

11 Role eura v rámci světového měnového systému

Historie nám napovídá, že od středověku bylo každé období v dějinách spojeno s existencí jedné měny, která si získala dominantní postavení takzvané mezinárodní nebo také světové měny. Tato měna neplnila své tradiční funkce pouze v zemích původu, ale kvůli celé řadě faktorů se její užívání rozšířilo i do dalších zeměpisných oblastí. V poválečném mezinárodním měnovém systému si vydobyl dominantní postavení americký dolar. Od eura před jeho zavedením mnozí očekávali a do dnešní doby očekávají, že vedoucí úlohu dolaru výrazně oslabí. V této kapitole se nejprve soustředíme na faktory, jež předurčují obecně měnu k tomu, aby se stala světovou. Porovnáme ve světle těchto faktorů současné postavení eura a dolaru. Ve druhé části se zaměříme na pozici, které doposud v jednotlivých mezinárodních funkcích euro dosáhlo.

11.1 Soutěž mezi měnami

Velké množství ekonomů se před zavedením eura zabývalo problematikou faktorů určujících světové postavení měny.⁵⁰⁶ Mezinárodní nebo světové postavení⁵⁰⁷ měna získává tehdy, pokud ji užívají běžně i rezidenti zemí, kde nebyla oficiálně emitována. Obecně plní každá měna tři základní funkce: je prostředkem směny, uchovatelem hodnoty a účetní jednotkou. Tomu odpovídají i funkce mezinárodní měny, které nyní vysvětlíme blíže.

Jako prostředek směny používají nerezidenti mezinárodní měnu pro vypořádání (platbu) svých závazků a pohledávek v mezinárodním obchodě a při přeshraničních kapitálových tocích. Pokud měna získá pozici takzvaného „prostředníka“, mezinárodní investoři nebo obchodníci vypořádávají své závazky a pohledávky nepřímo transakcí v mezinárodní měně. Pro mexického obchodníka inkasujícího tržby za dodávky kávy do Thajska je výhodnější vyměnit thajský bhát nejprve za

⁵⁰⁶ Portes (1998), Mojon (1998), Hartmann (2002).

⁵⁰⁷ V rámci našeho textu budeme chápat měnu s mezinárodním postavením (mezinárodní měna) a měnu se světovým postavením (světová měna) jako totožné, vzájemně zaměnitelné pojmy.

11 Role eura v rámci světového měnového systému

Historie nám napovídá, že od středověku bylo každé období v dějinách spojeno s existencí jedné měny, která si získala dominantní postavení takzvané mezinárodní nebo také světové měny. Tato měna neplnila své tradiční funkce pouze v zemích původu, ale kvůli celé řadě faktorů se její užívání rozšířilo i do dalších zeměpisných oblastí. V poválečném mezinárodním měnovém systému si vydobyl dominantní postavení americký dolar. Od eura před jeho zavedením mnozí očekávali a do dnešní doby očekávají, že vedoucí úlohu dolaru výrazně oslabí. V této kapitole se nejprve soustředíme na faktory, jež předurčují obecně měnu k tomu, aby se stala světovou. Porovnáme ve světle těchto faktorů současné postavení eura a dolaru. Ve druhé části se zaměříme na pozici, které doposud v jednotlivých mezinárodních funkcích euro dosáhlo.

11.1 Soutěž mezi měnami

Velké množství ekonomů se před zavedením eura zabývalo problematikou faktorů určujících světové postavení měny.⁵⁰⁶ Mezinárodní nebo světové postavení⁵⁰⁷ měna získává tehdy, pokud ji užívají běžně i rezidenti zemí, kde nebyla oficiálně emitována. Obecně plní každá měna tři základní funkce: je prostředkem směny, uchovatelem hodnoty a účetní jednotkou. Tomu odpovídají i funkce mezinárodní měny, které nyní vysvětlíme blíže.

Jako prostředek směny používají nerezidenti mezinárodní měnu pro vypořádání (platbu) svých závazků a pohledávek v mezinárodním obchodě a při přeshraničních kapitálových tocích. Pokud měna získá pozici takzvaného „prostředníka“, mezinárodní investoři nebo obchodníci vypořádávají své závazky a pohledávky nepřímo transakcí v mezinárodní měně. Pro mexického obchodníka inkasujícího tržby za dodávky kávy do Thajska je výhodnější vyměnit thajský bhát nejprve za

⁵⁰⁶ Portes (1998), Mojon (1998), Hartmann (2002).

⁵⁰⁷ V rámci našeho textu budeme chápat měnu s mezinárodním postavením (mezinárodní měna) a měnu se světovým postavením (světová měna) jako totožné, vzájemně zaměnitelné pojmy.

americký dolar a teprve pak jej převést na mexické peso, neboť s tímto převodem jsou spojeny nižší transakční náklady.⁵⁰⁸ Oba obchodníci se proto mohou dohodnout na tom, že použijí pro vyrovnání svých závazků/pohledávek přímo třetí měnu s mezinárodním postavením, která získává pozici prostředníka. Existence jedné měny jako „prostředníka“ v mezinárodních transakcích ve svém důsledku znamená její dominantní postavení na mezinárodních devizových trzích.⁵⁰⁹ Centrální banky (veřejný sektor) využívají mezinárodní měny jako prostředek směny, pokud intervenují na devizovém trhu ve prospěch či neprospěch kurzu své národní měny.⁵¹⁰

Funkci účetní jednotky u soukromého sektoru plní mezinárodní měna v případě, pokud je v ní prováděna fakturace za dodání zboží a služeb v mezinárodním obchodě, jsou v ní denominovány nové emise cenných papírů nebo půjčky mimo území domácí ekonomiky. Přitom je důležité si uvědomit, že ve funkci účetní jednotky měna pouze plní funkci vyjadřovatele ceny, ale platby mohou ve skutečnosti proběhnout v měně jiné. Platby souvisí s plněním funkce prostředku směny. Kromě soukromého sektoru využívají mezinárodní měnu jako účetní jednotku také centrální banky (veřejný sektor), a to k ukotvení kurzů svých národních měn.⁵¹¹

Jako uchovatel hodnoty měna slouží soukromému sektoru k tomu, aby jednoduše zachovávala hodnotu úspor. Soukromí investoři se rozhodují o diverzifikaci portfolia mezi aktiva denominovaná v různých měnách, a to na základě porovnávání rizika a likvidity s výnosem. Centrální banky (veřejný sektor) pak zpravidla drží devizové rezervy mezi svými aktivy jako zálohu pro případné intervence na devizovém trhu.

Mezinárodní – světová měna neplní pouze jednu z výše zmiňovaných funkcí, ale pokrývá všechny uvedené role. Je to z toho důvodu, že při výskytu jedné z funkcí mezinárodní měny působí synergické efekty, které podporují její užití i v ostatních oblastech.

⁵⁰⁸ Blíže viz *subkapitulu 11.3.2 – Euro na mezinárodních trzích – mezinárodní devizové trhy*.

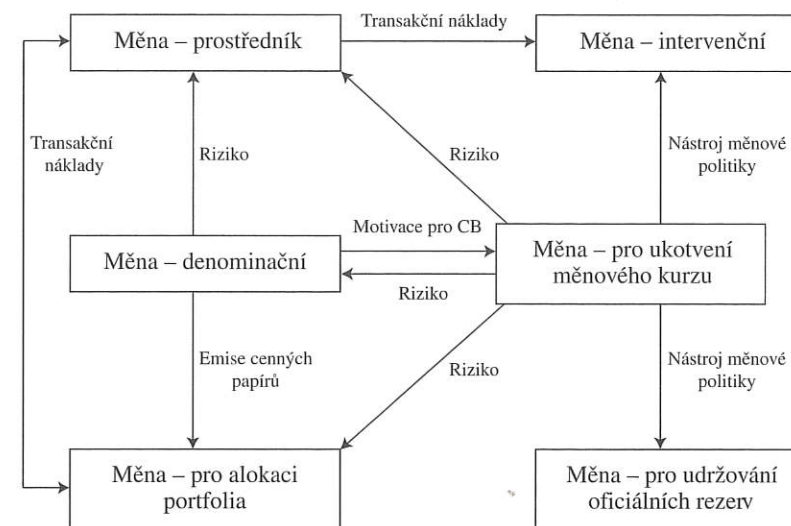
⁵⁰⁹ 99 % transakcí na devizových trzích by pak mělo být směnou mezi touto mezinárodní měnou a ostatními měnami. Je to dáno tím, že mezinárodní obchod i závazky/pohledávky z pohybu aktiv jsou převážně vypořádány v mezinárodní měně. Rezidenti z jednotlivých zemí pak směňují na devizových trzích mezinárodní měnu za své domácí měny. Blíže viz *subkapitulu 11.3.2 – Euro na mezinárodních trzích – mezinárodní devizové trhy*.

