budoucí rozložení světové populace. V roce 2020 představuje světové rozložení populace napříč kontinenty následující pin-kód 1-1-1-4. V roce 2100 se dle prognóz OSN očekává následující rozdělení: 1-1-4-5. 80 % obyvatel světa bude žít v Africe a Asii. Těžiště světového obchodu se pak přesune z Atlantského do Indického oceánu (Rosling *et al.*, 2018).

Tabulka 8 Lídři mezinárodního obchodu

Země s nejvyšším objemem obchodu se zbožím v období 2008-2018	Země s nejvyšším objemem obchodu se službami v období 2008-2018
Čína	Eurozóna
Eurozóna	USA
USA	Velká Británie
Japonsko	Čína
Jižní Korea	Indie
Hongkong (reexporty)	Japonsko
Mexiko	Singapur

Zdroj: vlastní zpracování dle World Trade Organization (2021)

## 4.2 Trend akumulace devizových rezerv

V této části je představen další z klíčových trendů ovlivňující současnou podobu mezinárodního měnového systému, trend akumulace devizových rezerv.

Mezinárodní měnový fond klasifikuje devizové rezervy jako následující aktiva: vklady v zahraničních bankách, poskytnuté úvěry, zásoba zahraničních cenných papírů, zlato a oběživo v cizích národních či regionálních měnách, zvláštní práva čerpání (SDR) a rezervní pozice u fondu (International Monetary Fund, 2013b).

Charakteristikou devizových rezerv je jejich snadné využití (likvidnost) jako zdrojů přímého financování platebních nerovnováh i přímé regulace velikosti těchto nerovnováh, a to prostřednictvím intervencí na měnovém trhu (Jílek, 2013).

Devizové rezervy mají vliv na výměnný kurz domácí měny a pomáhají udržovat důvěru ve finanční trhy dané země. Značná část devizových rezerv je v současné době udržována ve světových rezervních měnách, menší část pak ve zlatě či SDR (International Monetary Fund, 2020b).

V manuálu BPM6, určenému k sestavování platebních bilancí, je uvedeno, že cizoměnové rezervy patří k finančnímu účtu platební bilance a představují důležitou součást mezinárodní investiční pozice dané země. Na pasivní straně neexistuje ekvivalent rezervních aktiv. V rozvahách centrálních bank jsou devizové rezervy aktivem (International Monetary Fund, 2010).

### 4.2.1 Důvody akumulace devizových rezerv

Od rozpadu B-W měnového systému začala řada zemí akumulovat devizové rezervy. Jako jednu z výhod systému volně pohyblivých výměnných kurzů lze uvést absenci nutnosti udržovat devizové rezervy. Předpoklad, že od konce 90. let 20. století se budou devizové rezervy snižovat, se ukázal jako nesprávný.

Naopak, akumulované devizové rezervy v mezinárodním měnovém systému vykazují exponenciální růst (obrázek 4). V období let 2001 až 2020 rostly devizové rezervy v ekonomikách skupiny BRIC dvou až pětinasobným tempem



ročně oproti průměrnému ročnímu růstu HDP (The World Bank, 2022; International Monetary Fund, 2021a).

Prvním z důvodů k akumulaci devizových rezerv je snaha o zlepšení ratingu konkrétní ekonomiky. Hodnota devizových rizik představuje kritérium pro stanovení rizikovosti dané země. Žádoucí je vyšší objem devizových rezerv (International Monetary Fund, 2012). Klíčovým důvodem je prevence krizí platební bilance. Devizové rezervy se zde využívají jako úspory pro případ vážných krizí běžného i finančního účtu platební bilance (Bastourre *et al.*, 2009). Pro zajištění zahraničního obchodu, resp. krytí importu je možné akumulovat devizové rezervy, aby se zabránilo přerušení importu zboží či služeb (Yavuz & Cantú, 2019). Dalším důvodem je liberalizace finančních a kapitálových účtů platebních bilancí od 90. let 20. století. Kurzová volatilita znamená nutnost udržovat devizové rezervy k jejímu zmírnění, např. dle Guidottiho-Greenspanova pravidla. V neposlední řadě, devizové rezervy představují nástroj kurzové politiky, sloužící k ovlivnění výměnného kurzu domácí měny vůči měnám zahraničním (Jílek, 2013).

Všechny uvedené důvody lze propojit s cyklickou povahou ekonomiky a s přítomností událostí, nastávajících s nízkou pravděpodobností, avšak se zásadním dopadem na fungování celého ekonomického systému (black swan effect).

Rickards (2011) uvádí, že dalším motivem k akumulaci devizových rezerv je snaha monetárních autorit oslabit spekulativní aktivity proti domácí měně. Může se to stát za situace, kdy domácí země disponuje velmi nízkým objemem devizových rezerv oproti okolním zemím. Při vědomí rizika spekulativního útoku může monetární autorita devizové rezervy navyšovat. Tento fenomén se někdy označuje jako měnová válka (currency war).

#### **4.2.2 Optimální úroveň devizových rezerv**

Optimální úroveň devizových rezerv představuje v dnešním mezinárodním měnovém systému stále nevyřešenou hádanku. Tradiční přístupy ke stanovení optimální výše devizových rezerv vycházejí z důvodů, proč jsou devizové rezervy akumulovány. V případě zajištění importu se přistupuje k tří-až šesti měsíčnímu udržení jejich běžné hodnoty. Smyslem tohoto opatření je zabránit nepříznivým vnějším ekonomickým následkům, které se mohou objevit v případě přírodní katastrofy či náhlého propadu příjmů z exportu dané země. Studie Crispoltiho a Tsibourise (2012) ukazuje, že ty země, které měly nízký objem devizových rezerv, který nestačil k pokrytí tří měsíčních importů, měly oproti zemím s vyšším objemem devizových rezerv výrazně vyšší ztráty růstu HDP. Devizové rezervy, spolu s charakterem ekonomického šoku a strukturou příslušné ekonomiky, tak mají vliv na sílu těchto ekonomických šoků a následně také negativní dopad na ekonomickou výkonnost dané země.

Avšak nutnost udržovat adekvátní výši devizových rezerv v případě režimu plovoucích výměnných kurzů je v rozporu s ekonomickými teoriemi zastánců těchto měnových režimů. Zastánci režimů plovoucích výměnných kurzů uváděli,

že volný floating umožní zabezpečit na každém stupni národní ekonomické aktivity dlouhodobou rovnováhu mezi nabídkou a poptávkou po devizách a tím umožní stabilnější hospodářský růst, a to bez nutnosti udržovat vysoký objem devizových rezerv (Edwards, 2020).

Teoretické závěry těchto zastánců jsou však v rozporu se závěry MMF, který připouští, že ty země, které využívají režim pohyblivých výměnných kurzů, mohou v určitých obdobích výjimečně využít devizové intervence. K možnosti využít devizové rezervy je ale nutné, aby monetární autority disponovaly dostatečným objemem těchto rezerv (Durčáková & Mandel, 2016).

V současném mezinárodním měnovém systému nemá většina měnových transakcí obchodní charakter. Vzhledem k volné konvertibilitě měn rozvinutých ekonomik bývají platební bilance ovlivňovány pohyby na finančním účtu. Výše optimálních devizových rezerv pak může být určena několika způsoby. Jedním z nejznámějších je Guidotti-Greenspan pravidlo. Podstatu tohoto pravidla lze vyjádřit následovně: devizové rezervy konkrétní ekonomiky by se měly rovnat krátkodobému zahraničnímu dluhu (short-term debt). Měnové autority jednotlivých zemí by měly disponovat takovým objemem devizových rezerv, aby zabránily negativním dopadům odlivu krátkodobého zahraničního kapitálu (Jeanne & Rancièrè, 2006). Aizenman a Jaewoo (2007) ve své studii empiricky podporují hypotézu, že ty země, které mají liberalizovaný kapitálový účet, mají tendenci akumulovat devizové rezervy, a to z důvodu sebe-pojištění (self-insurance).

Jeanne (2007) uvádí následující poznatky. Existuje spor týkající se smysluplnosti akumulace devizových rezerv v rozvíjejících se ekonomikách. Na jedné straně je zde motiv sebe-zajištění, na druhé straně existuje obava, že výše devizových rezerv se stala vlivem výrazných přebytků na běžných účtech příliš vysokou. Autor se ve své studii snaží odpovědět na otázku, zda rozvíjející se země nadržují příliš mnoho devizových rezerv a jak by tyto mohly lépe využít.

A právě přebytečné množství držných devizových rezerv je příčinou stálé poptávky po dalších rezervních aktivech, což zvyšuje nároky na současný mezinárodní měnový systém. Multipolární mezinárodní měnový systém s více rovnocennými rezervními aktivy může přispět ke snadnějšímu přístupu ke globální likviditě a omezit tak riziko negativních dopadů Triffinova dilematu a prohloubení globálních nerovnováh.

Držba nadměrného množství devizových rezerv přináší nadměrné náklady (Sedláček, 2020).

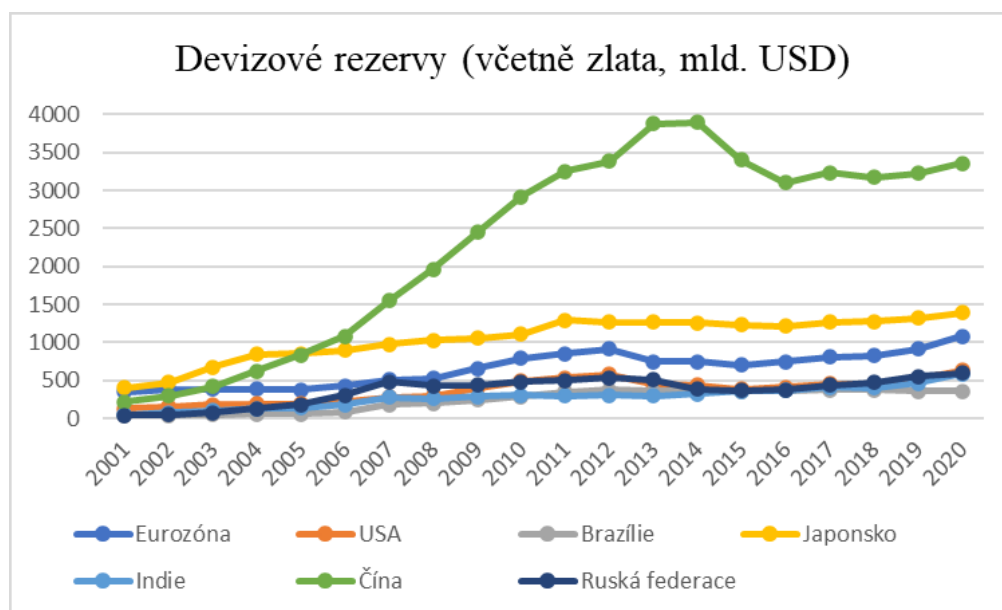
### **4.2.3 Analýza akumulace devizových rezerv v období 2001-2021**

Tato část je zaměřena na trend rychlého růstu akumulovaných devizových rezerv mezi lety 2001 až 2021. Rok 2000 byl prvním rokem po sérii měnových krizí. Devizové rezervy začaly být v některých zemích výrazněji akumulovány jako prevence budoucích měnových krizí.

Obrázek 4 ukazuje, že od začátku 21. století se objem držených devizových rezerv zvyšuje. Exponenciální průběh trendu akumulace devizových rezerv je patrný v případě Číny. U ostatních vybraných ekonomik (země BRIC, USA, Japonsko, eurozóna) je patrný převážně lineární nárůst.

Objem devizových rezerv v případě Číny je pětikrát vyšší, než je průměr ostatních zkoumaných ekonomik. Země skupiny BRIC předstihly vyspělé ekonomiky v objemu držených devizových rezerv, a to téměř dvojnásobně. Od začátku finanční krize v roce 2008 je patrné výrazné zrychlení v akumulaci devizových rezerv skupinou BRIC. Brazílie navýšila svůj objem devizových rezerv od roku 1999 desetinásobně, stejně jako Indie. V případě Číny je patrný dvacetinásobný nárůst, v případě Ruské federace dokonce téměř čtyřicetinásobný (The World Bank, 2022).

Postkrizové období (2012-2018) s sebou přineslo snížení tempa akumulace devizových rezerv. Devizové rezervy byly udržovány na stabilních hodnotách, případně rostly jen velmi mírným tempem. Změna tohoto trendu začíná být patrná od roku 2019 a 2020, kdy znovu dochází k výrazné akumulaci dalších devizových rezerv a v případě zemí jako Japonsko, Indie či v případě eurozóny dosahují držené rezervy rekordních hodnot. Tento trend patrně bude pokračovat i v následujícím desetiletí, vzhledem k dosavadnímu nepříznivému vývoji v rámci globální ekonomiky.



Obrázek 4 Devizové rezervy (včetně zlata)

Zdroj: vlastní zpracování dle The World Bank (2022)

Čínská centrální banka nakupuje zahraniční aktiva za účelem umělého oslabení kurzu své domácí měny. Pokud existuje riziko, že bude domácí měna oslabena odlivem kapitálu, pak čínská centrální banka zareaguje prostřednictvím prodeje devizových rezerv. Hlavním motivem, proč je tato neo-merkantilistická kurzová politika prováděna, je snaha o získání exportní konkurenceschopnosti. Snahou

čínské vlády je navýšení počtu pracovních míst a navýšení hospodářského růstu. Nárůst objemu devizových rezerv v případě Ruské federace lze vysvětlit rostoucími příjmy z prodeje ropy a zemního plynu (Sedláček, 2018, Eckert, 2010, Prasad, 2016).

Dále je patrné, že ty země, které byly na konci 90. let 20. století zasaženy měnovou krizí, akumulovaly své devizové rezervy v následujících dvaceti letech rychleji, než jaký byl světový průměr této akumulace. Uvedené výsledky podporují tezi, že proces akumulace devizových rezerv je uplatňován jako nástroj, prostřednictvím kterého se dané ekonomiky chtějí vyhnout dalším měnovým krizím (The World Bank, 2022).

K interpretaci dat Světové banky je však nutné dodat, že růst devizových rezerv může být ovlivněn celou řadou dalších proměnných, jako např. růstem HDP, případně vývojem krátkodobého dluhu (short-term debt), který představuje určitý podíl z celkových devizových rezerv (The World Bank, 2022).

### 4.3 Trend rozvoje globálních nerovnováh

Tato část je zaměřena na třetí důležitý trend, který má dopad na současný mezinárodní měnový systém, a to je rozvoj globálních nerovnováh. Globální nerovnováha platebních bilancí je nejsložitější makroekonomický problém, kterému musí ekonomové a politici čelit. Je zde zahrnuto mnoho faktorů, ať už v rámci problematiky úspor a investic či problematiky stanovení optimálních portfolií (Blanchard & Ferretti, 2009; Jílek, 2013).

V rámci této disertační práce je zkoumáno období mezi lety 2001 až 2021. Globální nerovnováhu lze obecně popsat jako situaci, kdy některé země mají více aktiv než ostatní země. Základní (zjednodušená) rovnovážná identita, vycházející z teorie platební bilance, je následující: (*Běžný účet + Kapitálový účet + devizové rezervy = 0*) (Durčáková & Mandel, 2016).

O globální nerovnováze se zpravidla hovoří v případě deficitu běžného účtu. Teoreticky, pokud je běžný účet v rovnováze, jeho hodnota je 0 a zároveň se tím kompenzují přírůstky a odtoky kapitálu. Pokud běžný účet konkrétní země vykazuje dlouhodobé deficity, pak lze říci, že vykazuje dlouhodobou nerovnováhu. Jinými slovy, země s trvalou nerovnováhou se zadluhuje vůči ostatním zemím. Její čistá investiční pozice vůči zahraničí je záporná. Od 90. let 20. století se globální nerovnováha stala významným ekonomickým problémem, který má silný dopad na celé současné mezinárodní měnové uspořádání, resp. na fungování globální ekonomiky jako celku (Jílek, 2013; Sedláček, 2018).

Dlouhodobé deficity běžného účtu jsou patrné v případě USA a některých dalších vyspělých zemí, a naopak v případě Číny a některých dalších asijských zemí, včetně zemí exportujících suroviny (např. Saúdská Arábie), jsou patrné vysoké přebytky běžných účtů. Vysoké ceny ropy a energetických komodit jsou uváděny jako jedna z příčin rozvoje globálních nerovnováh (Sedláček, 2018).

Země, které vykazují přebytky na běžném účtu, zpravidla vykazují rostoucí míru úspor. Dalším faktorem je rozmach investičních aktivit a sovereign wealth fondů.

Bracke *et al.* (2010) pod pojmem globální nerovnováhy uvádí situaci, kdy vnější nerovnováhy systémově významné ekonomiky (konkrétně ekonomika USA) vykazují dlouhodobý deficit, který představuje riziko pro globální ekonomiku jako celek. Globální nerovnováha je spojena nejen s deficitem běžných účtů, ale také s čistou investiční pozicí dané země, ve které se projeví kumulované kladné nebo záporné toky běžných účtů minulých období. Zlatý standard fungoval jako nástroj k vyrovnávání těchto globálních nerovnováh. Zásadním požadavkem pro vytvoření globálních nerovnováh je měnová liberalizace, která vede k navýšení kapitálových toků mezi jednotlivými zeměmi.

Historicky se globální nerovnováhy objevovaly napříč dějinami mezinárodního měnového systému. Údaje o globálních nerovnováhách lze nalézt už pro období 1870-1914, kde se objevovaly nerovnováhy platebních bilancí mezi zeměmi Evropy a zbytku světa (Bordo, 2005).

V současném monopolárním mezinárodním měnovém systému umožňuje výsadní postavení amerického dolaru udržovat trvale deficitní schodek běžného účtu a zápornou čistou investiční pozici. Je tomu tak proto, že zahraniční ekonomické subjekty a centrální banky jsou ochotny financovat tyto schodky. Nejvíce je tato skutečnost patrná na případu čínské a japonské centrální banky, které akumulují devizové rezervy (převážně v USD) a tím současně financují vnější zadlužení USA (The World Bank, 2022).

Chinn a Prasad (2003) publikovali studii, ve které uvádějí matematický model k vysvětlení globálních nerovnováh běžných účtů. V jejich studii byl uvedený model aplikovaný na 61 zemí v období 1982-2003 obohacený o proměnnou, která představuje očekávání měnové krize v rozvíjejících se ekonomikách. Toto očekávání je spojeno s poklesem domácí poptávky po zahraničním zboží a navýšením přebytku na běžném účtu.

Očekávání budoucích krizí tak představuje klíčovou proměnnou, která ozřejmuje vysvětlení vzniku globálních nerovnováh, způsobené deficitem běžného účtu ekonomiky USA. Akumulace dolarových devizových rezerv je podpořena příznivými institucionální podmínky v USA a pozicí dolaru jako hlavní světové rezervní měny (Gruber & Kamin, 2005; Sedláček, 2018).

Studie Blancharda a Ferretiho (2009) zkoumá vývoj globálních nerovnováh ve třech obdobích mezi lety 1996 až 2008. Z této studie vyplývá, že ne vždy je nutné považovat globální nerovnováhu za škodlivou. Příkladem žádoucí nerovnováhy může být například tendence k úsporám u zemí se stárnoucí populací (např. Japonsko), případně investiční aktivity, ať už v případě přímých nebo portfoliových investic. Dle ekonomické teorie je navíc žádoucí, aby kapitál v liberalizované globální ekonomice směřoval do těch zemí, které mají vyšší poptávku po kapitálu. To může vést k růstu světové ekonomiky jako celku. Globální úspory a investice jsou tak racionálně rozloženy do prostoru a času.

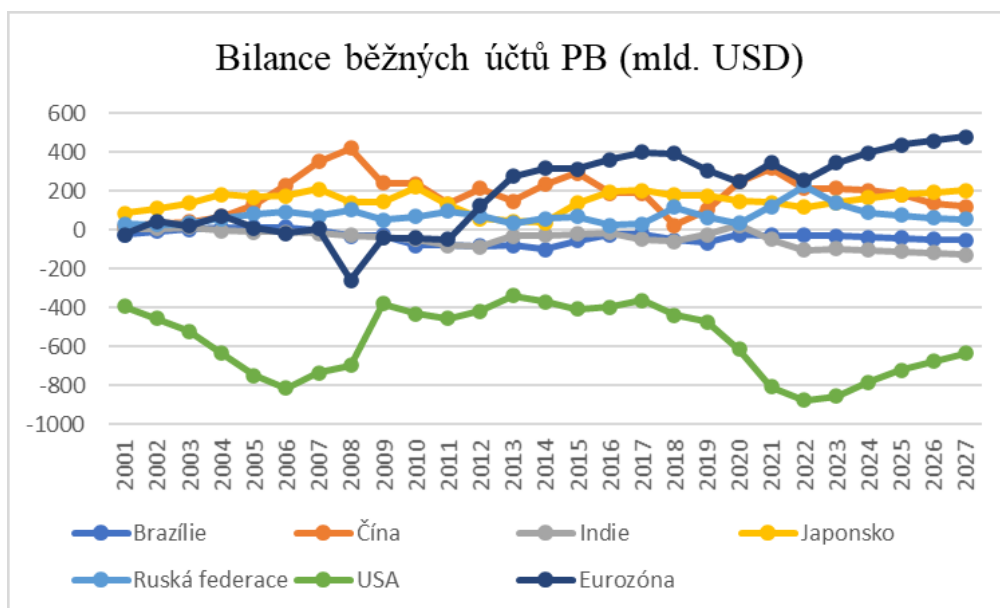
### 4.3.1 Analýza vývoje globálních nerovnováh běžných účtů

Vývoj globálních nerovnováh běžných účtů platebních bilancí ve sledovaném období je představen v rámci několika dílčích období. Graficky jsou tyto nerovnováhy pro vybrané ekonomiky uvedeny na obrázku 5.

Období 2001-2004 bylo charakteristické poklesem míry úspor v USA a poklesem investic do zemí skupiny ASEAN. V USA došlo k uvolnění fiskální politiky. Země, které akumulovaly devizové rezervy, vykázaly po asijské měnové krizi rychlý nárůst míry úspor na předkrizové úrovni. Na druhou stranu, míra investic dosáhla pouze úrovně odpovídající polovině 90. let a dále se zvyšovala jen velmi pomalu. Z asijských zemí to byla především Čína, která udržovala fixní výměnný kurz domácí měny (podhodnocený), s cílem akumulovat devizové rezervy, udržet růst exportu a zmírnit případné finanční otřesy v následujících letech. Také země, které těžily ropu, v období 2001-2004 zvyšovaly své přebytky běžných účtů. Nově industrializované země, které dříve stály na periferii globálního obchodu a finančnictví, se v tomto období nově stávají důležitou součástí globálních trhů (Blanchard & Milesi-Ferretti, 2009).

Období 2005-2008 bylo charakteristické akumulací devizových rezerv, růstem ceny ropy a ceny finančních aktiv. Deficit běžného účtu USA zůstal vysoký. Znehodnocení amerického dolaru bylo kompenzováno rostoucími cenami ropy. Přebytek běžných účtů v tomto období vykazovala Čína, Japonsko, ropné země či Německo. Běžný účet eurozóny zůstal nulový. Přebytek běžného účtu Číny dosáhl v roce 2004 hodnoty 3,5% HDP a v roce 2007 už tento přebytek dosahoval 10,1% HDP. Do roku 2007 se ekonomické vazby mezi nově industrializovanými ekonomikami a vyspělými ekonomikami výrazně prohloubily. Akumulované přebytky běžných účtů byly investovány především do vládních dluhopisů USA a využity k nákupu podnikových dluhopisů. Podíl amerických vládních dluhopisů, které jsou drženy v bilancích nerezidentů, se mezi lety 1982-1994 (do období měnových krizí) pohyboval okolo 14-20%. Do roku 2008 už tento podíl představoval více než 50%. Vyšší poptávka po amerických dluhopisech přirozeně snižovala úrokové sazby na tyto dluhopisy. (Eichengreen, 2011; International Monetary Fund, 2021).

Blanchard a Milesi-Ferretti (2009) charakterizují globální nerovnováhu v období 2005-2008 jako nezdravou. Přetrvávající deficit veřejného rozpočtu USA, přehnaně optimistické očekávání na trhu s nemovitostmi a následná hypoteční krize v roce 2008 vedly ke zhoršení dopadů této krize a k jejímu následnému přerodu v krizi finanční.



Obrázek 5 Globální nerovnováhy běžných účtů

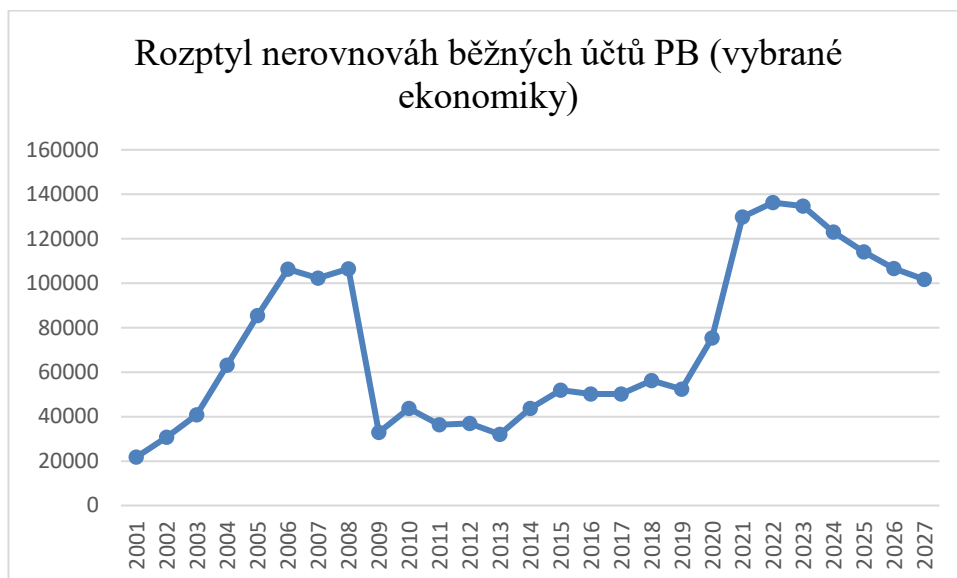
Zdroj: International Monetary Fund (2021a)

Období 2009-2014 bylo charakteristické zastavením poklesu deficitu běžného účtu USA. Kombinace nižšího importu do ekonomiky USA a vysokého ropného účtu vedla ke stabilizaci deficitu běžného účtu. V tomto období se rovněž začal snižovat přebytek běžného účtu čínské ekonomiky, a to vlivem postupné apreciacie renminbi a současně kvůli rostoucím hodnotám importu do Číny. Naopak přebytek běžného účtu eurozóny přesáhl v roce 2013 přebytek běžného účtu čínské ekonomiky a postupně se zvyšoval. Dočasně klesající přebytek běžného účtu v tomto období vykazala japonská ekonomika. Celkově lze toto období považovat za období relativní stability (International Monetary Fund, 2021a).

Sedláček (2018) uvádí, že rozpětí mezi přebytky a deficity běžných účtů se normalizovalo. Globální nerovnováhy byly předmětem jednání na summitech Skupiny 20. Snahou bylo přispět k dalšímu snižování těchto nerovnováh, avšak dosažený efekt byl nízký.

Období 2014-2022 je charakteristické nejprve pozvolným a od krizového roku 2020 prudkým rozevřením globálních nerovnováh běžných účtů. V letech 2016 a 2017 bylo dosaženo velmi malého pokroku pro snížení globálních nerovnováh běžných účtů. Výzkumem Mezinárodního měnového fondu (International Monetary Fund, 2018) bylo zjištěno, že v těchto letech byla jakou nežádoucí označena 1/3 z celkových globálních nerovnováh. Přelomem byl rok 2020, kdy následkem globální pandemie došlo k výraznému zásahu do světové ekonomiky. Rok 2020 znamenal výrazný nárůst deficitu běžného účtu platební bilance i čisté investiční pozice USA. Tento trend je patrný i v roce 2022. Deficit běžného účtu u ekonomiky USA je v roce 2022 očekáván nejvyšší od roku 2006. Na druhé straně jsou patrné rekordní přebytky na běžném účtu eurozóny a rostoucí přebytky běžného účtu u čínské, ruské i indické ekonomiky. Pokud je spočítán rozptyl mezi

saldy běžných účtů u vybraných ekonomik (obr. 6), pak je zřejmé, že v roce 2022 dosahují nerovnováhy běžných účtů rekordních hodnot, nesrovnatelných ani s hodnotami během finanční krize v letech 2007 až 2009. Globální nerovnováhy jsou znovu ovlivněny rekordními cenami energetických surovin a také omezením obchodu z důvodu narušení logistických řetězců.



Obrázek 6 Rozptyl globálních nerovnováh u vybraných ekonomik

Zdroj: vlastní výpočet dle International Monetary Fund (2021a)

Současná situace je pro mezinárodní měnový systém vysoce nepříznivá. V budoucím období 2023 až 2027 je znovu očekávána postupná stabilizace tohoto rozpětí, avšak je podmíněna příznivým vývojem v rámci globální ekonomiky. Další podmínkou pro snížení globálních nerovnováh by byla přítomnost mechanismu umožňující jejich redukci (stejně jako v období zlatého standardu) a současně ochota jednotlivých zemí ke koordinaci svých hospodářských politik. Pokud by tento scénář nebyl naplněn, další rozevírání nerovnováh běžných účtů může představovat vysoké riziko pro stabilitu mezinárodního měnového systému.

#### 4.4 Závěrečné shrnutí

Také v závěru této části je vhodné dodat, že dílčí výzkumný cíl 3 byl splněn. Na základě historického výzkumu minulých podob mezinárodního měnového systému (část 3) a současného vývoje (část 4) tak lze zdůraznit naléhavost výzkumu v oblasti změny měnové polarit v mezinárodním měnovém systému.

Splnění hlavního cíle, jak již bylo zmíněno v úvodu, spojeno s aplikací vhodných zvolených výzkumných metod. O těchto metodách, metodice disertační práce a postupu při výzkumu, pojednává následující část 5.



## 5. ZVOLENÉ METODY ZPRACOVÁNÍ

S ohledem na hlavní cíl této disertační práce a způsob jeho splnění, byly autorem disertační práce zvoleny adekvátní výzkumné metody. Pro tento účel byly vybrány metody obecné i metody specifické.

Jako zástupce obecných metod v této disertační práci lze uvést tyto metody:

- Analýza a syntéza (včetně faktorové a systémové analýzy)
- Indukce a dedukce
- Abstrakce
- Literární rešerše
- Metoda historického výzkumu (částečně)
- Metoda případové studie

Jako zástupce specifických metod lze v této disertační práci uvést tyto metody:

- Fuzzy-logické modelování
- Systémový přístup

### 5.1 Metody zpracování v rámci struktury disertační práce

V části 2 je využita metoda kritické literární rešerše. Tato kritická literární rešerše je doplněna o systémovou analýzu. Systémová analýza zde představuje způsob poznání mezinárodního měnového systému s pomocí dekompozicí systému na dílčí systémy, prvky a vazby a architekturu systému. Literární rešerše, zvláště v části 2.5. je doplněna také o faktorovou analýzu, která hodnotí váhu jednotlivých faktorů na měnou internacionalizaci konkrétních měn. Tuto část tak lze považovat za nejdůležitější s ohledem na další výzkum.

V části 3 je aplikována metoda literární rešerše doplněná o prvky historického výzkumu a faktorovou analýzu. Aplikací těchto metod v částech 2 a 3 je možné dosáhnout splnění dílčích výzkumných cílů 1 a 2. Na základě této konkrétní analýzy je možné podpořit výběr parametrů v rámci části 7, kde je prezentován fuzzy-logický model měnové internacionalizace.

V části 4 je využita analýza sekundárních dat, doplněná o analýzu relevantních literárních zdrojů. Aplikací těchto metod je možné dosáhnout dílčího výzkumného cíle 3. Část 4 částečně vychází se srovnatelných metod jako část 3.

Metody pro výzkum měnové multipolarity v rámci měnové koncentrace (aplikace koncentračních poměrů) a měnové internacionalizace (fuzzy-logické modelování) jsou podrobně aplikovány v částech 6 a 7. V této části jsou tyto metody podrobněji představeny.

V částech 8, 9 a 10 této disertační práce je využita metoda případové studie, doplněná o literární rešerši, interpretaci a rozšíření výzkumných výsledků, uvedených v částech 6 a 7. Pomocí analýzy a syntézy je poté dosaženo odpovědi na výzkumné otázky, které přísluší částem 8, 9 a 10.

V závěru disertační práce je pomocí syntézy zjištěných poznatků představen současný stav a budoucí perspektiva mezinárodního měnového systému z pohledu měnové multipolarity, což fakticky odpovídá hlavnímu cíli této disertační práce.

V této části jsou zvolené obecné výzkumné metody představeny pouze výčtem. Pro podrobnější výklad o podstatě zvolených výzkumných metod v částech 2, 3, 4, 8, 9 a 10 lze čtenáře odkázat na zdroj Janíček (2014), případně lze odkázat na širokou nabídku literatury k vědecké metodologii a výzkumným metodám. Pozornost je zde věnována především specifickým metodám výzkumu. Klíčovou specifickou metodou, která prostupuje napříč celou disertační prací je systémový přístup. Ten představuje způsob myšlení a řešení problémů, který jevy chápe komplexním způsobem. Další specifické metody jsou rámcově představeny v následujících částech, jejich aplikace je pak předmětem částí 6 a 7.

## **5.2 Metody zpracování v rámci výzkumu měnové koncentrace**

V části 6 této disertační práce je měnová koncentrace v mezinárodním měnovém systému zkoumána prostřednictvím funkcí rezervních měn. Tyto funkce vychází z literární rešerše a s využitím metody systémové analýzy byly těmto funkcím přiřazeny adekvátní měřítka. Jedná se o aplikaci tzv. funkčního přístupu, který již byl představen v části 2.5. Jakmile jsou k jednotlivým funkcím přiřazeny jednotlivá měřítka, poté je nutné získat požadovaná sekundární data z databází nadnárodních institucí (MMF, BIS). Tímto způsobem je možné provést analýzu trendu měnové koncentrace v čase. Sledovanými ukazateli jsou zde koncentrační poměry a Herfindahl-Hirshmann index. S využitím metody indukce lze pak usuzovat o změnách v rámci současného mezinárodního měnového systému, směrem k měnové multipolaritě a tyto výsledky dále interpretovat.

## **5.3 Metody zpracování v rámci výzkumu měnové internacionalizace**

V části 7 této disertační práce je měnová internacionalizace v mezinárodním měnovém systému zkoumána prostřednictvím fuzzy-logického modelování. Klíčová je zde metoda indukce, která je využita pro určení obecných pravidel fuzzy-logického modelu měnové internacionalizace. Fuzzy-logické modelování je nutné pro sestavení robustního modelu měnové internacionalizace, který je sestaven z parametrů, které byly zjištěny v rámci části 2 a 3. Fuzzy-logické modelování zahrnuje návrh, konstrukci a programování modelu a následnou interpretaci zjištěných výsledků. Výstupem z tohoto modelu je parametr  $I$ , který je označen jako potenciál měnové internacionalizace. Pokud tento potenciál bude u klíčových měn současného mezinárodního měnového systému vykazovat konvergenci v čase, lze znovu, s pomocí metody indukce, uvažovat o probíhajících změnách v rámci měnové polarizace.

## **6. MĚNOVÁ KONCENTRACE V MEZINÁRODNÍM MĚNOVÉM SYSTÉMU**

Tato část má následující strukturu. Pro posouzení perspektivy multipolárního měnového systému je nejprve nutné analyzovat měnovou koncentraci vybraných rezervních měn. Po uvedení tří výzkumných otázek je v této části vysvětlena podstata použitého postupu k zodpovězení výzkumných otázek. Je zde zdůvodněn výběr měřítek měnové koncentrace a dále je uveden výpočet koncentračních poměrů a Herfindahl-Hirshamannova indexu. Tyto ukazatele lze využít pro zjištění hodnot měnové koncentrace v současném mezinárodním měnovém systému (DVC 4). Závěr této části uvádí přehled zjištěných poznatků.

### **6.1 Výzkumný cíl a kontext výzkumu**

Výzkumným cílem v této části je zodpovědět následující výzkumné otázky:

- VO1: Vykazují hodnoty měnové koncentrace v mezinárodním měnovém systému klesající trend v rámci sledovaného období?
- VO2: Vykazuje mezinárodní měnový systém na konci sledovaného období multipolární měnové uspořádání?
- VO3: Jaká je současná úroveň a dlouhodobý trend měnové koncentrace pro vybrané klíčové měny (americký dolar, euro a čínské renminbi) v mezinárodním měnovém systému?

Výše uvedené výzkumné otázky jsou zaměřeny na současnou situaci v mezinárodním měnovém systému. Odpovědi na tyto výzkumné otázky jsou uvedeny v části 6.4 a 6.5. a byly také publikovány ve studii Sadil a Sipko (2021).