⁵¹⁰ Existuje úzká souvislost mezi užitím měny centrální bankou v intervencích na devizových trzích a jejím užitím jako oficiální devizové rezervy (úschova úspor).

⁵¹¹ Oficiálně tím určí hodnotu vlastní měny v měně cizí.

Box 11.1 Hlavní synergie mezi jednotlivými funkcemi světové měny

- Transakční náklady, které většina autorů chápe jako rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou,⁵¹² jsou u mezinárodní měny velice nízké, a to proto, že devizový trh s touto měnou je dostatečně široký a hluboký. To motivuje mezinárodní investory k držbě aktiv denominovaných v této měně a centrální banky k intervenci na devizových trzích s touto měnou. Emise cenných papírů v konkrétní měně, je zase nezbytným předpokladem k tomu, aby měna mohla sloužit jako uchovatel hodnoty úspor v čase. Pokud bude velká část obchodu a kapitálových toků země denominována v dané měně, má centrální banka (CB) značnou motivaci k zavěšení měnového kurzu na tuto měnu. A jestliže již začala mezinárodní měnu používat jako kotvu, musí logicky držet dostatečné množství devizových rezerv v této měně, aby mohla provádět intervence na devizovém trhu a měla tak v ruce nástroj na prosazení své politiky. Je-li měnový kurz k dané měně zakotven, znamená to pro investory a obchodníky nižší riziko spojené s pohyby měnového kurzu, nižší náklady na zajištění se a v důsledku toho i vyšší motivaci používat danou měnu. Jak je patrné z této krátké a jednoduché demonstrace, jednotlivé způsoby užití světové měny se navzájem doplňují a podporují.



Pramen: Mojon (1998).

⁵¹² Rozdíl mezi kurzem, za který můžeme měnu na devizovém trhu prodat (bid) a nakoupit (ask).

Nyní již víme, jaké role hraje světová měna, ale ještě nám není jasný způsob, jakým měna získá své dominantní postavení. Historické zkušenosti napovídají, že v minulosti bylo každé období spojeno s dominantním světovým postavením právě jedné měny. To je dáno tím, že s používáním peněz obecně je spojena pozitivní síťová externalita.⁵¹³ V období renezance to byl benátský dukát, který vystřídal amsterdamský gulden, a následně britská libra. Po druhé světové válce byla s přijetím Bretton-woodského systému fixace všech měn na dolar a směnitelnosti dolaru za zlato postavena do centra pozornosti měna Spojených států. Když byla v roce 1973 zrušena formální povinnost udržovat fixní měnový kurz k dolaru, začala světová role dolaru pomalu oslabovat, a to především jako kotvy pro ostatní měny (*Wyplozs, 1997*). Do dnešní doby však světovou pozici dolaru žádná jiná mezinárodně užívaná měna včetně eura nezpochybnila (blíže viz *subkapitulu 11.3*). Autoři se v zásadě shodují na výčtu faktorů, které přispívají k tomu, aby se měna stala světovou. Na druhé straně panují rozdíly v názorech na důležitost jednotlivých faktorů. Dobrým přehledem faktorů působících na mezinárodní postavení měny je studie *Hartmann (2002)*. Aby měna získala silné mezinárodní postavení, musí splňovat následující čtyři podmínky:

1. Dostatečně široký, hluboký a otevřený domácí finanční trh

Efektivně fungující, dostatečně veliký a likvidní domácí finanční trh je zdůrazňován jako jedna ze základních podmínek pro prosazení měny na mezinárodním poli. *Portes (1998)* a *Hartmann (2002)* zdůrazňují, že finanční toky a spekulace s měnami dnes objemem mnohonásobně převyšují mezinárodní pohyb zboží a služeb.⁵¹⁴ Velikost a likvidita domácích finančních trhů zásadním způsobem ovlivňuje jejich atraktivitu pro investory a předurčuje také možné užití domácí měny při vypořádání mezinárodních transakcí. Likvidnější finanční trhy jsou spojené s nižšími transakčními náklady, protože vyšší objemy obchodování obvykle doprovází nižší „bid ask“ rozpětí⁵¹⁵ a nižší volatilita.⁵¹⁶ Navíc vyspělejší finanční trhy mají zpravidla rozvinutější derivátové trhy s výběrem celé řady instrumentů umožňujících jednoduché zajištění. *Obrázek 11.1* srovnávající absolutní velikost kapitálových trhů eurozóny ukazuje jednoznačnou převahu USA a také přímý tržní charakter finančního zprostředkování oproti finančnímu zprostředkování založenému na činnosti

⁵¹³ Blíže o síťových externalitách dále v této kapitole při diskuzi o předchozím užití měny a faktoru setrvačnosti.

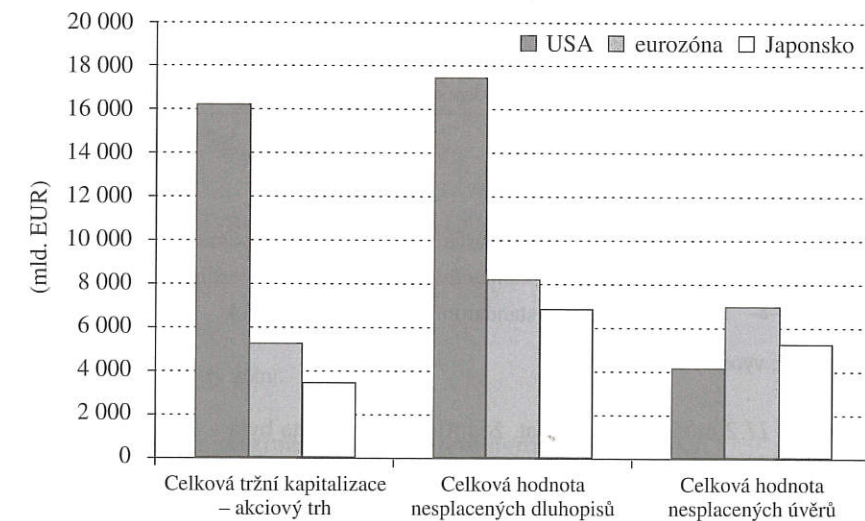
⁵¹⁴ V roce 2004 činil průměrný denní světový obrat devizových trhů 1 880 mld. USD (podle BIS 2004 včetně termínových kontraktů). Zatímco světové exporty zboží a služeb za celý rok 2004 podle WTO (2005) dosáhly 11 032 mld. USD a globální pohyb mezinárodních kapitálových toků podle Mezinárodního měnového fondu přibližně 4 200 mld. USD.

⁵¹⁵ To je způsobeno nižšími jednotkovými náklady na zpracování jedné transakce, nižšími náklady na udržování dostatečných zásob a vyšší konkurencí.

⁵¹⁶ *Fleming (1997)* zkoumal bid ask rozpětí na vysoce likvidním trhu s americkými dluhopisy a dokazuje, že nižší bid ask rozpětí je spojeno s vyššími objemy obchodů a nízkou volatilitou. Vyšší objemy obchodů snižují jednotkové náklady market-makerů, zatímco nižší volatilita snižuje náklady na držbu aktiva.

bank v eurozóně. To může být dalším pozitivem pro americký dolar, protože finanční zprostředkování založené na úvěrové činnosti do velké míry podvazuje aktivity na sekundárních trzích s cennými papíry a ztěžuje obchodování s dluhem denominovaným v eurech. Eurozóna se absolutní velikostí finančního trhu řadí na druhé místo za USA, ale toto srovnání může být zavádějící. V potaz je třeba vzít také přetrvávající fragmentaci na evropských finančních trzích.⁵¹⁷ Poskytování finančních služeb přes hranice v zemích eurozóny neprobíhá stejně efektivně jako v rámci národních trhů, což zabraňuje vzniku skutečně jednotného kapitálového trhu. Proto nelze jednoduše při mezinárodním srovnání použít agregátní součet tržních kapitalizací a nesplacených dluhopisů za jednotlivé členské země eurozóny, ale je třeba posoudit i případnou úroveň integrace. V rámci eurozóny dosáhl nejvyšší integrace peněžní trh a po zavedení eura také mezinárodní investoři nejvíce obchodovali právě zde.⁵¹⁸ *Portes (1998)* vyzdvihuje tuto skutečnost a upozorňuje, že „rychlost nabytí mezinárodního postavení eura bude kriticky záviset na rychlosti integrace finančních trhů v eurozóně a na přijetí eura dalšími zeměmi, speciálně Velkou Británií s velice vyspělým finančním trhem“. *Wyplozs (1997)* naopak upozorňuje, že nelze vliv finančních trhů přeceňovat na úkor ostatních faktorů – především celkové stability měny. Dává historický příklad narůstající mezinárodní role stabilní německé marky po rozpadu Bretton-woodského systému, a to přes daleko větší vyspělost britského finančního trhu.

Obrázek 11.1 Velikost a struktura kapitálových trhů v eurozóně, USA a Japonsku (2000)



Pramen: Hartman (2002).

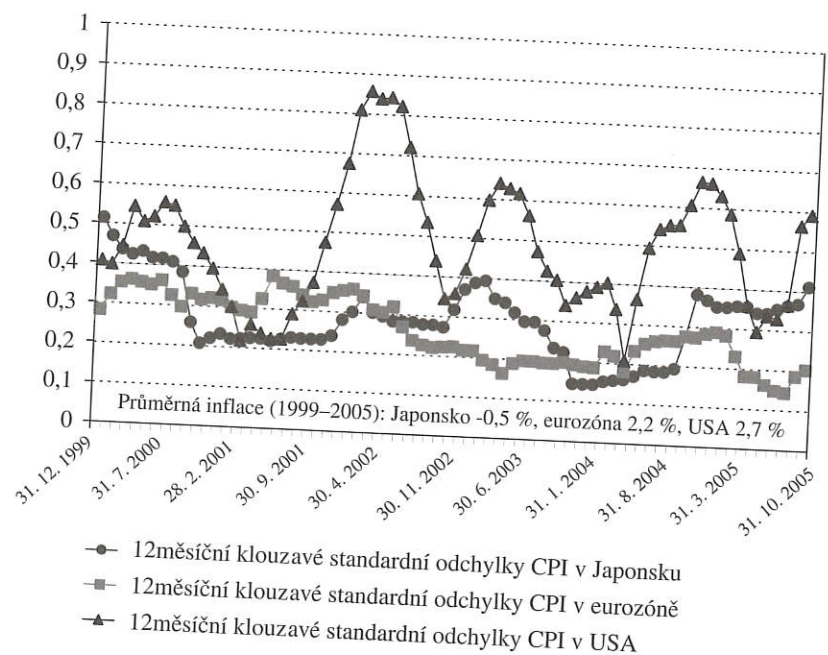
⁵¹⁷ Viz kapitulu 12.

⁵¹⁸ Viz kapitulu 12.

2. Stabilní měna a důvěra v její budoucí stabilitu

Vnitřní a vnější stabilita ekonomiky země podmiňuje stabilitu měny a zásadním způsobem působí na ochotu soukromých i veřejných subjektů držet danou měnu a aktiva v ní denominována. Za jinak nezměněných okolností je pro investory a obchodníky výhodnější držet měnu země s nízkou predikovatelnou mírou inflace a stabilním měnovým kurzem, protože jim nehrozí riziko znehodnocení jejich hotovostních zůstatků a úspor. Vývoj vnitřní stability měny dokumentuje srovnání klouzavých 12měsíčních standardních odchylek indexů spotřebitelských cen demonstrujících variabilitu inflace (obrázek 11.2). Vnější stabilitu měny pak přibližují klouzavé 3měsíční standardní odchylky logaritmu měnových kurzů (obrázek 11.3).

Obrázek 11.2 Variabilita inflace (standardní odchylky meziměsíčních indexů spotřebitelských cen)

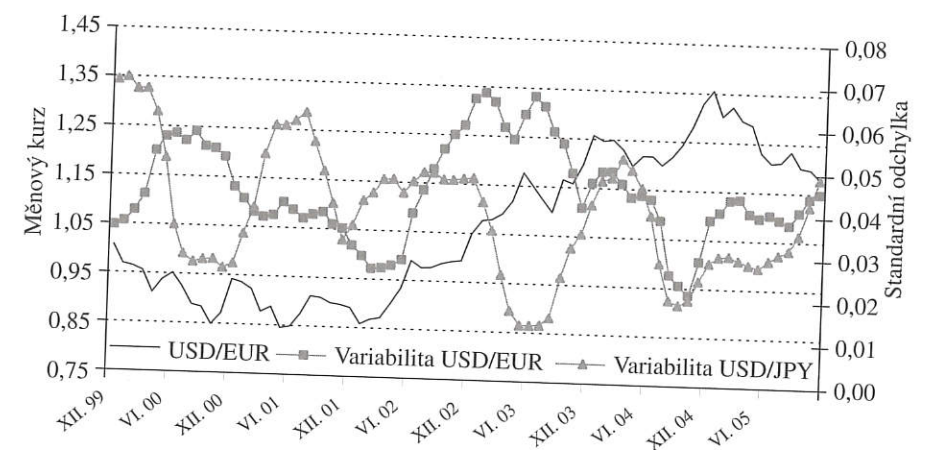


Pramen: IMF, výpočty autor.

Na obrázku 11.2 můžeme pozorovat, že inflační variabilita byla v eurozóně od zavedení společné měny po většinu času nižší než v USA. Japonsko mělo od konce 90. let velice nízkou volatilitu inflace, avšak ta byla důsledkem celkově negativního deflačního vývoje země. Obrázek 11.3 naznačuje, že variabilita měnového kurzu USD/EUR prochází stejně jako variabilita USD/JPY cyklickým vývojem. Vedle variability kurzu je ale podstatné zhodnotit, která z měn znehodnocovala a vystavovala tak držitele aktiv v nich denominovaných riziku ztráty hodnoty. Od roku 2001 to byla měna USA, kde schodky veřejných financí a mamutí obchodní deficit začaly oslabovat důvěru

investorů v dolar. Americký dolar tak za tři roky znehodnotil o více než 50%.⁵¹⁹ Na druhou stranu od chvíle, kdy FED začal v roce 2004 s utahováním měnové politiky, důvěra v dolar se i přes pokračující propad obchodní bilance začala obnovovat. Evropská centrální banka také na rozdíl od FEDu navázala na německý model centrálního bankovníctví a podle čl. 105 je jejím „primárním cílem zachování cenové stability“ a teprve tehdy, není-li cenová stabilita ohrožena, může svojí politikou podporovat ostatní cíle hospodářské politiky EU. Nejednotnou fiskální politiku doplňují v eurozóně pravidla Paktu stability a růstu (kapitola 9), která jsou přes veškeré problémy s jeho vymahatelností druhým pilířem podporujícím stabilitu měny. Stabilní měna a především důvěra v její stabilitu stála podle Wyplosz (1997) za vzestupem německé marky po rozpadu Bretton-woodského systému, a může tak v současné době působit ve prospěch mezinárodního postavení eura. Na druhou stranu při srovnání s americkým dolarem a japonským yenem se alespoň prozatím nejedná o zásadní výhodu, protože ani jedna z konkurenčních měn neprochází skutečně hlubokou krizí. Navíc finanční trhy dnes lépe než v minulosti umožňují zajistit se proti variabilitě měnových kurzů, do popředí tak vystupují jiné klíčové parametry měn.

Obrázek 11.3 Variabilita měnového kurzu, 12měsíční klouzavá standardní odchylka přirozeného logaritmu



Pramen: IMF, výpočty autor.