### **6.2 Metodický postup a konkretizace zvolené metody**

V případě výzkumu měnové koncentrace je využit postup, který prezentují Cohen a Tabitha (2013) a Cohen (2015). Dle tabulky 2 jsou k vybraným funkcím přiřazena relevantní měřítka měnové koncentrace. Tato měřítka uvádí tabulka 9. Oproti výše zmíněným studiím jsou v této disertační práci přidány dva nové ukazatele (OTC deriváty a globální SWIFT platby). V ideálním případě by zde byly zahrnuty statistiky pro všechny úlohy světových rezervních měn, a to jak na soukromé, tak na oficiální úrovni. Avšak prakticky je tento požadavek nesplnitelný.

Data pro tento výzkum byla převzata z databází významných nadnárodních institucí. Měnová koncentrace je analyzována od roku 2001, kdy byly Bankou pro světové platby publikovány první hodnoty u eura. V tomto roce ale nejsou k dispozici statistiky pro čínské renminbi, jehož koncentrace a význam v mezinárodním měnovém systému té doby byly zanedbatelné. Sledované období končí rokem 2019, přičemž data jsou aktuální ke konci uvedeného roku.

Pokud by mezinárodní měnový systém byl chápán jako zcela institucionální záležitost, pak by se nabízela možnost aproximovat měnovou koncentraci na zkoumání pouze u funkce rezervní měny. Avšak vzhledem k patrnému rozdílu mezi statistikami funkce rezervní měny a ostatními měnovými funkcemi by toto zjednodušení bylo výrazně zkreslující. Dále uvedené měnové funkce představují základ pro analýzu a další zkoumání měnové koncentrace v této disertační práci.

Tabulka 9 Měřítka měnové koncentrace

<b>Funkce světové měny</b>	<b>Měřítka (ukazatel)</b>	<b>Zdroj</b>
Platební prostředek	Podíl obratu měn na devizovém trhu (%)	Bank for International Settlement (2020)
	Podíl měn na obratu u OTC derivátů (%)	Bank for International Settlement (2020)
	Podíl měn na globálních platbách (%)	Society for Worldwide Interbank Fin. Tel. (2022)
Investice, dluh, kapitál	Podíl měn na mezinárodních cenných papírech	Bank for International Settlement (2020)
	Podíl měn na přeshraničních bankovních pohledávkách	Bank for International Settlement (2020)
Rezervní měna	Podíl měn na alokovaných devizových rezervách	International Monetary Fund (2021b)

Zdroj: vlastní zpracování

### 6.2.1 Funkce prostředku směny

Funkce měny jako prostředku směny (vehicle currency) na soukromé úrovni užití bude zkoumána na základě časových řad, které publikuje Banka pro světové platby. Výchozími zdroji dat jsou zde statistiky o globálním obratu na devizových trzích (FX market turnover) a globálním obratu u OTC (Over-the-counter) derivátů. Dále se vychází z dat, která zachycují podíly jednotlivých měn na globálních platbách z databáze SWIFT, dostupných od roku 2010 do konce roku 2019. Data z konkurenčních platforem pro mezinárodní platební styk (Fedwire, CIPS, SPFS atp.), nejsou z důvodu nedostupnosti v tomto výzkumu využity (Bank for International Settlement, 2020).

### 6.2.2 Funkce prostředku investic

Funkce měny jako prostředku investic, na soukromé úrovni užití, bude zkoumána srovnatelným způsobem jako předchozí funkce. Data pro tento účel

jsou rovněž převzata z databáze Banky pro světové platby, ze studie nazvané Triennial survey of global foreign-exchange market activity. Další data z tohoto průzkumu budou zveřejněna až na konci roku 2022. Funkce měny jakožto prostředku k uchování kapitálu bude v rámci měnové koncentrace zkoumána dvěma způsoby, a to přes podíly vybraných měn na mezinárodním bankovním trhu (Banking market) a jako podíly vybraných měn na mezinárodním trhu s dluhovými cennými papíry (Securities market). K dispozici jsou data publikovaná v tříletém intervalu, aktuální data jsou z konce roku 2019, resp. k začátku roku 2020 (Bank for International Settlement, 2020).

### **6.2.3 Funkce devizových rezerv**

Další funkce představuje užití rezervní měny na oficiální úrovni (devizové rezervy). Zde je rovněž pomocí časové řady je zkoumána měnová koncentrace, a to dle databáze COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange), kterou publikuje Mezinárodní měnový fond. Pro zkoumání měnové koncentrace jsou zde stěžejní především následující rezervní měny: americký dolar, euro, japonský jen, britská libra a švýcarský frank. V posledních letech se mezi těmito měnami začíná prosazovat čínské renminbi, které na počátku zkoumaného období mělo v rámci devizových rezerv minimální význam (International Monetary Fund, 2021b).

### **6.2.4 Funkce prostředku měnových intervencí**

V případě využití měny při měnových intervencích na oficiální úrovni chybí požadované statistiky. Centrální banky a vlády dávají přednost tomu, aby údaje o těchto operacích byly důvěrné a skryté před veřejností (Cohen & Tabitha, 2013).

### **6.2.5 Funkce měnové kotvy**

Pokud měna slouží jako měnová kotva, pak je sice možné tuto úroveň změřit a vyčíslit, avšak i zde se jedná o komplikovanou záležitost s několika zásadními omezeními. Světové rezervní měny fungují jako měnové kotvy, jsou-li na ně, ať už jakýmkoliv způsobem, orientovány jiné národní či regionální měny. Nicméně ne každý typ této měnové orientace je zcela evidentní. V případě, že je takový kurzový režim právně deklarován, je tento kurzový vztah zřejmý. Mnohem obtížnější je rozeznat měnové ukotvení v případě, kdy tento kurzový režim nebyl formálně deklarován anebo v případě, kdy je daná měna orientována na měnový koš. Problematickou záležitostí je také odhad významnosti nedeklarovaných kurzových režimů.

V případě funkce měnové kotvy bude metodicky postupováno následovně. Nejprve bude určen počet deklarovaných „měnových kolíčků“ (currency pegs) a počet deklarovaných „dolarizací“ pro vybrané světové měny. Dále budou sestaveny skupiny zemí dle dané světové měny, ke které tyto země kotví svou vlastní měnu. Každé z těchto skupin zemí bude určen podíl na světovém HDP.

Tímto způsobem je možné orientačně odhadnout, jak velký podíl na světovém hrubém domácím produktu k sobě tyto měny vážou. Jako vhodnější se jeví využití podílů na hrubém národním produktu v rámci globální ekonomiky. Tyto statistiky však nejsou k dispozici. V současné době je přibližně 40 národních měn různým způsobem orientováno na euro a přibližně 60 národních měn je orientováno na americký dolar. Mezi těmito dvěma klíčovými měnami existují značné rozdíly. Na euro jsou orientovány především měny malých evropských států a chudších zemí střední a západní Afriky. Na americký dolar jsou orientovány měny mnohem významnějších ekonomik (např. saudský rijál nebo hongkongský dolar). Při posuzování funkce měnové kotvy se vychází především ze statistik a klasifikací systémů výměnných kurzů, které vydává Mezinárodní měnový fond v databázi AERAR (International Monetary Fund, 2020b).

### 6.2.6 Funkce zúčtovací jednotky

V případě funkce měny jako zúčtovací jednotky a prostředku pro peněžní kalkulaci rovněž chybějí odpovídající statistiky. V této oblasti byly publikovány některé studie, které lze vzít v potaz, avšak tato oblast není nadále dostatečně pokryta. Požadovaná statistická data v tomto případě rovněž chybí, proto bude tato funkce vyloučena z dalších analýz.

### 6.2.7 Měření měnové koncentrace

Měnová koncentrace je měřitelná pomocí dvou nástrojů, a to koncentračních poměrů (N-subjects ratios) a Herfindahl-Hirschman indexu. Podstata koncentračních poměrů je jednoduchá. Podíl jednotlivých měn na měnových operacích v mezinárodním měnovém systému lze vyjádřit jako procentuální podíl na celkovém rozsahu měnových operací v mezinárodním měnovém systému:

$$CR_x = \sum_{i=1}^x S_i$$

kde;

$CR_x$  = koncentrační stupeň x měn

$S_i$  = % podíl i-té měny, v rámci jednotlivé měnové funkce

$x$  = počet systémově významných měn

Koncentrační poměry představují hrubý ukazatel, proto je vhodné využít také Herfindahl-Hirschman index, který uvažuje součty čtverců podílů všech vybraných měn v mezinárodním měnovém systému (Cohen & Tabitha, 2013). Prostřednictvím tohoto ukazatele je možné získat představu o konkurenční struktuře klíčových měn v současném mezinárodním měnovém systému.

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

kde;

$HHI$  = Herfindahl-Hirschman index

$S_i^2$  = čtverce tržních podílů  $i$ -té měny

$n$  = počet systémově významných měn v rámci jednotlivých měnových funkcí

## 6.3 Výsledky měnové koncentrace na úrovni jednotlivých měn

### 6.3.1 Výsledky u funkcí prostředku směny, investic a devizových rezerv

Nejprve je analyzována funkce měny jako prostředku směny. Na globálním devizovém trhu plní funkci prostředku směny na mezinárodní úrovni prakticky jen několik národních měn. Využívání těchto měn jako prostředků směny umožňuje účastníkům trhu dosahovat úspor z rozsahu. Tyto úspory jsou vyšší v případě, kdy je daná měna více likvidní. Tržní podíly v tabulce 10 jsou vyjádřeny procentem transakcí, ve kterých se daná měna objevila. Každá transakce je vyjádřena ve dvou měnách, proto se vychází z celkových 200 procent. V navazujících výpočtech u koncentračních poměrů se vychází již ze stoprocentního základu.

V případě podílů měn na globálním obratu u OTC úrokových derivátů se vychází také stoprocentního základu. Jako poslední v rámci této měnové funkce jsou v tabulce 15 uvedeny podíly měn na globálních platbách z databáze SWIFT. Také v tomto případě se jedná o podíl měn na stoprocentním celku. Pro aktuálnost jsou uvedena i data za rok 2021, která však do analýz dále nevstupují. Tato data nicméně potvrzují, že se zde podíl amerického dolaru a eura snižuje, a to ve prospěch eura a čínského renminbi.

Tabulka 10 Podíly vybraných měn (funkce prostředku směny) na globálním FX obratu (% průměrného denního obratu)

Podíl (%)	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
<b>USD</b>	90,0	88,0	85,6	84,9	87,0	87,6	88,3
<b>EUR</b>	38,0	37,4	37,0	39,0	33,4	31,4	32,3
<b>JPY</b>	24,0	20,8	17,2	19,0	23,0	21,6	16,8
<b>GBP</b>	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8	12,8	12,8
<b>AUD</b>	4,0	6,0	6,6	7,6	8,6	6,9	6,8
<b>CAD</b>	4,0	4,2	4,3	5,3	4,6	5,1	5,0
<b>CHF</b>	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2	4,8	5,0
<b>CNY</b>	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2	4,0	4,3
<b>ostatní</b>	21,0	21,0	27,1	24,1	24,2	25,8	28,7

Zdroj: Bank for International Settlement (2020)

Tabulka 11 Podíly vybraných měn na obratu u OTC úrokových derivátů

Podíl (%)	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
<b>USD</b>	31	34	32	32	28	51	50
<b>EUR</b>	47	45	39	41	49	24	24
<b>JPY</b>	6	5	8	6	3	3	3
<b>GBP</b>	8	9	10	10	8	9	8
<b>CHF</b>	1	1	1	1	1	1	0,5
<b>CNY</b>	0	0	0	0	1	1	1
<b>ostatní</b>	7	6	10	10	10	11	14

Zdroj: Bank for International Settlement (2020)

Tabulka 12 Podíl vybraných měn na mezinárodním bankovním trhu (% z celkových přeshraničních bankovních pohledávek)

Podíl (%)	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
<b>USD</b>	50,2	43,2	39,2	44,6	44,9	51,0	45,9
<b>EUR</b>	28,2	38,9	40,1	36,7	34,1	28,3	32,5
<b>JPY</b>	8,9	5,3	4,7	5,1	4,2	4,3	4,6
<b>GBP</b>	6,3	6,3	8,7	5,4	4,9	4,2	3,9
<b>CHF</b>	2,5	1,8	1,7	1,7	2,4	1,9	1,8
<b>nealokované</b>	3,0	3,4	4,3	5,0	6,6	6,5	7,2
<b>ostatní</b>	0,9	1,2	1,2	1,5	2,8	3,9	4,1

Zdroj: Bank for International Settlement (2020)

Tabulka 13 Podíl vybraných měn na mezinárodních cenných papírech

Podíl (%)	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
<b>USD</b>	48,2	34,6	30,8	31,7	36,0	46,7	46,6
<b>EUR</b>	23,7	42,1	47,8	46,9	44,6	37,4	38,0
<b>JPY</b>	7,2	4,8	3,3	3,7	2,2	1,9	1,8
<b>GBP</b>	8,4	9,4	10,1	9,9	9,7	8,0	8,3
<b>CHF</b>	2,0	2,0	1,7	2,0	1,6	1,0	0,8
<b>ostatní</b>	10,3	7,2	6,2	5,8	5,5	4,4	4,2

Zdroj: Bank for International Settlement (2020)

Dále jsou uvedeny výsledky měnové koncentrace v rámci funkce prostředku investice. Podíly jednotlivých měn na mezinárodním bankovním trhu (Banks' cross-border positions on residents) jsou uvedeny v tabulce 12, v případě měnových podílů na mezinárodním trhu dluhových cenných papírů (Outstanding stock of international debt Securities, by currency of denomination) v tabulce 13.



V tabulkách 12 a 13 jsou uvedena data z čtvrtého čtvrtletí daného roku. Data jsou prezentována v tříletých intervalech, z důvodu zachování kontinuity s časovými řadami ostatních měnových funkcí.

Tabulka 14 Podíl vybraných měn na alokovaných devizových rezervách

Podíl (%)	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2021
<b>USD</b>	71,5	65,5	63,9	62,2	61,3	65,4	61,6	58,8
<b>EUR</b>	19,2	24,7	26,1	25,8	24,2	19,1	20,3	20,6
<b>JPY</b>	5,0	4,3	3,2	3,7	3,8	4,0	5,4	5,6
<b>GBP</b>	2,7	3,5	4,8	3,9	4,0	4,3	4,4	4,8
<b>CHF</b>	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
<b>CNY</b>	<1	<1	<1	<1	<1	1,1	2,0	2,8
<b>ostatní</b>	1,3	1,9	1,8	4,3	6,4	7,0	8,0	3,0

Zdroj: International Monetary Fund (2021b)

V případě funkce devizových rezerv (tab. 14) jsou zde uvedená data nekompletní. Je tomu tak z důvodu, že ne všechny centrální banky ve všech zemích uvádějí rozdělení svých devizových rezerv. Databáze COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) rovněž nezahrnuje data z centrálních bank několika významných asijských zemí, včetně Číny. Uvedená data představují alokované devizové rezervy. I přes neúplnost těchto dat představuje využitá databáze dostatečně reprezentativní statistiku. Stejně jako v případě předchozích funkcí, i zde jsou data uvedena v tříletých intervalech. Avšak tato data jsou prezentována častěji než předchozí statistiky. V tabulce 14 jsou pro aktuálnost doplněny příslušné hodnoty z konce roku 2021. Stejně jako u podílu na globálních SWIFT platbách a podílů na SDR koši, i zde je patrný pokles hodnoty u amerického dolaru a růst hodnot u všech ostatních uvedených měn.

Tabulka 15 Podíl vybraných měn na globálních elektronických platbách

Podíl (%)			2010	2013	2016	2019	2021
<b>USD</b>			44,0	38,8	40,9	42,5	40,5
<b>EUR</b>			29,7	33,5	32,0	32,1	36,7
<b>JPY</b>			2,5	2,5	3,3	3,6	2,6
<b>GBP</b>			9,0	9,4	7,4	6,2	5,9
<b>CHF</b>			1,4	1,4	1,7	1,0	0,8
<b>CNY</b>			0,3	1,4	1,8	2,2	2,7
<b>ostatní</b>			13,2	13,1	12,9	12,4	10,8

Zdroj: Society for Worldwide Interbank Fin. Tel. (2022)

### 6.3.2 Výsledky u funkce měnové kotvy

Poslední kategorií je funkce měnové kotvy. Jak již bylo uvedeno, nalézt adekvátní data je zde velmi komplikované. Níže uvedená statistika představuje jednu z možností, jak funkci měnové kotvy alespoň přibližně vyčíslit. Americký dolar i euro jsou měny, ke kterým jsou různým způsobem orientovány měny jiných zemí. Pro účely srovnání jsou vybrány země, které svou měnu orientují na americký dolar či euro třemi způsoby, a to: dolarizací/eurizací (režim Exchange arrangements with no separate legal tender), dále režimem Currency board arrangements a jiným konvenčním systémem pevných výměnných kurzů (Other conventional fixed peg arrangements). Na čínské renminbi není žádná měna orientována výše uvedenými způsoby (International Monetary Fund, 2020b).

Tabulka 16 Funkce měnové kotvy u amerického dolaru a eura

<b>Miliardy USD, 2019, nominální hodnoty</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>
Dolarizace	137	26
Currency board	383	92
Jiné konvenční systémy fixních kurzů	1791	761
Celkem	2311	879
<b>Podíl na světovém HDP (v %)</b>	<b>2,65</b>	<b>1,01</b>

Zdroj: vlastní výpočet, převzato ze studie Sadil a Sipko (2021)

Tabulka 16 zachycuje celkový podíl HDP v běžných cenách těch zemí, které mají některé ze tří výše uvedených kurzových uspořádání. Tento podíl je vyjádřen vůči globálnímu HDP. K americkému dolaru je měnově ukotveno dalších 2,65% světového HDP (mimo USA), k euru pak 1,01% (mimo eurozónu) v roce 2019.

Jedná se o hrubý odhad úrovně měnového kotvení, a to ze dvou důvodů: zaprvé, v rámci ostatních režimů měnových uspořádání, např. systému stabilizovaných výměnných kurzů a systému výměnných kurzů řízených jinak, jsou další měny rozdílně orientovány na některou ze světových rezervních měn. Tuto rozdílnou úroveň měnového kotvení nelze statisticky vyjádřit. Na americký dolar či koš měn, který americký dolar obsahuje, je orientována celá řada dalších měn, jejichž režim výměnného kurzu nespadá do tří výše zkoumaných kategorií.

Druhým důvodem je samotné vyjádření měnového kotvení skrze hrubý domácí produkt. Pro jednotlivé národní měny by byl více vypovídajícím ukazatelem byl hrubý národní produkt, nicméně jeho úroveň se v oficiálních dostupných statistikách neuvádí. V oblasti režimů výměnných kurzů nedochází k zásadním změnám pravidelně, jednotlivé země se většinou drží například dolarizace či currency board po delší období.

Dle tabulky 16 lze konstatovat, že podíl amerického dolaru je u této měnové funkce oproti euru více než dvojnásobný. Ostatní světové rezervní měny, např. australský dolar nebo švýcarský frank, zde vykazují zcela zanedbatelné hodnoty.

## 6.4 Analýza měnové koncentrace na úrovni mezinárodního měnového systému

Na základě analýzy výše uvedených dat, s využitím představených metod, lze získat představu o měnové koncentraci v mezinárodním měnovém systému. Multipolární měnový systém se v období let 2001 až 2019 nevytvořil. Je patrná dlouhodobá dominance dvou měn, a to amerického dolaru a eura. Ostatní rezervní měny, japonský jen, britská libra a švýcarský frank jsou v mezinárodním měnovém systému dále využívány, avšak jejich šance na dosažení pozice světových rezervních měn, srovnatelných s americkým dolarem či eurem, jsou dle Eichengreena (2019a) a Rickardse (2014) v současné době prakticky nulové. V rámci žádné měnové funkce nemají tyto měny vyšší než desetiprocentní podíl. Takto nízký podíl nelze považovat za měnový pól.

Čínské renminbi v rámci všech sledovaných ukazatelů dosud nezaujímá vysoké koncentrační podíly. Pozvolně rostoucí význam čínského renminbi je však patrný napříč všemi měnovými funkcemi. Pozoruhodný je především nárůst podílu této měny na globálním devizovém obratu (tab. 10), kdy se tento podíl zvýšil z 0,9% v roce 2010 na 4,3% v roce 2019. Na mezinárodním dluhopisovém trhu se začal zvyšovat podíl dluhopisů denominovaných v renminbi především v období 2010 až 2012. Nicméně z hlediska celkového objemu na globálním dluhopisovém trhu se stále jedná o poměrně zanedbatelný podíl.

Měnová koncentrace vychází z potenciálu měnové internacionalizace, přičemž pro americký dolar, euro a čínské renminbi bude tento potenciál představen samostatně, a to v částech 8, 9 a 10. Zařazením čínského renminbi do koše Zvláštních práv čerpání v roce 2016 vzrostl význam této měny jakožto měny rezervní (tab. 18). V srpnu 2022 došlo ke změně podílů v tomto koši ve prospěch renminbi a amerického dolaru. Naopak podíl eura, britské libry a japonského jenu se snížil.

Ochota centrálních bank držet renminbi ve svých devizových rezervách je však limitována pokračující nekonvertibilitou této měny. Renminbi zůstává z hlediska globálního měnového uspořádání stále vedlejší měnou.

Dominance amerického dolaru a eura představuje spíše bipolární charakter současného mezinárodního měnového uspořádání. Auboin (2012) hovoří o duopolním charakteru. Z mikroekonomického pohledu představuje globální měnový trh právě tento typ oligopolu, kdy jsou přítomny dvě dominantní měny a pomyslný konkurenční lem v podobě ostatních rezervních měn. Podobný závěr uvádí také Cohen a Subacchi (2008), kteří však hodnotí spíše politické aspekty.

Bipolarita je pojem z mezinárodních vztahů, proto je nutné pochopit, jak lze její hodnotu vyjádřit.

Mansfield (1993) definuje následující typy uspořádání, které lze aplikovat mimo jiné také na mezinárodní měnový systém. V monopolárním měnovém uspořádání by jedna měna zaujímala více než 50% podíl v koncentraci v

mezinárodním měnovém systému. V uspořádání nazvaném „near-unipolar system“ se podíl vedoucí měny pohybuje v rozpětí 45-50% a současně žádná další měna nezaujímá více než 25% podíl. V bipolárním mezinárodním měnovém systému by pak dvě vedoucí měny zaujímaly alespoň 50% podíl, přičemž obě tyto měny by současně jednotlivě zaujímaly minimálně 25% podíl.

Aplikací výše uvedené klasifikace polarity v mezinárodních vztazích na současné mezinárodní měnové uspořádání lze vyvodit následující závěry. Dle tabulky 17 je patrné, že euro nepředstavuje v roce 2019 rovnocenný měnový pól vůči americkému dolaru. Pokud jsou vyhodnoceny všechny měřené funkční kategorie, pak lze konstatovat, že mezinárodní měnové uspořádání má v roce 2019 nejbližší k jeden a půl polárnímu systému. To neplatí pouze v případě funkce devizových rezerv, avšak je patrné, že postavení amerického dolaru vykazuje, v případě této měnové funkce, klesající trend. Čistě duopolní charakter mezinárodního měnového systému tak lze zamítnout.

Tabulka 17 Porovnání měnové koncentrace u amerického dolaru a eura

<b>2019</b>	<b>US dolar (podíl, %)</b>	<b>Euro (podíl %)</b>
FX obrat	44,2	16,2
OTC deriváty	50,0	24,0
Bankovní pohledávky	45,9	32,5
Cenné papíry	46,6	38,0
Devizové rezervy	61,6	20,3
Globální platby	42,5	32,1
Průměr (4 ukazatele)	49,6	26,7
Průměr (6 ukazatelů)	48,5	27,2

Zdroj: vlastní výpočty

Americký dolar a euro představují, i přes výše uvedené rozdíly, srovnatelné měny z hlediska plnění soukromých i oficiálních měnových funkcí. Obě měny jsou konkurenceschopné v mezinárodním bankovníctví i na trhu dluhových cenných papírů. Ve sledovaném období zde byla evidentní měnová bipolarita.

V případě globálního obratu na devizovém trhu a podílu na devizových rezervách je patrná převaha amerického dolaru, který v porovnání s eurem zaujímal vždy přibližně dvojnásobný podíl. Po zavedení eura a v následujících letech (2000-2004) euro navýšilo svou úroveň měnové koncentrace právě na úkor amerického dolaru, nicméně tento podíl byl následně snižován v postkrizovém období let 2010 až 2013. V rámci globálních plateb je rovněž patrný v období 2010 až 2019 vzestup koncentrace čínského renminbi, které v pořadí vystřídal švýcarský frank, a současně také pokles objemu globálních plateb v britské libře.

Podíl amerického dolaru na globálních devizových rezervách je pak nejnižší od roku 2001, nicméně USD si udržuje většinový, 60% podíl. Euro se po stabilizaci na úrovni 25% podílu v období 2007-2013 vrátilo k 20,3% podílu v roce 2019.

Několikanásobné zvýšení podílu ostatních měn představuje vyšší diverzifikaci globálních devizových rezerv. Celkově však podíl amerického dolaru a eura představuje i v roce 2019 více než 80% podíl, byť i zde je patrný sestupný trend. V rámci této funkce je nutné upozornit na průběžně snižující se kvalitu dostupných dat. Dle Mezinárodního měnového fondu byly v roce 2001 k dispozici údaje pro téměř 77% devizových rezerv, v roce 2013 to bylo pouze 53,3% (International Monetary Fund, 2021b).

Tabulka 18 Složení měnového koše SDR

Hodnota 1 SDR	USD	EUR	JPY	GBP	CNY
2001-2005	0,577	0,426	21	0,10	
	44 %	31 %	14 %	11 %	0 %
2006-2010	0,632	0,41	18,4	0,09	
	44 %	34 %	11 %	11 %	0 %
2011-2015	0,68	0,423	12,1	0,11	
	42 %	37,4 %	9,4 %	11,3 %	0 %
2016-2022	0,582	0,387	11,9	0,086	1,02
	41,7 %	30,93 %	8,33 %	8,09 %	10,92 %
3Q 2022	0,583	0,387	11,9	0,086	1,02
	43,4 %	29,3 %	7,59 %	7,44 %	12,28 %

Zdroj: vlastní zpracování dle International Monetary Fund (2016b), International Monetary Fund (2022) a Arslanalp, Eichengreen a Simpson-Bell (2022)

Objevují se spekulace, že podíl eura na složení globálních devizových rezerv je ve skutečnosti vyšší. V sekci 4.2, věnované trendu akumulace devizových rezerv, bylo uvedeno, že největším držitelem těchto rezerv je Čína, následovaná Japonskem. Složení devizových rezerv Číny je oficiálně neveřejná informace. Jejich celkový objem je přibližně 3357 mld. USD v roce 2020 (The World Bank, 2022).

Xin (2019) uvádí, že v roce 2019 představuje americký dolar přibližně 58% čínských devizových rezerv. Další 20% je drženo v eurech a téměř celý zbytek v britských librách a japonských jenech. Čínská centrální banka také drží značné množství rezervního zlata. V roce 2005 byl podíl držených amerických dolarů v čínských devizových rezervách přibližně 80%.

#### 6.4.1 Koncentrační poměry

Koncentrační poměry mají nižší analytickou hodnotu než Herfindahl-Hirschmann index, avšak umožní kvantitativně uchopit problematiku měnové polarizace. Tabulka 19 zachycuje úroveň měnové koncentrace nejprve pro dvě hlavní měny, USD a EUR (N = 2) a následně pro pět rezervních měn, USD, EUR, JPY, GBP, CHF (N = 5). Hodnoty v tabulkách představují úroveň měnové

koncentrace dle jednoduchých koncentračních poměrů. Dolní část této tabulky zachycuje průměr při uvážení čtyř hlavních ukazatelů měnové koncentrace a také při zahrnutí celkem všech šesti zkoumaných ukazatelů měnové koncentrace.

Souhrnné ukazatele měnové koncentrace amerického dolaru a eura nevykazují ve svých průměrech žádné významné změny. Úroveň měnové koncentrace je v tomto případě ve sledovaném období prakticky stejná. Jiná situace je v případě měnové koncentrace na vzorku pěti vybraných rezervních měn. Ve sledovaném období vykazují jejich průměrné koncentrace sestupný trend. Pět nejvýznamnějších světových měn snižuje svou koncentraci v mezinárodním měnovém systému vůči jiným měnám, zejména pak měnám skupiny zemí BRIC.

Tabulka 19 Koncentrační poměry

<b>Koncentrační poměry (%)</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>
FX obrat (N=2)	64,0	62,7	61,3	62,0	60,2	59,5	60,3
FX obrat (N=5)	85,5	84,4	80,8	81,1	80,2	79,1	77,6
OTC deriváty (N=2)	78,0	79,0	71,0	73,0	77,0	75,0	74,0
OTC deriváty (N=5)	93,0	94,0	90,0	90,0	89,0	88,0	85,0
Bankovní pohledávky (N=2)	78,5	82,1	79,3	81,3	79,0	79,3	78,4
Bankovní pohledávky (N=5)	96,1	95,4	94,4	93,5	90,5	89,7	88,7
Cenné papíry (N=2)	72,0	76,7	78,6	78,6	80,6	84,1	84,6
Cenné papíry (N=5)	89,7	92,8	93,8	94,1	94,1	95,0	95,4
Devizové rezervy (N=2)	90,7	90,2	90,0	88,0	85,5	84,5	82,0
Devizové rezervy (N=5)	98,7	98,1	98,2	95,7	93,6	93,0	92,0
Globální platby (N=2)				73,8	72,3	72,9	74,6
Globální platby (N=5)				86,6	85,5	85,2	85,4
Průměr (4 funkce, N=2)	76,3	77,9	77,3	77,4	76,3	76,9	76,3
Průměr (4 funkce, N=5)	92,5	92,7	91,8	91,1	89,6	89,2	88,4
Průměr (6 funkcí, N=2)				76,1	75,8	75,9	75,6
Průměr (6 funkcí, N=5)				90,2	88,8	88,3	87,3

Zdroj: vlastní výpočet, převzato ze studie Sadil a Sipko (2021)

Ve sledovaném období se v rámci některých měnových funkcí objevují určité výkyvy, ať už kladné, či záporné. To platí zejména v případě měnových podílů na trhu dluhových cenných papírů. Ostatní měnové funkce vykazují nižší úroveň koncentrace, než jaká byla na začátku sledovaného období. Na globálním devizovém trhu se měnová koncentrace snižovala především zásluhou nižších podílů japonského jenu, britské libry a švýcarského franku. Ze statistik Banky pro Světové platby (Bank for International Settlement, 2020) je evidentní, že snížení těchto podílů neprospělo euru či dolaru, ale spíše méně zastoupeným měnám, tj. australskému či kanadskému dolaru a švédské koruně. Čínské renminbi zaujímá stále vyšší podíly napříč většinou měnových funkcí, avšak stále zůstává spíše

vedlejší měnou v rámci úrovně měnové koncentrace. Naopak měnová koncentrace v případě trhu dluhových cenných papírů vykazuje rostoucí úroveň, zejména zásluhou vyššího využití eura, způsobeného konsolidací a rozvojem evropského finančního trhu převážně v období 2001-2010 (European Central Bank, 2020a; Bank for International Settlements, 2020).

V rámci všech měnových funkcí, s výjimkou uchovatele hodnoty a kapitálu u dluhových cenných papírů, lze pozorovat mírné snížení úrovně měnové koncentrace, byť je toto snížení velmi malé. Je zde patrný dlouhodobý trend celého přechodu k multipolárnímu měnovému uspořádání.

#### **6.4.2 Herfindahl-Hirschman index**

Vyšší analytickou hodnotu má výpočet Herfindahlova-Hirschmannova indexu (zkr. H-H) uvedený v tabulce 20. H-H index zohlední funkční nerovnosti v měnové polaritě, přičemž vychází ze statistiky měnové koncentrace jednotlivých měnových funkcí v mezinárodním měnovém systému.

V období 2001 až 2019 je patrný poměrně stabilní vývoj napříč měnovými funkcemi. Vyšší výkyvy je možné pozorovat v případě koncentrace u ukazatele podílu na obratu u OTC úrokových derivátů. Do roku 2010 je patrný celkový pokles systémové měnové koncentrace, což naznačuje pozvolný přechod k multipolárnímu měnovému systému. Avšak v období mezi lety 2010 a 2019 se koncentrace všech dílčích měnových funkcí mírně navýšila, případně zůstala nezměněna. Pouze u funkce měny jako devizové rezervy se měnová koncentrace nadále snižovala, a to až na hodnotu  $H = 0,43$ , což značí nejnižší míru měnové koncentrace od roku 1995, kterou ve své studii uvádějí Cohen a Tabitha (2013).

Procentuálně nejvyšší záporná změna v rámci sledovaného období měnové koncentrace se objevuje v případě devizových rezerv. Je tomu tak z důvodu mírného poklesu měnové koncentrace amerického dolaru a současně nárůstu měnové koncentrace u méně zastoupených měn. Ukazatel měnové koncentrace v případě dluhových cenných papírů zaznamenává rostoucí trend, především v postkrizovém období od roku 2010, kdy došlo k navýšení podílu u amerického dolaru.

Pokud hodnotíme koncentraci v mezinárodním měnovém systému pomocí průměrných H-H indexů, pak je patrné, že měnová koncentrace na úrovni celého systému se mírně snížila, v případě zahrnutí šesti proměnných je evidentní, že během období 2010-2019 zde nedošlo k téměř žádné změně.

Lze tak konstatovat, že měnová koncentrace v mezinárodním měnovém systému vykazuje sice mírně klesající trend, avšak stále nelze hovořit o zásadních změnách koncentrace, které by určovaly novou kvalitu a multipolární charakter mezinárodního měnového systému jako celku.

Měnová koncentrace a systémová měnová polarita nemusí vždy mít stejný vývoj. Měnové koncentrace v rámci ukazatele obratu na měnovém trhu a u devizových rezerv shodně vykazují více než dvojnásobný podíl amerického dolaru nad eurem.

Přesto je evidentní, že měnová koncentrace měřená dle H-H indexu je značně rozdílná (tab. 20). Hodnota H-H indexu je v případě devizových rezerv výrazně vyšší než v případě obratu na měnovém trhu. V obou případech je patrný mírný pokles úrovně měnové koncentrace ve sledovaném období.

Tabulka 20 Herfindahl-Hirshmann Index

H-H index	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
FX obrat	0,279	0,272	0,269	0,268	0,274	0,276	0,283
OTC deriváty	0,332	0,332	0,281	0,294	0,338	0,341	0,337
Bankovní pohledávky	0,346	0,346	0,327	0,342	0,329	0,350	0,327
Dluhové cenné papíry	0,312	0,313	0,339	0,335	0,342	0,367	0,371
Devizové rezervy	0,552	0,493	0,480	0,459	0,441	0,472	0,433
Globální platby				0,309	0,293	0,298	0,310
Průměr (4 funkce)	0,372	0,356	0,354	0,351	0,346	0,366	0,353
Průměr (6 funkcí)				0,335	0,336	0,351	0,344

Zdroj: vlastní výpočet, převzato ze studie Sadil a Sipko (2021)

## 6.5 Shrnutí první výzkumné části

V závěru této části jsou uvedeny odpovědi na výše uvedené výzkumné otázky a je zde uvedeno shrnutí zjištěných poznatků.

V případě první výzkumné otázky (VO1) je odpověď kladná. Hodnoty měnové koncentrace v mezinárodním měnovém systému vykazují ve sledovaném období klesající trend. V případě druhé výzkumné otázky (VO2) lze uvést, že mezinárodní měnový systém nevykazuje na konci sledovaného období multipolární měnové uspořádání.

V případě třetí výzkumné otázky (VO3) lze uvést následující závěr. Měnová koncentrace v případě amerického dolaru vykazuje mírně klesající trend. V případě eura vykazují hodnoty měnové koncentrace relativně neměnné hodnoty v čase. V případě čínského renminbi lze u ukazatelů měnové koncentrace hovořit o rostoucím trendu, avšak v absolutních hodnotách jsou tyto ukazatele stále na nízké úrovni v porovnání s ostatními rezervními měnami. Mezi lety 2001 až 2019 se úroveň měnové koncentrace vybraných rezervních měn mírně snížila, avšak ne dost natolik, aby došlo ke kvalitativní změně mezinárodního měnového systému. Ve sledovaném období nedošlo ke změně měnové polarity, navzdory poklesu měnové koncentrace v rámci některých funkcí. Mezinárodní měnový systém vykazuje „near-unipolar“ uspořádání. Pokud jsou vzaty v potaz nejvíce aktuální data v případě podílu měn na devizových rezervách, globálních platbách (SWIFT) a podílu na SDR měnovém koši, pak je zřejmé, že trend ústupu amerického dolaru ve prospěch jiných měn je patrný i v letech 2021 a 2022. V roce 2022 tak lze hovořit o mnohem více roztržštěném mezinárodním měnovém systému.