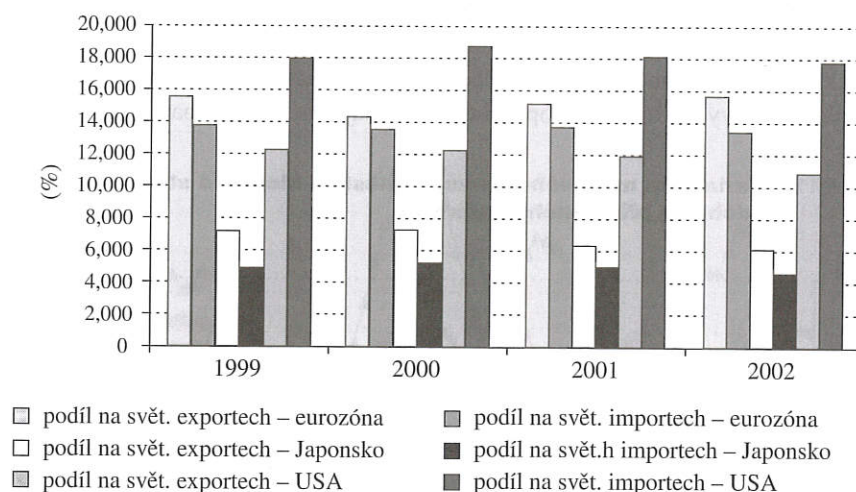
3. Velikost, síla a mezinárodní propojení domácí ekonomiky

Měna velké, silné ekonomiky propojené mezinárodním obchodem s ostatními zeměmi má proti sobě logicky vyšší poptávku nerezidentů než měny malých ekonomik. Na druhé straně je nutné si uvědomit, že zásadní objem obchodů s měnami již nesouvisí přímo s mezinárodním pohybem zboží a služeb, ale spíše se spekulacemi

⁵¹⁹ Od května 2001 do prosince 2004 oslabil dolar vůči euru o 60,3 %.

na budoucí vývoj kurzů. Proto do jisté míry světové postavení mohou nabýt i měny relativně malých ekonomik (např. Švýcarsko)⁵²⁰ s nízkým podílem na světovém mezinárodním obchodu. Následující *obrázek 11.4* ukazuje, že eurozóna má ve srovnání s USA a Japonskem dominantní podíl na světových exportech. USA naopak dominují světovým importům. Za předpokladu platnosti tzv. Grasmanova zákona⁵²¹ by tato skutečnost znamenala jistou soutěžní výhodu pro euro. Na druhou stranu toto zvýhodnění nelze přeceňovat, a to především z důvodu relativně nevelkých rozdílů mezi USA a eurozónou, nepotvrzením univerzální platnosti Grasmanova zákona a v neposlední řadě také vzhledem k tomu, že existují zásadnější faktory ovlivňující světové postavení měny.

Obrázek 11.4 Podíl na světových exportech



Pramen: MMF.

4. Předchozí užití měny – faktor setrvačnosti

Pravděpodobně nejzávažnějším faktorem, který rozhoduje o tom, zda měna získá či nezíská světové postavení, je její dosavadní historie. U užití peněz obecně platí, že jejich držitelé z nich mají o to větší užitek, čím více ostatních subjektů je používá.⁵²² S penězi je tak spojena pozitivní síťová externalita,⁵²³ jejíž důsledkem je pro spo-

⁵²⁰ Švýcarský frank nabyl na významu především kvůli vlastní stabilitě a rozvinutosti finančního trhu, a to v době, kdy vklady v jiných měnách vzhledem k politické nestabilitě byly považovány za riskantní.

⁵²¹ Grasmanův zákon říká, že exportéři jsou v porovnání s importéry všeobecně schopnější prosadit svoji domácí měnu při fakturaci. Blíže viz *subkapitulu 11.3.1 – Euro na mezinárodních trzích – mezinárodní obchod*.

⁵²² To je patrné i z primární funkce měny – sloužit jako prostředek směny. Užité hodnota prostředku směny vzrůstá přímo úměrně s tím, jak roste počet protistran, které ho akceptují.

⁵²³ Podrobněji se problematikou síťových externalit zabývají například *Economides (1992)*. Blíže také v *kapitole 12*.

třebitele (uživatele měny) optimální stav, ve kterém existuje pouze jedna světová měna, popřípadě více světových měn, které jsou dokonalými substituty.⁵²⁴

Existence síťových externalit nám tak pomáhá vysvětlit, proč ke změnám ve světovém postavení měn dochází relativně pomalu. Měna, která je toho času světová, má na své straně zásadní faktor ovlivňující poptávku po ní, a to ochotu ostatních uživatelů akceptovat ji. Tento faktor působí současně pozitivně i na ostatní faktory – likviditu sekundárních trhů s dluhovými instrumenty denominovanými v měně nebo ochotu exportérů a importérů provádět platby v této měně.

Faktor setrvačnosti v tomto kontextu nabývá na významu nad ostatními zmiňovanými faktory. Předchozí trojice faktorů tak sama o sobě spíše vysvětluje potenciál měny stát se světovou, zatímco poslední faktor je nutnou podmínkou. Pokud si určitá měna jakýmkoliv způsobem vydobyla pozici světové měny, ztratí ji pouze náhlým šokem, který nerezidenty přiměje upustit od jejího užívání a hledat substitut. Takovým šokem může být například ztráta stability měny v podobě prudkého zvýšení inflačních očekávání nebo volatility kurzu. Další možností může být administrativní zásah zvnějšku v podobě dohody o určitém fungování mezinárodního měnového systému, který přinutí používat určitou měnu. Bez výrazných šoků ale podle dosavadních zkušeností nastávají změny pouze velice pomalu. Jako příklad může být uvedena pouze pozvolná ztráta pozice dolaru po rozpadu Bretton-woodského systému.

Navzdory výše uvedenému lze předpokládat možnost vzniku světového finančního systému s větším množstvím mezinárodních měn, které by byly vždy jedničkou v určitém regionu a navzájem pak dokonalými substituty. To by bylo možné jen za předpokladu nulových transakčních nákladů na převod měn na devizových trzích a současně nulových nákladů na konverzi úspor uložených v jednotlivých měnách. Minimální náklady přechodu od jedné měny k druhé by vedly k eliminaci síťových externalit spojených s jednou světovou měnou. V tom případě by mohl začít fungovat buď dvojměnový (USD EUR), nebo tříměnový systém (USD EUR YEN).

11.2 Výhody plynoucí ze světové měny

Ze světové měny plyne dané zemi několik výhod. K zásadním pozitivním důsledkům světového postavení patří nízká cena dluhu a výnos z ražebného. Méně se hovoří o faktorech, které jsou spíše zmiňovány jako příčiny světového postavení měny, ale sama světovost měny je v tom utvrzuje. Například likvidita finančních trhů je na jedné straně příčinou a na straně druhé i pozitivním důsledkem světového postavení

⁵²⁴ Existují nulové transakční náklady při převodu hotovosti a aktiv z jedné měny do druhé.

měny. Toto vzájemné utvrzování příčinnosti a důslednosti v případě mezinárodního postavení měny je dáno zmiňovanými síťovými externalitami (ty jsou jistou kotvou mezinárodního postavení měny v čase) a také synergickými efekty podporujícími navzájem jednotlivé formy užití měny na mezinárodní úrovni (box 11.1).

Ražebné je rozdílem mezi nominální hodnotou bankovek a mincí, které centrální banka vydala, a náklady na jejich výtisk nebo ražbu. Tento rozdíl tvoří přímý zisk centrální banky. Pokud má například americký dolar světové postavení, mají o dolarové bankovky v hojně míře zájem i nerezidenti. Víceméně bezplatně natištěné poukázky mohou tak okamžitě sloužit americkým rezidentům k pokrytí reálných importů. Dolarové bankovky samy o sobě uchovávají hodnotu a nerezidenti je mohou kdykoli použít ke zpětnému nákupu amerického zboží. V danou chvíli však poskytují američtí nerezidenti Spojeným státům poptávkou po dolarech bezúročnou půjčku. *Portes (1998)* upozorňuje na to, že podle odhadů Evropské komise Spojené státy na přítoku ražebného dostanou ročně okolo 0,1 % HDP.⁵²⁵

Druhou zásadní výhodou je vyšší likvidita u dluhových instrumentů denominovaných ve světové měně. Náklady na dluh a splácení dluhu jsou tak celkově daleko menší. Francouzský poválečný prezident Charles de Gaulle v kritické výtce vůči USA jednou poznamenal, že „síla dolaru umožnila Spojeným státům zadlužit se ostatním zemím, aniž by za to platily“. Jeho výrok byl dozajista přehnaný, protože bezúročnou půjčku tvořil jen přímý odliv dolarových bankovek v oběhu do zahraničí. Nižší rozpětí mezi úrokovými sazbami bid a ask dané vysokou likviditou finančních trhů však znamená půjčování za daleko výhodnějších podmínek. Bezúročné půjčky nebo půjčky oproti zahraničí relativně levnější jsou pak z logiky věci pro každou ekonomiku výhodné, protože umožňují vyšší dynamiku akumulace kapitálu.

I když výše uvedené argumenty ukazují jednoznačně na výhodnost mezinárodního postavení domácí měny pro domácí ekonomiku, reakce politiků na rozšiřování užití měny za hranice vlastního území jsou častokrát velice opatrné. Zvláště velké obavy budí případy, kdy se třetí země rozhodne pro úplné nahrazení domácí měny měnou mezinárodní – případy euroizace v Evropě a dolarizace v USA.⁵²⁶ Postoje k mezinárodní roli eura před spuštěním celého projektu měnové unie také nebyly zcela jednoznačné a ani dnes se v poslání ECB nikde nepíše, že by měla propagovat mezinárodní postavení společné měny.⁵²⁷

V následujícím textu již nebudeme dále hodnotit výhodnost mezinárodního postavení měny ani sledovat podmínky, za kterých má měna šanci takové postavení získat. Soustředíme se výhradně na hodnocení dosaženého mezinárodního postavení eura a analýzu šancí jeho dalšího rozšíření na mezinárodním poli.

⁵²⁵ Jinými slovy, ročně si 0,1 % HDP mohou bezúročně půjčit na okamžitý reálný import.

⁵²⁶ Více dále v subkapitole 11.3.5 – *Pozice eura ve třetích zemích – substituční měna.*

⁵²⁷ Prezident ECB Willem F. Duisberg (*Duisberg, 1998*) před spuštěním eura jasně deklaroval, že společná měna nevzniká proto, aby zpochybňovalo vedoucí úlohu dolaru, ale proto, aby podpořila ekonomickou integraci v eurozóně. Za ECB odmítl jakoukoliv přímou snahu mezinárodní roli eura podporovat, nebo naopak potlačovat.

11.3 Současná pozice eura na mezinárodních trzích a ve třetích zemích

Jakého postavení v mezinárodním užití doposavad euro dosáhl? Východiskem k nalezení odpovědi na tuto otázku pro nás bude mimo jiné přístup *Krugmana (1995)*, který definuje šest základních funkcí mezinárodní měny.⁵²⁸ Budeme se snažit zjistit, do jaké míry euro dnes plní tyto jednotlivé funkce a kde nejvíce útočí na dominantní postavení amerického dolaru. Navážeme rovněž na přístup Evropské centrální banky, která se snaží monitorovat a evidovat mezinárodní užití eura ve dvou základních dimenzích – užití na mezinárodních trzích a užití ve třetích zemích.

Mezinárodními trhy budeme rozumět mezinárodní obchod, mezinárodní dluhopisové a úvěrové trhy a mezinárodní devizové trhy. Užití eura v mezinárodním obchodě souvisí zejména s funkcí měny jako prostředku směny a funkcí denominační (funkce účetní jednotky). Na mezinárodních dluhopisových a úvěrových trzích se eura užívá pro denominaci dluhopisů a úvěrů, čímž měna plní funkci denominační (funkce účetní jednotky) a slouží jako prostředek pro alokaci portfolia (funkce uchovatele hodnoty – uchovává hodnotu úspor). Stěžejní je pak postavení eura na mezinárodních devizových trzích, které odráží pozici jak vzhledem k tokům zboží a služeb (mezinárodnímu obchodu), tak k tokům kapitálovým (dluhopisové a úvěrové trhy). V třetích zemích může euro nebo jiná světová měna teoreticky zastávat všechny své funkce, které běžně plní v eurozóně. Centrální banky v třetích zemích mohou euro používat jako nominální kotvu měnového kurzu (funkce účetní jednotky) nebo jim může sloužit pro uchování devizových rezerv (funkce uchovatele hodnoty) či jako měna intervenční (funkce prostředku směny). Pokud je uživatelem soukromý sektor, ve třetí zemi dochází, ať už z jakýchkoliv důvodů, k substituci domácí měny měnou mezinárodní.⁵²⁹ Euro pak může plnit podle rozsahu substituce všechny funkce, které běžně plní oficiální domácí měna (prostředník, uchovatel hodnoty, účetní jednotka).

11.3.1 Euro na mezinárodních trzích – mezinárodní obchod

V mezinárodním obchodě plní euro funkci prostředku směny (jsou v něm prováděny platby za dodání zboží a služeb) a dále pak úlohu denominační (jsou v něm

⁵²⁸ Konkrétní funkce podle *Krugman (1995)* viz subkapitolu 11.1 – *Soutěž mezi měnami.*

⁵²⁹ Důvodů může být celá řada. V případě, že je domácí měna nestabilní, upřednostňují rezidenti užití mezinárodně akceptovatelné měny pro vypořádání svých pohledávek a závazků, rovněž tak pro fakturaci a denominaci aktiv (dluhopisů, úvěrů). Vedle nestability měny může být motivem pro užití mezinárodně akceptovatelné měny ve třetích zemích očekávání jejího brzkého přijetí jako měny oficiální.

vyjadřovány ceny). Nás bude zajímat, jakou pozici si získalo euro při exportu a importu mezi eurozónou a třetími zeměmi. Dále pak rozsah jeho užití v mezinárodním obchodě mezi třetími zeměmi navzájem. Budeme zjednodušeně předpokládat, že pokud obchodníci používají euro při fakturaci (denominační úloha), automaticky v něm provádějí platby (prostředek směny).⁵³⁰

Podle takzvaného Grassmanova zákona (*Grassman, 1973*) to mají být právě exportéři, kteří mají lehčí pozici při prosazování své měny pro fakturaci a platby v mezinárodním obchodě. S. Grassman tuto skutečnost empiricky prokázal na příkladu Švédska na přelomu 60. a 70. let. To by jinými slovy znamenalo, že se v mezinárodním obchodě výhodněji prosazují měny, jejichž rezidenti se významně podílí na světových exportech, tedy například členské státy eurozóny.⁵³¹ Univerzální platnost Grassmanova zákona ale nikdy prokázána nebyla, ba naopak. Zvláště nutné je vzít v potaz vzájemnou hospodářskou sílu a aktuální světové postavení jejich měn. Je těžko myslitelné, že by exportéři z Thajska prosazovali při svých exportech do USA jako fakturační a platební měnu thajský bhat. Proto mnoho autorů, např. *Portes (1998)*, očekává nárůst užití eura u hlavních obchodních partnerů eurozóny. Na druhé straně menší obchodní integrace asijského regionu s eurozónou má udržet podle autora světové postavení dolaru v mezinárodním obchodě.

Při posuzování rolí měn v mezinárodním obchodě se speciálně ukázalo jako užitečné rozlišovat mezi mezinárodním obchodem s běžnými, převážně heterogenními produkty⁵³² a s produkty v zásadě homogenními, kterými jsou nejčastěji primární suroviny (např. ropa nebo zemní plyn). Homogenní suroviny jako ropa se častokrát obchodují na poměrně koncentrovaných komoditních trzích a tradičně v jedné světové měně. Zde se tedy zpravidla Grassmanův zákon neprosazuje a strnulostí přetrvává užití jedné tradiční měny.⁵³³

Následující tabulka porovnává vývoj užití eura při exportu a importu⁵³⁴ ve vybraných zemích eurozóny.

⁵³⁰ Tento předpoklad je zjednodušující. Na začátku kapitoly při definici šestice funkcí mezinárodní měny jsme odlišovali fakturaci (užití eura jako účetní jednotky) od skutečné platby (užití eura jako prostředku směny). Zde budeme předpokládat, že fakturace a skutečná platba probíhá automaticky ve stejné měně.

⁵³¹ Vysoký podíl eurozóny na světových exportech je blíže diskutován v části o faktorech určujících světové postavení měny.

⁵³² Heterogenní produkty jsou takové, které lze diferencovat. Typickým příkladem může být prací prášek, jehož lze vyrobit mnoho druhů ke spokojenosti různých spotřebitelů. Produkty homogenní na druhé straně v zásadě diferencovat nelze. Může se jednat například o přírodní suroviny, ropu nebo zemní plyn, jejichž jednotlivé typy se od sebe pouze nepatrně odlišují.