## **7. MĚNOVÁ INTERNACIONALIZACE – FUZZY-LOGICKÝ MODEL**

Pro posouzení budoucí perspektivy multipolárního měnového systému je nutné analyzovat pozici nejvýznamnějších rezervních měn v současném mezinárodním měnovém systému. Zvláštní pozornost je nutné věnovat americkému dolaru, euru a čínskému renminbi. Vybrané měny jsou analyzovány s využitím konceptu měnové internacionalizace, který bude v této části představen.

Po vymezení dvou výzkumných otázek je v této části vysvětlena podstata využitého výzkumného přístupu. V této části je uvedena podstata, způsob konstrukce a princip využitého fuzzy-logického modelu, včetně vysvětlení, jakým způsobem lze tímto modelem vypočítat potenciál měnové internacionalizace (DVC 5). Závěr této části uvádí přehled zjištěných poznatků. Předložený výzkum byl publikován ve studii Sadil a Sipko (2022) a Sadil, Přílučiková a Sipko (2021).

### **7.1 Výzkumný cíl a kontext výzkumu**

Výzkumným cílem v této části je zodpovědět následující výzkumné otázky:

- VO4: Jaký je v roce 2020 potenciál měnové internacionalizace pro 14 vybraných, nejdůležitějších měn?
- VO5: Jaký je trend vývoje potenciálu měnové internacionalizace u tří klíčových měn multipolárního měnového uspořádání, tj. amerického dolaru, eura a čínského renminbi, v letech 2001 až 2020?

Výše uvedené výzkumné otázky, týkající se měnové internacionalizace, jsou orientovány na budoucí možný vývoj v rámci měnové koncentrace, která byla předmětem výzkumu v předchozí části. Odpovědi na tyto výzkumné otázky jsou uvedeny na konci této části, v sekci 7.5.

### **7.2 Metodický postup a konkretizace zvolené metody**

Fuzzy-logický model měnové internacionalizace je v této disertační práci využit pro hodnocení:

- aktuálního potenciálu měnové internacionalizace pro 14 nejvýznamnějších rezervních měn;
- pro zjištění trendu měnové internacionalizace tří klíčových měn, které jsou v literatuře uváděny jako vysoce pravděpodobné měnové póly budoucnosti (americký dolar, euro a čínské renminbi).

Sledované období je zde od roku 2001 do konce roku 2020. Tento model lze využít pro jakoukoliv národní či regionální měnu, pro kterou lze zjistit požadovaná vstupní data. O existenci trendu přechodu k multipolárnímu měnovému systému lze hovořit v případě, že ve sledovaném období bude potenciál měnové internacionalizace klesat u amerického dolaru, růst u čínského renminbi a růst či alespoň zůstat relativně stabilní v případě eura.

Fuzzy-logické modely, které byly inspirací při tvorbě předloženého modelu měnové internacionalizace, uvádějí Dlouhý (2016) a Dostál (2015; 2017). Tito autoři aplikují fuzzy-logické modely při hodnocení potenciálu konkrétní země z hlediska podnikatelského. Dále existuje studie hodnotící stupeň internacionalizace malých a středních podniků s využitím fuzzy-logického modelu (Morales, Martín & Vanegas, 2016).

Záměrem v této disertační práci je aplikovat srovnatelný postup pro hodnocení měnové internacionalizace. Podrobné představení a podstatu fuzzy-logiky a fuzzy-logických modelů uvádí Dostál (2015), Klir & Yuan (1995) a v původní studii Zadeh (1965). Výhodou fuzzy logických modelů, v porovnání s modely ekonometrickými, je jejich robustnost a odolnost vůči chybám hodnot a šumu a také relativně snadná aplikovatelnost. Nevýhodou může být v některých případech jejich nižší přesnost.

Měnová internacionalizace je analyzována následujícím způsobem. Nejprve jsou k jednotlivým determinantům měnové internacionalizace přiřazeny adekvátní ukazatele, a to na základě předchozí literární rešerše. Tabulka 24 uvádí výčet těchto ukazatelů, jejichž hodnoty z konkrétního časového období představují vstup do fuzzy-logického modelu. Zde je však nutné upozornit na dva limity. Zaprvé, pro některé z uvedených ukazatelů není možné zjistit hodnoty pro rok 2019 nebo rok 2020. V tomto případě vycházíme z nejvíce aktuálních dostupných dat. Zadruhé, nelze zajistit relevantní vstupní data v případě eura v letech 2001 a 2010. Pro vyhodnocení trendu měnové internacionalizace eura je nutné vycházet z reportů Evropské centrální banky (European Central Bank, 2020a).

Výstupem z použitého fuzzy-logického modelu je parametr  $I$ , který představuje potenciál měnové internacionalizace. Tento parametr může nabývat hodnot v intervalu 0 až 1, resp. 0 až 100%. Měna, jejíž internacionalizační potenciál se blíží k nule, nemůže plnit funkci rezervní měny. Naopak měna s nejvyšší hodnotou parametru  $I$  představuje v rámci mezinárodního měnového systému dokonalou světovou rezervní měnu. Porovnáním parametru  $I$  u tří klíčových měn budoucího mezinárodního měnového uspořádání lze identifikovat aktuální konkurenční pozici v rámci měnové internacionalizace. Dále je uvedeno srovnání potenciálu měnové internacionalizace  $I$  u vybraných 14 rezervních měn v roce 2020 (tab. 21).

Tyto měny dohromady představují 91% celkového obratu na globálním devizovém trhu, čímž dostatečně reprezentují globální měnový obraz (Bank for International Settlements, 2021).

### 7.2.1 Aplikace fuzzy-logického modelu

Postup při aplikaci fuzzy logického modelu zahrnuje tři kroky: fuzzifikaci, inferenci a defuzzifikaci.

První krok, fuzzifikace, představuje převedení reálných proměnných (tab. 24) na jazykové proměnné (tab. 25). Pro každý z determinantů měnové internacionalizace byly na základě expertního odhadu definovány vágní jazykové proměnné. V případě konstrukce tohoto modelu se částečně vychází z rozdělovacích měřítek („barevných škál“), která jsou uvedena v původních zdrojích, na něž odkazuje tabulka 24 (platí pro determinanty ET, DI, CPI, FMD, ERA, CL, WJP), případně jsou jazykové proměnné odvozeny rovnoměrně (EC, EED, ED, CBT, CAO, FMO, LI, PS, SDR) a také vlastním expertním odhadem (GTP, GC, PI). Pro všechny uvedené jazykové proměnné je určena míra příslušnosti, která je vyjádřena funkcí členství.

Průběh funkcí členství může být lineární (např. CAO), exponenciální (např. EP) nebo ve tvaru A (např. CPI). Všechny tyto zmíněné parametry jsou zahrnuty v tabulce 24 a stanovují se expertním odhadem. Podrobnější vysvětlení podstaty funkce členství lze čtenáři odkázat na zdroj Dostál (2015).

Druhý krok, inference, spočívá v definici pravidel typu IF THEN ELSE (podmíněné příkazy) na jazykové úrovni a sestavení transformační matice (tab. 25). Váha jednotlivých pravidel je klíčová pro výsledek z navrženého fuzzy systému. Hodnoty funkce členství jsou stanoveny na základě expertního odhadu. Klíčovým kritériem je významnost jednotlivých determinantů měnové internacionalizace. Jinými slovy, jde o to rozlišit, které determinanty ovlivní potenciál měnové internacionalizace více a které méně.

Tuto míru významnosti je velmi obtížné stanovit v případě vysoce komplexního otevřeného systému (Janíček, 2014).

Jednotlivá kritéria jsou charakteristická různou úrovní významnosti pro měnovou internacionalizaci. V rámci tohoto výzkumu bylo na základě literární rešerše v sekci 2.5., vybráno celkem šest parametrů (EP, ET, GTP, CPI, CAO, FMO), které byly identifikovány jako prioritní pro měnovou internacionalizaci. Pro tyto vybrané parametry byla expertně stanovena dvojnásobná váha, což se projeví při konstrukci transformační matice a rovněž při výpočtu parametru  $I$ . Ostatní parametry mají stanovenou stejnou váhu.

V rámci inference je dalším krokem vyplnění stavové matice pro konkrétní měnu. Jeden vstup může mít v jednom okamžiku pouze jeden atribut. Na základě analýzy a třídění vstupních dat je pro devatenáct vybraných parametrů určena příslušnost ke konkrétnímu parametru (1: ano, 0: ne), viz stavová matice v příloze II. Způsob sestavení stavové matice je uveden v rámci popisu transformační matice.

Výpočet v rámci fuzzy-logického modelu je pak založen na využití skalárního součinu dle následujícího vzorce. K výpočtu lze využít nadstavbu programu MATLAB, Fuzzy Logic Toolbox či MS Excel.

$$I = 100 * ((SUMPRODUCT(TM;SM) - MIN) / (MAX - MIN))$$

kde;

$I$  = Potenciál měnové internacionalizace

$TM$  = Transformační matice (viz tab. 25)

$SM$  = Stavová matice (viz příloha II)

Třetím krokem je defuzzifikace, kdy dochází k převedení výstupu fuzzy inference (hodnoty parametru  $I$ ) na reálnou jazykovou hodnotu. Převedení fuzzy hodnoty výstupní proměnné by tak slovně mělo co nejlépe odpovídat výsledku fuzzy výpočtu (Dostál, 2015).

V disertační práci není defuzzifikace uvedena. Výstupní hodnota parametru  $I$  je porovnána a hodnocena u obou souborů vybraných měn (kap. 6.3 a 6.4). Zde je prostor pro další výzkum, kdy lze takto klasifikovat jakoukoliv měnu v mezinárodním měnovém systému a utřídit tyto měny do různých kategorií dle potenciálu měnové internacionalizace. Kategorie mohou odpovídat již zmíněnému konceptu měnové pyramidy (viz obrázek 2).

### 7.3 Potenciál měnové internacionalizace pro 14 vybraných měn

V této sekci jsou prezentovány výsledky výzkumu, jehož závěry svědčí ve prospěch teze o přechodu k multipolárnímu měnovému systému.

Hodnoty potenciálu měnové internacionalizace  $I$  jsou uvedeny v tabulce 21. Celkem bylo hodnoceno 14 vybraných rezervních měn (Hodnota  $I$  je nejvyšší v případě amerického dolaru (83,0%), který je následován eurem (81,3%), japonským jenem (79,1%) a britskou librou (75,2%). Další pozice zauímají vedlejší rezervní měny, a to kanadský a australský dolar, švýcarský frank a měny dalších, vysoce rozvinutých světových ekonomik jako je švédská koruna, a korejský won. Čínské renminbi, s výsledným potenciálem 56,1%, vykazuje nejvyšší hodnotu parametru  $I$  z měn zemí skupiny BRIC. Internacionalizační potenciál měn ostatních zemí této skupiny zůstává nízký.

Tabulka 21 Potenciál měnové internacionalizace u čtrnácti vybraných měn

Měna	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	AUD	SEK
$I$ (2020)	83,0	81,3	79,1	75,2	75,2	70,4	70,4
Měna	CHF	KRW	CNY	RUB	INR	MXP	BRL
$I$ (2020)	70,0	63,0	56,1	38,7	33,0	30,4	27,8

Zdroj: vlastní výpočet, převzato ze studie Sadil, Přílučková a Sipko (2021)

Výsledky z navrženého fuzzy modelu je vhodné porovnat s tabulkami 10-16, které uvádí ukazatele měnové koncentrace nejvýznamnějších světových měn. Mezi hodnotami potenciálu měnové internacionalizace ( $I$ ) a jednotlivými měřítky měnové koncentrace je patrný silně nelineární vztah. Mezinárodní měnový trh lze

charakterizovat jako trh nedokonalé konkurence monopolního, případně oligopolního charakteru. Síťový a substituční efekt posiluje poptávku po měně, která má nejvyšší potenciál měnové internacionalizace. Tato měna bude zpravidla charakteristická nejnižšími transakčními náklady, rozvinutou obchodní sítí a rozvinutým finančním trhem. Rozdíl v parametru  $I$  u amerického dolaru a eura znamená 20 procentních bodů rozdíl v rámci měnové koncentrace mezi těmito měnami (tab. 17). Uvedená data tak potvrzují závěry, které o síťovém efektu uvádí Kiyotaki a Wright (1989).

#### **7.4 Potenciál měnové internacionalizace a jeho trend u tří klíčových měn multipolárního měnového systému**

Americký dolar dosahuje nejvyšší zjištěné hodnoty potenciálu měnové internacionalizace (tab. 21), navzdory některým zhoršujícím se ekonomickým ukazatelům, které ekonomika USA v současné době vykazuje. Jedná se především o výrazně zápornou, čistou investiční pozici, snižující se podíl HDP na globální ekonomice a zhoršení ratingu této země. Na druhou stranu, ve prospěch amerického dolaru působí dimenze měnové stability, finanční otevřenosti a politické podpory. Zajímavé poznatky lze získat dosazením dat z roku 2001 a 2010 do využitého fuzzy-logického modelu (tab. 23). Je zde patrné oslabení internacionalizačního potenciálu o více než šest procent během uplynulých dvou desetiletí. Nižších hodnot parametru  $I$  v případě amerického dolaru bylo dosaženo zhoršujícími se determinanty v rámci dimenze hospodářské výkonnosti.

Hodnota  $I$  pro euro zaostává vůči americkému dolaru o 1,7%. Potenciál měnové internacionalizace je podpořen srovnatelnými determinanty jako u amerického dolaru, především v rámci dimenze hospodářské výkonnosti. V neprospěch eura však působí vyšší fragmentace a nižší rozvinutost finančních trhů v porovnání s finančními trhy v USA a také nižší úroveň politicko-právních aspektů.

V případě čínského renminbi působí v jeho neprospěch především restrikce na kapitálovém účtu a uzavřenost finančního trhu. Naopak příznivými determinanty v případě renminbi jsou hospodářská výkonnost a také měnová stabilita. Čínské renminbi během uplynulých dvaceti let svůj internacionalizační potenciál téměř zdvojnásobilo (tab. 23).

Pokud je do představeného fuzzy-logického modelu zadán předpoklad liberalizace kapitálového účtu, otevřených finančních trhů a předpoklad volného výměnného kurzu renminbi, pak se může navýšit internacionalizační potenciál renminbi až za hranici 70%. Lze tak souhlasit se závěrem Chena, Penga a Shu (2009), kteří ve své studii uvádějí, že potenciál renminbi jako světové rezervní měny může být na úrovni britské libry nebo japonského jenu.

V tabulce 22 jsou uvedeny hodnoty potenciálu měnové internacionalizace  $I$  dle vstupních hodnot z roku 2020. Dále jsou zde uvedeny průměrné hodnoty měnové koncentrace tří vybraných měn za rok 2019. Z tabulek 22 a 23 je patrné, že měnová internacionalizace i měnová koncentrace u amerického dolaru vykazuje

mezi lety 2001-2020 mírně klesající trend. Naproti tomu čínské renminbi vykazuje ve stejném období u obou parametrů rostoucí trend. Euro vykazuje relativně stabilní hodnoty měnové koncentrace (tab. 22). V případě internacionalizace eura se hodnotu potenciálu měnové internacionalizace *I* nepodařilo zjistit pro roky 2001 a 2010. Avšak na základě reportů Evropské centrální banky: The international role of the euro lze doložit, že mezinárodní měnová pozice eura zůstává ve sledovaném období relativně stabilní (European Central Bank, 2020a).

Přechod k multipolárnímu měnovému systému lze prokázat klesajícími hodnotami měnové koncentrace a potenciálu měnové internacionalizace u amerického dolaru a současně rostoucími hodnotami stejných parametrů u čínské renminbi. Zároveň je podstatné, že se hodnota parametru *I* u amerického dolaru přiblížila hodnotě parametru *I* v případě eura v roce 2020. Na úrovni potenciálu měnové internacionalizace tak lze existenci trendu přechodu k měnové multipolaritě potvrdit.

Tabulka 22 Komparace amerického dolaru, eura a renminbi z pohledu měnové koncentrace a internacionalizace

	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>CNY</b>
<i>I</i> (potenciál internacionalizace, 2020, %)	89,1	81,3	56,1
Průměrná měnová koncentrace (2019, %)	48,5	27,2	1,49
Trend internacionalizace měny (do roku 2020)	Klesající	Stabilní	Silně rostoucí
Trend vývoje měnové koncentrace (do roku 2020)	Mírně klesající	Stabilní	Mírně rostoucí

Zdroj: vlastní výpočty a European Central Bank (2020a), převzato ze studie Sadil a Sipko (2022)

Tabulka 23 Komparace amerického dolaru a renminbi z pohledu měnové koncentrace a internacionalizace v letech 2001-2020

Měna	<b>USD</b>	<b>CNY</b>
Potenciál <i>I</i> (2001)	89,1	29,6
Potenciál <i>I</i> (2010)	88,3	50,9
Potenciál <i>I</i> (2020)	83,0	56,1
Změna 2001–2020 (%)	<b>-6,84 %</b>	<b>+190 %</b>
Koncentrace měny (2001)	48,6	<0,15
Koncentrace měny (2010)	42,8	0,15
Koncentrace měny (2019)	48,1	1,49
Změna 2001-2020 (p. b.)	<b>-0,5</b>	<b>+ 1,34 až 1,49</b>

Zdroj: vlastní výpočty

## 7.5 Shrnutí druhé výzkumné části

V závěru této části jsou uvedeny odpovědi na výše uvedené výzkumné otázky a je zde uvedeno shrnutí zjištěných poznatků.

V případě výzkumné otázky (VO4) lze odkázat na tabulku 21, která zachycuje potenciál měnové internacionalizace pro vybrané měny za rok 2020.

V případě výzkumné otázky (VO5) je patrné, že americký dolar vykazuje klesající potenciál měnové internacionalizace. V případě eura je odpověď nejednoznačná, tato měna vykazuje v roce 2020 nižší hodnotu potenciálu I než jakou vykazuje americký dolar, avšak mezinárodní role eura je dle reportů Evropské centrální banky dlouhodobě stabilní. V případě renminbi je patrný výrazný růst potenciálu měnové internacionalizace ve sledovaném období.

Dále je nutné zmínit, že v případě amerického dolaru se hodnoty měnové koncentrace a potenciálu měnové internacionalizace pohybují ve stejném, klesajícím trendu. V případě čínského renminbi je situace opačná. I tento závěr svědčí ve prospěch teze o přechodu k multipolárnímu měnovému systému.

Jak již bylo zmíněno v předchozí části, mezinárodní měnový systém v současnosti nevykazuje multipolární charakter. Avšak vzhledem ke zde zjištěným poznatkům lze přechod k měnové multipolaritě v budoucnosti očekávat. Autor studie se podobně jako Kenen (2011b) a Prasad (2016) kloní spíše k delšímu časovému horizontu, v němž by mělo k přechodu k měnové multipolaritě dojít.

Tabulka 24 Definice proměnných, měřítek a zdrojů pro fuzzy-logický model

Proměnná	Definice a měřítka	Zdroje	
Panel A: Závislá proměnná: Potenciál měnové internacionalizace			
I	Potenciál měnové internacionalizace představuje potenciál měny plnit funkci světové rezervní měny.	Mohan, Patra & Kapur (2013)	
Panel B: Vysvětlující proměnné: Charakteristiky pro konkrétní měnu (hospodářská výkonnost, měnová stabilita, finanční otevřenost, právní a politický systém)			
<i>Dimenze hospodářské výkonnosti</i>			
EP	Hospodářská pozice ve světové ekonomice, měřená jako procentní podíl na světovém HDP při výměnných kurzech parity kupní síly.	International Fund (2021a)	Monetary
ET	Důvěryhodnost určená dlouhodobým úvěrovým ratingem pro státní dluhopisy podle agentury S&P.	S&P (2021)	
GTP	Pozice konkrétní ekonomiky v mezinárodním obchodě, měřená podílem na celkovém globálním exportu.	World Trade Organization (2021)	
EEP	Vnější ekonomická pozice, vyjádřená čistou mezinárodní investiční pozicí (NIIP) jako procento HDP. Výpočty jsou založeny na rozdílu mezi externími finančními aktivy a závazky dané země dle definice v 6. vydání Příručky platební bilance (BPM6).	International Fund (2021a)	Monetary
DI	Diverzifikace exportu je hodnocena dle indexu diverzifikace exportu MMF, který poskytuje informace o kvalitě exportu země. Vyšší hodnoty indexu odpovídají nižší diverzifikaci exportu země.	International Fund (2021a)	Monetary
GC	Konkurenceschopnost v rámci světové ekonomiky se měří pomocí indexu globální konkurenceschopnosti Světového ekonomického fóra 4.0, který agreguje 103 ukazatelů.	Schwab (2019)	
ED	Zahraniční dluh měřený jako hrubý veřejný dluh v procentech HDP.	International Fund (2021a)	Monetary
<i>Dimenze měnové stability</i>			
CPI	Cenová stabilita, měřená průměrnou 10letou meziroční mírou růstu cenové hladiny dle indexu spotřebitelských cen. (2010 = 100).	International Fund (2021a)	Monetary
CBT	Transparentnost centrální banky měřená jako skóre v rámci 15 kritérií transparentnosti (0 min. – 15 max).	Eichengreen & Dincer (2013)	
<i>Dimenze finanční otevřenosti</i>			
CAO	Otevřenost kapitálového účtu, měřená stupněm otevřenosti kapitálového účtu v dané zemi, podporovaného normalizací finanční otevřenosti indexu publikovaného autory Chinn a Ito (index KAOPEN).	Chinn & Ito (2018)	
FMO	Index otevřenosti finančního trhu je neváženým průměrem otevřenosti dvanácti typů kategorií aktiv: akcie, dluhopisy, peněžní trh, kolektivní investování, deriváty a další nástroje. Pohybuje se mezi hodnotami 0 až 1 (1 znamená plně liberalizované finanční trhy).	International Fund (2016a)	Monetary
FMD	Rozvinutost finančního trhu měřená indexem finančního rozvoje, který hodnotí jednotlivé ekonomiky dle hloubky, šířky, přístupnosti a efektivity příslušných finančních institucí a finančních trhů.	International Fund (2020a)	Monetary
ERA	Režim měnového uspořádání dle klasifikace AEREAR Mezinárodního měnového fondu.	International Fund (2020b)	Monetary



LI	Likvidita dané měny měřená spreadem mezi nákupní a prodejní cenou dané měny na měnovém trhu (vůči americkému dolaru). Umožní klasifikovat měny do kategorií hlavní, vedlejší a exotická.	Foreign Exchange data (vlastní výpočty)
----	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------

*Politicko-právní dimenze*

PS	Politická stabilita, měřená vnímáním pravděpodobnosti, že vláda bude destabilizována nebo svržena neústavními nebo násilnými prostředky, včetně politicky motivovaného násilí a terorismu. Měřeno indexem politické stability, který je publikován světovou bankou.	The Global Economy (2021)
CL	Úroveň korupce měřená indexem vnímání korupce, který na základě odborníků a podnikatelů klasifikuje vnímanou úroveň korupce ve veřejném sektoru na stupnici od 0 do 100. 0 značí vysokou korupci, 100 minimální korupci.	Transparency International (2021)
WJP	Právní úroveň v konkrétní zemi, měřená pomocí indexu právního státu. Čím vyšší hodnota, tím je úroveň práva v konkrétní zemi vyšší.	World Justice Project (2021)
PI	Vojenská síla měřená pomocí PowerIndex. Čím nižší hodnota, tím je vyšší bojová síla jednotlivé země.	Global Fire Power (2021)
SDR	Podíl měny v rámci koše Zvláštních práv čerpání (SDR) v %.	International Monetary Fund (2021b)

Pro konkrétní vstupní hodnoty pro každou ze tří analyzovaných měn (americký dolar, euro, renminbi) lze čtenáře odkázat na zdroje uvedené v této tabulce. Pro výpočet měnové internacionalizace byla využita data co nejaktuálnější ke konci roku 2020 a rovněž také data pro rok 2010 a 2000. V případě, kdy nebylo možné nalézt hodnoty pro celou eurozónu, byly tyto hodnoty odvozeny na základě vážených průměrů pro jednotlivé země v eurozóně.

**Zdroj: vlastní zpracování, převzato ze studií Sadil a Sipko (2022) a Sadil, Přílučková a Sipko (2021)**

Tabulka 25 Transformační matice

Dimenze	Slovní / numerická proměnná					
<b>Hospodářská výkonnost</b>						
EC	ET	GTP	EED	DI	GC	ED
Velmi vysoký podíl (> 6 %) [20] Vysoký podíl (3-6 %) [12] Střední podíl (0.5-3 %) [4] Nízký podíl (0.1-0.5 %) [2] Velmi nízký podíl (<0.1 %) [1]	Minimální riziko (AAA) [20] Nízké riziko (AA/A) [12] Střední riziko (BBB/BB) [4] Vysoké riziko (B/CCC) [2] Bankrotní ohrožení (CC/D) [1]	Dominantní pozice (> 7 %) [20] Významná pozice (2.5-7 %) [12] Vedlejší pozice (0.5-2.5 %) [4] Marginální pozice (< 0.5 %) [1]	Velmi kladná (> +50 %) [10] Kladná (0-50 %) [8] Záporná (-50-0 %) [6] Velmi záporná (> -50 %) [4]	Velmi vysoká (< 2.38) [10] Vysoká (2.38-3.28 %) [7] Střední (3.28-4.04 %) [5] Nízká (4.04-4.77 %) [3] Velmi nízká (> 4.77) [1]	Velmi vysoká (> 100 %) [1] Vysoký (60-80 %) [3] Střední (40-60 %) [5] Nízký (20-40 %) [7] Velmi nízký (< 20 %) [10]	Velmi vysoká (> 100 %) [1] Vysoký (60-80 %) [3] Střední (40-60 %) [5] Nízký (20-40 %) [7] Velmi nízký (< 20 %) [10]
<b>Měnová stabilita</b>						
	CPI	CBT				
	Deflace (> -0.5 %) [10] Velmi nízká inflace (0.5-2.5 %) [20] Nízká inflace (2.5-7 %) [10] Střední inflace (7-25 %) [2] Vysoká inflace (> 25 %) [0]	Vysoce transparentní (12-15) [10] Spíše transparentní (8-12) [8] Průměrně transparentní (4-8) [5] Netransparentní (< 4) [1]				
<b>Finanční otevřenost</b>						
	CAO	FMO	FMD	ERA	LI	
	Zcela otevřený (0.9-1) [20] Otevřený (0.6-0.9) [15] Spíše otevřený (0.4-0.6) [10] Spíše uzavřený (0.2-0.4) [5] Uzavřený (0-0.2) [1]	Zcela otevřené (0.8-1) [20] Otevřené (0.6-0.8) [15] Spíše otevřené (0.4-0.6) [10] Spíše uzavřené (0.2-0.4) [5] Uzavřené (0-0.2) [1]	Vysoký stupeň (> 0.64) [10] Střední stupeň (0.44-0.64) [7] Nízký stupeň (0.30-0.44) [3] Velmi nízký stupeň (< 0.30) [1]	Volný floating [10] Řízený floating [7] Crawling pegs [3] Fixní kurz [1]	Exotická měna (> 50 pipů) [1] Vedlejší měna (3-50 pipů) [5] Hlavní měna (0-3 pipů) [10]	
<b>Politicko-právní dimenze</b>						
	PS	CL	WJP	PI	SDR	
	Stabilita (0.5-2.5) [10] Spíše stabilita (0.0-0.5) [7] Spíše nestabilita (0.0-1.0) [3] Nestabilita (-1.0--2.5) [1]	Velmi nízká (90-100 %) [10] Relativně nízká (70-90 %) [7] Střední (40-70 %) [3] Vysoká (0-40 %) [1]	Velmi vysoká (0.75-1) [10] Vysoká (0.50-0.75) [7] Střední (0.25-0.50) [3] Nízká (0.0-0.25) [1]	Supervelmoc (< 0.10) [10] Vysoká síla (0.10-0.25) [7] Střední síla (0.25-0.75) [3] Slabá síla (> 0.75) [1]	Nejvyšší podíl (max %) [10] Vysoký podíl (> 10 %) [5] Nízký podíl (< 10 %) [3] Žádný podíl (0 %) [0]	

Kulaté závorky uvádí rozhodovací kritéria, dle kterých lze numerickou či lingvistickou hodnotu převést do fuzzy lingvistické kategorie. V hranatých závorkách je uvedena odpovídající váha pro každou kategorii v rámci fuzzy-logického modelu, která vstupuje do výpočtu potenciálu měnové internacionalizace. Např. pokud má, v rámci hodnocení potenciálu měnové internacionalizace amerického dolaru, ekonomika USA rating AA/A, pak to odpovídá kategorii nízké riziko s váhou 12.

Zdroj: vlastní zpracování, převzato ze studie Sadil a Sipko (2022)

## 8. PERSPEKTIVA AMERICKÉHO DOLARU

Světové rezervní měny získávají a ztrácejí své pozice velmi pozvolně. Americký dolar je světovou rezervní měnou fakticky již od 30. let 20. století (Eichengreen, 2011). Udržení statutu světové měny je v případě amerického dolaru spojeno nejen s uvedenými determinanty měnové internacionalizace (tab. 27), ale primárně také souvisí s udržitelnou monetární a fiskální politikou v USA, dále s udržitelnou budoucí fiskální kapacitou americké ekonomiky s akcentem na zachování měnové stability amerického dolaru (Obstfeld, 2011). V neposlední řadě souvisí také se zachováním stávající úrovně finanční otevřenosti a udržením politicko-vojenského vlivu ve světě.

Cílem této části je s pomocí konceptů měnové koncentrace, analýzy literárních zdrojů a vlastního výzkumu s využitím případové studie a syntézy odpovědět na následující výzkumnou otázku:

(VO6) *Jaká je budoucí perspektiva amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?*

Struktura této části je následující. Nejprve je pozornost zaměřena na současnou měnovou koncentraci amerického dolaru. Dále následují sekce zaměřené na čtyři základní dimenze měnové internacionalizace amerického dolaru (hospodářská výkonnost, finanční otevřenost, měnová stabilita a politicko-právní dimenze). Důraz je zde kladen také na zhodnocení monetární a fiskální politiky USA ve sledovaném období 2001 až 2021. Analyzovány jsou primárně ty ekonomické a politické determinanty, které mohou negativně ovlivnit dominantní pozici amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému.

### 8.1 Měnová koncentrace amerického dolaru

Americký dolar vykazuje ve sledovaném období let 2001 až 2021 nejvyšší hodnotu měnové koncentrace i měnové internacionalizace (tab. 26 a 27). Avšak je zřejmé, že v čase dochází ke snižování těchto hodnot. Americký dolar funguje jako bezpečný měnový přístav, což se projevilo nejen v případě finanční krize v roce 2008 (McCauley, 2009), ale také krátkodobým posílením dolaru vůči vedlejším a exotickým měnám na jaře 2020, na začátku pandemie COVID-19.

Na základě tabulky 26 lze konstatovat, že americký dolar si dlouhodobě udržuje stabilní hodnoty měnové koncentrace jako prostředek směny. Jedná se o obrat na globálním devizovém trhu a také v případě trhu s OTC deriváty. Rovněž na komoditním trhu se většina položek obchoduje v amerických dolarech. Klíčový je obchod s energetickými komoditami, jako ropa, zemní plyn, s potravinovými komoditami a drahými kovy. V rámci této funkce lze očekávat udržení podílů dolaru i v budoucích letech. Pravděpodobnost scénáře přechodu k obchodování s ropou a zemním plynem v jiných měnách se kvůli rusko-ukrajinské krizi zvyšuje, avšak pozice amerického dolaru na komoditních trzích zůstane v blízké budoucnosti nadále relativně stabilní.

Tabulka 26 Měnová koncentrace amerického dolaru

<b>Americký dolar (USD)</b>	<b>2001</b>	<b>2010</b>	<b>2020</b>
Podíl na obratu na devizovém trhu (%)	43,5	42,4	44,2
Podíl na obratu u OTC derivátů (%)	31	32	50
Podíl na přeshraničních bankovních pohledávkách	50,1	44,6	45,9
Podíl na mezinárodních dluhopisech	48,2	31,7	46,6
Podíl na alokovaných globálních devizových rezervách	71,5	62,2	59,8
Podíl na globálních platbách	n/a	44,1	42,5
Průměrná měnová koncentrace	48,9	42,8	48,4
Průměrná měnová koncentrace (bez obratu u OTC derivátů)	53,3	45,0	47,8

Zdroj: vlastní výpočty, převzato ze studie Sadil a Sipko (2022)

V případě investiční a kapitálové funkce lze pozorovat mírně klesající trend. Podíl dolaru ve sledovaném období mírně klesl u přeshraničních bankovních pohledávek a také v rámci podílů na mezinárodních dluhopisech (Bank for International Settlements, 2021). Tato změna primárně souvisí s klesající relativní velikostí ekonomiky USA v rámci světové ekonomiky. Americký dolar si udržuje příslušné hodnoty měnové koncentrace částečně kvůli problémům spojeným s eurem (po roce 2010), které zde představuje nejdůležitější konkurenční měnu. Vysoké hodnoty měnové koncentrace jsou důsledkem rozvinutého finančního systému v USA.

Velmi důležitý trend představuje pokles měnové koncentrace u podílu na alokovaných devizových rezervách. Americký dolar ztratil ve sledovaném období více než 10 % podíl. Funkci devizových rezerv postupně navyšuje čínské renminbi a také euro. Aktuálně se diskutuje o významu kryptoměn jako devizových rezerv, o znovuoobnovení úlohy zlata a rozšíření funkcí a významu SDR (Carver & Pringle, 2020). Stejně tak klesá podíl amerického dolaru na globálních platbách (funkce uchovatele hodnoty). Data z organizace SWIFT nezachycují ostatní platební systémy (např. ze zemí skupiny BRIC), proto mohou být skutečné hodnoty pro americký dolar o několik procentních bodů nižší. Hodnoty pro rok 2001 nebyly k dispozici, avšak lze odhadnout, že využití amerického dolaru v globálních platbách bylo vyšší než v roce 2010.

Celkový pokles měnové koncentrace amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému je více zřejmý, pokud přihlídneme k průměrným hodnotám měnové koncentrace (tab. 26). Budoucí hodnoty měnové koncentrace budou ovlivněny změnami v rámci dimenzí měnové internacionalizace. Tyto dimenze jsou představeny v následujících sekcích.

## 8.2 Dimenze hospodářské výkonnosti

Dimenze hospodářské výkonnosti bude při zachování současného trendu v budoucnosti představovat spíše překážku pro internacionalizaci amerického dolaru. Ekonomika USA zaznamenala v krizovém roce 2020 pokles růstu meziročního hrubého domácího produktu o -3,4%. Dle měřítka parity kupní síly je americká ekonomika co do své velikosti od roku 2013 na druhé pozici za čínskou ekonomikou. Tento rozdíl se v uplynulých letech zvyšoval, navíc očekávaný vývoj v příštích letech umožní čínské ekonomice významně zvýšit náskok oproti americké. V případě měření HDP pomocí nominálních cen je patrné výrazné snížení náskoku ekonomiky USA vůči čínské ekonomice. Tento trend je predikován i v příštích dvou letech (International Monetary Fund, 2021a).

Snížení globálního podílu americké ekonomiky povede ke snížení fiskální kapacity a s tím spojené schopnosti poskytovat globální likviditu (Fahri, Gourichas & Rey, 2011).

Tabulka 27 Dimenze měnové internacionalizace amerického dolaru

<b>Dimenze hospodářské výkonnosti</b>	<b>Přiřazený ukazatel</b>	<b>(2020)</b>
Pozice v rámci světové ekonomiky	Podíl na globálním HDP (PPP, %)	15,68
Důvěryhodnost ekonomiky	Rating ekonomiky S & P	AA
Pozice v rámci světového obchodu	Podíl na světovém vývozu (%)	10,25
Vnější ekonomická pozice	Čistá investiční pozice (% HDP)	-67
Exportní diverzifikace	Index exportní diverzifikace	1,72
Konkurenceschopnost ekonomiky	Index světové konkurenceschopnosti	83,7
Vnější zadlužení ekonomiky	Hrubý veřejný dluh (% HDP)	131,8
<b>Dimenze měnové stability</b>		
Cenová stabilita	10Y vývoj CPI (2010=100)	118,7
Transparentnost centrální banky	Index transparentnosti CB	11
<b>Dimenze finanční otevřenosti</b>		
Otevřenost kapitálového účtu	Index KAOPEN	1
Otevřenost finančních trhů	Index otevřenosti kapitálových trhů	0,7
Rozvinutost finančních trhů	Index rozvoje finančního trhu	0,9
Režim kurzového uspořádání	Kurzový režim dle klasifikace MMF	Float
Úrokové rozpětí výměnného kurzu	Kategorie měny dle likvidity na trhu	Main
<b>Dimenze politicko-právní</b>		
Politická stabilita	Political stability index	0,30
Úroveň korupce	Index vnímané korupce	70
Úroveň legislativy	Index právního státu	0,72
Vojenská síla	PowerIndex	0,072
Váha měny v SDR	Podíl měny v SDR koši (%)	41,73

Zdroj: vlastní zpracování

Důvěryhodnost americké ekonomiky, vyjádřená prostřednictvím ratingu, je vysoká, avšak i zde došlo ve sledovaném období ke snížení o jeden investiční stupeň. Do budoucna je zde predikován negativní výhled a očekává se další snížení tohoto ratingu (S&P Global, 2021). Společně s poklesem relativní ekonomické velikosti ekonomiky USA lze očekávat i postupné relativní oslabení pozice v mezinárodním obchodu se zbožím i službami.

Americký dolar realizuje výhody z široké obchodní sítě, z jeho rozsáhlého využívání v mezinárodním platebním styku, nízkých transakčních nákladů a skutečnosti, že slouží jako hlavní obchodní měna na komoditních trzích a jako kotevní měna pro řadu jiných ekonomik (Cohen, 2015; International Monetary Fund, 2018). Pozice v rámci světového exportu je slabší než u konkurenční eurozóny a Číny. Dalšími příznivými benefity pro americký dolar zůstanou velmi dobrý stupeň exportní diverzifikace a vysoký index světové konkurenceschopnosti.

Čistá investiční pozice ekonomiky USA zaznamenala v průběhu roku 2020 bezprecedentní zhoršení, na zápornou hodnotu necelých 67% v poměru k HDP, roce 2021 pak záporných 72%. Přitom v roce 2019 tato hodnota dosahovala záporných 50%. Pro srovnání, za celé období mezi lety 2000 až 2010 se čistá investiční pozice USA zhoršila jen o 10%. V roce 2020 také poprvé překročil poměr čisté investiční pozice vůči akumulovanému deficitu běžného účtu platební bilance hodnotu 100%. Tímto je patrně vyřešena Position puzzle (Curcuro, Thomas & Warnock, 2013), kdy byla čistá investiční pozice dlouhodobě výrazně nižší než akumulované deficity běžného účtu platební bilance USA (tab. 28). V roce 2022 je očekáváno další prohloubení tohoto deficitu.

Tabulka 28 Čistá investiční pozice USA

<b>ROK</b>	<b>Poměr NIIP / <math>\Sigma</math> deficitu běžného účtu</b>	<b>Čistá investiční pozice (% HDP)</b>
2006	-36,2 %	-16 %
2011	-56,3 %	-20 %
2021	-102,4 %	-67 %

Zdroj: vlastní zpracování dle U.S. Bureau of Economic Analysis (2022)

Analýza čisté mezinárodní investiční pozice USA (tab. 28) odhalí, že od roku 2006 až do roku 2019 se tato pozice zhoršila více než pětinasobně. Ve sledovaném období došlo k tak výraznému zhoršení čisté investiční pozice USA, jaká nemá v historii obdoby.

Zvýšení zahraničních aktiv USA (celkem 28,26 bil. USD za rok 2019) bylo způsobeno především finančními deriváty, zejména pak zvýšením počtu kontraktů o úrokových sazbách. Závazky USA vzrostly na začátku roku 2019 na celkových 39,21 bil. USD. Růst je patrný v případě všech kategorií závazků (přímé, portfoliové investice, deriváty a ostatní závazky). Nejvýznamnější

položkou závazku USA jsou portfoliové investice, jejichž kumulovaná hodnota představuje 20,87 bil. USD. Americká dluhová aktiva (krátkodobé pokladniční poukázky a dluhopisy) jsou nakupována zahraničními ekonomickými subjekty. Při detailnějším prozkoumání jednotlivých aktivních a pasivních položek je patrné, že v roce 2019 je celková bilance přímých investic, finančních derivátů a ostatních položek nevyrovnaná. Je zde patrný deficit -2 bil. USD. Přitom v roce 2015 bylo možné hovořit o ještě o rovnováze. Zajímavá je bilance na účtu portfoliových investic. Bilance v roce 2019 je vyšší než -8 bil. USD. Čistá mezinárodní investiční pozice tak v souhrnu vykazuje deficit více než -10 bil. USD (oproti -2 bil. USD v roce 2006). Nejvýznamnější položkou portfoliových investic jsou státní dluhopisy a státní pokladniční poukázky. Veřejný dluh USA tak představuje zásadní příčinu zhoršování čisté mezinárodní investiční pozice této ekonomiky (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2022).

Podle odhadů je v držení zahraničních ekonomických subjektů téměř 50% krátkodobých pokladničních poukázek a téměř 70% státních dluhopisů USA (International Monetary Fund, 2019). Vzhledem k nepříznivému vývoji celkového federálního dluhu USA lze očekávat, že v budoucnu se čistá mezinárodní investiční pozice bude nadále zhoršovat (viz tab. 28 a obr. 7 a 8).

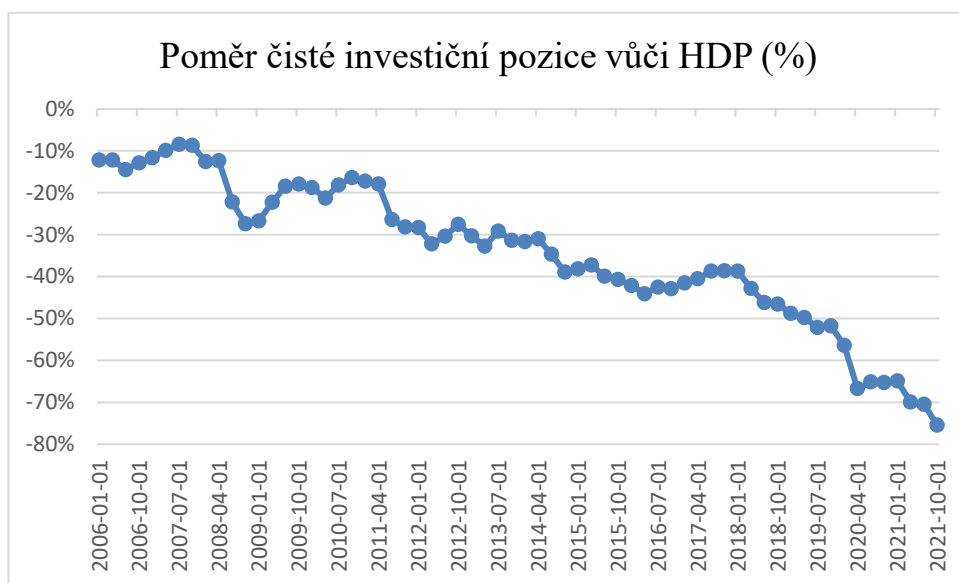
Obrázek 8 zachycuje vývoj bilance běžného účtu USA (% HDP). Je patrné, že v důsledku permanentního schodku bilance běžného účtu dochází také k nepříznivému vývoji čisté mezinárodní investiční pozice. Od roku 1989 jsou USA čistým dlužníkem. Zatímco v 90. letech 20. století se pozice čistého dlužníka prohlubovala jen pozvolna (schodek běžného účtu nepřekročil 2% HDP), od roku 1997 je patrná rostoucí tendence v tomto zadlužení. Zůstatek běžného účtu se začal zhoršovat již před fiskální expanzí v roce 1998. V roce 2000 dosáhla záporná čistá investiční pozice USA -10 % HDP. V roce 2010 je tato hodnota -20% HDP. Výrazný nárůst zadlužení je evidentní v roce 2015 (-40% HDP) a v roce 2021 dosahuje záporná čistá investiční pozice více než dvou třetin (-67%) HDP americké ekonomiky (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2022).

Čistou investiční pozici USA ovlivňuje také skutečnost, že zahraniční aktiva USA jsou denominována v jiných měnách. Zhoršení čisté mezinárodní investiční pozice bylo v letech 2001 až 2007 částečně tlumeno oceňovacím efektem.

Zahraněční aktiva USA jsou denominována v jiných měnách než v USD. Depreciace kurzu amerického dolaru mění jejich hodnotu v dolarech. Ukázalo se, že zhoršení čisté mezinárodní investiční pozice bylo nižší, než jaký byl kumulativní schodek běžného účtu platební bilance. Právě mezi lety 2001 až 2007 pomohla devalvace dolaru zlepšit pozici USA v rámci čisté mezinárodní investiční pozice asi o 960 mld. USD (viz obr. 7). K opačnému vývoji dochází v případě posílení USD, typického pro období krize v letech 2008 až 2011. Zde došlo ke zhoršení přibližně o 346 mld. USD z důvodu apreciacie dolaru.

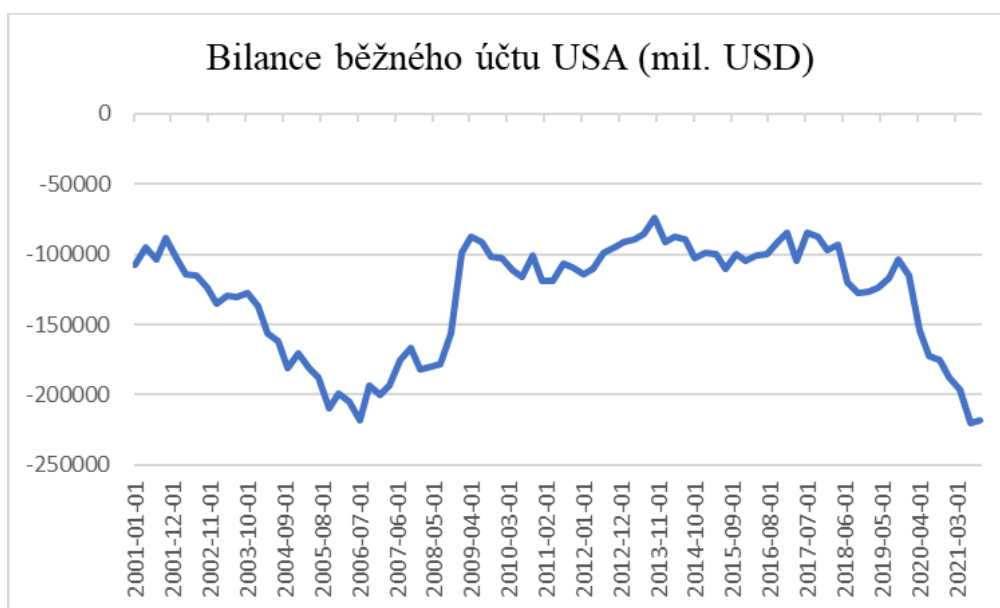
Podobný vývoj lze očekávat v případě globálních krizí, zejména pak v souvislosti s pandemickou krizí v roce 2020. Na začátku roku 2020 dolar posílil vůči celé řadě vedlejších a exotických měn. Dopady tohoto posílení dolaru na

čistou investiční pozici USA bude nutné zohlednit až s odstupem času. Efekt ocenění střídavě zlepšuje i zhoršuje čistou mezinárodní investiční pozici.



Obrázek 7 Poměr čisté investiční pozice vůči HDP (%)

Zdroj: vlastní zpracování dle U.S. Bureau of Economic Analysis (2022)



Obrázek 8 Bilance běžného účtu (USA)

Zdroj: vlastní zpracování dle U.S. Bureau of Economic Analysis (2022)

Otázkou zůstává, nakolik je čistá investiční pozice hrozbou pro americkou ekonomiku. Dlouhodobě byla tomuto ukazateli věnována nízká pozornost ze strany analytiků. Problémem zde není jen záporný deficit v případě obchodu se zbožím, ale odtok peněžních prostředků v podobě zaplacených úroků na financování dluhu.



Na jedné straně je zde růst cen aktiv na finančních trzích v USA, který však zpravidla kopíruje zvýšení objemu peněz v ekonomice, na straně druhé čím dál větší objem z těchto aktiv je vlastněn ze zahraničí (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2022).

Běžné výnosy v podobě úroků, dividend a rent poté odcházejí z americké ekonomiky, zhoršují platební bilanci a vedou k prohloubení stávající nerovnováhy. Tyto odchozí peněžní prostředky mohou představovat komplikaci při provádění monetární a fiskální politiky v budoucnosti, například lze pochybovat o účinnosti kvantitativního uvolňování.

Je vhodné uvést, že země, které vykazují rekordní hodnoty záporné čisté investiční pozice (Irsko, Řecko, Portugalsko, Španělsko) čelily ve sledovaném období závažným dluhovým krizím. Případný pokles cen akcií by snížil čistá zahraniční pasiva. To je ale podmíněno slabším dolarem a také oslabením domácí poptávky v USA. Vysoký převis čistých zahraničních závazků historicky zvyšuje riziko vzniku vnějších krizí (Catao & Milesi-Ferretti, 2014).

Dále je nutné uvést rekordní rozpětí mezi schodkem federálního rozpočtu (-14,96%) a saldem běžného účtu platební bilance (-3,4%, v roce 2020). Poměr federálního dluhu a HDP překročil v roce 2020 hranici 100% (International Monetary Fund, 2021a). Kvůli pandemii COVID-19 spojené s vládní pomocí k zotavení americké ekonomiky lze dále očekávat postupné zhoršování uvedených dluhových ukazatelů (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2022).

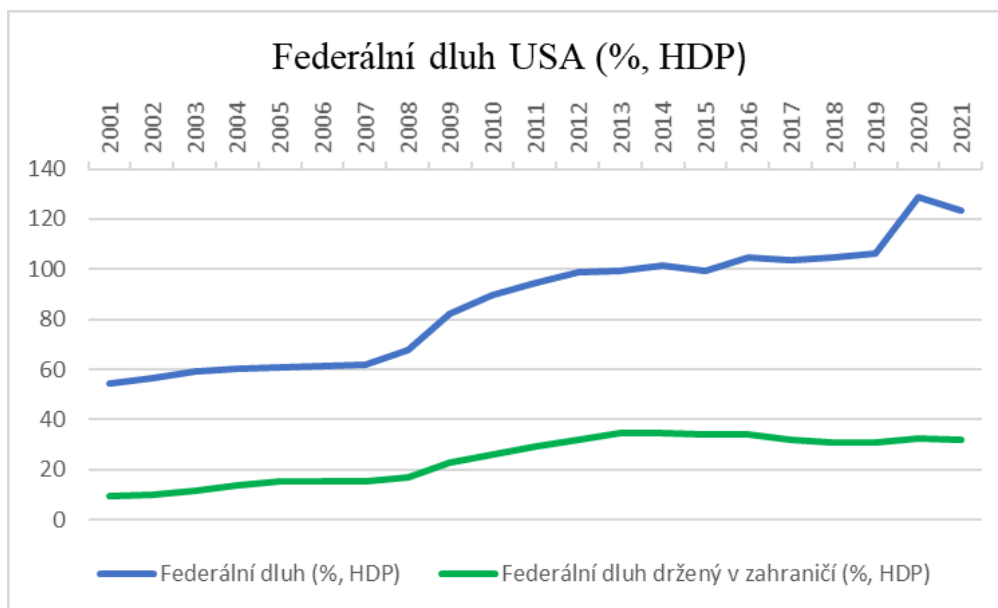
Běžný účet platební bilance se v případě expanzivní fiskální politiky zhorší. Fiskální politika pak nemůže přímo vést k rozšíření globální nerovnováhy. Nezodpovědná fiskální politika může zhoršit vnější nerovnováhu v době, kdy domácí ekonomické subjekty mají nižší sklon k úsporám. To bylo typické pro ekonomiku USA v období 2001-2008. Každoročně rostoucí schodky federálního rozpočtu jsou evidentní od roku 2015 až do současnosti. Lze tedy vyslovit tezi, že rostoucí deficity federálního rozpočtu budou nadále prohlubovat nerovnováhu na běžném účtu platební bilance a tím přispějí k rozšiřování globálních nerovnováh.

Chinn a Ito (2008) uvádějí, že zhoršení salda veřejného rozpočtu o 1% zvýší schodek běžného účtu platební bilance v průměru o 0,1 až 0,5% bodu. Opačnou situaci, kdy dochází ke zlepšení salda veřejného rozpočtu o 1% zkoumali ve své studii Abbas *et al.* (2010) a docházejí k závěru, že uvedené zlepšení o 1% vede k zlepšení bilance běžného účtu platební bilance o 0,2 až 0,3% bodu.

Není však zřejmé, jak silný dopad zde bude mít fiskální politika USA v blízké budoucnosti, protože úroveň zadlužení americké ekonomiky se ve sledovaném období výrazně zvýšila.

Studie European Central Bank (2008) uvádí vztah mezi fiskální politikou a běžným účtem platební bilance, který se mění v závislosti na poměru veřejného dluhu k HDP. V této studii je uveden závěr, dle kterého v ekonomice, která vykazuje velmi vysokou úroveň veřejného dluhu (více než 90% k HDP), existuje záporný vztah mezi růstem schodku veřejného rozpočtu a běžným účtem platební bilance. Je zřejmé, že tento vztah v případě vysoce zadlužené ekonomiky USA

neplatí. I přes vysokou úroveň veřejného dluhu k HDP se deficit na běžném účtu stále prohlubuje. I tato skutečnost může přispět v budoucnosti ke snahám o přechod k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému.



Obrázek 9 Federální dluh (USA)

Zdroj: vlastní zpracování dle Congressional Budget Office (2022)

Federální dluh vykazuje již od dob velké hospodářské krize rostoucí trend. Pokud příjmy v USA rostou rychleji, pak nepředstavují platby za úroky z veřejného dluhu USA velkou zátěž. V období 2001-2006 byla úroková zátěž průměrně 2,7% HDP. Veřejný dluh ekonomiky USA se nadále zvyšoval. V průběhu finanční krize mezi lety 2008-2012 se úroková zátěž pohybovala průměrně okolo 2,8% HDP. Současně se veřejné zadlužení i v tomto období výrazně zvýšilo. V letech 2013-2019 se náklady na obsluhu dluhu pohybovaly okolo 2,4%, avšak od začátku roku 2021 je znovu patrné otočení trendu nákladů na obsluhu dluhu směrem ke 3% HDP. Příznivě nízkým nákladům na obsluhu dluhu napomohlo i období rekordně nízkých úrokových sazeb (Congressional Budget Office, 2022).

Graeber (2012) uvádí, tyto dluhy nebudou nikdy splaceny, což by v případě dlouhodobého růstu ani nebylo nutné, jak je patrné na zadlužení USA během druhé světové války.

Pozice světové měny umožňuje ekonomice USA financovat deficity veřejných rozpočtů za přítomnosti nízkých úrokových nákladů a vypůjčovat si ve vlastní měně. Dluhopisy a státní pokladniční poukázky se v minulém desetiletí obchodovaly s maximálním ratingem. Avšak v roce 2020 byla situace jiná. USA mají dle agentury S&P nižší, AA rating. Moody a FITCH hodnotí ekonomiku USA nejvyšším ratingem, avšak ve všech případech je uváděn negativní výhled.

Ratingové agentury shodně předpokládají zhoršení úvěrové schopnosti USA (International Monetary Fund, 2021a).

Zhoršení ratingu společně s dalším růstem úrokových sazeb jako reakcí na vysokou inflaci v roce 2022 může znamenat navýšení nákladů na obsluhu dluhu i nárůst ceny úvěrů. Problém může nastat případě, kdy výnosy z investičních aktiv budou nižší než výnosy z investičních pasiv. Zadruhé, průměrný výnos zahraničních pasiv byl nižší, než jaká byla míra růstu HDP ekonomiky USA. Tato příznivá konstelace však nemusí, vzhledem k současné inflační hrozbě zůstat nadále přítomná. Navíc, dle Guvenena *et al.* (2017) jsou výnosy ze zahraničních investičních aktiv USA dlouhodobě nadhodnocovány.

S ohledem na hospodářskou politiku Trumpovy administrativy (2017-2021), zahrnující neo-protekcionismus, obchodní války s Čínou a Evropou, reformy daní z příjmů fyzických i právnických osob, omezení bankovní regulace a rostoucí výdaje na zbrojení i nutností vypořádat se s následky pandemie COVID-19, lze předpokládat, že hrubé veřejné zadlužení USA bude v budoucnosti nadále růst. Fiskální situaci v ekonomice USA lze dlouhodobě označit jako nepříznivou.

Na základě výše uvedených skutečností je však evidentní, že status světové rezervní měny u amerického dolaru bude muset být podpořen především jinými dimenzemi, než je hospodářská výkonnost. Velmi vysoké zadlužení a deficitní záporná mezinárodní investiční pozice rozhodně nejsou jedinými překážkami pokračující internacionalizace amerického dolaru, byť tyto jsou v odborné diskusi pravidelně zmiňovány. Udržitelnost v rámci dimenze hospodářské výkonnosti představuje současně výzvu pro budoucí monetární a fiskální politiku USA.

Růst reálných úrokových sazeb jako nutná odpověď na rekordní cenovou inflaci a následně vzniklý záporný výnosový diferenciál mezi investičními aktivy a pasivy představují aktuálně největší budoucí riziko pro ekonomiku USA a dolar v pozici světové rezervní měny. Dalším rizikem je prohloubení běžného účtu platební bilance v souvislosti s post-pandemickým oživením ekonomiky USA (obr. 8.). Pokud by toto prohloubení bylo dočasné, následky nebudou tak vážné, jako v případě dlouhodobého trvání této nerovnováhy.

### **8.3 Dimenze finanční otevřenosti**

V rámci dimenze finanční otevřenosti je patrná dlouhodobá konkurenční výhoda amerického dolaru, spočívající ve vysokém stupni finanční otevřenosti (Chinn & Ito, 2018), otevřenosti kapitálového účtu (International Monetary Fund, 2016a) a na základě likvidních finančních trhů rozvinutých do hloubky i šířky (Bank for International Settlements, 2021). Ve sledovaném období nebyla v rámci kurzové politiky USA přijata opatření, která by zásadním způsobem změnila finanční otevřenost této ekonomiky (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a).

Americký dolar je měnou s volným kurzovým pohybem a nejvýznamnější měnou na devizovém trhu (International Monetary Fund, 2020b). V blízké

budoucnosti patrně nelze očekávat radikální omezení konvertibility amerického dolaru, změnu režimu kurzového uspořádání, případně omezení otevřenosti kapitálového účtu platební bilance.

Internacionalizační potenciál amerického dolaru bude nadále silně podpořen dimenzí finanční otevřenosti. Status světové měny získával americký dolar postupně již od roku 1913, kdy byl založen Federální rezervní systém a tím byla umožněna vyšší internacionalizace této měny. Tento výrazný časový náskok oproti euru a renminbi představuje pro americký dolar přirozenou konkurenční výhodu (Eichengreen 2011; 2019a).

#### **8.4 Dimenze měnové stability**

Dimenze měnové stability zahrnuje předně změny cenových hladin, vyjádřené prostřednictvím růstu míry cenové inflace. Ekonomický útlum, z důvodu globální epidemie COVID-19, snížil v roce 2020 tempo růstu cenových hladin napříč většinou významných světových ekonomik. Nižší míra inflace v americké ekonomice (1,6% u jádrové inflace v roce 2020) znamenala vyšší měnovou stabilitu. Dolar jako světová rezervní měna mohl lépe plnit svou funkci uchovatele hodnoty v období pandemické krize. V polovině roku 2021 vykonala ekonomika USA meziroční nárůst cenové hladiny již o 4,5%, přičemž se tato hodnota v roce 2021 nadále zvyšovala (International Monetary Fund, 2021a).

Monetární autority USA, navzdory této nebývale vysoké cenové změně, však žádné zásadní opatření k redukci růstu inflace (např. zvýšení základní úrokové sazby) do konce roku 2021 nevydaly (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a).

Teprve v roce 2022 dochází k postupnému zvyšování úrokových sazeb, v březnu 2022 na je základní sazba v hodnotě 0,50%. Meziroční růst cenové inflace dle CPI je na začátku roku 2022 již 7,9%, což představuje nejvyšší hodnotu od roku 1982. Pokud meziroční růst cen dlouhodobě přesáhne 10%, bude tato situace pro americký dolar coby prostředku uchovatele hodnoty již nepříznivá. V období 2010 až 2020 se index CPI cen zvýšil ze 100% na 118,7%, což je o 6 procent více než u konkurenční eurozóny. Dle databáze World Economic Outlook, očekávaný vývoj v rámci příštích let směřuje k dalšímu prohloubení tohoto rozdílu mezi ekonomikou USA a eurozónou, jelikož v tomto ekonomickém uskupení je i v současnosti míra růstu cen nižší (International Monetary Fund, 2021a).

Pozice světové rezervní měny a pravidelná, avšak relativně nízká a stabilní míra inflace se nevyklučují. Změna cenové hladiny v podobě meziročního růstu cen o přibližně 5%, může přispět k udržení dominantní pozice amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému. Vyšší míra inflace může být pro ekonomiku USA vhodným prostředkem k obnovení její silné pozice na hospodářské mapě světa, tak jako tomu bylo ve 40. a 70. letech 20. století (Blanchard, Dell'Araccia & Mauro, 2010).

Oponentem této teze je Frankel (2012), který uvádí, že trvale udržitelná a bezpečná je dlouhodobě jen v průměru nulová míra cenové inflace.

Inflační tendence byly ve sledovaném období 2001 až 2021 vyváženy deflačními tendencemi. Současné obavy, že tyto deflační síly budou výrazně oslabeny následkem COVID-19 krize a začátkem druhé studené války, spojené s růstem cen komodit a výdaji na zbrojení, jsou zcela legitimní.

Dlouhodobě jsou tyto inflační tendence vnímány, především ze strany neoklasických a neo-rakouských ekonomů, jako hrozba pro americký dolar a celý mezinárodní měnový systém. Tyto hrozby jsou navíc umocněny aktuálními dopady pandemie COVID-19 (Rickards, 2021).

V případě USA vzrostl objem peněz v ekonomice (agregát M2SL) jen od března 2020 do ledna 2021 o rekordních 22%. Zvolení prezidenta Joe Bidena znamená nejen úsilí nové administrativy o oživení pandemií zasažené ekonomiky, ale také povede k oslabení protekcionistických tendencí bývalé Trumpovy administrativy. Tato hospodářská politika může vést k vyššímu dovozu do USA, dalšímu růstu globální dolarové likvidity a současně povede k dalšímu oslabení amerického dolaru.

Rekordní zvýšení objemu peněz v ekonomice během globální recese však nemusí nutně znamenat globální dolarovou inflaci (Krugman, 2012), ale představuje další prvek nestability pro celý mezinárodní měnový systém. Jedním z argumentů proti hrozbě růstu inflace je i skutečnost, že rychlost obratu (velocity) peněz v posledních letech výrazně poklesla (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2022).

Trend oslabení dolaru v roce 2020 potvrzoval klesající U.S. Dollar Index, který se postupně začíná přibližovat hodnotám v průběhu světové recese v letech 2008-09 (MarketWatch, 2021). Na druhou stranu, trend oslabení amerického dolaru může být v roce 2021 a 2022 dočasně utlumen. Tento scénář je pravděpodobný v případě, že se ekonomika USA vyrovná s hospodářskými následky pandemie COVID-19 rychleji než eurozóna a nově industrializované ekonomiky. Globální ekonomický vývoj v druhém pololetí roku 2021 a na začátku roku 2022 naznačuje realizaci spíše tohoto scénáře.

Do dimenze měnové stability lze rovněž zařadit ukazatel transparentnosti centrálních bank. Centrální banka FED dosahuje vyšší úrovně transparentnosti, což podporuje měnovou internacionalizaci (Eichengreen & Dincer, 2013).

#### **8.4.1 Monetární politika USA a její vliv na mezinárodní měnový systém**

Zvláštní pozornost je v případě amerického dolaru věnována monetární politice v USA s akcentem na její dopad na mezinárodní měnový systém. V období let 2013 až 2019 bylo možné pozorovat orientaci monetární politiku FEDu směrem k vyšší transparentnosti, což je z hlediska měnové internacionalizace rovněž pozitivní impuls. Na druhou stranu, monetární politika USA v období 2013 až 2021 nikterak nepřispěla k vyřešení problémů amerického dolaru na mezinárodní úrovni, protože byla prakticky redukována jen na měnovou politiku. Kurzová

politika FEDu, v podobě mezinárodní spolupráce (Dohody Plaza, Louvre atp.) srovnatelné s 80. lety 20. století, je věcí minulosti (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a).

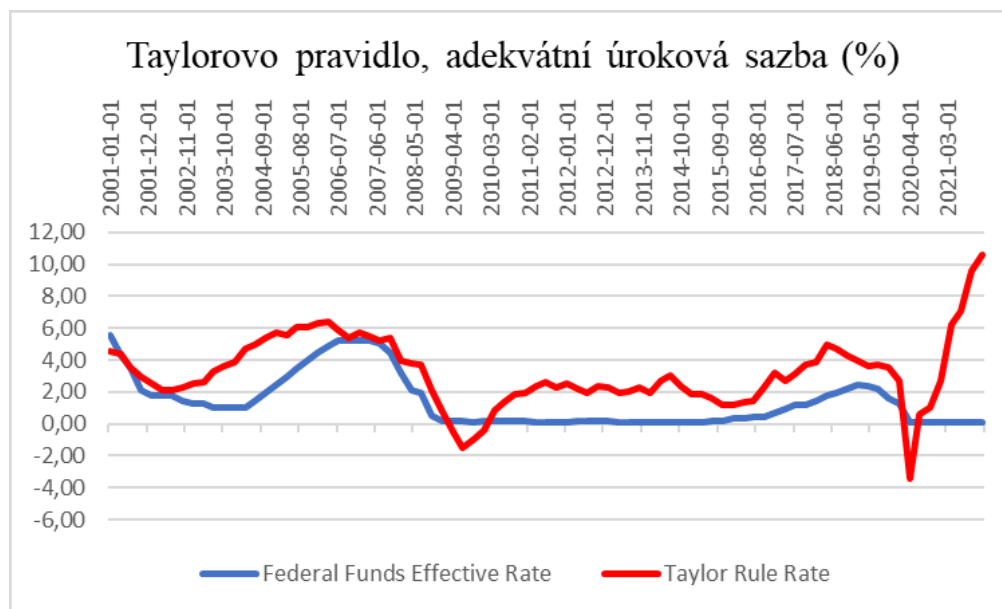
V březnu 2020, kdy byl svět zasažen globální epidemií nemoci COVID-19, byly patrné zásadní změny v monetární politice USA. Rok 2020 byl charakteristický růstem nezaměstnanosti a výrazným propadem v růstu HDP. Opatrný optimismus se objevil v letních měsících roku 2020, avšak stále přetrvávaly obavy z důvodu dlouhodobých negativních hospodářských dopadů. I přes pokles míry inflace bylo očekáváno poměrně brzký návrat ke dvouprocentnímu inflačnímu cíli. Významným krokem v rámci monetární politiky bylo snížení základní úrokové sazby na nulu. Monetární politika se vrátila do režimu srovnatelného s obdobím hypotéční (finanční) krize. FED prováděl nákup cenných papírů a začal tak zvyšovat svou rozvahu. Za účelem zajištění stability finančního systému a podpory toku úvěrů domácnostem, podnikům a státním a místním samosprávám bylo zřízeno 11 úvěrových a likviditních facilit (Paycheck Protection Program, CARES Act, Main Street Lending Program a další). Primárním cílem bylo zajištění likvidity peněžnímu trhu a podpory toku úvěru v americké ekonomice. Tyto programy byly plánovány jako dočasné. Situace s epidemií COVID-19 se ani na přelomu let 2020 a 2021 nezlepšila. V roce 2020 došlo k veřejné revizi cílů v rámci monetární politiky FEDu. Dlouhodobý inflační cíl zůstal na dvou procentech. Nově nebude monetární politika zpřísnována v reakci na příznivý vývoj na trhu práce. Dvouprocentní inflační cíl je nově chápán jako průměrný. FED bude svou monetární politikou po určité období udržovat míru inflace na vyšší úrovni. Cílem této změny je udržet dlouhodobá inflační očekávání. Tato změna v monetární politice je tak tolerantnější vůči inflačním tlakům. První pololetí roku 2021 je charakteristické prudkým hospodářským oživením, růstem míry inflace a postupným snižováním nezaměstnanosti. Míra inflace se meziročně výrazně zvýšila, avšak je nutné přihlídnout ke srovnávací základně na základě dvanáctiměsíčního výpočtu. Navzdory těmto inflačním tendencím byla v polovině roku 2021 základní úroková sazba nadále udržována na nule. Toto ponechání úrokových sazeb je zdůvodněno novými cíli monetární politiky FEDu. Je patrné výrazné navýšení bilance FEDu (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a;b).

Index spotřebitelských cen dosáhl v lednu roku 2022 více než 5%. Dlouhodobá inflační očekávání byla dle posledních statistik FEDu nižší, avšak v únoru roku 2022 zasáhl globální ekonomiku další šok v podobě konfliktu na Ukrajině, který tato očekávání znovu navyšuje.

Současná monetární politika USA je charakteristická tolerancí k vyšší míře cenové inflace, což také není pro mezinárodní pozici amerického dolaru příznivá skutečnost. Tato tolerance je patrná na rekordním rozpětí základní úrokové sazby v americké ekonomice a její adekvátní sazby, stanovenou Taylorovým pravidlem (Taylor, 2007). Rozdíl mezi těmito sazbami je uveden na obrázku 10.

Taylorovo pravidlo bylo odmítnuto Bernankeho (2010) doktrínou jako příliš obecné pravidlo s omezenou využitelností a v současné neo-keynesiánské monetární politice se nevyužívá.

Na druhou stranu, razantní zvýšení úrokových sazeb je dle Taylorova pravidla, které by bylo srovnatelné s Volckerovým zásahem v 80. letech, je vzhledem k zadlužení ekonomiky USA v současnosti stěží představitelné.



Obrázek 10 Taylorovo pravidlo a adekvátní úroková sazba

Zdroj: vlastní zpracování dle U.S. Bureau of Economic Analysis, (2022)

Na základě současné monetární politiky USA lze identifikovat čtyři důvody, které mohou postavení dolaru v mezinárodních měnových vztazích oslabit. Jedná se o tyto důvody:

- Akumulace devizových rezerv a důsledky nadměrné držby této měny;
- Snaha o udržení Exorbitant Privilege pomocí vyšší inflace a současně při zachování nízkých úrokových sazeb;
- Vysoké zadlužení americké ekonomiky a fiskálně nepříznivá situace;
- Rostoucí geopolitická i ekonomická rivalita s čínskou ekonomikou.

Je rovněž nutné zmínit také deflační a inflační riziko. Deflační riziko pro ekonomiku USA vyplývá ze základní charakteristiky deflace a vysokého zadlužení konkrétní ekonomiky. Při deflaci dochází k přerozdělení bohatství směrem k věřitelům. Věřitelé jsou pak zvýhodněni, protože jejich reálné úrokové příjmy vzrostou. Tato skutečnost může představovat pro USA, jakožto čistě dlužnickou zemi, zásadní problém (Jílek, 2013).

Inflační riziko pro světovou měnu představuje ohrožení, kdy země, které drží dolarové devizové rezervy, mohou začít přecházet k držbě jiných rezervních

aktiv. Rickards (2014) uvádí, že udržení stabilní cenové inflace v podmínkách dnešního, čistě papírového standardu, může představovat nereálný cíl.

## 8.5 Dimenze politicko-právní

Dimenze politicko-právní je v případě amerického dolaru zcela zásadní. V hodnocených parametrech dosahuje ekonomika USA nejvyšších hodnot v oblasti vojenské síly, podílu měn na Zvláštních právech čerpání a spolu s ekonomikou eurozóny také srovnatelných hodnot v oblasti korupce a kvality legislativy. Jednou z nevýhod, která je spojena se statutem světové rezervní měny, je politická zodpovědnost (Exorbitant Duty). Jedná se o pomoc a zodpovědnost vůči ostatním ekonomikám zasaženým krizím, které vychází z nedostatků současného mezinárodního měnového uspořádání (Cohen, 2015).

Nástupem administrativy Joe Bidena mohou posílit tendence o zbavení dolaru statusu světové rezervní měny. Dle bývalého Bidena poradce, Jareda Bernsteina, znamená status světové rezervní měny pro americkou ekonomiku zátěž v podobě ztráty pracovních míst, zvyšování obchodních deficitů a neadekvátního nadhodnocení kapitalizace finančních trhů (Bernstein, 2014), přičemž tato zátěž se aktuálně ještě navyšuje kvůli dopadům pandemie nemoci COVID-19. Na druhou stranu, ztráta statusu světové rezervní měny znamená ztrátu schopnosti snadného financování rozsáhlých deficitů platební bilance USA. Zároveň by oslabení této měnové pozice vedlo k omezení globálního vlivu monetárních autorit USA (Eichengreen, 2011).

Eichengreen (2011) dále uvádí, že americký dolar čelil oslabení své hodnoty již na konci 40. let a na začátku 70. let 20. století. V obou případech toto oslabení americké ekonomice prospělo. Částečná ztráta hodnoty dolaru tak představuje přijatelnější alternativu pro americké politické představitele, v porovnání s politikou, která by zahrnovala snižování veřejného dluhu, zvyšování daňové zátěže a zavádění úsporných fiskálních opatření.

Politika slabého dolaru představuje ohrožení spíše pro zbytek světové ekonomiky než pro USA (Eckert, 2010).

Americký dolar představuje nejvýznamnější rezervní aktivum a nadměrná ztráta jeho hodnoty posílí globální úsilí ze strany vlád ostatních zemí hledat jiná rezervní aktiva (euro, renminbi, krypto-aktiva), k čemuž již v současné době dochází (Carver & Pringle, 2020).