⁵³³ Příkladem je historicky podmíněné obchodování s ropou a barevnými kovy v amerických dolarech.

⁵³⁴ Předpokládáme, že fakturace v eurech znamená automaticky také platbu v eurech.

Tabulka 11.1 Užití eura při fakturaci v mezinárodním obchodu u vybraných členů eurozóny

Země	Export zboží – užití eura při fakturaci (%)			Import zboží – užití eura při fakturaci (%)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Belgie	46,7	53,5	55,3	47,2	53,6	57
Francie	49,2	55,3	52,4	39,8	46,8	45,1
Německo	X	49	63	X	48	55,2
Řecko	23,5	39,3	47,3	29,3	35,8	39,6
Itálie	52,7	54,1	58,2	40,8	44,2	44,5
Lucembursko	X	51,5	52,7	X	35,3	41,7
Portugalsko	43,5	48,4	54,6	53,6	57,5	60,2
Španělsko	52	57,5	60,8	49,7	55,8	60,3

Pramen: ECB (2005).

Časová řada užití eura v mezinárodním obchodě je zatím krátká a vývoj v členských zemích je do velké míry specifický v závislosti na způsobu zapojení se do mezinárodního obchodu. I tak je během prvních let existence měnové unie patrný nárůst v užití eura při fakturaci a vypořádání exportu i importu. Silné postavení má euro v mezinárodním obchodě především v Německu a Španělsku, slabší význam v Řecku. Nárůst užití eura na vypořádání mezinárodního obchodu může vedle toho být zkreslen pohyby kurzu, tedy změnou ohodnocení fyzických toků mezinárodního obchodu. Zde záleží především na cenové strategii exportérů ze zemí eurozóny (*ECB, 2005*). Jestliže exportér, např. německá automobilka, určuje ceny svých vozů na americkém trhu v eurech a současně v eurech provádí fakturaci a vypořádání za dodávky, má oslabení dolaru plný dopad na zdražení evropských automobilů na americkém trhu (v dolarech), cena v eurech a vyjádření exportu v eurech ale zůstávají stejné.⁵³⁵ Pokud ale německá automobilka určuje ceny svých automobilů na americkém trhu nehlédě na pohyby kurzu v dolarech (v místní měně) a fakturaci provádí v eurech, při oslabení dolaru cena na americkém trhu zůstává stejná, fyzický objem exportu zůstává také stejný, pouze klesne vyjádření exportovaných automobilů v eurech. To je pravděpodobně také případ velké části exportérů ze zemí eurozóny, kteří na vysoce konkurenčním americkém trhu přebírají americké dolarové ceny; znehodnocení dolaru v letech 2001–2004 tak tlačilo na pokles eurové ceny jejich vyváženého zboží.⁵³⁶ Z dostupných dat dále vyplývá, že euro má za dobu své

⁵³⁵ Pro zjednodušení předpokládáme v krátkém období cenově neelastický export a import, tj. vlivem zvýšení cen nedojde k přesunu poptávky z importovaného zboží na zboží domácí.

⁵³⁶ Podle *Jones (2005)* je většina společností exportujících z eurozóny do Spojených států v nevýhodě. Americký trh je pro ně příliš významný a velký, než aby si ho mohli dovolit ztratit, a ostrá konkurence je tlačí do pozice „price takerů“ – přebírají dolarovou cenu na americkém trhu. Devalvace dolaru pak nezmění dolarovou cenu exportovaného zboží a promítne se do nižší eurové hodnoty stejného fyzického množství exportu a nižších zisků evropských exportérů.

existence vyšší podíl na exportech než na importech, což je v souladu se zmiňovaným Grassmanovým zákonem. Podle studie (ECB, 2005) navíc může hrát roli skutečnost, že nemalou část importů eurozóny tvoří primární suroviny (ropa, zemní plyn), které se tradičně obchodují v amerických dolarech.

Nyní přeneseme pozornost na použití eura v mezinárodním obchodu se zeměmi, které stojí mimo eurozónu. Tabulka 11.2 ukazuje velký význam především u deseti nových členů EU a dalších kandidátských zemí, pro které jsou členové eurozóny zásadními obchodními partnery. V případě vzdálenějších obchodních partnerů, například Austrálie nebo Japonska, však použití eura zůstává velice malé.

Tabulka 11.2 **Užití eura při fakturaci v mezinárodním obchodu u vybraných třetích zemí**

Země	Export – fakturace v eurech (%)			Import – fakturace v eurech (%)			Podíl exportů do eurozóny (% z celkových exportů)			Podíl importů z eurozóny (% z celkových importů)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Země EU mimo eurozónu												
ČR	-	68	70	-	65	66	62	61	63	57	56	55
Maďarsko	-	83	85	-	73	72	69	66	63	53	51	59
Polsko	-	60	65	-	60	60	59	58	57	53	53	60
Dánsko	-	34	35	-	34	30	44	43	40	50	51	53
Švédsko	-	-	-	-	-	-	39	39	39	49	49	50
Velká Británie	23	21	-	19	27	-	51	52	51	44	47	48
Kandidátské země												
Bulharsko	48	52	61	47	55	60	46	47	51	44	45	53
Rumunsko	-	59	64	-	66	68	62	61	61	53	53	59
Ostatní země												
Austrálie	1	1	1	5	9	9	7	7	7	15	16	17
Japonsko	7	9	-	2	3	5	12	11	12	10	10	10

Pramen: ECB (2005).

U nových členských zemí navíc podíl eura na fakturaci v mezinárodním obchodě přesahuje podíl vzájemného obchodu s eurozónou. Například Maďarsko 85 % svých exportů fakturuje v eurech, ačkoliv do eurozóny směřuje pouze 72 % veškerých exportů. Podobná situace je i v ostatních nových členských zemích a u kandidátů na vstup do EU, kde euro začíná plnit důležitou roli prostředníka v zahraničním obchodě.⁵³⁷ Naopak nečlenové eurozóny ze skupiny zemí staré EU-15 (Velká

⁵³⁷ Jedním z možných vysvětlení mohou být v první části zmiňované nižší transakční náklady při konverzi měn na devizových trzích. Pokud například český exportér vyváží sklo do Tunisu, může vyjít

Británie, Dánsko a Švédsko) používají euro k vypořádávání jenom části svého zahraničního obchodu s eurozónou. Stejně tak je tomu i u ostatních obchodních partnerů eurozóny.

11.3.2 Euro na mezinárodních trzích – mezinárodní devizové trhy

Než nastíníme postavení eura na mezinárodních devizových trzích, položme si nejprve na první pohled banální otázku: Kdo a proč obchoduje na mezinárodních devizových trzích? Mezinárodní devizové trhy jsou trhem s mezinárodně směnitelnými měnami, na kterých vystupují dealeri spojující poptávku a nabídku po různých měnách. Na straně poptávky a nabídky vystupují jako koncoví zákazníci jednak exportéři a importéři realizující mezinárodní obchod, jednak mezinárodní investoři rozhodující se každodenně o optimální alokaci svých portfolií.⁵³⁸ Aktivita s měnou na mezinárodních devizových trzích tak přímo souvisí s užitím měn v mezinárodním obchodě a při rozhodování o denominaci úspor v různých měnách. Pozici na mezinárodních devizových trzích lze tedy právě proto považovat za jistý „barometr“ světového postavení měny.⁵³⁹

Na devizovém trhu má výsadní postavení měna, která zastává úlohu prostředníka.⁵⁴⁰ Trh s ní je nejlikvidnější a transakční náklady (dané rozdílem mezi nákupní a prodejní cenou) jsou relativně nižší. Tuto měnu se pak vyplatí použít při směně dvou méně užívaných měn, jejichž vzájemný trh je málo likvidní.⁵⁴¹ Zásadní pozici na mezinárodních devizových trzích zastává do dnešní doby americký dolar. To znázorňuje i obrázek 11.5: dolar vstupoval v roce 2004 do 88,7 % všech transakcí na devizovém trhu.⁵⁴² Euro je na devizových trzích druhé s 37,2 % na celkovém obratu, na japonský yen připadá dalších 20 % a na britskou libru přibližně 17 % celkového obratu na devizových trzích.

obě strany levněji vypořádat obchod přímo v eurech. Navíc má-li exportér současně určité závazky v eurech, může se inkasem pohledávky v eurech efektivně krýt proti pohybům kurzu. Druhým důvodem tak častého používání eura v mezinárodním obchodě může být vysoká zásoba akumulovaných přímých zahraničních investic ze zemí eurozóny v nových členských zemích. Pokud tyto pobočky podniků se sídlem v eurozóně vyváží do třetích zemí, mají menší problém s přímou fakturací a platbou v eurech.