Pro internacionalizaci amerického dolaru bude v blízké budoucnosti zásadní udržet aktuální hodnoty politické stability a mít pod kontrolou rozsah korupce. Úroveň právního státu bude nadále udržována robustním angloamerickým právním řádem. Všechny tyto aspekty mají vnitřní charakter. Avšak rozhodujícími prvky v rámci této dimenze budou vnější aspekty (vztah USA a zbytku světa). Z hlediska současné geopolitické situace lze rovněž očekávat zvýšení výdajů na zbrojení a snahu o posílení vojenského vlivu USA napříč celým světem. Významným rizikem je budoucí možná ztráta politického vlivu



v afrických, asijských a jihoamerických zemích. Zde se objevuje rostoucí geopolitické soupeření se zeměmi jako Čína, Indie či Ruská federace. Období po druhé světové válce, charakteristické naprostou nadvládou USA nad celým světem je věcí minulosti. Bipolarita současného světa, druhá studená válka a již zmíněné změny v globální ekonomické síle mohou vést společně k oslabení dimenze politicko-právních determinantů a vést tak k oslabení potenciálu měnové internacionalizace amerického dolaru v budoucích letech.

## 8.6 Shrnutí

V této závěrečné sekci lze uvést odpověď na výzkumnou otázku (VO6). V případě amerického dolaru lze očekávat pokračující, avšak velmi pozvolné oslabování jeho mezinárodní měnové pozice. Americký dolar svou dominantní měnovou pozici v příštích letech udrží.

Americký dolar vykazuje dlouhodobě negativní vývoj v rámci dimenze hospodářské výkonnosti. Klesající podíl na světovém HDP a rostoucí zadluženost této ekonomiky mohou v případě nadále rychle rostoucí cenové inflace, případně záporného výnosového diferenciálu mezi investičními aktivy a pasivy představovat silný destabilizující prvek pro mezinárodní pozici této měny a tím i celý mezinárodní měnový systém.

Americký dolar současně těží z vysoké úrovně finanční otevřenosti. Zde není předpoklad, že rozvinuté a likvidní finanční trhy budou nějakým způsobem zneprístupněny zahraničním ekonomickým subjektům. Naopak, finanční otevřenost je klíčovým pilířem pro zachování budoucí role této měny v mezinárodním měnovém systému.

V rámci dimenze měnové stability lze hodnotit příznivě transparentnost centrální banky FED. Avšak pokud se míra inflace bude dlouhodobě držet ve dvouciferných číslech, potom ani dimenze měnové stability nebude zárukou pro udržení současného postavení amerického dolaru v mezinárodním měnovém systému. Americký dolar rovněž těží z mimořádně silné vojenské moci a dlouhodobě relativně stabilních politicko-právních aspektů.

## 9. PERSPEKTIVA EURA

Cílem této části je s pomocí konceptů měnové koncentrace, analýzy literárních zdrojů a vlastního výzkumu s využitím případové studie a syntézy odpovědět na následující výzkumnou otázku:

(VO7) *Jaká je budoucí perspektiva eura v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?*

Euro, které vzniklo v roce 1999 jako následovník 11 evropských měn, bylo považováno za nejvýznamnější událost mezinárodního měnového systému od přechodu ke Kingstonskému měnovému uspořádání. Euro v krátkém období dosáhlo pozice druhé nejvýznamnější světové rezervní měny. Velká očekávání o vyrovnání se americkému dolaru, která euro doprovázela při jeho vzniku, se nenaplnila (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018). Do vzniku dluhové krize v eurozóně bylo euro považováno za klidný a bezpečný měnový ostrov ve světě, kde probíhá střet amerického dolaru a renminbi (Cohen, 2011).

Příliš optimistické závěry studií (Portes & Rey, 1998; Frenkel & Sondegaard, 1999; Chinn & Frankel, 2008), které predikovaly euru vyrovnání se americkému dolaru do roku 2020, nebraly v potaz všechny dimenze měnové internacionalizace. Tyto studie byly zaměřeny primárně na ekonomickou výkonnost eurozóny a její význam v mezinárodním obchodu. Zpětně jsou patrné některé chybné předpoklady. Od vzniku eura nevznikly jednotné, rozvinuté a likvidní finanční trhy s aktivy denominovanými v eurech a Velká Británie se svými významnými finančními trhy se nestala členem eurozóny. Euro rovněž nedosáhlo na očekávaný 40 procentní podíl na devizových rezervách. Na druhou stranu, neutrální ECB dokázala navzdory ne zcela optimistickým očekáváním udržet měnovou stabilitu eura.

Z tabulky 29 je patrné, že lze v případě prvního desetiletí 21. století hovořit o velmi dobré integraci eura do mezinárodního měnového systému. V druhém desetiletí se euro fakticky vrátilo do své výchozí pozice. Průměrná měnová koncentrace eura tak zůstává od roku 2001 téměř nezměněna. Mezinárodní roli eura v současnosti podporuje hlubší integrace hospodářské a měnové unie, včetně rozvoje unijních kapitálových trhů (European Central Bank, 2020a).

Globální finanční krize v roce 2008 a následná dluhová krize v eurozóně, doprovázená oslabením eura vůči americkému dolaru v období po roce 2014, snížila jeho využití v rámci funkce devizových rezerv. Silnou úroveň měnové koncentrace euro vykazuje v případě mezinárodního dluhopisového trhu. Navzdory snížení měnové koncentrace v některých dalších měnových funkcích zůstává euro druhou nejvýznamnější měnou v současném mezinárodním měnovém systému.

Kritický pohled na internacionalizaci eura uvádí Posen (2008). Volba rezervní měny je dána nejen ekonomickou výkonností, ale je důsledkem komplexních geopolitických úvah. To se týká především funkce devizových rezerv a funkce kotevní měny. Obě tyto funkce se vyznačují silnou setrvačností. V této oblasti má

americký dolar výrazný náskok oproti euru. Síťový efekt, působící v neprospěch internacionalizace eura, zmiňují také Mateos y Lago, Duttagupta a Goyal (2009).

V této části jsou nejprve představeny výsledky měnové koncentrace eura. Následuje posouzení budoucí perspektivy eura v mezinárodním měnovém systému, a to s využitím čtyř dimenzí měnové internacionalizace.

## 9.1 Měnová koncentrace eura

Měnová koncentrace eura v mezinárodním měnovém systému byla v okamžiku jeho vzniku primárně dědictvím německé marky. Euro vykazuje ve sledovaném období let 2001 až 2021 druhou nejvyšší hodnotu měnové internacionalizace i měnové koncentrace hned za americkým dolarem. Průměrná měnová koncentrace byla ve sledovaném období relativně stabilní. Koncentrační podíly eura jsou dány v rámci všech soukromých a oficiálních funkcí primárně jako výsledek působení tržních sil. Tímto se euro zásadně liší od čínského renminbi.

Tabulka 29 Měnová koncentrace eura

Euro (EUR)	2001	2010	2020
Podíl na obratu na devizovém trhu (%)	19,0	19,5	16,2
Podíl na obratu u OTC derivátů (%)	47,0	41,0	24,0
Podíl na přeshraničních bankovních pohledávkách (%)	28,2	37,0	32,5
Podíl na mezinárodních dluhopisech (%)	23,7	46,9	38,0
Podíl na alokovaných globálních deviz. rezervách (%)	19,2	25,8	20,3
Podíl na globálních platbách (%)	n/a	29,7	32,1
Průměrná měnová koncentrace (%)	27,4	33,3	27,2

Zdroj: vlastní zpracování, převzato ze studie Sadil a Sipko (2022)

Euro dlouhodobě vykazuje klesající hodnoty měnové koncentrace jako prostředek směny, a to jak v případě podílu na obratu v rámci devizového trhu, tak i v případě podílu na obratu u OTC úrokových derivátů. V rámci komoditního trhu má euro spíše okrajový význam. Tendence k obchodování ropy za eura mají v současnosti jen zanedbatelný význam.

Rostoucí význam vykazalo euro v rámci investiční peněžní funkce (podíly na přeshraničních bankovních pohledávkách a na mezinárodních dluhopisech). Rovněž mírně vzrostl význam eura jako rezervní měny a v rámci podílu na globálních platbách.

Vysoké hodnoty měnové koncentrace v roce 2010 byly sníženy následkem dluhové krize v eurozóně v následujících letech. Mimo podíly uvedené v tabulce 29 euro představuje významnou kotevní měnu, přibližně s polovičním kotevním významem oproti americkému dolaru. Zvyšování měnové koncentrace eura v mezinárodním měnovém systému je na rozdíl od čínského renminbi od začátku

existence eura ponecháno působení tržních sil a současně vzniká jako vedlejší produkt postupného rozšiřování systému společné evropské měny (Marsh, 2012).

## 9.2 Dimenze hospodářské výkonnosti

Perspektiva eura v mezinárodních měnových vztazích je nejprve zhodnocena v rámci dimenze hospodářské výkonnosti. Na základě vstupních a výstupních dat pro fuzzy-logický model za rok 2020 je patrné, že euro těží ze silného podílu ekonomiky eurozóny na světové ekonomice a z dominantní pozice ve světovém obchodu. V ostatních parametrech dosahuje srovnatelných hodnot jako americký dolar. Eurozóna je charakteristická vysokou hospodářskou výkonností, což je pro pokročilou internacionalizaci eura nezbytné.

Tabulka 30 Dimenze měnové internacionalizace eura

<b>Dimenze hospodářské výkonnosti</b>	<b>Přiřazený ukazatel</b>	<b>2020</b>
Pozice v rámci světové ekonomiky	Podíl na globálním HDP (PPP, %)	11.9
Důvěryhodnost ekonomiky	Rating ekonomiky S & P	AA
Pozice v rámci světového obchodu	Podíl na světovém vývozu (%)	15
Vnější ekonomická pozice	Čistá investiční pozice (% HDP)	0.8
Exportní diverzifikace	Index exportní diverzifikace	1.81
Konkurenceschopnost ekonomiky	Index světové konkurenceschopnosti	77.2
Vnější zadlužení ekonomiky	Hrubý veřejný dluh (% HDP)	100
<b>Dimenze měnové stability</b>		
Cenová stabilita	10Y vývoj CPI (2010=100)	112.8
Transparentnost centrální banky	Index transparentnosti CB	11
<b>Dimenze finanční otevřenosti</b>		
Otevřenost kapitálového účtu	Index KAOPEN	0.757
Otevřenost finančních trhů	Index otevřenosti kapitálových trhů	0.99
Rozvinutost finančních trhů	Index rozvoje finančního trhu	0.735
Režim kurzového uspořádání	Kurzový režim dle klasifikace MMF	Float
Úrokové rozpětí výměnného kurzu	Kategorie měny dle likvidity na trhu	Main
<b>Dimenze politicko-právní</b>		
Politická stabilita	Political stability index	0.5
Úroveň korupce	Index vnímané korupce	70
Úroveň legislativy	Index právního státu	0.76
Vojenská síla	PowerIndex	0.101
Váha měny v SDR	Podíl měny v SDR koši (%)	30.93

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud je hospodářská výkonnost eurozóny hodnocena v čase, perspektiva pro internacionalizaci eura není zcela příznivá. Eurozóna vykazuje velmi pomalé tempo hospodářského růstu mezi lety 2009 až 2021. Stejně tak je patrný pokles

relativního podílu této ekonomiky na globální ekonomice. Podobně jako v případě amerického dolaru, i zde je nutné internacionalizaci eura do budoucnosti podpořit také jinými dimenzemi, než je hospodářská výkonnost. Na druhou stranu, podíl na globální ekonomice může eurozóna mírně navýšit přijetím nových členských zemí (International Monetary Fund, 2021a).

Dlouhodobým problémem ekonomiky eurozóny jsou nerovnováhy v ekonomické výkonnosti mezi periferními zeměmi (Itálie, Španělsko, Řecko, Portugalsko) a jádrem eurozóny (Německo, Francie). Tyto nerovnováhy byly navíc prohloubeny jako následek hospodářského útlumu roce 2020 a 2021. Pokles reálného hrubého domácího produktu u jižních, periferních zemí byl výraznější než v případě ekonomik jádra eurozóny (International Monetary Fund, 2021a).

V případě eurozóny je v roce 2020 patrný také efekt bezpečného přístavu. V průběhu krizového roku 2020 se investoři začali zbavovat rizikových akcií ve Španělsku a Itálii a začali investovat do bezpečnějších, například německých aktiv. To je příčinou rekordního rozpětí mezi Target2 saldy a současně skrytým rizikem eurozóny. Tímto způsobem se dále zvyšuje nerovnováha mezi Německem na jedné straně, a především Španělskem a Itálií na straně druhé. Jedná se o následek současné vysoce expanzivní monetární politiky prováděné Evropskou centrální bankou (Braunberger & Siedenbidel, 2020).

Následky pandemie COVID-19 přibrzdí proces konvergence jádra eurozóny a její periferie. Kritiku vysokého rozpětí Target2 sald uvádí Sinn (2014). Tato skutečnost představuje další potenciaální riziko pro udržitelnost eura. Garance přiměřené likvidity zůstává i na začátku roku 2021 stále vysoce aktuální. Na začátku roku 2021 byl krátký konec výnosové křivky u řeckých, španělských či italských dluhopisů záporný.

Krugman (2012) uvádí, že tento požadavek likvidity byl a nadále bude pro budoucí přežití eura zcela zásadní. Tato opatření měla v krizovém roce 2020 rovněž sloužit k zajištění globální atraktivity eura. Rovněž by měla pomoci k ekonomickému oživení v následujících letech (European Central Bank, 2020a).

Celkový pokles reálného hrubého domácího produktu eurozóny byl -7,2% v roce 2020. Dopad tohoto ekonomického útlumu na udržitelnost eura může být zásadní. Během dluhové krize eurozóny bylo zásadním tématem zadlužení zemí skupiny PIIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko a Španělsko). Nemožnost využívat měnové devalvace a riziko růstu úrokových sazeb může představovat ohrožení stability těchto ekonomik.

Dopady pandemie COVID-19 vedly k bezprecedentnímu meziročnímu nárůstu zadlužení vůči HDP u těchto zemí (Eurostat, 2021). Příznivou skutečností je však nižší rozpětí přebytků a deficitů běžných účtů zemí eurozóny v roce 2020, v porovnání s obdobím dluhové krize v letech 2011 až 2013. Deficity běžných účtů zemí skupiny PIIGS se do začátku COVID-19 krize snižovaly (International Monetary Fund, 2021a).

### 9.3 Dimenze finanční otevřenosti

Otevřenost finančních trhů a stupeň jejich rozvoje má zásadní význam pro posílení mezinárodní role každé měny. Finanční instituce, centrální banky a další účastníci finančních trhů akumulují devizové rezervy v různých formách (dluhopisy, SDR, deriváty, zlato atp.), přičemž některá z těchto aktiv jsou denominovaná v euru. Aktiva denominovaná v eurech by měla být emitována na likvidních, transparentních, rozvinutých a jednotných finančních trzích.

Z hlediska dimenze finanční otevřenosti zůstává euro v současnosti a střednědobé budoucnosti limitováno především fragmentací a nerovnoměrnou úrovní a otevřeností jednotlivých národních finančních trhů. Tyto národní trhy jsou nejednotné jak z ekonomického, tak i právního hlediska (International Monetary Fund, 2016a).

Tabulka 31 Ratingy členských zemí eurozóny

Země	S&P	Moody's	Fitch
Belgie	AA	Aa3	AA-
Německo	AAA	Aaa	AAA
Estonsko	AA-	A1	AA-
Irsko	AA-	A2	A+
Řecko	BB-	B1	BB
Španělsko	A	Baa1	A-
Francie	AA	Aa2	AA
Itálie	BBB	Baa3	BBB-
Kypr	BBB-	Ba2	BBB-
Lotyšsko	A+	A3	A-
Litva	A+	A3	A
Lucembursko	AAA	AAA	AAA
Malta	A-	A2	A+
Nizozemsko	AAA	Aaa	AAA
Rakousko	AA+	Aa1	AA+
Portugalsko	BBB	Baa3	BBB
Slovinsko	AA-	Baa1	A
Slovensko	A+	A2	A
Finsko	AA+	Aa1	AA+

Zdroj: European Parliament (2020)

Otevřenost kapitálových účtů zemí eurozóny je dlouhodobě na vysoké úrovni (Chinn & Ito, 2018). Dluhopisové a akciové trhy vykazují nižší míru rozvinutosti v porovnání s trhy v USA. Integrace kapitálových trhů eurozóny bude v dlouhodobém horizontu významným krokem k podpoře hospodářského růstu a konkurenceschopnosti (Boldeanu & Tache, 2015).

Evropská centrální banka definuje z právního pohledu plně integrovaný finanční trh jako prostředí, kde všichni účastníci trhů podléhají stejným pravidlům při obchodování finančních aktiv, dále pak mají účastníci rovný přístup ke všem finančním aktivům (European Central Bank, 2020a). Centrální banky zemí napříč světem akumulují devizové rezervy často způsobem nákupu vládních dluhopisů. Trh s těmito dluhopisy má zásadní význam pro posílení internacionalizace měny.

Eurozóna ani v roce 2022 není schopna nabídnout rovnocennou alternativu vůči americkým T-Bill dluhopisům. Navíc, euro coby vyzyvatelská měna musí k získání statusu světové rezervní měny nabídnout mnohem lepší podmínky než stávající americký dolar. Tato skutečnost brání internacionalizaci eura.

Finanční trhy v Eurozóně se potýkají s krizí integrace od roku 2008. Důvodem byly opět nerovnováhy mezi jádrem a periferií eurozóny, které ovlivnily mezibankovní financování. Přitom od roku 1995 do roku 2008 se finanční integrace eurozóny prohlubovala. Po pádu Lehman Brothers omezily banky vyspělých evropských zemí financování svých dceřiných společností, které měly sídlo v periferních zemí eurozóny. Bankovní sektor byl zasažen ztrátami, především v souvislosti se ztrátami z toxických aktiv. Přeshraniční bankovní expozice se v tomto období začaly výrazně snižovat (International Monetary Fund, 2013).

Z obrázku 11 je zřejmé, že i přes přetrvávající makroekonomické nerovnováhy vykazovaly výnosy z 10letých státních dluhopisů do roku 2021 konvergenci. To představuje paradoxní a dlouhodobě neudržitelnou situaci, která představuje další zdroj rizika pro finanční konvergenci v eurozóně. Od začátku roku 2022 je opět zřejmá divergence výnosů z dluhopisů a jejich růst, především u řecké a italské ekonomiky, a to i navzdory nulovým úrokovým sazbám.

Euro je měnou s volně pohyblivým výměnným kurzem, což je pro jeho internacionalizaci zásadní. Evropská centrální banka bude mít zájem o integraci kapitálových trhů napříč všemi zeměmi eurozóny a Evropské unie. Sinn (2014) uvádí, že k hlubší integraci eura do mezinárodního měnového systému a pro další fázi evropské integrace je bezpodmínečně nutné přijmout jednotnou evropskou fiskální politiku.

Tento požadavek uvádí také Eichengreen, Mehl a Chitu (2018), přičemž doplňují, že k hlubší integraci kapitálových trhů je nutné dosáhnout reálné ekonomické konvergence mezi členskými zeměmi eurozóny. To je však vzhledem k historicky rozdílnému vývoji a různé ekonomické výkonnosti velmi obtížně dosažitelné. Trhy státních dluhopisů zemí eurozóny zůstávají pod dohledem místních regulačních orgánů. V případě eura tak nelze hovořit o jednotném trhu s vládními dluhopisy, který by se vyznačoval vysokou likviditou.

Trhy státních dluhopisů jsou fragmentované, navíc se zde objevují rozdíly způsobené různou úrovní ekonomické výkonnosti členských zemí, dále pak výší zadlužení jednotlivých zemí a jejich ratingovým hodnocením (tab. 31). Rozdílné ratingové hodnocení rovněž představuje překážku pro pokračující integraci

finančních trhů eurozóny. Úvěrový rating zemí eurozóny jako celku je srovnatelný s úvěrovým ratingem USA (srovnej tab. 27 a 30).

Požadavek likvidních a rozvinutých finančních trhů bude pro budoucí přežití eura zcela zásadní (Krugman, 2012). Tento požadavek se projevil v krizovém roce 2020. Opatření monetární politiky k zajištění dostatečné likvidity působí nepřímo ve prospěch globální atraktivity eura. Tato opatření mají přispět k ekonomickému oživení ekonomiky eurozóny v následujících letech.

Dimenze finanční otevřenosti bude mít na potenciál internacionalizace eura v budoucnosti zásadní vliv. Tabulka 32 uvádí porovnání velikost trhu s vládními dluhopisy. Uvedené objemy jsou vyjádřeny v eurech. Trh s vládními dluhopisy v eurozóně vykazuje dlouhodobě nižší objem trh s vládními dluhopisy USA.

Myšlenka jednotných dluhopisů eurozóny byla diskutována po dluhové krizi v eurozóně. Tyto dluhopisy měly podpořit finanční stabilitu periferních zemí eurozóny a přispět k hlubší integraci finančních trhů členských zemí.

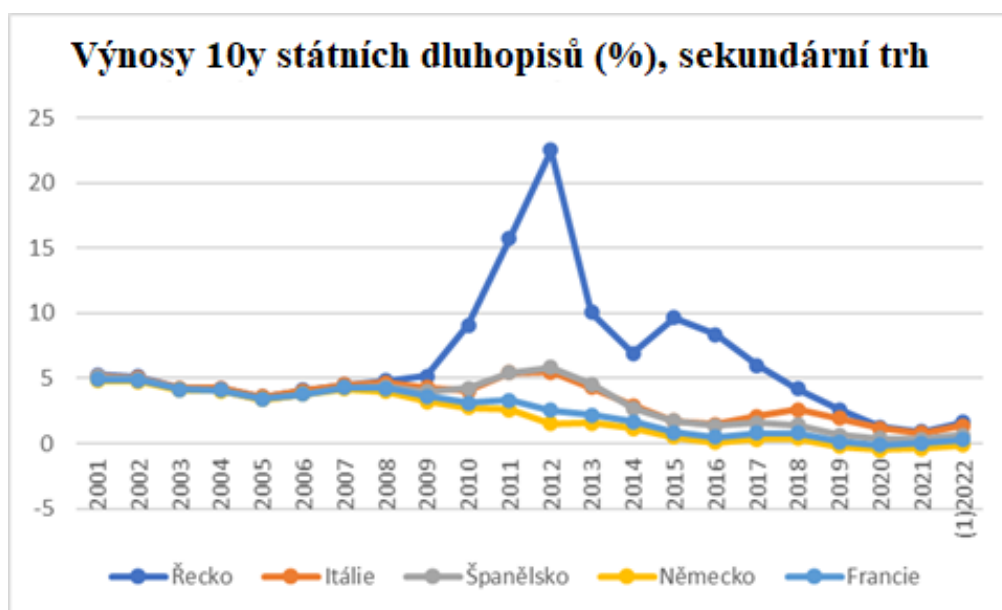
Plán zavedení jednotných evropských dluhopisů uvádí ve studii Delpla a Von Weizsäcker (2010). Autoři uvádějí, že výnos z jednotně emitovaných dluhopisů by byl nižší než vážený průměr výnosů z dluhopisů členských zemí eurozóny. Zavedení dluhopisů umožní levnější financování zúčastněných ekonomik. Hranice pro dluhové financování byla paktem stability a růstu nastavena na 60% HDP. Jednotné dluhopisy mají představovat konkurenční finanční nástroj vůči dluhovým certifikátům členských zemí eurozóny. Zadluženost eurozóny je v roce 2022 na úrovni 97,7% HDP. Pod hranicí 60% se již nachází jen velmi málo zemí (Eurostat, 2022). Projekt jednotných euro dluhopisů dále naráží na neochotu Německa a celkově je realizace tohoto projektu v současnosti velmi málo pravděpodobná.

Tabulka 32 Srovnání velikosti dluhopisových trhů eurozóny a USA

	Krátkodobé státní dluhopisy	Dlouhodobé státní dluhopisy	Celkem (mld. EUR)
Eurozóna (2022)	716	8 436,5	9 152,5
Eurozóna (2015)	569	6 750,2	7 319,2
Změna (%)	+25,8 %	+24,9 %	+25,05 %
USA (2015)	1 096,2	8 183	9 279,2

Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostat (2022) a U.S. Bureau of Economic Analysis (2022)





Obrázek 11 Výnosy desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny

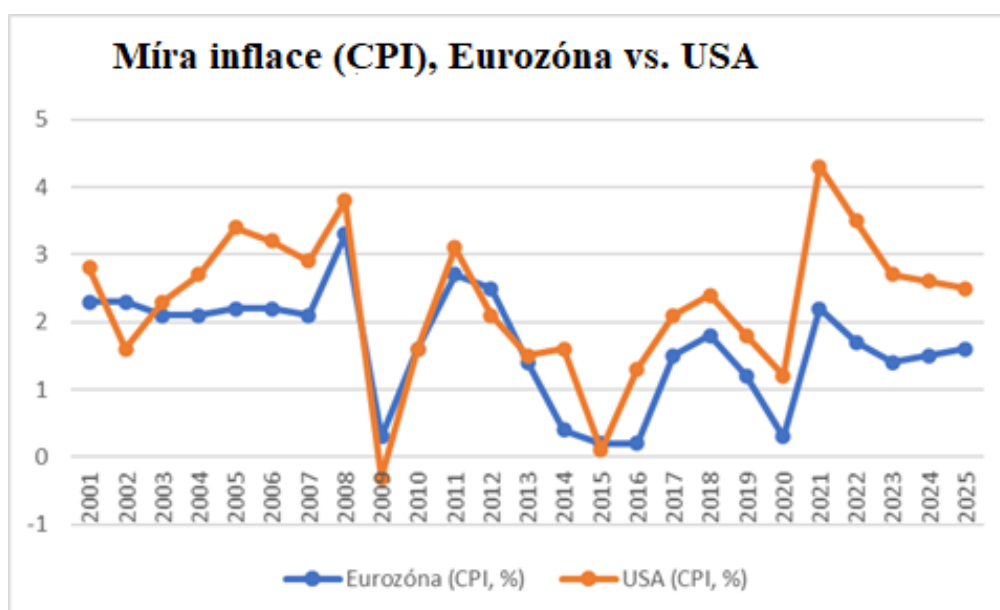
Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostat (2022)

## 9.4 Dimenze měnové stability

Evropská centrální banka (ECB), se sídlem v německém Frankfurtu nad Mohanem, převzala při vzniku eura roli hlavní měnové autority. Fungování ECB vychází z tradice německé Bundesbanky, jejíž měnová politika byla charakteristická přísnou a úspěšnou kontrolou inflace v Německé spolkové republice. Stablní kupní síla eura je stejně jako v případě ostatních měn jeho zásadní podmínkou. ECB naplnila vysoká očekávání v prvních letech existence eura. Míra inflace v eurozóně je analyzována s využitím průměrného indexu růstu spotřebitelských cen ve sledovaném období. Příslušné hodnoty jsou uvedeny na obrázku 11 a jsou porovnány s průměrnou mírou CPI inflace v ekonomice USA. Analyzováno je období let 2001 až 2021. Průměrná míra inflace byla ve sledovaném období 1,66%, což je méně, než je inflační cíl v měnové politice ECB. Zvýšení tohoto průměru lze očekávat v roce 2022, kdy se vlivem nepříznivé globální geopolitické situace projeví negativní následky cenového růstu na komoditních trzích. Očekává se růst cenové inflace meziročně o 5,25%. Na druhou stranu, průměrná hodnota 1,66% ve sledovaném období svědčí o dobré měnové stabilitě eura. Průměrná míra CPI inflace v ekonomice USA byla ve stejném období 2,16%, což představuje nižší měnovou stabilitu, avšak stále se jedná o příznivou hodnotu v porovnání s konkurenčním čínským renminbi (International Monetary Fund, 2021a).

Z obrázku 12 je patrné, že v prvním období mezi lety 2001 až 2007 je možné pozorovat stabilní hodnoty míry inflace, a to lehce nad dvouprocentní inflační cíl. Cenovou stabilitu v tomto období ovlivnil globální růst cen komodit i strukturální ekonomické problémy. Krátkodobá inflační očekávání byla v tomto období více

než 2 procenta. V období po finanční krizi mezi lety 2008 až 2014 je patrné snížení průměrné inflace k 1,5%. Ekonomika eurozóny nezaznamenala v krizovém roce 2009 deflaci a už v roce 2010 se míra inflace vrátila pod 2 procenta. Z pohledu ECB byly změny cenové hladiny nízké, proto se v tomto období využívaly nástroje měnové politiky, jako kvantitativní uvolňování a politika nulových úrokových sazeb, která de facto přetrvala až do roku 2022. V letech 2010 až 2020 eurozóna vykazuje nižší míru inflace než ekonomiky USA a Číny. Růst míry inflace v eurozóně do krizového roku 2020 podléhal zpoždění, a to i navzdory hospodářskému zotavení v minulých letech (Abdiah & Parret, 2018). Z hlediska funkce mezinárodního uchovatele hodnoty byla tato situace pro euro příznivá. Snaha ECB dosáhnout prostřednictvím nízkých úrokových sazeb svého střednědobého cíle tak bude i nadále pokračovat, byť se zpožděním, zaviněným hospodářským útlumem následkem pandemie nemoci COVID-19.



Obrázek 12 Míra růstu cenové inflace, eurozóna vs. USA

Zdroj: vlastní zpracování dle International Monetary Fund (2021a)

V červenci 2021 vykazovala ekonomika eurozóny meziroční nárůst cen již o 2,2%. Na konci roku 2021 to bylo již téměř 4% (Eurostat, 2021). K útlumu růstu cenové hladiny přispěla skutečnost, že základní úrokové sazby v eurozóně nebylo na počátku pandemie COVID-19 už možné dále snižovat, na rozdíl od základních sazeb FEDu. Snižování dluhu pomocí vyšší míry inflace je vzhledem k tradiční antiinflační politice Evropské centrální banky méně pravděpodobné. Inflační výhled pro rok 2022 není pro měnovou stabilitu eura příznivý, především z důvodu očekávaného růstu cen komodit na světových trzích. Avšak tento nepříznivý inflační vývoj zaznamenává i ekonomika USA.

Vysoká míra inflace ve světové ekonomice v roce 2022 a očekávaný růst úrokových sazeb představuje pro Evropskou centrální banku dilema, zda navýšit úrokové sazby a čelit tak možnému odlivu spekulativního kapitálu do USA, či

ponechat sazby nízké a riskovat tak vyšší míru cenové inflace, která je však neslučitelná s antiinflační tradicí monetární politiky ECB. Vyšší úrokové sazby v eurozóně budou představovat velkou zátěž pro předlužené periferní ekonomiky eurozóny.

Pokud se porovná míra inflace ekonomiky USA a eurozóny, pak je zřejmé, že z hlediska měnové stability euro dosahuje příznivějších výsledků. Na druhou stranu, hospodářská výkonnost ekonomiky USA byla ve sledovaném období vyšší než u eurozóny. Vyšší míru inflace v ekonomice USA lze částečně vysvětlit právě vyšší hospodářskou výkonností. Na druhou stranu, ECB má po celé sledované období jako hlavní cíl své měnové politiky cenovou stabilitu, reprezentovanou dvouprocentním inflačním cílem. Konkurenční FED sleduje, dle Jílka (2013), nejen cenovou stabilitu ale také plnou zaměstnanost.

Transparentnost Evropské centrální banky je na relativně vysoké úrovni. ECB i FED, jsou z hlediska transparentnosti srovnatelné. Mezi nedostatky, které byly identifikovány u ECB, se objevuje rigidita v rozhodovacích procesech, dále pak transparentnost a předvídatelnost u rozhodovacích procesů. FED vykazuje nedostatky v netransparentnosti cílů své měnové politiky a také v případě transparentnosti ekonomických dat a statistik, které jsou využívány při rozhodování. Obě měnové autority ale dosahují aktuálně vyšší transparentnosti než konkurenční Čínská lidová banka (Eichengreen & Dincer, 2013).

## 9.5 Dimenze politicko-právní

Dimenze politicko-právní má u eura odlišný význam než u jeho hlavních konkurentů. Euro bylo vytvořeno primárně jako mírový politický projekt a reakce na rozpad Bretton-Woodského mezinárodního měnového systému. Záměrem tvůrců eura nebylo primárně vytvořit konkurenta americkému dolaru, ale přispět k projektu evropské integrace. Dalším přínosem eura bylo odstranění vzájemných volatilit výměnných kurzů evropských měn a zabránění vzniku evropské měnové krize, podobné té z roku 1992 (Marsh, 2012).

Evropská centrální banka má možnost podpořit měnovou internacionalizaci eura, avšak k této možnosti zaujímá dlouhodobě neutrální postoj, což představuje překážku v tomto procesu. V roce 2008 však došlo alespoň k částečnému obratu v pasivním přístupu ECB. Na jednu stranu sice přímo nebrání hlubší integraci eura do mezinárodního měnového systému, avšak současně neprovádí opatření vedoucí k jeho vyšší integraci. Důvodem jsou obavy z dopadu kurzové politiky měn a rovněž obavy z částečné ztráty kontroly nad monetární politikou jako v případě rozšíření eurodolarů v historii. Výhodou vyššího stupně měnové internacionalizace eura může být ražebné a zajištění levnějších nákladů financování pro evropské banky a společnosti. Internacionalizace eura je tak primárně ovlivněna působením tržních sil (Cohen, 2015; Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018; Piketty, 2015).

Politická podpora zde představuje ochotu a schopnost vlád evropských zemí přispět k udržitelnosti eura a postupnému vytvoření optimální měnové oblasti. V současnosti euro charakter optimální měnové oblasti nesplňuje (Baldwin & Wyplosz, 2019).

Pokud Evropská centrální banka a političtí představitelé eurozóny dovedou euro vyvést ze současné krize, může euro v budoucnosti přispět k symetrii celého mezinárodního měnového systému. Hospodářské politiky členských států eurozóny nezahrnují požadavek k vyššímu stupni měnové internacionalizace. S odkazem na dimenzi hospodářské výkonnosti v případě eura (část 9.2.), hraje velikost ekonomiky silnou roli při internacionalizaci měny. V případě eura by velikost ekonomiky eurozóny mohla být rozšířena přijetím nových členských zemí. Potom může dojít k posílení síťového efektu. Rozšiřování eurozóny může euru pomoci vyrovnat se americkému dolaru v rámci hospodářské výkonnosti. Eurozóna má potenciál stát se největší ekonomickou a měnovou oblastí světa. Uvedené rozšíření eurozóny má ale některé nevýhody.

Přistoupení nových členských zemí po roce 2004 vedlo k fragmentaci finančních trhů a vedlo také ke komplikacím v rámci společné kurzové politiky eura (Piketty, 2015).

Kurzová politika představuje v současnosti problematickou oblast v rámci eurozóny. ECB je primárně zodpovědná za zajištění cenové stability v ekonomice eurozóny. Toto rozdělení je platné od vzniku Maastrichtské smlouvy v roce 1992. Rozdělení v případě kurzové politiky je méně zřejmé. Provádění devizových intervencí a správa devizových rezerv je pod kontrolou ECB. Provádění dohod o kurzových režimech je upraveno Lisabonskou smlouvou, článkem 219 SFEU (Dohoda o systému směnných kurzů eura ve vztahu k měnám třetích států). Rada rozhoduje jednomyslně na doporučení Evropské centrální banky nebo na doporučení Komise (po konzultaci s Evropskou centrální bankou) a také po konzultaci s Evropským parlamentem. Evropská legislativa umožňuje Radě a Komisi rozhodovat o kurzové politice v eurozóně (Baldwin & Wyplosz, 2019; European Parliament, 2007).

Trojité rozdělení odpovědnosti mezi ECB, Radu a Komisi může v krizových obdobích vést k pomalému rozhodovacímu procesu s negativními dopady na euro i celou ekonomiku eurozóny. Reakce ECB na krizové události je pomalejší a má více limitů než v případě konkurenčního FEDu (Baldwin, Wyplosz, 2019; Czubala & Puente y Regidor, 2016).

Další problematickou oblastí zůstává vnější zastoupení eurozóny v oblastech jako je koordinace hospodářské politiky, řízení globálních finančních rizik, reforma mezinárodního a finančního systému. V současnosti stále neexistuje jednotné zastoupení eurozóny v Mezinárodním měnovém fondu a obdobných mezinárodních měnových institucích. Zastoupení v MMF a Světové bance zůstává záležitostí členských zemí. Stejně tak stanovení členských kvót a hlasovacích práv je provedeno na národní úrovni. Hromadná kvóta hlasovacích práv členských zemí eurozóny by byla v roce 2022 vyšší (22,1%), než kvóta USA

(17,4%), proto by eurozóna mohla využít práva veta (nenaplnění 85% kvóty při rozhodování v rámci MMF), podobně jako USA. Prakticky je velmi obtížné sjednotit rozhodnutí všech 19 členských zemí eurozóny. Také lze očekávat, že po sjednocení eurozóny jako jediného zástupce této ekonomiky v Mezinárodním měnovém fondu by kvóty hlasování poklesly. Otázkou zůstává, zda by tento pokles byl již pod kritickou 15% hranicí, nutnou pro právo veta (International Monetary Fund, 2022).

Požadavek jednotné struktury měnové a kurzové politiky eura pro zajištění jednoty při jednání na mezinárodní politické scéně uvádí McNamara a Meunir (2002). Tito autoři uvádějí, že dokud nebude existovat v rámci eurozóny osoba či instituce s pravomocemi, které má ministr financí USA, pak není dominantní role dolaru ze strany eura ohrožena. Ani tento požadavek není v roce 2022 splnitelný.

Reforma jednotného zastoupení eurozóny zůstává aktuálním a vysoce žádoucím požadavkem příštích let. Tato reforma má sloužit k ochraně výměnného kurzu eura, koordinaci mezinárodní monetární a fiskální politiky a k reformám mezinárodního měnového a finančního systému. Dalším produktem této reformy by bylo rovněž posílení mezinárodní role eura. Jistou inspiraci v této reformě může představovat obchodní politika, ve které Evropská unie vystupuje navenek jedním hlasem. Na druhou stranu, charakter obchodní a monetární politiky je značně odlišný, což činí tvorbu institucionálního rámce pro jednotnou monetární politiku značně obtížnou. Oba typy politik se liší jak časovým rámcem, tak i charakterem jednání, rozhodováním, zastoupením aktérů a formou mezinárodní spolupráce (McNamara & Meunir, 2002).

Tabulka 33 Srovnání výdajů na zbrojení eurozóny, USA a Číny

Země	Vojenské výdaje (mld. USD), 2021
Spojené státy americké	750
Eurozóna (členské státy NATO)	166
Eurozóna (všechny členské státy)	174
Čína	252

Zdroj: GFP.com (2021)

Parametr vojenské síly je v případě internacionalizace eura zanedbatelný. Eurozóna je sice obchodní velmocí a tím i dosahuje významného vlivu na mezinárodní politiku, avšak neovlivňuje mezinárodní politiku vojenskou silou (tab. 33). Jednotná armáda eurozóny neexistuje. Dále některé členské země eurozóny nejsou v roce 2022 členy Severoatlantické aliance, přičemž zde mají rozhodující vliv Spojené státy americké.

Vojenský vliv eurozóny je velmi nízký, což se projevuje především v oblasti volby kotevní měny. Země, které navázaly své měny k euru, tak učinily primárně z historických důvodů. Například africké země, které jsou členy západoafrické a středoafické měnové unie navázaly své měny k euru s odkazem na dědictví po

francouzském franku. V případě amerického dolaru je situace odlišná. Země se silnou geopolitickou vazbou kotví své měny k americkému dolaru, například v případě obchodování s komoditami. Motivem těchto zemí je zajistit stabilní příjmy z exportu komodit. Silnou roli měnové kotvy představuje americký dolar především v zemích Blízkého východu (Saudská Arábie, Kuvajt, Irák aj.) (Cohen, 2019).

Mezi nejzávažnější rizika blízké budoucnosti patří možné dopady rekordního nárůstu zadlužení státního vůči HDP (o 15 až 30 procent) jednotlivých zemí eurozóny. Jedná se o následek vládních reakcí na pandemii nemoci COVID-19. Dalším rizikem je hospodářská recese v postpandemickém období, způsobená cenovou inflací, globálními logistickými problémy a geopolitickým napětím. Rostoucí míra cenové inflace znamená nutnost přehodnotit monetární politiku Evropské centrální banky (Wyplosz, 2020).

Dalším cílem hospodářské politiky je zabránit prohlubování nerovnováh běžných účtů platebních bilancí zemí uvnitř eurozóny, což bude v postpandemickém období pro udržitelnost eura zásadní. Klíčovou reformou je orientace Evropské centrální banky na nové cíle měnové politiky, a to plnou zaměstnanost a hospodářský růst. V neposlední řadě je nutné uvést požadavek na společnou makroekonomickou politiku, která zmírní asymetrické šoky v ekonomice, jež není možné zvládnout na národní úrovni (Wyplosz, 2020; Eichengreen & Gros, 2020).

Euro může v budoucnosti posílit svou mezinárodní měnovou pozici v případě, že další internacionalizace čínského renminbi bude neúspěšná. V neprospěch internacionalizace eura působí nouzový pandemický program nákupu eurových aktiv. Řešením může být vydávání dlouhodobých depozitních certifikátů Evropské centrální banky. Tímto způsobem je možné dále navýšit globální eurovou likviditu v mezinárodním měnovém systému (Eichengreen & Gros, 2020).

Dále se nabízí možnosti investice do dluhopisů nebo akcií eurozóny s využitím daňových pobídek a pobídky pro evropské banky, aby tyto poskytovaly úvěry denominované v eurech. Tyto úvěry mohou sloužit k financování transakcí v mimoevropských zemích. Mezinárodní význam eura v měnových vztazích lze posílit i rozšířením eurozóny. V blízké budoucnosti však nelze očekávat, že další hospodářsky významné země Evropské unie (Švédsko, Dánsko) nebo ostatní země (Česká republika, Polsko, Maďarsko) budou mít na připojení ke společné měně zájem. Aktuální je pouze připojení Chorvatska do eurozóny v roce 2022. Cohen (2011) navíc argumentuje, že přijetí nových zemí s různými zájmy a prioritami může atraktivitu eura dokonce naopak snížit.

Nevyřešenou otázkou zůstává také vyšší integrace v rámci bankovní unie.

Výrazný nárůst státního zadlužení, způsobeného dopady pandemie COVID-19, dostal řadu kandidátských zemí mimo konvergenční kritéria pro vstup do eurozóny (European Central Bank, 2020b).

Internacionalizace eura by byla výrazně posílena přistoupením Velké Británie, což je v současnosti nereálné. Celkově i přes nízkou ochotu ECB podporovat internacionalizaci eura bude tato instituce nadále monitorovat aktuální stav měnové internacionalizace, a to především z důvodu hodnocení účinnosti transmisivního mechanismu své měnové politiky a pro hodnocení dopadů zahraničních šoků na ekonomiku eurozóny (European Central Bank, 2020b).

Euro, produkt mezinárodní dohody, zůstane i v blízké budoucnosti měnou bez země, avšak výše uvedené překážky neznamenají, že se mezinárodní role eura nemůže dále zvyšovat. Vyšší stupeň integrace finančních trhů, monetární a fiskální politiky a politické reprezentace spolu s postupným rozšiřováním členských zemí eurozóny může nejprve stabilizovat a poté dále rozšiřovat funkci eura jako světové rezervní měny.

Posílení mezinárodní role eura se dle Cohena (2011) musí stát explicitním cílem hospodářské i monetární politiky eurozóny. Pravděpodobnost tohoto kroku je však v současnosti velmi nízká. Evropští politici nebudou mít zájem na riskování geopolitického konfliktu se Spojenými státy americkými.

Některé z uvedených opatření se implementují, a to nejen pro zachování stability Evropského měnového systému, již od roku 2015. Přehled těchto opatření uvádí zpráva pěti prezidentů (European Commission, 2015).

## 9.6 Shrnutí

V této závěrečné sekci lze uvést odpověď na výzkumnou otázku (VO7). Mezinárodní role eura nebyla ve zkoumaném období výrazně změněna, avšak vnitřní stabilita této měny je nyní mnohem více ohrožena. Riziko neudržitelnosti eura se v roce 2020 zvýšilo skokovým zadlužením zemí jižní eurozóny, ekonomickými nerovnováhami mezi jednotlivými členskými zeměmi a nerovnoměrným poklesem hospodářského růstu u jednotlivých zemích. Euro má potenciál přispět v případě úspěšného zotavení po roce 2022 k symetrii mezinárodního měnového systému.

Výhodou eura jsou silné dimenze hospodářské výkonnosti a měnové stability. Naopak jako nevýhodné pro euro lze označit dimenzi finanční otevřenosti a politicko-právní dimenzi. Zlepšení v rámci obou dimenzí je v budoucnosti podmíněné reformami uvnitř této měnové oblasti.

Jisté obavy je možné vyjádřit nad změnou orientace Evropské centrální banky. V roce 2022 je zřejmé, že orientace na zelenou politiku již dalece přesahuje původní mandát společné centrální banky. Stejně tak poměrně rezervovaný přístup ke snižování inflace je v rozporu s původním dědictvím po Bundesbance. Nepředvídatelná monetární politika v eurozóně, rostoucí zadlužení klíčových ekonomik, nevládnutí dopadů inflace v roce 2022, případně politický rozkol mezi členskými zeměmi eurozóny či Evropské unie představují aktuálně nejvýznamnější překážky vůči pokračující internacionalizaci eura.

## 10. PERSPEKTIVA ČÍNSKÉHO RENMINBI

Cílem této části je s pomocí konceptů měnové koncentrace, analýzy literárních zdrojů a vlastního výzkumu s využitím případové studie a syntézy odpovědět na následující výzkumnou otázku:

(VO8) *Jaká je budoucí perspektiva čínského renminbi v mezinárodním měnovém systému z pohledu jeho měnové internacionalizace?*

Čínské renminbi představuje na mezinárodní úrovni relativně mladou měnu. Nástup renminbi a růst významu čínské ekonomiky představuje zásadní změnu dynamiky vývoje mezinárodního měnového systému. Renminbi je často uvažováno jako měna s potenciálem doplnit dolar a euro na pozici světových rezervních měn.

První část této případové studie je zaměřena na koncentraci této měny v mezinárodním měnovém systému. V dalších částech je pozornost věnována dimenzím měnové internacionalizace.

### 10.1 Měnová koncentrace čínského renminbi

Na základě tabulky 34 lze konstatovat, že čínské renminbi na začátku 21. století postupně navyšuje své podíly na měnové koncentraci v rámci mezinárodního měnového systému v letech 2001 až 2020. Tyto podíly v současnosti zdaleka nedosahují úrovně měnové koncentrace hlavních rivalů, a to amerického dolaru a eura a jsou rovněž nižší než v případě britské libry a japonského jenu.

Čínské renminbi v rámci měnové koncentrace navíc dosahuje poměrně nevyrovnaných hodnot. Patrný je nárůst podílu na globálních platbách, na obratu na devizovém trhu a také v případě devizových rezerv v uplynulém desetiletí.

Podíl renminbi na globálním devizovém trhu činí 2,2%, v případě podílu na OTC derivátových trzích je to pouhé 1%. Stejně tak cenové rozpětí mezi americkým dolarem a renminbi je vyšší než v případě ostatních výměnných kurzů amerického dolaru (např. eura, japonského jenu, ale také např. indonéské rupie). Podíl renminbi na devizových rezervách je srovnatelný s australským a kanadským dolarem. V roce 2020 je zde podíl renminbi necelá dvě procenta.

Investiční a kapitálové funkce této měny však zůstávají stále velmi nízké. V rámci podílu na mezinárodních dluhopisech čínské renminbi zlepšilo svou pozici. Objem cenných papírů, které jsou denominovány v renminbi, představuje pouze 0,6% z objemu cenných papírů denominovaných v amerických dolarech.

Dynamika růstu v rámci podílů měnové koncentrace byla ve sledovaném období nejvyšší v rámci 35 měn, pro které Banka pro světové platby sestavuje příslušné statistiky (Bank for International Settlements, 2019).

Měnovou koncentraci čínského renminbi lze posuzovat také z hlediska funkce měnové kotvy. Tato funkce je výrazně oslabena skutečností, že čínská centrální banka udržuje podhodnocený kurz renminbi. Zároveň jsou udržována omezení na kapitálovém účtu. Databáze AERAR neuvádí zemi, která by využívala čínské renminbi jako výhradní kotevní měnu (International Monetary Fund, 2020b).



Tabulka 34 Měnová koncentrace čínského renminbi

Čínské renminbi (CNY)	2001	2010	2020
Podíl na obratu na devizovém trhu (%)	n/a	0,45	2,15
Podíl na obratu u OTC derivátů (%)	n/a	0,01	1
Podíl na přeshraničních bankovních pohledávkách	n/a	n/a	n/a
Podíl na mezinárodních dluhopisech	n/a	0,04	0,1
Podíl na alokovaných globálních devizových rezervách	n/a	0,25	1,97
Podíl na globálních platbách	n/a	0,01	2,22
Průměrná měnová koncentrace	<0,15	0,15	1,49

Zdroj: vlastní zpracování, převzato ze studie Sadil a Sipko (2022)

Význam renminbi jako referenční měny se ve sledovaném období zvyšoval. Huang, Wang a Fan (2014), uvádí, že od roku 2005, kdy čínská centrální banka umožnila postupné zhodnocení své měny vůči americkému dolaru, renminbi získalo vliv vůči národním měnám Indie, Singapuru, Indonésie a Malajsie. K podobnému závěru dochází také Subramanian a Kessler (2012), které uvádějí, že se v uvedeném období vytvořil pomyslný renminbi měnový blok a renminbi zde slouží jako referenční měna. Rostoucí význam čínské měny v regionu východní Asie je dán nejen geografickou polohou, ale také zásluhou rozvíjejících se obchodních vztahů mezi východoasijskými zeměmi. Renminbi také získalo svůj význam jako referenční měna v mimo-asijských zemích jako Republika Jižní Afrika, Turecko a Chile. Tito autoři také uvádí, že do roku 2030 se čínské renminbi může stát referenční měnou globálního významu. Nutnou podmínkou je však dosažení dominantní pozice Číny v mezinárodním obchodě a liberalizace kapitálového účtu čínské ekonomiky. Naopak studie, kterou uvádí Kawai a Pontines (2014), existenci renminbi bloku neprokazuje a uvádí význam amerického dolaru jako referenční měny v Asii. Čínská měna rovněž vykazuje nárůst podílu v rámci globálních plateb. Ovšem toto využití renminbi se týká především zahraničního obchodu Číny, méně pak v rámci čistě zahraničních plateb.

V literatuře lze nalézt tři scénáře možného budoucího vývoje měnové internacionalizace renminbi. První scénář lze přirovnat k historické internacionalizaci amerického dolaru v letech 1914 až 1924. Předpokládá se rychlé rozšíření v rámci všech měnových funkcí na soukromé i oficiální úrovni. Historický vývoj od roku 2011 prozatím nenasvědčuje realizaci tohoto scénáře. Druhý scénář je pro renminbi výrazně pesimistický a uvádí podobný vývoj jako v případě japonského jenu. Tento scénář je spojen s kolapsem čínské ekonomiky, který je nastíněn konkrétními riziky v následující sekci. Třetí, a v současnosti

nejpravděpodobnější scénář budoucího vývoje, spočívá v postupném, řízeném procesu udržitelné měnové internacionalizace v příštích desetiletích (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018).

V současnosti existují dvě možnosti, jak více integrovat čínskou měnu do mezinárodního měnového systému. První možností je přechod k Zvláštním právům čerpání (SDR) jako rezervní měně (Zhou, 2009). Druhou možností je postupný vznik východoasijského (regionálního) renminbi bloku. K první uvedené možnosti v současnosti schází politická vůle v ostatních zemích. Druhá možnost je částečně podmíněna oslabením amerického dolaru a snížením jeho měnové koncentrace v mezinárodním měnovém systému. Renminbi se již stalo důležitou referenční měnou v Asii. V budoucnosti renminbi patrně posílí svou funkci referenční měny a utvoří regionální měnový blok (Campanella, 2014). Pokračující internacionalizace renminbi je podmíněna několika kroky. Jedná se o otevření kapitálového účtu a přechod k volně pohyblivému režimu výměnného kurzu, dále pak přijetí renminbi jako mezinárodního prostředku směny a vyššího využití renminbi jako rezervní měny (Subramanian, 2011).

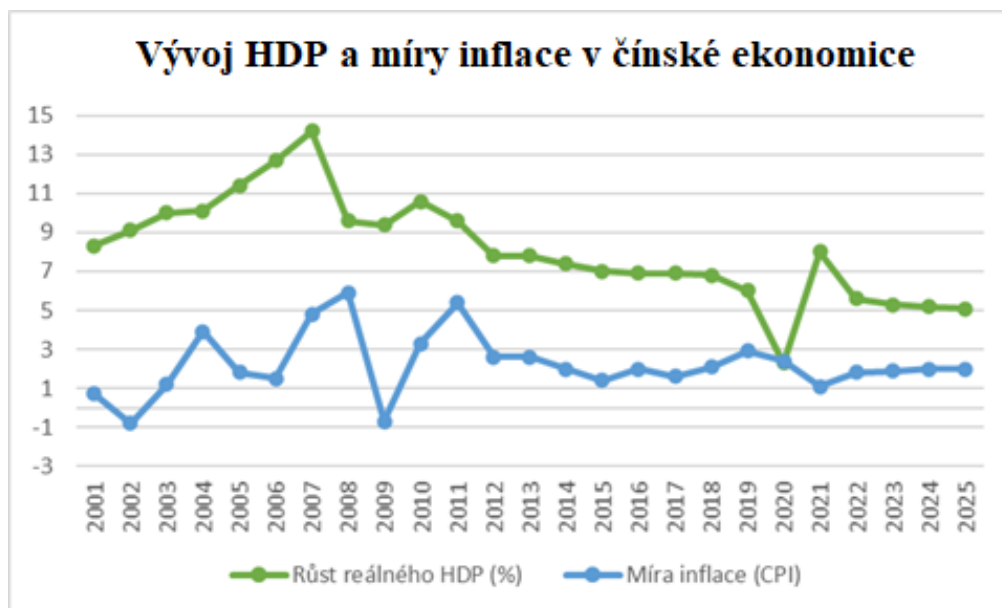
Chen, Peng a Shu (2009) uvádějí, že potenciál plně směnitelného renminbi jako rezervní měny byl v roce 2009 na úrovni britské libry či japonského jenu, zhruba 10% světových rezerv.

## 10.2 Dimenze hospodářské výkonnosti

Rostoucí hospodářská výkonnost čínské ekonomiky je častým argumentem ve prospěch hlubší internacionalizace renminbi. Potenciál měnové internacionalizace u čínského renminbi je silně podpořen dimenzí hospodářské výkonnosti. Dle World Economic Outlook lze v období 2001 až 2021 sledovat výrazný nárůst ekonomické výkonnosti čínské ekonomiky a expanzi mezinárodního obchodu (International Monetary Fund, 2021a). Hospodářská výkonnost představuje základ pro měnovou internacionalizaci, avšak musí být v budoucnosti doplněna o řadu reforem. O směru a konkrétních reformních opatřeních se vedou dlouholeté diskuse.

Čínská ekonomika se podílí na globálním HDP (dle PPP) 19,1%, nominálně je druhou největší ekonomikou světa za USA. Dopady pandemie nemoci COVID-19 významně snižují výkonnostní rozdíl mezi čínskou a americkou ekonomikou, a to navzdory zpomalení růstu čínské ekonomiky v minulých letech (International Monetary Fund, 2021a). V rámci indexu globální konkurenceschopnosti se čínská ekonomika s uvedenou hodnotou 73,9 bodů drží dlouhodobě stabilně na 26-28. místě. Exportní diverzifikace a kvalita exportu je rovněž na vysoké úrovni a podíl na světových exportech je ze všech zemí nejvyšší (International Monetary Fund, 2017). Čína rovněž představuje hlavního obchodního partnera pro více než 70 zemí světa (World Trade Organization, 2021). Rostoucí hodnota přeshraničních obchodních transakcí vede k širšímu využívání renminbi. V roce 2015 bylo 25 procent čínského obchodu vypořádáno v renminbi. Čínské renminbi rovněž

předstihlo euro na pozici druhé nejvíce užívané měny ve financování globálního obchodu (SWIFT, 2021). Čínská ekonomika rovněž vykazuje kladnou čistou investiční pozici a (prozatím) přijatelné hodnoty vnějšího zadlužení (viz tab. 37).



Obrázek 13 Růst HDP a inflační vývoj v čínské ekonomice

Zdroj: vlastní zpracování dle International Monetary Fund (2021a)

Pandemie nemoci COVID-19 zasáhla ve své první fázi čínskou ekonomiku, která vykázala v roce 2020 růst reálného hrubého domácího produktu o 1,9%. To představovalo jednu z mála kladných hodnot napříč světovou ekonomikou (International Monetary Fund, 2021a). Pandemie COVID-19 vedla ke zhoršení obchodních (narušení logistických řetězců) i politických mezinárodních vztahů (čínská odpovědnost za pandemii) mezi Čínou a ostatními zeměmi (Yuan, 2020).

Tato skutečnost představuje překážku pro pokračující politiku internacionalizace renminbi. Měnové vztahy Číny se zbytkem světa byly rovněž ovlivněny pokračující obchodní válkou mezi USA a Čínou, která negativně ovlivňuje celou globální ekonomiku (Evans, 2019). Čínská ekonomika v uplynulém desetiletí zaznamenala výrazný růst domácího zadlužení, což představuje další potenciální zdroj vnitřní nestability (Chen, 2018).

Dalším zdrojem nestability je rozvoj bankovních aktivit, které nepodléhají žádné regulaci (Sun, 2019), s nutností vyššího stupně regulace čínských bank, a celkový útlum světové poptávky po čínských exportech v roce 2020. Předlužení čínských společností v čele se skupinou Evergrande, zpožděná vlna epidemie COVID-19 na jaře 2022 a aktuální problémy v oblasti energetického trhu mohou rovněž ohrozit internacionalizaci renminbi. Stejně tak geopolitické otázky v souvislosti s rusko-ukrajinskou krizí v roce 2022 mohou být pro internacionalizaci renminbi zdrojem budoucích potenciálních rizik. Je evidentní, že hospodářská výkonnost má pro internacionalizaci renminbi zásadní význam, avšak sama o sobě je pro vyšší stupeň měnové internacionalizace renminbi nedostačující.

Tabulka 35 Determinanty měnové internacionalizace u čínského renminbi

<b>Dimenze hospodářské výkonnosti</b>	<b>Přřazený ukazatel</b>	<b>2020</b>
Pozice v rámci světové ekonomiky	Podíl na globálním HDP (PPP, %)	19.12
Důvěryhodnost ekonomiky	Rating ekonomiky S & P	A+
Pozice v rámci světového obchodu	Podíl na světovém vývozu (%)	10.77
Vnější ekonomická pozice	Čistá investiční pozice (% HDP)	15
Exportní diverzifikace	Index exportní diverzifikace	2.01
Konkurenceschopnost ekonomiky	Index světové konkurenceschopnosti	73.9
Vnější zadlužení ekonomiky	Hrubý veřejný dluh (% HDP)	61.7
<b>Dimenze měnové stability</b>		
Cenová stabilita	10Y vývoj CPI (2010=100)	128.8
Transparentnost centrální banky	Index transparentnosti CB	4
<b>Dimenze finanční otevřenosti</b>		
Otevřenost kapitálového účtu	Index KAOPEN	0.16
Otevřenost finančních trhů	Index otevřenosti kapitálových trhů	0
Rozvinutost finančních trhů	Index rozvoje finančního trhu	0.65
Režim kurzového uspořádání	Kurzový režim dle klasifikace MMF	M. Fix.
Úrokové rozpětí výměnného kurzu	Kategorie měny dle likvidity na trhu	Exotic
<b>Dimenze politicko-právní</b>		
Politická stabilita	Political stability index	-0.24
Úroveň korupce	Index vnímané korupce	42
Úroveň legislativy	Index právního státu	0.48
Vojenská síla	PowerIndex	0.085
Váha měny v SDR	Podíl měny v SDR koši (%)	10.92

Zdroj: vlastní zpracování

### 10.3 Dimenze finanční otevřenosti

Zvýšení hospodářské výkonnosti čínské ekonomiky a iniciativy swapových linek, zahraničních investic a částečného zpřístupnění finančních trhů jsou nepochybně důležité, avšak vytvoření hlubokých a likvidních finančních trhů je pro další stupeň internacionalizace renminbi zcela nezbytnou podmínkou.

Významné překážky k internacionalizaci renminbi zůstávají v dimenzi finanční otevřenosti. Čínská ekonomika nevykazuje v uplynulých dvou desetiletích výrazné zlepšení v této oblasti. Kapitálový účet platební bilance a finanční trhy zůstávají nadále pro nerezidenty uzavřené. Čínská vláda přijala v minulých letech opatření, která měla uzavřenost kapitálového účtu zmírnit, avšak regulace kapitálového účtu zůstává nadále velmi přísná. K analýze otevřenosti kapitálového účtu lze využít KAOPEN index. S odkazem na tabulku 37 lze konstatovat, že hodnota tohoto indexu v případě čínské ekonomiky (0,16) značí silně omezený kapitálový účet. Tato hodnota se ve sledovaném období výrazně

nemění, stále lze označit čínskou ekonomiku za kapitálově uzavřenou. Země uskupení BRIC stále vykazují spíše uzavřené kapitálové účty, avšak vyšší otevřenost, ke konci roku 2020 vykazuje ekonomika Brazílie.

Absence alokační svobody kapitálu znesnadňuje přijetí renminbi jako světové měny. Dle Coaseho a Wanga (2019) existuje stále více důkazů, že tržní svoboda představuje klíčovou roli v ekonomickém rozvoji a že nedostatek volného toku informací poškozuje hladké fungování kapitálových trhů. S tím souvisí také vnitřní problémy a rizika čínské ekonomiky. Předně jde o riziko odlivu kapitálu ze země následkem otevření kapitálového účtu platební bilance světa.

Dále lze zmínit uměle oslabený výměnný kurz renminbi, případně měnové spekulace. Plně internacionalizované a směnitelné renminbi musí být zajištěné důvěrou v osobní vlastnictví, dodržováním práv, finanční transparentností a volným tokem informací (Eckert, 2010). Do jaké míry ovlivní internacionalizace renminbi stabilitu mezinárodního měnové systému, záleží na rychlosti a způsobu otevření kapitálového účtu platební bilance, konzistenci a transparentnosti čínského domácího peněžního trhu, bankovní regulaci, finanční stabilitě a fiskální politice čínské vlády (Zhang & Kunyu, 2014).

Čínské finanční trhy v současnosti postrádají stupeň rozvoje, který vykazují americké či evropské trhy. Tržní hodnota dluhového a akciového trhu v poměru k hrubému domácímu produktu byla v případě Číny v roce 2014 srovnatelná s Thajskem nebo Indonésií (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018). Závěrem je nutné zohlednit stupeň integrace čínské ekonomiky do globálního finančního systému.

Prasad a Ye (2012) uvádějí, že tuto integraci lze měřit objemem zahraničních aktiv a pasiv čínské ekonomiky. Také v této oblasti vykazuje čínská ekonomika rostoucí míru integrace. Objem zahraničních aktiv a pasiv v čínské ekonomice vykazuje ve sledovaném období výrazný nárůst. Od roku 2004 do roku 2020 se zahraniční aktiva a pasivy zvýšila desetinásobně. Čistá investiční pozice se ve stejném období zvýšila stejnou měrou. Zvýšení čisté investiční pozice je primárně spojeno s růstem čínské ekonomiky, více než s liberalizací kapitálového účtu. Tento závěr lze vyvodit z obrázku 14, kde je patrné, že podíl čisté investiční pozice (převis zahraničních aktiv nad pasivy) se ve sledovaném období pohyboval nejčastěji v rozpětí 15-20% HDP. Výrazný podíl na navýšení kladné čisté investiční pozice má akumulace devizových rezerv (State Administration of Foreign Exchange, 2022).

Renminbi je v mezinárodním měnovém systému poměrně vzácným příkladem toho, že mezinárodní role měny může vzrůst i přes silné omezení kapitálové otevřenosti. Další liberalizace v této dimenzi je pro pokračující internacionalizaci nevyhnutelná. Jako zásadní rizika při liberalizaci kapitálové otevřenosti lze identifikovat ztrátu nad kapitálovými toky, včetně přílivu a odlivu krátkodobého spekulativního kapitálu. S tím souvisí také rizika vzniku cenových anomálií na kapitálovém trhu, podobně jako v Japonsku v 80. letech 20. století.

Eckert (2010) dále zmiňuje destabilizující dopady Carry Trade spekulací, pokud jsou prováděny ve velkém množství. V budoucnosti lze očekávat velmi

opatrnou liberalizaci, která však může být zpožděna následkem negativních dopadů pandemie nemoci COVID-19 v roce 2020 a 2021.



Obrázek 14 Čistá investiční pozice čínské ekonomiky (% HDP)

Zdroj: State Administration of Foreign Exchange (2022)

#### 10.4 Dimenze měnové stability

V rámci dimenze měnové stability čínského renminbi lze zkoumat vývoj tří parametrů, a to míry inflace, volatilitu výměnného kurzu a transparentnost centrální banky.

Do konce 90. let 20. století se v čínské ekonomice střídala období vysokých a nízkých měr inflace. Jednou z příčin tohoto kolísavého vývoje byla experimentální hospodářská politika spojená s reformami Teng Siao-Pchinga. Na vysokou míru inflace v 80. letech 20. století, způsobenou cenovou liberalizací, bylo reagováno omezením úvěrů a dalšími zásahy v oblasti monetární politiky. Snahou tvůrců monetární politiky bylo stabilizovat ceny zemědělského a průmyslového zboží (Zhang & Clovis, 2010). Druhé období vysoké míry inflace v čínské ekonomice se objevilo v 90. letech, přičemž příčiny byly srovnatelné s těmi v předchozím desetiletí. V roce 1998 vykazovala čínská ekonomika mírnou deflaci. Příčiny byly identifikovány v doznívající Asijské měnové krizi a v růstu produktivity vlivem vysokých zahraničních přímých investic. Růst produktivity vedl k poklesu cen zboží a služeb a vedl k cenové deflaci. V následujících letech, do roku 2008, míra inflace vykazovala rostoucí trend. Výrazně rostoucí míra inflace v následujících letech je vysvětlována jako následek globálních ekonomických dopadů, např. růstem cen průmyslových i zemědělských komodit (Zhang & Clovis, 2010; Prasad, 2016).

Od začátku 21. století lze považovat čínskou monetární politiku ve vztahu ke kontrole míry inflace za relativně úspěšnou v kontextu výrazného hospodářského růstu čínské ekonomiky. Období dvouciferného růstu míry inflace, typická pro 80. a 90. léta 20. století, se v prvních dvou desetiletích 21. století v čínské ekonomice již neobjevují. Zhang a Clovis (2010) empiricky dokazují, že na kontrole čínské inflace má zásadní podíl posílení pozice čínské centrální banky a provádění adekvátní monetární politiky. Od roku 1998 je čínská ekonomika méně citlivá na inflační šoky.

Renminbi dlouhodobě vykazuje nižší stabilitu než americký dolar a euro. Čínská ekonomika vykázala na konci roku 2020 meziroční nárůst spotřebitelských cen o 2,92% a 0,9% v roce 2021, přičemž na rok 2022 se očekává znovu vyšší míra inflace, více než 2%. Čínskou měnu však lze označit jako stabilní. V uplynulém desetiletí překročila míra inflace renminbi pětiprocentní hodnotu pouze v roce 2011. Průměrná desetiletá míra inflace dle indexu CPI byla ve sledovaném období 129%, což je o 8% více než v případě amerického dolaru a o 14 % více než v případě eura ve stejném období. Avšak čínská ekonomika dosahovala ve sledovaném období výrazně vyššího růstu HDP, proto lze vyšší míru inflace považovat za přijatelnou (viz obr. 13).

Stabilita bilaterálních výměnných kurzů je důsledkem regulace kurzu renminbi a uzavřenosti kapitálového účtu vůči zahraničním účastníkům trhu. Od roku 1994 byl kurz čínské renminbi fixován vůči americkému dolaru. Od roku 2005 byl kurz renminbi navázán na koš několika měn. Rok 2005 byl pro čínskou ekonomiku i renminbi klíčový. Po reformě kurzového uspořádání se reálný kurz čínské ekonomiky zhodnotil primárně kvůli zhodnocení nominálního výměnného kurzu, a nikoliv jako důsledek vysoké inflace v čínské ekonomice.

Renminbi vůči americkému dolaru vykazuje dlouhodobou apreciaci. Do roku 2005 byl výměnný kurz USD/CNY fixovaný na úrovni 8,27 renminbi za 1 americký dolar, od tohoto roku jsou patrná období apreciacie renminbi v rozsahu 6,00 až 7,15. V letech 2021 a 2022 vykazuje renminbi již silnější kurz vůči americkému dolaru (Yahoo Finance, 2022). Pro exportně orientovanou čínskou ekonomiku je kurzově slabší renminbi výhodným nástrojem k podpoře domácího exportu, na druhou stranu je řízený fixní kurz těžko slučitelný s funkcí světové rezervní měny. V budoucnosti lze očekávat pozvolnou apreciaci renminbi vůči americkému dolaru, ať už jako následek liberalizace kapitálového účtu či vyšší ekonomické výkonnosti čínské ekonomiky.

Za součást dimenze měnové stability lze považovat také důvěryhodnost a transparentnost monetární autority země, která vydává ať už současnou či potenciálně budoucí světovou rezervní měnu. Transparentnost čínské centrální banky je dlouhodobě hodnocena hůře než u konkurenčních centrálních bank ekonomik USA a eurozóny. Na druhou stranu, i v tomto indexu transparentnosti je možné pozorovat výrazný nárůst hodnot u čínské centrální banky (z 1 bodu na 4), byť zde zůstává velký prostor pro zlepšení. Ostatní centrální banky, které kontrolují rezervní měny, zahrnuté v SDR koši, vykazují hodnoty transparentnosti

okolo 10 bodů z maximálních 15 bodů (International Monetary Fund, 2021 a; Eichengreen & Dincer, 2013).

Závěrem je nutné uvést, že udržení nízké míry inflace nemusí být dostačující pro další posílení mezinárodní role čínského renminbi. Volatilita čínské inflace byla ve sledovaném období vyšší než v případě konkurentů, americké ekonomiky a ekonomiky eurozóny (Prasad & Ye, 2012; Prasad, 2016).

## 10.5 Dimenze politicko-právní

Dlouhodobým strategickým cílem čínské vlády je internacionalizace renminbi. V roce 2006 byla publikována studie čínské centrální banky zaměřená na posílení mezinárodní role čínské měny. Vyšší stupeň měnové internacionalizace povede k posílení globálního politického a ekonomického vlivu Čínské lidové republiky (Zhang & Kunyu, 2014).

Zde je patrný rozdíl mezi čínskou vládou a vládními představiteli eurozóny, kteří deklarují neutrální postoj vůči dominantní roli eura ve světové ekonomice. Čínská vláda dlouhodobě prosazuje přeshraniční využívání renminbi a současně se snaží podporovat ekonomický růst na rozvíjejících se trzích, zejména v Africe, Asii a Jižní Americe. Jedná se tak o řízenou internacionalizaci národní měny (Prasad & Ye, 2012, Prasad 2016; Sedláček, 2018).

Čína v roce 2011 započala tuto politiku internacionalizace renminbi. Jejím cílem je zvýšení využití renminbi v mezinárodním obchodu, devizových rezervách a investicích. Plán čínské vlády, který zmiňuje Jiránková (2014), učinit z Šanghaje v roce 2020 světové finanční centrum a z renminbi světovou měnu, nebyl splněn. Za příčinou tohoto neúspěchu není pandemie nemoci COVID-19, ale primárně dlouhodobé omezení vnější směnitelnosti renminbi. I přes zavedení celé řady opatření na posílení mezinárodní role renminbi v uplynulých letech (např. smlouvy na výměnu měn mezi centrálními bankami, zahraniční investorské programy atp.) stále neexistuje ochota čínské vlády zcela otevřít její finanční trhy ostatním nerezidentům a tím i rozšířit stávající finanční infrastrukturu.

V rámci dimenze politicko-právní lze mimo sledované ukazatele zmínit kladný význam iniciativy bilaterálních swapových dohod o výměně měn od čínské centrální banky, které slouží jednak k zajištění dostatečné likvidity renminbi v mezinárodním měnovém systému, ale primárně také k posílení mezinárodní role čínského renminbi a k udržení financování obchodních toků mezi partnerskou zemí a Čínou. Swapové linky umožňují zahraničním finančním centrům obchodovat renminbi přímo v jejich domácí měně, a to bez zapojení amerického dolaru. Tímto způsobem se atraktivita renminbi zvyšuje, především zásluhou nižšího kurzového rozpětí. Tyto dohody rovněž podporují bilaterální obchodní vztahy s ostatními zeměmi a vedou tak k zajištění hladkých obchodních toků (García-Herrero & Xia, 2014; Perks *et al.*, 2021).

Na konci roku 2020 měla Čína uzavřeno 34 těchto dohod v celkové hodnotě 3 070 mld. RMB. Z hlediska geografického rozložení jsou partnerské centrální



banky rozmístěny rovnoměrně po světě, přirozeně ale převažují země v regionu centrální a východní Asie. Tyto země představují nejvýznamnější obchodní partnery čínské ekonomiky, avšak mezi tyto země nepatří USA. Podrobnější informace o struktuře a významu těchto swapových dohod uvádí Perks *et al.* (2021).