⁵³⁸ Do této skupiny můžeme zařadit i spekulativní poptávku a nabídku měny.

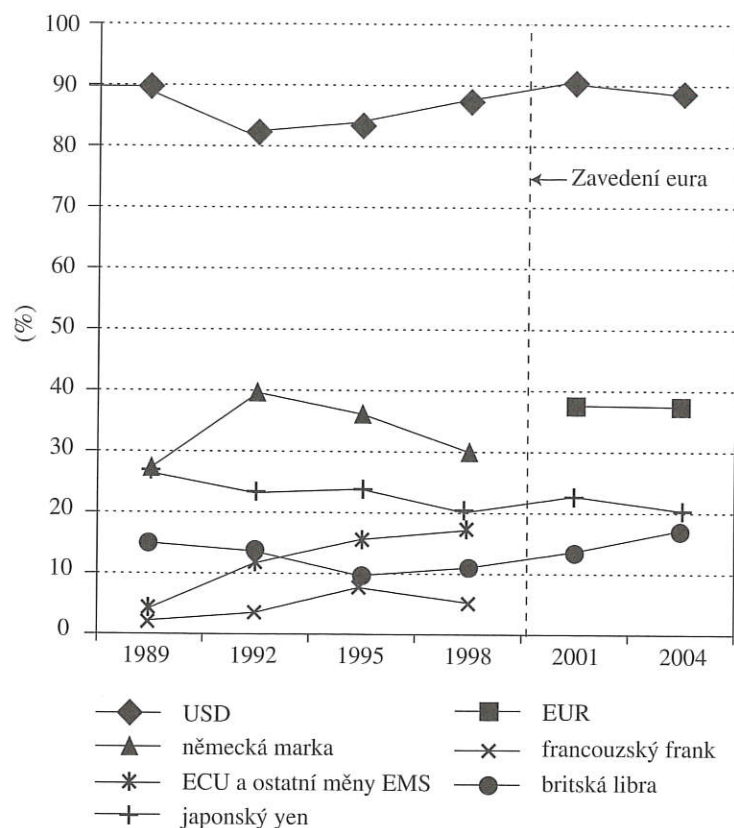
⁵³⁹ Uvádí například Hau a kol. (2002).

⁵⁴⁰ Nerezidenti používají tuto měnu při vypořádání závazků a pohledávek z mezinárodního obchodu a z mezinárodních finančních a kapitálových transakcí.

⁵⁴¹ Při směně thajského bhatu na českou korunu se vyplatí nejprve thajský bhat směnit za americký dolar a následně americký dolar na českou korunu. Je to proto, že devizové trhy dolar/bhat a dolar/koruna jsou likvidnější, spojené s nižším bid/ask rozpětím kurzů.

⁵⁴² Data jsou čerpána z průzkumu BIS (Bank for International Settlements), ve kterém BIS jednou za tři roky v dubnu zjistí od 52 účastníků se centrálních bank informace o obrotech na tradičních devizových trzích – spotové operace, měnové forwardy a swapy. Do každé operace na devizovém trhu vstupují zákonitě dvě měny, a proto i součet podílů měn na celkovém obratu nedosahuje 100 %, ale 200 %.

Obrázek 11.5 Podíl měn na devizových transakcích (průměrný procentuální podíl měny na denním obrátu v měsíci dubnu)

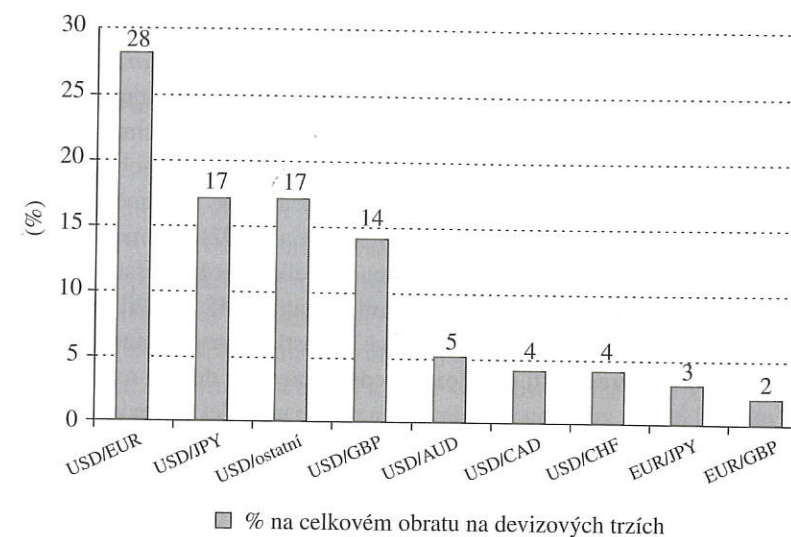


Pramen: BIS (2004).

Tato čísla ukazují na euro jako na měnu číslo dvě na mezinárodních devizových trzích. Pokud bychom dále porovnali, jaký podíl mají jednotlivé „páry měn“⁵⁴³ na celkovém obrátu, zjistíme, že mezi dolarem a eurem je velká propast. Největší část transakcí, přibližně třetinu, tvoří vzájemná směna eura a dolaru (obrázek 11.6). Propastně malá je však úloha eura jako prostředníka ostatním měnám, kde se jak s japonským yemem, tak s britskou librou euro směňuje výrazně méně než americký dolar.

⁵⁴³ Tentokrát je součet všech podílů roven 100 %, na rozdíl od situace, kdy počítáme podíl pouze jedné měny na celkovém obrátu.

Obrázek 11.6 Obrat na devizovém trhu podle „měnových párů“



Pramen: BIS (2004).

Výrazně vyšší vzájemné obchodování britské libry a amerického dolaru nám pomůže vysvětlit také historicky podmíněné geografické rozložení obchodování s měnami, které se tradičně soustředilo do velkých finančních center. Londýn totiž i dnes zůstává místem, kde dochází k největšímu objemu transakcí (31,3 % celkového obrátu), následován USA (19,2 % obrátu) a Japonskem (přibližně 8 %). Zdaleka největší devizový trh v eurozóně má Německo, které se podobně jako Hongkong podílí 4–5 % na celkovém globálním obrátu devizových trhů.

Euro po svém zavedení nevyužilo plně agregátní potenciál jednotlivých jemu předcházejících měn. Před zavedením eura součet podílu obrátu na devizových trzích jednotlivých měn činil v rámci EMS 47,3 % (v roce 1998). Po zavedení odpadla vzájemná obchodní aktivita v rámci EMS a mnoho transakcí ubylo. Společná měna však v objemech obchodování po svém zavedení i nadále ztrácela. *Hau a kol. (2002)* to paradoxně vysvětluje nárůstem transparentnosti evropských obchodních míst.

Box 11.2 Pokles obchodování s eurem po jeho zavedení

- Zajímavou charakteristikou obchodování na devizových trzích⁵⁴⁴ je vysoký podíl obchodů mezi dealery samotnými na celkovém objemu transakcí. Dealeři po obdržení velké objednávky si ji mezi sebou „přehazují jako horký brambor“. První uspokojí část objednávky

⁵⁴⁴ Zmiňuje například *Portes (1998)*.

a postoupí ji dalšímu dealerovi, ten opět část uspokojí sám a menší část přenechá dalším kolegům. Na neorganizovaném trhu se tak relativně rychlým sledem událostí uspokojí velká poptávka. *Portes (1998)* vysvětluje, že celkový počet transakcí se dá odvodit od transakcí dealer – koncový zákazník, a to tak, že se vynásobí určitým multiplikačním faktorem.⁵⁴⁵ Tento faktor vyjadřuje míru sdílení zásobovacího rizika mezi dealery, jinými slovy, kolika dealerů je v průměru zapotřebí na uspokojení průměrné objednávky. *Hau (2002)* argumentuje tím, že po zavedení společné měny odpadlo velké množství transakcí na devizových trzích mezi jednotlivými měnami EMS a snížil se tak počet obchodních míst, čímž skokově narostla transparentnost trhů. Nárůst transparentnosti paradoxně vede k tomu, že dealeři mají větší přehled o tom, zda jsou požadavky na nákup a prodej v převisu. Způsobuje to neochotu sdílet s ostatními dealery zásobovací riziko a dealeři jsou tak nuceni brát si při vyřizování velkých objednávek vyšší marže (bid ask rozdíl). Tím se snižuje likvidita trhu a klesají objemy obchodů.