Swapové dohody byly uzavírány po roce 2008, nejprve na americký dolar, poté na čínské renminbi. Co do sjednaného objemu je největší swapová linka uzavřena mezi čínskou centrální bankou a evropskou centrální bankou (Perks *et al.*, 2021). Významnou úlohu představují rovněž multilaterální regionální swapové dohody se skupinou zemí ASEAN, skrze dohodu CMIM (The Chiang Mai Initiative Multilateralization).

Motivy, proč jednotlivé země uzavírají s čínskou centrální bankou swapové dohody, jsou různé. Častým motivem je prevence nedostatku likvidity a v menším množství také akumulace devizových rezerv v renminbi. Stejně jako u čínské centrální banky, je motivem financování obchodu s Čínou. Dále lze identifikovat spekulativní motiv (k budoucímu významu renminbi v mezinárodním měnovém systému) a u některých spřízněných zemí také posílení ekonomických vztahů s novou ekonomickou velmocí (Prasad, 2016).

Druhou iniciativou bylo spuštění přeshraničního mezibankovního platebního systému, založení Asijské banky pro infrastrukturu a investice či fungování zahraničních center pro směnu renminbi (Dim-sum dluhopisy v Hongkongu). Od roku 2010 je umožněno vybraným zahraničním společnostem otevírat si účty denominované v renminbi u čínských bank. Centrální banky mohou omezeně investovat v renminbi do portfolií na čínském kapitálovém trhu. Aktiva denominovaná v renminbi představují příležitost pro diverzifikaci portfolií. Nárůst dluhopisů denominovaných v renminbi je způsoben právě fungováním offshore trhů v Hongkongu. I přes dvě výše zmíněné iniciativy však v současnosti nelze hovořit o liberalizovaném přístupu k čínským finančním trhům, což má zásadní dopad na dimenzi finanční otevřenosti měnové internacionalizace. Uvedené kroky svědčí o silné politické podpoře internacionalizace renminbi ze strany čínské vlády a zájmu o budování konkurenceschopných platebních systémů. Čína také vykazuje jeden z nejvyšších objemů přímých zahraničních investic. Iniciativa k vytvoření BRIC banky a rostoucí objem přímých zahraničních investic rovněž přispějí k posílení významu čínské měny v mezinárodních měnových vztazích. Dle tabulky 34 je však patrné, že podíl renminbi na globálních devizových rezervách je stále velmi nízký.

Regionalizace renminbi je spojována s projektem Nové hedvábné stezky a vytvořením komplexního regionálního ekonomického partnerství. Minimálně v zemích, které se nachází v okolí Číny, tak lze předpokládat nárůst bankovních vkladů v renminbi. Iniciativa Nové hedvábné stezky posílí obchodní a ekonomickou integraci v oblasti centrální Asie a povede k navýšení přímých zahraničních investic v tomto regionu. Postupné vyšší zapojení čínské měny má

pak vést k vytvoření bipolárního regionálního měnového bloku ve východní Asii (Bank of China, 2020).

Renminbi má potenciál pro internacionalizaci ve střednědobém horizontu, paralelně s růstem čínské ekonomiky a rostoucí integrací s mezinárodními finančními trhy. Zahrnutí renminbi do koše měn Zvláštních práv čerpání v roce 2015 bylo významným krokem k internacionalizaci čínské měny (L'Hotellerie-Fallois, Pilar & Serra, 2016). V rámci sledovaných ukazatelů dimenze politicko-právní je evidentní, že ve prospěch renminbi dále působí velikost vojenské síly Číny, která disponuje třetí nejsilnější armádou světa. Výdaje na zbrojení jsou oproti USA třetinové. Avšak hlavní konkurenti, ekonomika USA a některé ekonomiky eurozóny jsou součástí NATO, nejsilnějšího vojenského uskupení světa (GlobalFirePower.com, 2022).

Na druhou stranu, index politické stability je v případě Číny poměrně nízký ve srovnání s USA a eurozónou. Silně centralizovaná vláda není, na rozdíl od federálního uspořádání, pro internacionalizaci měny z historického pohledu prospěšná (Eichengreen, Mehl & Chitu, 2018). Snaha čínské vlády omezovat korupci je evidentní, avšak míra korupce zůstává stále relativně vysoká oproti USA a Eurozóně (Transparency International, 2021). Čínský politický režim není srovnatelný s uspořádáním v USA a eurozóně, což vede k nižší předvídatelnosti v rámci vlastnických práv. Prvky právního státu, transparentnost a odpovědnost není ze strany USA a zemí Evropy vnímána pozitivně.

Pokročilá internacionalizace renminbi bude podobně jako v případě amerického dolaru spojena s nutností zásobovat mezinárodní měnový systém likviditou. S tím je spojeno odstranění přebytků na běžném účtu platební bilance a přeorientování se na zvýšení domácí spotřeby v Číně (Bordo & McCauley, 2016).

Na základě zjednodušeného empirického modelu je konstatováno, že k posílení internacionalizace renminbi musí být tato měna nejprve kurzově nadhodnocena, postupně pak má její kurz oslabovat, současně s klesající dolarovou likviditou v mezinárodním měnovém systému (Jin, Takumah & Jorenby, 2018).

Čínská vláda bude i v post-pandemickém období mít zájem o realizaci svého plánu na internacionalizaci renminbi. Prioritou je rozšíření přeshraničních plateb, budování infrastruktury finančních trhů, posílení rezervní funkce renminbi a prohloubení mezinárodní měnové spolupráce. Zvýšení významu čínské renminbi v mezinárodním měnovém systému by mělo být v roce 2022 potvrzeno změnou složení měnového koše Zvláštních práv čerpání (Bank of China, 2020).

## 10.6 Shrnutí

V této závěrečné sekci lze uvést odpověď na výzkumnou otázku (VO8). Cesta čínské renminbi k pozici světové rezervní měny bude zpožděna. Současný ekonomický útlum v post-pandemickém období přináší čínské vládě dilema, zda riskovat vnitřní ekonomickou a politickou nestabilitu ve prospěch získání

globálního měnového privilegia. V případě renminbi byla evidentní snaha čínské vlády dosáhnout vyššího stupně jeho internacionalizace. Měnová koncentrace této měny je zatím poměrně nízká. Navzdory častým predikcím o rychlém nástupu renminbi v mezinárodním měnovém systému lze očekávat velmi pozvolný průnik napříč všemi úrovněmi měnových funkcí.

Čínské renminbi nyní splňuje požadavky měnové stability a politické podpory, avšak zcela nesplňuje požadavky finanční otevřenosti. Stejně jako v případě eura i v rámci dimenze finanční otevřenosti je nutná řada významných reforem uvnitř čínské ekonomiky. Na druhou stranu, trend rostoucího významu renminbi v mezinárodních měnových vztazích je zcela prokazatelný na základě rychle se zvyšujícího potenciálu měnové internacionalizace. V rámci dlouhého období představuje tato měna seriózního vyzyvatele pro americký dolar a euro. Nelze očekávat, že se renminbi stane světovou rezervní měnou, která by byla srovnatelná s dnešním americkým dolarem. Čínské renminbi bude v budoucnosti jedním z pilířů multipolárního mezinárodního měnového systému a důležitou kotevní a referenční měnou v asijském regionu.

## 11. ZÁVĚREČNÉ SHRNU TÍ A VÝSLEDKY

Mezinárodní měnový systém byl představen jako souhrn vzájemných vazeb mezi měnami a měnovými systémy jednotlivých států a oblastí. Avšak definice tohoto pojmu zůstane i nadále nejednoznačná. I v případě, že bychom pod tímto pojmem rozuměli pouze soubor pravidel, úmluv a institucí, kterými se řídí měnová politika, je zcela zřejmé, že bez fungujícího mezinárodního měnového systému nemůže fungovat světová ekonomika jako celek.

Mezinárodní měnový systém, který vykazuje vysoký stupeň měnové konvertibility, stability, likvidity a symetrie, byl v minulosti předmětem reformních snah, ať už na úrovni jednotlivých států, regionálních institucí či globálních měnových autorit. Avšak mezinárodní měnový systém může měnit svou kvalitu i architekturu také přirozeným živelným vývojem. Historicky přirozenou podobou byl měnový systém se třemi a více klíčovými rezervními měnami. Toto uspořádání je označováno jako multipolární.

Od doby vzniku mezinárodního měnového systému v dávných antických dobách, přes středověk až po období průmyslové revoluce ovlivňovaly měnové otázky především fungování mezinárodního obchodu. Rozvojem úvěrových a závazkových vztahů a globálním přijetím zlatého standardu v 18. a 19. století se význam mezinárodního měnového systému posunul na zcela jinou úroveň. Zlatý měnový standard výrazným způsobem ovlivňoval ekonomické systémy na úrovni jednotlivých zemí a zasahoval tak do života a fungování ať už jednotlivců, firem či vlád v těchto zemích. Mezinárodní měnový systém se v průběhu 20. století třikrát rozpadl (1914, 1939, 1971). Tyto rozpady měly vždy vážné následky pro globální ekonomiku. Od metalických měnových systémů, přes chaotické meziválečné uspořádání a Bretton-Woodský měnový systém zlaté dolarové devizy se mezinárodní měnový systém přeměnil do současné podoby, kdy hlavní světovou měnou je americký dolar.

Tento typ měnového uspořádání je v současnosti neudržitelný, a to jednak z důvodu změn relativních sil v rámci světové ekonomiky, dále z důvodu neudržitelných globálních ekonomických nerovnováh a také z důvodu nadměrné akumulace dolarových devizových rezerv a současné snahy o jejich nahrazení jinými rezervními aktivy. V této disertační práci byl přechod k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému vědecky zkoumán prostřednictvím konceptů měnové koncentrace a měnové internacionalizace.

Aplikace konceptu měnové koncentrace bylo použito pro zjištění aktuální polarizace současného mezinárodního měnového systému a také pro zjištění trendu, zda a jak rychle dochází ke změně jeho kvality. Bylo prokázáno, že současný mezinárodní měnový systém nevykazuje aktuálně znaky měnové multipolarity, avšak hodnoty měnové koncentrace vykazují v období 2001 až 2020 klesající trend, což svědčí o přítomnosti trendu přechodu k měnové multipolaritě. Tuto tezi lze podpořit zjištěnou klesající hodnotou měnové koncentrace u amerického dolaru, stabilní hodnotou u eura a mírně rostoucí hodnotou tohoto parametru u

čínského renminbi. V rámci disertační práce byl také kladen důraz na identifikaci determinantů, které ovlivňují proces internacionalizace a de-internacionalizace pro světové rezervní měny. K tomuto účelu byla provedena obsáhlá literární rešerše současných studií i historických literární zdrojů.

V případě těchto determinantů byly následně systematicky odvozeny čtyři dimenze měnové internacionalizace (hospodářská výkonnost, měnová stabilita, finanční otevřenost a politicko-právní dimenze). Tyto dimenze zde sloužily jako základ pro navržený fuzzy-logický model pro měření potenciálu měnové internacionalizace. Jedná se o první aplikaci fuzzy logiky v oblasti výzkumu mezinárodních měnových vztahů. Uvedený model byl publikován ve dvou odborných vědeckých časopisech, indexovaných v databázi SCOPUS.

Na základě fuzzy-logického modelu byl poté hodnocen potenciál pro měnovou internacionalizaci u vybraných měn a ve zkoumaném období let 2001 až 2020 pro tři potenciálně nejvýznamnější měny budoucího multipolárního uspořádání, tzn. americký dolar, euro a čínské renminbi. Bylo zjištěno, že nejvyšší potenciál měnové internacionalizace v roce 2020 vykazuje americký dolar, avšak jeho hodnoty se od roku 2001 snižují. Druhou nejvyšší hodnotu vykazuje euro, u kterého jsou od roku 2001 patrně relativně stabilní hodnoty. Tyto měny s velkým odstupem následují japonský jen a britská libra, což byly významné měny mezinárodních měnových systémů minulosti, avšak v současnosti je jejich perspektiva na pozici světových měn nízká. Z měn nově industrializovaných zemí dosahuje nejvyššího potenciálu čínské renminbi.

Pro americký dolar, euro a čínské renminbi byly následně zpracovány případové studie, které hodnotí budoucí perspektivu těchto měn v rámci jejich pozic světových rezervních měn. Tyto případové studie navazují na vlastní výzkum, uvedený v částech 6 a 7. Na základě tohoto výzkumu, analýzy dalších literárních zdrojů a s ohledem na hodnoty měnové koncentrace a čtyři dimenze měnové internacionalizace byly zjištěny následující poznatky. Americký dolar má lepší perspektivu, v porovnání s tou, která je uvedena v řadě velmi pesimistických a katastrofických studií, které byly zmíněny v úvodu. Klesající hodnoty v rámci dimenze hospodářské výkonnosti jsou kompenzovány příznivými hodnotami napříč ostatními dimenzemi měnové internacionalizace. Měnová perspektiva eura zůstane příznivá, pokud se podaří překonat vnitřní problémy eurozóny a provést řadu reforem k posílení dimenze finanční otevřenosti a politicko-právní dimenze. Euro se poté může stát klidným ostrovem uprostřed měnové války mezi USA a Čínou. A právě čínské renminbi, byť se může opřít o silnou dimenzi hospodářské výkonnosti, má k dosažení pozice světové rezervní měny ještě dlouhou cestu. V nejbližších letech patrně lze očekávat zachování současného mezinárodního měnového uspořádání, avšak s rizikem vyšší nestability a asymetrie celého systému. Multipolární měnový systém je nevyhnutelný, avšak autor studie se kloní spíše k dlouhodobému horizontu, kdy by k tomuto přechodu mělo dojít. Avšak už v roce 2022 vykazuje mezinárodní měnový systém vyšší roztržitost.

## 12. PŘÍNOSY PRO TEORII A PRAXI

Hlavní přidaná hodnota této disertační práce vyplývá z propojení funkčního přístupu a přístupu politické ekonomie a jejich aplikování na výzkum problematiky přechodu k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému. Výsledkem tohoto přístupu je rozšířený funkční koncept měnové koncentrace a originální fuzzy-logický model pro měření potenciálu měnové internacionalizace vycházející z přístupu politické ekonomie a soft computingu. Za vědecky přínosné lze označit také výzkumné závěry hodnotící budoucí perspektivu mezinárodních měnových vztahů. Disertační práce přispěla k poznání ohledně aktuální otázky přechodu k multipolárnímu měnovému systému a současně představuje opozici vůči redukcionistickým studiím, které byly zmíněny v úvodu.

V teoretické oblasti může být tato disertační práce přínosná předně pro odborníky, kteří se zabývají touto oblastí poznání. Nabízí alternativní přístup k tomu, jak pochopit vztahy a trendy v rámci mezinárodního měnového systému. Dalším přínosem může být předložená literární rešerše, která může sloužit jako výukový materiál pro seznámení se s problematikou mezinárodních měnových vztahů. Přínosná může být tato práce pro studenty i informovanou veřejnost se zájmem o problematiku mezinárodních financí.

V České republice je mezi odborníky věnována mezinárodnímu měnovému systému poměrně malá pozornost, proto dalším přínosem této práce může být zvýšení povědomí o této zajímavé a dynamicky se měnící výzkumné oblasti.

V praxi může tato disertační práce představovat zajímavý zdroj inspirace pro pracovníky v oblasti financí, měnové specialisty, bankéře či analytiku v oblasti mezinárodních vztahů.

### 13. SMĚRY BUDOUCÍHO VÝZKUMU A VÝZKUMNÉ LIMITY

Disertační práce byla zaměřena především na zkoumání mezinárodního měnového systému z pohledu měnové koncentrace a měnové internacionalizace. Snahou autora disertační práce bylo zvolit nejvhodnější metody pro dosažení hlavního cíle, avšak i zde je nutné upozornit na některá omezení a limity. Tyto limity mohou ovlivnit finální výsledky a závěry z této disertační práce. Součástí této sekce je proto i návrh dalších směrů budoucího výzkumu.

Prvním limitem, který je nutné zmínit, je skladba literárních zdrojů, které byly využity v rámci literární rešerše v částech 2, 3, 8, 9 a 10. I přes snahu o maximální objektivitu předloženého výzkumu pochází větší část literárních zdrojů od odborníků z USA a Mezinárodního měnového fondu. Studie evropských a čínských odborníků nejsou zastoupeny stejným dílem, z důvodu jejich menšího počtu a dostupnosti. Tento limit se týká zahraničních zdrojů v anglickém i německém jazyce. Literární zdroje čínských autorů byly využity v anglickém překladu.

Druhým limitem může být otázka věrohodnosti získaných dat. Většina dat je získána z databází Mezinárodního měnového fondu, Banky pro světové platby, databáze FRED a EUROSTAT. Tato data by měla být objektivní, avšak v případě dat Čínské centrální banky a některých využitých webových databází může být kvalita dat nižší. Tento potenciální limit je těžko překonatelný, avšak před samotným využitím dostupných dat byla ověřována jejich důvěryhodnost. Také dostupnost některých požadovaných dat byla místy slabší. Například pro některé ze vstupů pro fuzzy-logický model bylo nutné převzít nejnovější dostupná data, i když tato data nebyla aktuální k roku 2020. Obecně však lze konstatovat, že celková dostupnost dat byla velmi dobrá. Výhodou je rovněž globální rozsah v této disertační práci, víceúrovňový přístup a výzkum na úrovni mezinárodního měnového systému, světové ekonomiky i na úrovni klíčových měn budoucího multipolárního měnového uspořádání.

Třetím limitem je samotná metodologická podstata fuzzy-logických modelů. Fuzzy-logika představuje zcela jiné výzkumné paradigma, které je v opozici vůči klasickým ekonometrickým a statistickým postupům. Výhodou tohoto přístupu je relativní jednoduchost a současně vysoká robustnost. Nevýhoda může spočívat v nutnosti spoléhat se na expertní odhad. Toto je limit pro výzkumnou část, ve které je hodnocen potenciál měnové internacionalizace. Podrobnější výklad k tomuto limitu je uveden v části 7. Tento limit tak doslova kopíruje výhody a nevýhody Soft computingu.

Čtvrtý limit vychází z determinantů měnové koncentrace a měnové internacionalizace. Významnost jednotlivých determinantů u těchto konceptů je stále bílým místem současného poznání. Situaci komplikuje skutečnost, že zmíněné determinanty nemají jen ekonomický charakter, ale také politický, právní a někdy jen čistě spekulativní. Významnost těchto parametrů je v dostupné

literatuře je často jen vágně definovaná jako vyšší či nižší. Mezinárodní měnový systém je vysoce komplexním a otevřeným společenským systémem, kde se vzájemné vztahy mezi prvky a vazbami stanovují velmi obtížné. Pro tento systém je typická přítomnost nelinearity, synergických efektů, neurčitosti a nahodilosti.

Pátým limitem je často velmi nejednoznačné vymezení a pochopení pojmu mezinárodní měnový systém. Často není zřejmé, co jednotliví autoři pod tímto pojmem rozumí. Z tohoto důvodu bylo v disertační práci nutné upřesnit některé pojmy, jako je mezinárodní měnový systém, měnová koncentrace nebo potenciál měnové internacionalizace.

Budoucí výzkum v této oblasti lze navést do dvou směrů. Prvním výzkumným směrem je určení právě významnosti jednotlivých determinantů měnové internacionalizace. Jedná se tedy o určení, které determinanty jsou pro pozici světové měny více přínosné a které naopak mají slabší vliv. Stejný závěr platí i pro determinanty de-internacionalizace.

Druhou výzkumnou oblastí je aplikace soft-computingu na oblast mezinárodních měnových vztahů a mezinárodních financí. Žádoucí je rovněž navržený fuzzy-logický model nadále rozvíjet a upravovat. Poté je možné aplikovat tento model na celý globální měnový obraz a propojit tento nástroj s konceptem měnové pyramidy. Klasifikace jednotlivých měn z pohledu potenciálu měnové internacionalizace je také vhodným výzkumným námětem.



## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- Abbas, A., Bouhga-Hagbe, J., Fatás, A. J., Mauro, P. & Velloso, R. C. (2010): Fiscal Policy and the Current Account. *IMF Working Paper*, No. 10/121, <<https://doi.org/10.5089/9781455200801.001>>.
- Abdiah, Y. & Parret, A. (2018): Understanding Euro Area Inflation Dynamics: Why So Low for So Long? *IMF Working Paper*, No. 18/188, <<http://dx.doi.org/10.5089/9781484372562.001>>.
- Aizenman, J. & Jaewoo, L. (2007): International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View: Theory and Evidence. *Open Economics Review*, Vol. 18, No. 2, 191-214, <<https://dx.doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>>.
- Amanto, M., & Fantacci, L. (2014): Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, No. 6, 1431-1452. <[doi:10.1093/cje/beu030](https://doi.org/10.1093/cje/beu030)>.
- Angrik, S. (2018): Structural Conditions for Currency Internationalization: international finance and the survival constraint. *Review of International Political Economy*, Vol. 25, No. 5, 699–726. <<https://doi.org/10.1080/09692290.2018.1472129>>.
- Arslanalp, S., Eichengreen B. & Simpson-Bell, C. (2022): The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. *International Monetary Fund Working Papers*. WP/22/58. <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>>.
- Asian Clearing Union (2022): *Introduction*. Teheran: Asian Clearing Union, <<https://asianclearingunion.org/Introduction.aspx>>.
- Auboin, M. (2012): Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture. *Staff Working Paper*, No. 10/2012, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2077974>>.
- Bakeš, M., et. al. (2012): *Finanční právo*. Praha: C. H. Beck.
- Baldwin, R. & Wyplosz, C. (2019): *The Economics of European Integration*, London: McGraw-Hill Education.
- Bank for International Settlements (2020): *Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity between years 2001-2019*. Basel: Bank for International Settlements, <<https://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html>>.
- Bank for International Settlements (2021): *Statistical release: BIS global liquidity indicators at end-September 2020*. Basel: Bank for International Settlements, <<https://www.bis.org/statistics/gli2101.pdf>>.
- Bank of China (2020): *2020 RMB Internationalization Report*. Beijing: Bank of China.
- Bastourre, D., Carrera, J. & Ibarlucia, J. (2009): What Is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Data Approach. *Review of International*

- Economics*, Vol. 17, No. 4, 861-877, <<https://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9396.2009.00841.x>>.
- Bénassy-Quéré, A. & Pisani-Ferry, J. (2011): What international Monetary system for a fast-changing world economy. *Bruegel Working Paper*, No. 06/2011, <[https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/110404\\_What\\_international\\_monetary\\_system\\_WP\\_2011\\_06\\_IMS.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/110404_What_international_monetary_system_WP_2011_06_IMS.pdf)>.
- Bennhold, K. (2010): At Davos, Sarkozy Calls for Global Finance Rules. *New York Times*, 27. 1. 2010. <<https://www.nytimes.com/2010/01/28/business/global/28davos.html>>.
- Bergsten, Fred C. (2009): The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis. *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 6, 20-38, <[https://www.researchgate.net/publication/265740364\\_The\\_Dollar\\_and\\_the\\_Deficits\\_How\\_Washington\\_Can\\_Prevent\\_the\\_Next\\_Crisis](https://www.researchgate.net/publication/265740364_The_Dollar_and_the_Deficits_How_Washington_Can_Prevent_the_Next_Crisis)>.
- Bernanke, B. (2010): Monetary Policy and the Housing Bubble. *Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association*. Atlanta: Georgia. <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm?sourc>>.
- Bernstein, J. (2014): Dethrone King Dollar, *New York Times*, 27. 8. 2014, <<https://www.nytimes.com/2014/08/28/opinion/dethrone-king-dollar.html>>.
- Bindseil, U. (2020): Tiered CBDC and the financial system. *Working Paper Series*, No. 2351, Frankfurt am Main: European Central Bank. <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2351~c8c18bbd60.en.pdf>>.
- Bini-Smaghi, L. (2011): The reform of the international monetary system. *European Central Bank*, 16. 12. 2011, <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111216.en.html>>.
- Blanchard, O. & Milesi-Ferretti, G. M. (2009): Global Imbalances in the Midstream. *IMF Staff Position Note*, Vol. 09/29, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0929.pdf>>.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. & Mauro, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, No. 03/2010, <<https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00334.x>>.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2022a): *Monetary Policy Reports: 2013-2021*. Washington: Federal Reserve System, <[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr\\_default.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm)>.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2022b): *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. Washington D. C.: Federal Reserve System, <[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_fedsbalancesheet.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm)>.
- Boldeanu, F. T. & Tache, I. (2015): The Financial System of the EU and the Capital Markets Union. *International Journal of Economics & Business Administration*, Vol. 3, No. 3, <<https://doi.org/10.35808/ersj/506>>.
- Boonstra, W. (2019): Should the ECB consider issuing its own securities. *RaboBank Special*, 13. 2. 2019,

- <<https://economics.rabobank.com/publications/2019/february/should-ecb-consider-issuing-own-securities/>>.
- Bordo, M. D. & McCauley, R. (2016): The Current Account Version of the Triffin Dilemma. *Atlantic Economic Journal*, No. 44, 171-182, <<https://doi.org/10.1007/s11293-016-9499-1>>.
- Bordo, M. D. (2005): Historical Perspective on Global Imbalances. *NBER Working Papers*, No. 11383, National Bureau of Economic Research. <<http://www.nber.org/papers/w11383.pdf>>.
- Bracke, T., Bussiere, M., Fidora, M. & Straub, R. (2010): A Framework for Assessing Global Imbalances. *World Economy*, Vol. 33, No. 9, 1140-1174. <<https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2010.01266.x>>.
- Braunberger, G. – Siedenbidel, C. (2020): Vor allem Kapitalflucht treibt den Target-Saldo. *Frankfurter Allgemeine*, 9. 8. 2020, <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/vor-allem-kapitalflucht-treibt-den-target-saldo-16897131.html>>.
- Brooks, S. G. & Wohlforth, W. C. (2015): The Rise and Fall of the Great Powers in the Twenty-first Century: China's Rise and the Fate of America's Global Position. *International Security*, Vol. 40, No. 3, 7-53, <<https://www.jstor.org/stable/43828561>>.
- Bush, O., Farrant, K. & Wright, M. (2011): Reform of the International Monetary and Financial System. *Bank of England Financial Stability Paper*. No. 13, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1979433>>.
- Campanella, M. (2014): The International of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency. *Ecipe Working Paper*, No. 01/2014, <[https://ecipe.org/wp-content/uploads/2014/12/WP201201\\_1.pdf](https://ecipe.org/wp-content/uploads/2014/12/WP201201_1.pdf)>.
- Carney, M. (2019): The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System. *Bank of England*, 23. 8. 2019, <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/the-growing-challenges-for-monetary-policy-speech-by-mark-carney.pdf>>.
- Carver, N. & Pringle, R. (2020): *HSBC Reserve Management Trends 2020: Highlights the stronger future role of the Chinese renminbi as a reserve currency*. London: Infopro Digital Risk.
- Cassel, G. (1936): *Pád zlaté měny*. Praha: Ludvík Mazáč.
- Catao, L. & Milesi-Ferretti, G. (2014): External liabilities and crises. *Journal of International Economics*, Vol. 94, No. 1, 18-32, <<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.05.003>>.
- Cihelková, E. & Kunešová, H. (2006): *Světová ekonomika: Nové jevy a perspektivy*. Praha: C. H. Beck.
- Civín, L. (2018): *Jak porozumět globální ekonomice*. Praha: Olympia.
- Clark, W. R. (2005): *Petrodollar Warfare: Oil, Iraq and the Future of the Dollar*. Gabriola Island: New Society Publishers.
- Coase, R. H. & Wang, N. (2019): *Velká čínská kapitalistická revoluce*. Praha: Grada.

- Cohen, B. J. & Subacchi, P. (2008): One and a half currency system. *International Affairs*, Vol. 62, No. 1, 151-163. <<https://www.jstor.org/stable/24358150>>.
- Cohen, B. J. & Tabitha, B. M. (2013): What does the International Currency System Really Look Like? *Review of International Political Economy*, Vol. 21, No. 5, 1017-1041, <<https://doi.org/10.1080/09692290.2013.830980>>.
- Cohen, B. J. (2008): *Global Monetary Governance*. New York: Routledge.
- Cohen, B. J. (2011): *The Future of Global Currency: The Euro versus the Dollar*. New York: Routledge.
- Cohen, B. J. (2015): *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*. Princeton: Princeton University Press.
- Cohen, B. J. (2019): *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*. Chicago: Chicago University Press.
- Congressional Budget Office (2022): *Budget and Economic Data*. Washington D. C.: U. S. Congress, <<https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data>>.
- Constâncio, V. (2011): The Future of the International Monetary System: Speech of ECB Vice-President. *The Golden Series lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum*. <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111123.en.html>>.
- Copeland, L. (2005): *Exchange Rates and International Finance*. New York: Prentice Hall.
- Copelovith, M. S. (2010): *The International Monetary Fund in the Global Economy: Banks, Bonds, and Bailouts*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Córdova, J. E. L. & Meissner, C. (2003): Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from Classical Gold Standard Era. *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1, 344-353. <<https://dx.doi.org/10.1257/000282803321455331>>.
- Cripps, E. L. (2019): The structure of prices in the neo-Sumerian economy II: The wool:silver price ratio. *Revue D Assyriologie et D Archéologie Orientale*, Vol. 113, No. 1, <<https://dx.doi.org/10.3917/assy.113.0013>>.
- Crispoliti, V. & Tsiburis, G. (2012): International Reserves in Low Income Countries: Have They Served as Buffers? *IMF Working Paper*, WP/12/7, <<https://dx.doi.org/10.5089/9781463930561.001>>.
- Curcu, S., Thomas, C. P. & Warnock, F. E. (2013): On Returns Differentials. *International Finance Discussion Papers*, No. 1077, Board of Governors of the Federal Reserve System, <<https://doi.org/10.3386/w18866>>.
- Czubala, M. R., Puente y Regidor, M. (2016): Central banking and the crisis. A comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank measures, and the ECB'S changing role in the EU economic governance system. *OASIS*, No. 23, 147-167. <<http://dx.doi.org/10.18601/16577558.n23.08>>.
- Dailami, M., & Masson, P. (2011): Prospects for a Multipolar International Monetary System. *DIIS Report*, No. 13. Copenhagen: Danish Institute for International Studies. <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/59825/1/684720442.pdf>>.

- De Keersmaecker, G. (2017): *Polarity, Balance of Power and Internal Relations Theory: Post-Cold War and the 19th Century Compared*. Cham: Springer Nature.
- Delpla, J. & Weizsäcker, J. (2010): The Blue Bond Proposal. *Bruegel Policy Brief*, No. 3, <[https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1005-PB-Blue\\_Bonds.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1005-PB-Blue_Bonds.pdf)>.
- Destler, M. & Henning, R. (1993): *Dollar Politics: Exchange rate Policymaking in the United States*. Washington D. C.: Peterson Institute for International Economic.
- Dlouhý, O. (2016): *Vyhodnocování podnikatelského potenciálu států*. Diplomová práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně: Fakulta podnikatelská.
- Dooley, M. P. & Garber, P. (2005): *The revived Bretton Woods system: alive and well*. Federal Reserve Bank of San Francisco: San Francisco. <<https://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/BrettonWoods.pdf>>.
- Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003): An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper*, No. 9971, <<https://dx.doi.org/10.3386/w9971>>.
- Dostál, P. (2015): *Soft Computing v podnikatelství a veřejné správě*. Brno: Akademické nakladatelství CERM.
- Dostál, P. (2017): *Soft Computing v podnikatelství a veřejné správě: doplněk*. Brno: Akademické nakladatelství CERM.
- Dow, S. C. (2005): Axioms and Babylonian thought: a reply. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, No. 3, 385-391. <<https://www.jstor.org/stable/4538933>>.
- Durčáková, J. & Mandel, M. (2016): *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press.
- Dzina, R. (2020): Assessing the Dollar's Status as a Reserve Currency in a Multipolar World, *The National Bureau of Asian Research*, 6. 1. 2020, <<https://www.nbr.org/publication/assessing-the-dollars-status-as-a-reserve-currency-in-a-multipolar-world/>>.
- Eckert, D. D. (2010): *Weltkrieg der Währungen: Wie Euro, Gold und Yuan um das Erbe des Dollars kämpfen*. Munich: Muenchener Verlagsgruppe GmbH.
- Edwards, S. (2020): Milton Friedman and Exchange Rates in Developing Countries. *NBER Working Paper*, Vol. 27975, <<https://doi.org/10.3386/w27975>>.
- Eichengreen, B. & Dincer, N. N. (2013): Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*. Vol. 10, No. 1, 189-253, <<https://doi.org/10.2139/ssrn.2579544>>.
- Eichengreen, B. & Frankel, J. A. (1996): On the SDR: reserve currencies and the future of the international monetary system. In: *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*. No. 68. Berkeley: University of California at Berkeley.
- Eichengreen, B. & Gros, D. (2020): *Post-COVID-19 Global Currency Order: Risks and Opportunities for the Euro*. Luxembourg: European Parliament, <<https://doi.org/10.2861/594925>>.

- Eichengreen, B. & Masahiro, K. (2014b): Issues for Renminbi Internationalization: *An Overview*. *ADB Working Paper*, No. 454, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2382420>>.
- Eichengreen, B. (2008): *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2011): *Exorbitant Privilege*. Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2012): International Liquidity in Multipolar World. *American Economic Review*, Vol. 102, No. 3, 207-212, <<https://doi.org/10.1257/aer.102.3.207>>.
- Eichengreen, B. (2013): Number One Country, Number One Currency. *The World Economy*, Vol. 36, No. 4, 363-374, <<https://doi.org/10.1111/twec.12037>>.
- Eichengreen, B. (2019a): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2019b): Two Views of the International Monetary System. *Intereconomics*, Vol. 54, No. 4, 233–236. <<https://doi.org/10.1007/s10272-019-0830-3>>.
- Eichengreen, B., Mehl, A. J. & Chitu, L. (2018): *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*. Princeton: Princeton University Press.
- Eun, C. S. & Resnick, B. G. (2009): *International Financial Management*. New York: McGraw-Hill.
- European Central Bank (2008): 10th Anniversary of the ECB. *European Central Bank Monthly Bulletin*, Frankfurt am Main: European Central Bank, <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf>>.
- European Central Bank (2020a): *The international role of the euro*. Frankfurt am Main: European Central Bank, <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202006~81495c263a.en.pdf>>.
- European Central Bank (2020b): Convergence Report 2020. *Institutional Paper*, No. 129, Frankfurt am Main: European Central Bank, <[https://ec.europa.eu/info/publications/convergence-report-2020\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/convergence-report-2020_en)>.
- European Commission (2015): *The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Luxemburg: European Commission, 15. 4. 2022, <[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/5-presidents-report_en.pdf)>.
- European Parliament (2007): *Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community*, Brussel: European Parliament, 15. 4. 2022, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12007L%2FTXT>>.
- European Parliament (2020): *Credit Rating for Euro Area Member States and European supranational Institutions*. Brussel: European Parliament, 16. 4. 2022, <[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/651351/IPOL\\_BRI\(2020\)651351\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/651351/IPOL_BRI(2020)651351_EN.pdf)>.
- Eurostat (2021): *Quarterly government debt*. Luxemburg: European Commission, 20. 3. 2021,

- <[https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_10q\\_ggdebt&lang=en](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10q_ggdebt&lang=en)>.
- Eurostat (2022): *Database*. Luxemburg: European Commission, 12. 4. 2022, <<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>>.
- Evans, O. (2019): The effects of the US-China trade war and Trumponomics. *Munich Personal RePEc Archive*, No. 93682, <[https://doi.org/10.23762/fso\\_vol7\\_no1\\_3](https://doi.org/10.23762/fso_vol7_no1_3)>.
- Fahri, E. & Maggiori, M. (2018): A model of the international monetary system. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133, No. 1, 295-355. <<https://doi.org/10.1093/qje/qjx031>>.
- Fahri, E., Gourinchas, P. & Rey, H. (2011): *Reforming the International Monetary System*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Feavearyer, A. E. (1963): *The pound sterling: a history of English money*. Oxford: Clarendon Press.
- Fiedler, S., et al. (2019): *The Future of Money: Compilation of Papers*. Luxembourg: European Parliament: Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. <[https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207650/10.%20IPOL\\_STU\(2019\)642364\\_EN-original.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207650/10.%20IPOL_STU(2019)642364_EN-original.pdf)>.
- Fisher, D. (1989): The Price Revolution: A Monetary Interpretation. *The Journal of Economic History*. Vol. 49, No. 4, pp. 883-902, <<https://doi.org/10.1017/S0022050700009487>>.
- Frankel, J. (2012): *The Death of Inflation Targeting*. Project Syndicate, 16. 5. 2012, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>>.
- Frenkel, M. & Sondergaard, J. (1999): How does EMU affect the Dollar and the Yen as International Reserve and Investment Currencies. *Research Notes in economics & statistics*, No. 99-5. <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.164550>>.
- G20 Information Centre (2008): *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*. G20 Research Group. Toronto: University of Toronto. <<https://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>>.
- García-Herrero, A. & Xia, L. (2014): RMB Bilateral Swap Agreements: how China chooses its partners? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 4, <<https://doi.org/10.1080/16081625.2014.960059>>.
- Genberg, H. (2009): Currency Internationalization: Analytical and Policy Issues. *HKIMR Working Paper*, No. 31/2009. <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1628004>>.
- Gilbert, F. (1970): *The End of the European Era: 1890 to the present*. New York: Norton.
- Gillan, T. (2008): Calls for a new Bretton Woods not so mad. *Financial Times*. 29. 1. 2008, <<https://www.ft.com/content/56dbb854-0c0b-11df-96b9-00144feabdc0>>.
- Gleeson, S. (2018): *The Legal Concept of Money*. Oxford: Oxford University Press.

- Global Fire Power (2021): *Military Strength Ranking*. Chicago: Military Factory, 20. 3. 2021, <<https://www.globalfirepower.com/countries-listing.php>>.
- Goldberg, L. S., & Tille, C. (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of international Economics*, Vol. 76, No. 2, 177–192. <<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2008.07.001>>.
- Gopinath, G. (2017): Rethinking Macroeconomic Policy: International Economy Issues. *Rethinking Macroeconomic Policy IV*, Washington D. C.: Peterson Institute on International Economics, 10. 10. 2017, <<https://www.piie.com/system/files/documents/gopinath20171012paper.pdf>>.
- Graeber, D. (2012): *Dluh: Prvních 5000 let*. Brno: BizBooks.
- Gruber, J. W. & Kamin, S. B. (2005): Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances. *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Discussion Papers*, No. 846, <<https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/846/ifdp846.pdf>>.
- Güvenen, F., Mataloni, R. J., Rassier, D. R. & Ruhl, K. (2017). Offshore Profit Shifting and Aggregate Measurement: Balance of Payments, Foreign Investment, Productivity, and the Labor Share. *NBER Working Paper*, No. 23324, <<https://dx.doi.org/23324.10.3386/w23324>>.
- Hamilton, E. J. (1965): *American Treasure and the Price Revolution in Spain: 1501-1650*. New York: Octagon.
- He, D., & Yu, X. (2016): Network effects in currency internationalization: Insights from BIS triennial surveys and implications for the Renminbi. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 68, 203–229, <<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.07.009>>.
- Hoffman, S., Garnaut, J., Izenman, K., Johnson, M., Pascoe, A., Ryan, F., & Thomas, E. (2020): The Flipside of China's Central Bank Digital Currency. *Australian Strategic Policy Institute*. Report No. 40/2020, <<https://www.aspi.org.au/report/flipside-chinas-central-bank-digital-currency>>.
- Huang, Y., Wang, D. & Fan, G. (2014): Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and its Implications. *ABDI Working Paper*, No. 482. <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2441821>>.
- Chen, H., & Peng, W. (2010): The potential of the Renminbi as an international currency. In *Currency internationalization: Global experiences and implications for the Renminbi*. London: Palgrave.
- Chen, H., Peng, W. & Shu, C. (2009): The Potential of the Renminbi as an International Currency. *Bank for International Settlement*, 14. 8. 2009, <<https://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.htm>>.
- Chen, K. (2018): Who Hates Government Debt in China? Evidence from Revealed Preferences. *Lee Kuan Yew School of Public Policy Research Paper*, No. 18-12, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3220282>>.
- Cherubini, U., Ciampolini, M., Hamai, R. & Sironi, A. (1993): Exchange Rate and Interest Rate Polarization. *Weltwirtschaftliches*. Vol. 129, No. 4, 651-661. <<https://www.jstor.org/stable/40440239>>.



- Chey, H. (2013): Can the Renminbi Rise as a Global Currency? The Political Economy of Currency Internationalization. *Asian Survey*, Vol. 53, No. (2), pp. 348–368, <<https://doi.org/10.1525/as.2013.53.2.348>>.
- Chinn, M. & Ito, H. (2008): Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings. *Review of International Economics*, Vol. 16, No. 3, pp. 479-498, <<https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2008.00741.x>>.
- Chinn, M. & Ito, H. (2018): *The Chinn-Ito Index: A de jure measure of financial openness*. Portland: Portland State University, <[https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)>.
- Chinn, M. D. & Frankel, J. (2008): Why the Euro Will Rival the Dollar. *International Finance*, Vol. 11, No. 1, 49-73. <<https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00215.x>>.
- Chinn, M. D. & Prasad, E. (2003): Medium-term determinants of current Accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration. *Journal of International Economics*, Vol. 59, No. 1, 47-76. <[https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00089-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00089-2)>.
- International Monetary Fund (2010): *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, Washington D. C.: International Monetary Fund. <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>>.
- International Monetary Fund (2012): *International Reserves: IMF Concerns and Country Perspectives*, Washington D. C.: International Monetary Fund. <<https://www.bookstore.imf.org/books/international-reserves-imf-concerns-and-country-perspectives>>.
- International Monetary Fund (2013a): European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation: Technical Note on Financial Integration and Fragmentation in the European Union. *IMF Staff Country Reports*. Vol. 2013, No. 071. <<https://doi.org/10.5089/9781475546149.002>>.
- International Monetary Fund (2013b): International Reserves and Foreign Currency Liquidity, *Manuals & Guides*, <<https://doi.org/10.5089/9781484304228.069>>.
- International Monetary Fund (2016a): *Capital Account Openness Index – 04/2016*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/CL>>.
- International Monetary Fund (2016b): *IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi>>.
- International Monetary Fund (2017): *Export Diversification and Quality – 07/2017*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://data.imf.org/?sk=A093DF7D-E0B8-4913-80E0-A07CF90B44DB>>.
- International Monetary Fund (2018): *2018 External Sector Report*. Washington, D. C. International Monetary Fund,

- <<https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2018/07/19/2018-external-sector-report>>.
- International Monetary Fund (2020a): *Financial Development Index Database – 07/2020*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26493c5b1cd33b&sId=1485894037365>>.
- International Monetary Fund (2020b): *AEREAR Database 2019*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx>>.
- International Monetary Fund (2021a): *World Economic Outlook – 10/2020*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>>.
- International Monetary Fund (2021b): *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) – 04/2021*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>.
- International Monetary Fund (2022): *IMF Quotas: 16th General Review of Quotas*. Washington, D. C. International Monetary Fund, <<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/07/14/12/21/IMF-Quotas>>.
- Janiček, P. (2014): *Systémová metodologie: Brána do řešení problémů*. Brno: CERM.
- Jeanne, O. & Rancière, R. (2006): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. *IMF Working Paper WP/06/229*. <<https://doi.org/10.5089/9781451864892.001>>.
- Jeanne, O. (2007): International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing. *Brookings Paper of Economic Activity*. Vol. 2007, No. 1, 1-55, <<https://www.jstor.org/stable/27561573>>.
- Jílek, J. (2013): *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada.
- Jin, H., Takumah, W., & Jorenby, J. (2018): Currency Internationalization and the International Price System. *International Advances in Economic Research*, Vol. 24, No. 4, <<https://doi.org/10.1007/s11294-018-9711-y>>.
- Jiráňková, M. (2014): Je čínská měna na cestě k pozici světová měna? *Acta Oeconomica Pragensia*, Vol. 3, No. 3, <<https://doi.org/10.18267/j.aop.440>>.
- Kagan, J. (1994): An Archaic Greek Coin Hoard from the Eastern Mediterranean and Early Cypriot Coinage. *The Numismatic Chronicle*. Vol. 154, 17-52. <<https://www.jstor.org/stable/42668381>>.
- Kawai, M. & Pontines, V. (2014): Is There Really a Renminbi Bloc in Asia. *ABDI Working Paper*. No. 467, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2405822>>.
- Kenen, P. B. (2011a): Beyond the Dollar. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, No. 5, 750-758, <<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2011.07.007>>.

- Kenen, P. B. (2011b): Currency internationalization: an overview. *BIS Papers*, Vol. 61, No. 1, 1-10. <<https://doi.org/10.1.1.225.1753>>.
- Keynes, J. M. (2012): *A Tract on Monetary Reform*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kirkup, J. & Waterfield, B. (2008): Gordon Brown's Bretton Woods summit call risks spat with Nicholas Sarkozy. *The Daily Telegraph*, 15. 10. 2008. <<https://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/france/3205033/Gordon-Browns-Bretton-Woods-summit-call-risks-spat-with-Nicholas-Sarkozy.html>>.
- Kiyotaki, N. & Wright, R. (1989): On Money as a Medium of Exchange. *Journal of Political Economy*. Vol. 97, No. 4, 927-954, <<https://www.jstor.org/stable/1832197>>.
- Klir, G. J. & Yuan, B. (1995): *Fuzzy Sets and Fuzzy Logic, Theory and Applications*. New Jersey: Prentice Hall.
- Kotecha, M. (2011): Guest post: Rupee can serve as a reserve currency too. *Financial Times*, 14. 4. 2011, <<https://www.ft.com/content/375da75a-6ecb-3f7d-8e34-1512317d4fda>>.
- Král, M. (2010): *Mezinárodní finance*. Žilina: George.
- Kratochvíl, P. (2002): Polarita v teorii mezinárodních vztahů. *Czech Journal of International Relationship*. Vol. 37, No. 4, <<https://mv.iir.cz/article/download/53/50>>.
- Krugman, P. (1993): What do we need to know about the International Monetary System. *Essays in the International Finance*, No. 190, <<https://ies.princeton.edu/pdf/E190.pdf>>.
- Krugman, P. (2012): *Skoncovat s krizí*. Praha: Vyšehrad.
- L'Hotellerie-Fallois, P., Sánchez, L. & Serra, X. (2016): Inclusion of the renminbi in the Special Drawing Rights basket: technical and economic implications. *Economic Bulletin Banco de Espana*, No. 12, <<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/descargar/16/Dic/Files/be1612-art3e.pdf>>.
- League of Nations (1930): *Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee*. Geneva: League of Nations: Financial Committee.
- Leigh, D. (2010): Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 42, No. 5, <<https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00309.x>>.
- Li, C., & Zhang, X. (2017): Renminbi Internationalization in the New Normal: Progress, Determinants and Policy Discussions. *China & World Economy*, Vol. 25, No. 2, 22–44. <<https://doi.org/10.1111/cwe.12192>>.
- Li, Q. (2003): The Effect of Security Alliances on Exchange-Rate Regime Choices. *International Interactions*, Vol. 29, No. 2, 159-193., <<https://dx.doi.org/10.1080/03050620304600>>.
- Li, R. (2012): *Reform of the International Monetary System and Internationalization of the Renminbi*. Singapore: World Scientific.

- Lim, E. (2006): The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. *IMF Working Paper*, WP/06/153, <<https://dx.doi.org/10.5089/9781451864137.001>>.
- Lin, J. Y., Fardoust, S. & Rosenblatt, D. (2012): Reform of the International Monetary System: A Jagged History and Uncertain Prospects. *Policy Research Working Papers*, No. 6070, <[https://www.researchgate.net/publication/254073348\\_Reform\\_of\\_the\\_international\\_monetary\\_system\\_a\\_jagged\\_history\\_and\\_uncertain\\_prospects](https://www.researchgate.net/publication/254073348_Reform_of_the_international_monetary_system_a_jagged_history_and_uncertain_prospects)>.
- Liu, T., Wangcor, X., & Woo, W. T. (2018). The road to currency internationalization: Global perspectives and Chinese experience. *Emerging Markets Review*, Vol. 38, 73-101. <<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.11.003>>.
- Lothian, J. R. & Dwyer, G. P. (2003): International Money and Common Currencies in Historical Perspective. *Monetary Union*, George M. von Furstenberg, ed., Oxford: Oxford University Press.
- Lu, D., & Liu, E. (2020): In Search of Currency Internationalization: A perspective from financial openness. *Economic and Political Studies*, Vol. 8, No. 3, 1–19. <<https://doi.org/10.1080/20954816.2020.1769897>>.
- Lyratzakis, D. (2014): The Determinants of RMB Internationalization: The Political Economy of a Currency's Rise. *American Journal of Chinese Studies*, Vol. 21, No. 2, 163-184, <<https://www.jstor.org/stable/44289321>>.
- Madura, J. (2021): *Financial Markets and Institutions*. Boston: Cengage Learning.
- Mankiw, N. G. (2017): *Principles of Macroeconomics*. Boston: Cengage Learning.
- Mansfield, E. D. (1993): Concentration, Polarity and the Distribution of Power. *International Studies Quarterly*, Vol. 37, No. 1, 105-128. <<https://doi.org/10.2307/2600833>>.
- Margininean, C. S. & Orastean, R. (2020): The Challenges Of Reforming The International Monetary System In The Post Covid-19 World. *Studies in Business and Economics*, Vol. 15, No. 3, 61-73, <<https://doi.org/10.2478/sbe-2020-0045>>.
- MarketWatch (2021): *U.S. Dollar Index (DXY)*. New York: Dow Jones & Company, 20. 2. 2021, <<https://www.marketwatch.com/investing/index/dxy>>.
- Marsh, D. (2012): *Euro: boj o osud nové globální měny*. Praha: Centrum pro studium demokracie a kultury.
- Masson, P., & Dailaimi M. (2009): The New Multi-Polar International System. *Policy Research Working Paper*. No. 5147. Washington D. C.: The World Bank. <<https://doi.org/10.1596/1813-9450-5147>>.
- Mateos y Lago, I., Duttagupta, R. & Goyal, R. (2009): The Debate on the International Monetary System. *IMF Staff Position Note*, No. 0926, <<https://doi.org/10.2139/ssrn.3147836>>.
- Maziad, S., Faisal, A., Wang, S., Segal, S. & Mateos y Lago, I. (2011): Internationalization of Emerging Market Currencies A Balance between Risks

- and Rewards. *IMF Staff Discussion Note*, Vol. 11, No. 17. <<https://doi.org/10.5089/9781463926526.006>>.
- McCauley, R. (2009): Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. *BIS Quarterly Review*, No. 12/2009, <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912i.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912i.pdf)>.
- McNally, C. A. (2015): The political economic logic of RMB internationalization: A study in Sino-capitalism. *International Politics*, Vol. 52, No. 6, 704–723. <<https://doi.org/10.1057/ip.2015.15>>.
- McNamara, K. R. & Meunir, S. (2002): Between national sovereignty and international power: what external voice for the euro? *International Affairs*, Vol. 78, No. 4, 849-868, <<http://dx.doi.org/10.1111/1468-2346.00283>>.
- Metcalf, W. (2012): *The Oxford Handbook of Greek and Roman Coinage*. Oxford: Oxford University Press.
- Mildeová, S. (2013): Systémová dynamika: disciplína pro zkoumání komplexních měkkých systémů. *Acta Informatica Pragensia*. Vol. 2, No. 2. <<https://dx.doi.org/10.18267/j.aip.284177>>.
- Mises, L. v. (2006): *Lidské jednání*. Praha: Liberální institut.
- Mishkin, F. (2016): *Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Columbia University Pearson.
- Moghadan, R. (2011): Enhancing International Monetary Stability: A Role for the SDR. *Strategy, Policy, and Review Department Document*. <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf>>.
- Mohan, R., Patra, M. D. & Kapur, M. (2013): Currency Internationalization and Reforms in the Architecture of the International Monetary System: Managing the Impossible Trinity. *The BRICS and Asia Currency Internationalization and International Monetary Reform*, No. 5, <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/30198/brics-asia-paper-no5.pdf>>.
- Morales, J. A. R., Martín, S. G. & Vanegas, J. G. (2016): The SMEs' internationalization: Multicriteria Based Priorization Using Fuzzy Logic. *Espacios*, Vol. 37, No. 7, 836-863. <<https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.07.008>>.
- Morris, C. R. (2010): *Krotitelé trhů*. Brno: Computer Press.
- Morys, M. (2010): Monetary Policy under the Classical Gold Standard. *Cherry Discussion Paper Series*, No. 01/10, <[https://econpapers.repec.org/paper/yorcherry/10\\_2f01.htm](https://econpapers.repec.org/paper/yorcherry/10_2f01.htm)>.
- Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. Vol. 51, No. 4, 657-665, <<https://www.jstor.org/stable/1812792>>.
- Němeček, E. (1967): *Teorie měnových kurzů*. Praha: Academia.
- Němeček, E. (2000): *Mezinárodní měnový systém*. Praha: Karolinum.
- Obstfeld, M. (2011): The SDR as an International Reserve Asset: What Future? *IGC Working Paper*, No. 3/2011, <<https://www.theigc.org/wp-content/uploads/2014/09/Obstfeld-2011-Working-Paper.pdf>>.

- Ocampo, J. (2018): *Resetting the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.
- OECD (2012): Looking to 2060: Long-term global growth prospects. *OECD Economic Policy Papers*. No. 3, <<https://dx.doi.org/10.1787/5k8zxpjsggf0-en>>.
- Perks, M., Yudong, R., Jongsoo, S. & Tokuoka, K. (2021): Evolution of Bilateral Swap Lines. *IMF Working Paper*. No. 21/210, <<https://doi.org/10.5089/9781513590134.001>>.
- Piketty, T. (2015): *Kapitál v 21. století*. Praha: Universum.
- Ponsot, J. (2016): The four I's of the international monetary system and the international role of the euro. *Research in International Business and Finance*, Vol. 37, <<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.004>>.
- Portes, R. & Rey, H. (1998): The Emergence of the Euro as an International Currency. *NBER Working Paper*, No. 6424. <<https://doi.org/10.3386/w6424>>.
- Posen, A. (2008): Why the Euro will Not Rival the Dollar. *International Finance*, Vol. 11, No. 1, <<https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00217.x>>.
- Prasad, E. & Ye, L. (2012) : The renminbi's role in the global monetary system, *IZA Discussion Papers*, No. 6335, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn, <<https://doi.org/10.2139/ssrn.2003668>>.
- Prasad, E. (2014): *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Prasad, E. (2016): *Gaining Currency: The Rise of the Renminbi*. New York: Oxford University Press.
- PwC (2017): *The Long View: How will the global economic order change by 2050?* London: PricewaterhouseCoopers LLP.
- Rangarajan, C. & Patra, M. (2012): Can the SDR become a global reserve currency. *Economic and Political Weekly*. Vol. 47, No. 11, 41-51, <<https://www.jstor.org/stable/23214653>>.
- Reinhart, C. S. & Rogoff, K. (2008): This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis. *NBER Working Papers*, No. 13882/2008, <<https://doi.org/10.3386/w13882/sbe-2020-0045>>.
- Reis, J. (1995): *International Monetary Systems in Historical Perspective*. London: Palgrave Macmillan.
- Revenda, Z. (2011): *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press.
- Rickards, J. (2011): *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*. London: Penguin Group.
- Rickards, J. (2014): *The Death of Money: The Coming Collapse of the International Monetary System*. London: Penguin Group.
- Rickards, J. (2021): *The New Great Depression: Winners and Losers in a Post-Pandemic World*. London: Penguin Group.
- Rogoff, K. (2001): Why not a global currency? *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, 243-247. <<https://doi.org/doi:10.1257/aer.91.2.243>>.
- Rosling, H., Rosling-Rönnlund, A. & Rosling, O. (2018): *Faktomluva*. Brno: Jan Melvil Publishing.

- Rothbard, M. (2001): *Peníze v rukou státu*. Praha: Liberální institut.
- Rothbard, M. (2005): *Zásady ekonomie: Od lidského jednání k harmonii trhů*. Praha: Liberální institut.
- Sadil, V. & J. Sipko. (2021): The International Monetary System: New evidence concerning a transition to multipolarity. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, roč. 29, č. 2. <<https://doi.org/10.46585/SP29021289>>.
- Sadil, V. & J. Sipko. (2022): Přejít k multipolárnímu měnovému uspořádání? Trendy v měnové koncentraci a internacionalizaci dolaru, eura a renminbi. *Mezinárodní vztahy – Czech Journal of International Relations*, roč. 57, č. 1. <<https://doi.org/10.32422/mv-cjir.1788>>.
- Sadil, V., J. Přílučková & J. Sipko. (2021): Currency competition: Currency Internationalization potential assessment using fuzzy logic approach. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, roč. 29, č. 3. <<https://doi.org/10.46585/SP29031374>>.
- S&P Global (2021): *Global Ratings – 04/2021*. New York: Standard & Poor's, <<https://www.spglobal.com/ratings/en/>>.
- Sedláček, P. (2005): *Mezinárodní měnový fond ve 21. století*. Praha: C. H. Beck.
- Sedláček, P. (2018): *Mezinárodní měnový systém a globální finanční krize*. Praha: Professional Publishing.
- Sedláček, P. (2020): *Zapojení České republiky do mezinárodního úsilí o posílení globální měnové a finanční stability*. Praha: Grada.
- Serval, J. F. & Tranié, J. P. (2015): *The Monetary System: Analysis and New Approach to Regulation*. Chichester: Wiley Finance.
- Shiff, P. (2007): *Crash Proof: How to Profit from the Coming Economic Collapse*. New York: Wiley.
- Schuker, S. A. (1976): *The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Schumacher, E. F. (1948): Multilateral Clearing. *Economica*, Vol. 10, No. 38. <<https://centerforneweconomics.org/wp-content/uploads/2018/01/E.-F.Schumacher-Multilateral-Clearing-Economica-New-Series-Vol.-10-No.-38-May-1943-pp.-150%E2%80%93165.pdf>>.
- Schumpeter, J. A. (1996): *History of Economic Analysis: With a New Introduction*. Oxford: Oxford University Press.
- Schwab, K. (2019): The Global Competitiveness Report 2019. *Insight Report, World Economic Forum*, <[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)>.
- Sinn, H. W. (2014): *Gefangen im Euro*. München: Redline Verlag.
- Sipko, J. (2016): Od jednapolárního k multipolárnímu mezinárodnímu měnovému systému. *Vývoj a perspektivy světové ekonomiky*. Bratislava: Elita.

- Six Group (2022): *List one: Currency, fund and precious metal codes*. Zürich: Six Group, 1. 6. 2022. <<https://www.six-group.com/en/products-services/financial-information/data-standards.html>>.
- Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) (2022): *SWIFT and data*, La Hulpe: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, 10. 5. 2022, <[www.swift.com/about-us/swift-and-data](http://www.swift.com/about-us/swift-and-data)>.
- Sokol, J. (2016): *Moc, peníze a právo*. Praha: Vyšehrad.
- Soros, G. (2009): *Nové paradigma pro finanční trhy*. Praha: Vyšehrad.
- Spěváček, V., Rojíček, M., Zamrazilová, E. & Vejmělek, J. (2016): *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. Praha: Grada.
- State Administration of Foreign Exchange (2022): *Data and Statistics*, Peking.: The State Administration of Foreign Exchange, 2. 5. 2022, <<https://www.safe.gov.cn/en/DataandStatistics/index.html>>.
- Steil, B. (2014): *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton: Princeton University Press.
- Strange, S. (1971): Sterling and British Policy: A Political View. *International Affairs*, Vol. 47, No. 2, 302–315. <<https://doi.org/10.2307/2613930>>.
- Subramanian, A. & Kessler, M. (2012): The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go. *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*. No. 12-19, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2298011>>.
- Subramanian, A. (2011): *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*. Washington D. C.: Peterson Institute for International Economics.
- Sun, G. (2019): China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking. *BIS Working Papers*. No. 822, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3485213](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3485213)>.
- Tagaki, S. (2011a): Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific. *BIS Working Paper*, Vol. 61, <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61g.pdf>>.
- Tagaki, S. (2011b): Internationalising the yen, 1984–2003: unfinished agenda or mission impossible. *BIS Working Paper*, Vol. 61, 75-92, <[http://dx.doi.org/10.1142/9789814335270\\_0008](http://dx.doi.org/10.1142/9789814335270_0008)>.
- Takagi, S. (2015): *Conquering the Fear of Freedom: Japanese Exchange Rate Policy Since 1945*. Oxford: Oxford University Press.
- Tavlas, G. S. & Ozeki, Y. (1991): The Japanese Yen as an International Currency. *IMF Working Papers*. Vol. 1991, No. 2, <<https://doi.org/10.5089/9781451930993.001>>.
- Taylor, J. B. (2007): Housing and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. No. 13682. <<https://doi.org/10.3386/w13682>>.
- The Global Economy (2021): *Political stability – Country rankings*. Atlanta: The Global Economy, 22. 03. 2021, <[https://www.theglobaleconomy.com/rankings/wb\\_political\\_stability/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/wb_political_stability/)>.



- The World Bank (2011): *Multipolarity: The New Global Economy*. Washington, D. C.: World Bank Group, <[https://web.worldbank.org/archive/website01251/WEB/IMAGES/GLOBAL\\_D.PDF](https://web.worldbank.org/archive/website01251/WEB/IMAGES/GLOBAL_D.PDF)>.
- The World Bank (2013): *China 2030: Building a Modern, Harmonious and Creative Society*. Washington D.C.: World Bank Group, <<https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9545-5>>.
- The World Bank (2021): *About the World Bank*. Washington D.C.: World Bank Group, <<https://www.worldbank.org/en/who-we-are>>.
- The World Bank (2022): *World Bank Open Data: Total Reserves*. Washington D.C.: World Bank Group, <<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>>.
- Tolstoj, L. N. (2018): *Co máme tedy dělati*. Olomouc: Legelli Art.
- Tomlinson, J. (2014): *Problems of British Economic Policy: 1870-1945*. New York: Routledge Taylor & Francis Group.
- Trairatvorakul, P. (2011): Towards a multi-polar currency and reserve system. *Speech by Dr Prasarn Trairatvorakul, Governor of the Bank of Thailand, at the High-Level Conference on the International Monetary System*. Zurich, 10. 5. 2011. <<https://www.bis.org/review/r110511b.pdf>>.
- Transparency International (2021): *Corruption Perceptions Index*. Berlin: Transparency International, <<https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>>.
- Triffin, R. (1960): *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press.
- Triffin, R. (1978): The International Role and Fate of the Dollar. *Foreign Affairs*, Vol. 57, No. 2, 269-286. <<https://doi.org/10.2307/20040114>>.
- Turnbull, J., et al. (2010): *Oxford Advanced Learner's Dictionary*. Oxford: Oxford University Press.
- U.S. Bureau of Economic Analysis (2022): *FRED Economic Data*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, <<https://fred.stlouisfed.org/>>.
- Walter, A. (2006): Domestic Sources of International Monetary Leadership. In: Andrews, David M., (ed.) *International Monetary Power*, 51-71. Ithaca: Cornell University Press.
- Williamson, J. (2009): Understanding Special Drawing Rights (SDRs). *Policy Brief*. No. PB09-11. Peterson Institute for International Economics. <<https://web.archive.org/web/20100622191605/http://www.iie.com/publications/pb/pb09-11.pdf>>.
- World Justice Project (2021): *WJP Rule Law Index*. Washington D. C.: World Justice Project, 19. 03. 2021, <<https://worldjusticeproject.org/rule-of-law-index/>>.
- World Trade Organization (2021): *Data – 04/2021*. Geneva. World Trade Organization, <<https://data.wto.org/>>.
- Wyplosz, C. (2020): The Euro Area After COVID-19. *Monetary Dialogue Papers November 2020*, European Parliament, <<https://doi.org/10.2861/2414>>.

- Xiao, L. & Jiang, Y. (2019): *Reform of the International Monetary System: Chinese Perspectives and Strategies*. Singapore: World Scientific Publishing.
- Xin, Z. (2019): China gives up two of its best-kept forex reserve secrets. *Southern China Morning Post*, 29. 6. 2019, <<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3020410/how-much-chinas-forex-reserves-us-dollars-beijing-gives-two>>.
- Yahoo Finance (2022): *USD/CNY Exchange Rate*. New York. Yahoo Inc, <<https://finance.yahoo.com/quote/CNY=X?p=CNY=X&.tsrc=fin-srch>>.
- Yavuz, A. & Cantú, C. (2019): The size of foreign exchange reserves. *BIS Papers Chapters*, Vol. 104, 1-23, <[https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap104a\\_rh.pdf](https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap104a_rh.pdf)>.
- Yuan, N. (2020): Reflections on China–US relations after the COVID-19 pandemic. *China International Strategy Review*, Vol. 2, No. 14-23, <<https://doi.org/10.1007/s42533-020-00049-5>>.
- Zadeh, L. (1965): Fuzzy Sets. *Information and Control*, No. 8, 338-353. <[https://doi.org/10.1016/S0019-9958\(65\)90241-X](https://doi.org/10.1016/S0019-9958(65)90241-X)>.
- Zakaria, F. (2020): *Ten Lessons for a Post-Pandemic World*. New York: W. W. Northon & Company.
- Zemlinová, A. (1999): Tržní koncentrace ve zpracovatelském průmyslu České republiky a antimonopolní politika. *Politická ekonomie*, Vol. 47, No. 2, <<https://doi.org/doi:10.18267/j.polek.21>>.
- Zhang, C. & Clovis, J. (2010): China inflation dynamics: Persistence and policy regimes. *Journal of policy modeling*. Vol. 32, No. 3, 373-388, <<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2010.02.007>>.
- Zhang, M. & Kung'u, T. (2014): The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization. *ADB Working Paper*. No. 481, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2441110>>.
- Zhou, X. (2009): Reform the International Monetary System. *BIS Review*, No. 41, <<https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>.

PŘÍLOHA I – Historické determinanty měnové internacionalizace

Období	Označení	Světová měna	Charakteristika	Příčiny změn kvality
< 16. a 17. století	Historické podoby regionálních měnových systémů	Drachma, římský aureus a denar, byzantský solidus, benátský dukát, florentský forint, holandský gulden	Regionální měnové systémy, drahé kovy v roli světových peněz, měnové funkce: prostředek směny, kapitál a investic	Peněžní inflace, měnové devalvace a manipulace se světovými měnami, oslabení politické a vojenské moci dominantních zemí
Přelom 17. a 18. století	Historická podoba mezinárodního měnového systému	Španělský stříbrný dolar	Mezinárodní měnový systém, stříbro a drahé kovy v roli světových peněz, funkce stejné jako v předchozím případě	Hospodářská stagnace, peněžní inflace, vysoký veřejný dluh, vysoké výdaje na války, chronický deficit plat. bilance (Španělsko)
1717–1870	Mezinárodní měnový systém bimetalického standardu	Britská libra	Mezinárodní měnový systém standardu bimetalických mincí, některé soukromé i oficiální měnové funkce	Přechod ke zlatému standardu, síťový efekt, neudržitelnost bimetalismu
1870-1914	Mezinárodní měnový systém zlatého standardu	Britská libra	Mezinárodní měnový systém standardu zlaté mince, plní všechny soukromé i oficiální měnové funkce	Cenová inflace, válečné výdaje, veřejný dluh, ztráta politické moci a ekonomického významu Velké Británie ve prospěch USA
1918-1925 1931-1936	Mezinárodní měnový systém všech forem zlatého standardu	Britská libra, Americký dolar, Francouzský frank (multipolární měnový systém)	Mezinárodní měnový systém standardu zlaté mince a zlatých slitek (v omezené podobě)	Ukončení zlatého krytí systémově významných měn (Francie, 1936), Velká hospodářská krize
1936-1944	Neinstitutionalizovaný mezinárodní standard zlaté dolarové devizy	Americký dolar	Mono-polární měnové uspořádání, mezinárodní standard zlaté devizy	Institutionalizovaná reforma MMS na konferenci Bretton-Wood (1944), ekonomická a politická dominance USA
1944-1971	Bretton-Woodský mezinárodní měnový systém	Americký dolar	Institutionalizovaný standard zlaté dolarové devizy (pro členy MMF), USD oficiálně konvertibilní ve zlato	Jednostranné vypovězení směnitelnosti USD ve zlato, Triffinovo dilema, chronický deficit PB a hospodářská stagnace USA, válečné výdaje
1971 - současnost	Kingstonický měnový systém	Americký dolar	Mezinárodní (čistě papírový) dolarový standard, USD v roli světové měny	Pravděpodobně přechod k multipolárnímu měnovému uspořádání či jiné alternativě

## PŘÍLOHA II – Stavová matice

	AUD	BRL	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	IND	JPY	KRW	MXP	NOK	RBL	SWE	USD
EC	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0
	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ET	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1
	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GTP	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0
	1	1	0	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1	1	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EEP	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0
	0	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	1	0
	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
DI	0	0	1	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1
	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GC	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	1
	1	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0
	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ED	0	1	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1
	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CPI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	0	1	1
	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CBT	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0
	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1
	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0
CAO	1	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	1

	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
FMO	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0
	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
FMD	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	1	1
	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ERA	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1
	0	1	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LI	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
	1	0	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1
PS	1	0	1	1	0	0	1	0	1	0	0	1	0	1	0
	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1
	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CI	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0
	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1
	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LL	1	0	1	1	0	1	1	0	1	0	0	1	0	1	0
	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PI	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0
	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1	1	0

Struktura stavové matice odpovídá transformační matici, uvedené v tabulce 25. Například EC pro AUD 0-0-1-0-0 = Střední podíl na globálním HDP. Zdroj: vlastní zpracování, převzato ze studie Sadil, Přílučková a Sipko (2021).

## PUBLIKAČNÍ AKTIVITY AUTORA

SADIL, Vojtěch a Juraj SIPKO, 2022. Přejchod k multipolárnímu měnovému uspořádání? Trendy v měnové koncentraci a internacionalizaci dolaru, eura a renminbi. *Mezinárodní vztahy – Czech Journal of International Relations*, roč. 57, č. 1. ISSN 0323-1844.

SADIL, Vojtěch, Jana PŘÍLUČÍKOVÁ a Juraj SIPKO, 2021. Currency competition: Currency Internationalization potential assessment using fuzzy logic approach. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, roč. 29, č. 3. ISSN 1211-555X.

SADIL, Vojtěch a Juraj SIPKO, 2021. The International Monetary System: New evidence concerning a transition to multipolarity. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, roč. 29, č. 2. ISSN 1211-555X.

SADIL, Vojtěch, 2018. Phenomenon Bitcoin: Money of Future or Junk Commodity? *14th Annual International Bata Conference for Ph.D. Students and Young Researchers*, s. 219-228. Zlín, Česká republika.

SADIL, Vojtěch, 2017. Fraktální analýza měnového páru EUR/CZK. *Recenzovaný sborník příspěvků mezinárodní vědecké konference: Mezinárodní Masarykova konference pro doktorandy a mladé vědecké pracovníky 2017*, s. 467-473. Hradec Králové, Česká republika.

# ODBORNÝ ŽIVOTOPIS AUTORA

**Jméno:** Vojtěch Sadil

**Adresa:** Svárov 485/3, 751 02 Troubky

**E-mail:** [sadil@utb.cz](mailto:sadil@utb.cz)

## **Vzdělání:**

2016–dosud, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, obor Finance, titul: Ph.D.

2017–2018, Ústav práva a právní vědy, o.p.s., Praha, obor Korporátní právo a správa podniku, titul: LL.M.

2015–2017, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, obor Podniková ekonomika, titul: Ing.

2014–2016, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, obor Finance, titul: Ing.

2011–2014, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, obor Management a ekonomika podniku, titul: Bc.

2007–2011, Střední škola nábytkářská a obchodní, Bystřice pod Hostýnem, obor Obchodník, maturitní zkouška.

## **Pracovní zkušenosti:**

**8/2020–současnost, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, Ústav financí a účetnictví**

Vysokoškolský asistent

**8/2016–8/2020, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, Ústav financí a účetnictví**

Interní doktorand, vysokoškolský asistent (částečný úvazek)

**9/2019 – současnost, SAB Finance, a.s. & Trinity Bank a.s., Zlín (DPP)**

Externí analytik (DPP)

**12/2018–5/2019, SAB Finance, a.s., Zlín (DPP)**

Řešitel projektu

**10/2018–06/2021, Obec Mrlínek**

Člen zastupitelstva, předseda finanční komise

**5/2014 – Moravia Audit, s.r.o.**

Povinná školní praxe, příprava bakalářské práce

### **Cizí jazyk:**

- angličtina – aktivně (úroveň B2, EBC Level 2)
- němčina – pasivně (úroveň B1, maturitní zkouška)

### **Účast v projektech:**

Projekt spolupráce s praxí realizované na Univerzitě T. Bati ve Zlíně ve společnosti SAB Finance a.s. (analýzy Fintech platforem pro devizové obchodování, platforem pro B2B měnové vypořádání a platebních systémů): Zisková činnost Fakulty managementu a ekonomiky, Univerzity T. Bati

GAČR č. 16/2536 S. - Methodology of Developing a Predictive Model of Sector and Company Performance in the Macroeconomic Context (sběr a analýza dat, příprava odborného článku)

### **Pedagogická činnost:**

- Základy financí
- Základy účetnictví
- Finanční trhy / Financial Markets
- Peněžní a kapitálové trhy
- Mezinárodní finance
- Podnikové finance



Ing. et Ing. Vojtěch Sadil, LL.M.

**Reforma mezinárodního měnového systému: přechod k  
multipolárnímu měnovému uspořádání**

Reform of the International Monetary System: Transposition to Multipolar  
Currency Arrangement

Disertační práce

Vydala Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně,  
nám. T. G. Masaryka 5555, 760 01 Zlín.

Náklad: 6 ks

Sazba: autor

Publikace neprošla jazykovou ani redakční úpravou.

Rok vydání 2022