11.3.3 Postavení eura na mezinárodních trzích – mezinárodní dluhopisové a úvěrové trhy

Pokud investoři vkládají své volné prostředky do aktiv denominovaných v určité měně, slouží jim měna ke dvěma základním účelům – je účetní jednotkou a také uchovatelem hodnoty.⁵⁴⁶ V této kapitole nás bude zajímat postavení eura z hlediska investorů na mezinárodních trzích, kam patří především mezinárodní dluhopisové trhy a mezinárodní úvěrové trhy. Mezinárodními dluhopisovými trhy máme na mysli trh s dluhovými cennými papíry, které byly emitovány v měně a na příslušném území země, kde emitent není rezidentem.⁵⁴⁷ Mezinárodními úvěrovými trhy budeme rozumět jednak přeshraniční poskytování úvěrů nerezidentům, jednak poskytování úvěrů mezi nerezidenty samotnými.

⁵⁴⁵ $n = \lambda \times K$, kde n – celkový počet transakcí na devizových trzích, λ – multiplikační faktor určující míru sdílení zásobovacího rizika mezi dealery, K – počet transakcí dealer – koncový zákazník.

⁵⁴⁶ Slouží pro denominaci a také alokaci portfolia. Blíže viz rozdělení podle *Krugman (1991)* na začátku kapitoly.

⁵⁴⁷ Mezinárodní dluhopis je například dluhopis emitovaný ve Frankfurtu nad Mohanem českou vládou a denominovaný v eurech. Pokud by česká vláda emisi uskutečnila v některém z offshore finančních center mimo eurozónu, nejednalo by se o zahraniční dluhopisy, ale eurodluhopisy. V případě, že by ve Frankfurtu emitovala dluhopisy denominované v eurech německá vláda, jednalo by se o klasické tuzemské dluhopisy.

Podíl celkové zásoby mezinárodních aktiv (dluhopisů, úvěrů) v dané měně ovlivňují v zásadě dva faktory – dynamika emise a pohyb měnového kurzu (blíže viz *box 11.3*).

Box 11.3 Faktory ovlivňující celkovou zásobu úvěrů a dluhopisů emitovaných v dané měně

- Podíl jednotlivých měn na celkové zásobě mezinárodních finančních aktiv je určen dvěma základními faktory: dynamikou emise dluhopisů, popřípadě úvěrů, a pohybem měnového kurzu. Emise dluhových instrumentů je rozhodující pro doplnění absolutní zásoby cenných papírů, která za jinak nezměněných okolností klesá s tím, jak dluhové instrumenty docházejí k době splatnosti. Dynamika emise (nabídka) závisí na celém spektru faktorů, mj. také na interakci s poptávkou po mezinárodních dluhopisech denominovaných v dané měně. Vzájemná interakce poptávky a nabídky určuje emitentům cenu dluhu.⁵⁴⁸ Pohyb kurzu vyvolává srovnávací efekt,⁵⁴⁹ který mění relativní zásoby dluhopisů (úvěrů) vyjádřené ve společné měně.

	Dluhopisy denominované v EUR	Dluhopisy denominované v USD	Kurz EUR/USD
Absolutní zásoba	100 EUR	130 USD = 100 EUR	1,3
Podíl	50 %	50 %	1,3
Absolutní zásoba	100 EUR	130 USD = 66,666 EUR	1,95
Podíl	60 %	40 %	1,95

Pokud si představíme imaginární situaci, kdy 50 % mezinárodních dluhopisů je denominováno v eurech (EUR) a 50 % v amerických dolarech (USD). Potom předpokládejme, že USD oslabí vůči EUR, např. z 1,3 USD/EUR na 1,95 USD/EUR. V důsledku toho nyní dluhopisy denominované v eurech za jinak nezměněných okolností budou tvořit větší podíl na celkové zásobě dluhopisů. Aby se vývoj podílů jednotlivých měn očistil o pohyb kurzu, uvažuje se při srovnání vývoje v čase zpravidla fixní měnový kurz.

⁵⁴⁸ Pohyb cen můžeme vysvětlit například teorií nekryté úrokové parity:

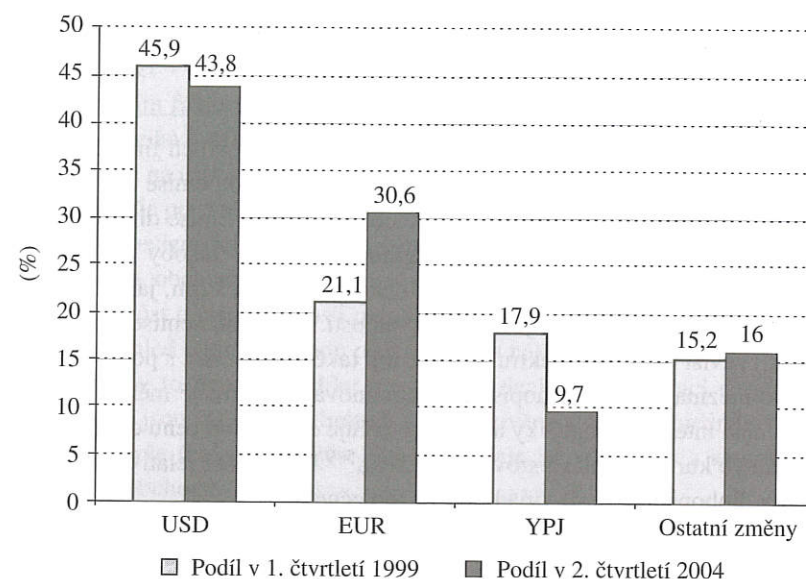
$$1 + i_{\text{EUR}} = (1 + i_{\text{USD}}) \frac{SR_{\text{EUR/USD}_t}}{E(SR_{\text{EUR/USD}_{(t+1)}})}$$

kde $E(SR_{\text{EUR/USD}_{(t+1)}})$ je očekávaný spotový kurz v čase $t + 1$, $SR_{\text{EUR/USD}_t}$ je spotový kurz v čase t ,

i_{EUR} a i_{USD} jsou úrokové míry na dolarová a eurová aktiva.

⁵⁴⁹ Levelling effect.

Obrázek 11.7 Podíl jednotlivých měn na celkové zásobě nesplacených mezinárodních dluhopisů při fixním měnovém kurzu z 2. čtvrtletí 2004



Pramen: ECB (2005).

Na poli mezinárodních dluhopisů zaznamenalo euro od roku 1999 jednoznačný nárůst podílu (obrázek 11.7). Zatímco podíl USD se snížil pouze mírně, relativně hluboký je pokles podílu japonského YPJ. Nárůst zásoby mezinárodního dluhu denominovaného v EUR je tažen především emisí britských a amerických rezidentů, rezidenti ostatních zemí mimo eurozónu byli řádově daleko méně významní.⁵⁵⁰ Mezi investory, kteří mají zájem o mezinárodní dluhopisy denominované v eurech (strana poptávky), stále výrazně převažují rezidenti zemí eurozóny. Poptávka investorů ze Severní Ameriky a jihovýchodní Asie po primárních emisích mezinárodních dluhopisů denominovaných v eurech podle tabulky 11.3 zůstává malá. Narůstající zásoba mezinárodních dluhopisů denominovaných v eurech se tak plně odráží v narůstající poptávce po nich ze strany rezidentů zemí eurozóny.⁵⁵¹

⁵⁵⁰ Podle ECB (2005) je největší část subjektů emitujících mezinárodní dluhopisy v eurech rezidenti Velké Británie (41 %) a USA (21 %). Mezi emitenty převládají finanční instituce (např. HBOS Treasury Services Plc, Merrill Lynch & Co Inc.). Vůbec největším emitentem mezinárodních dluhopisů denominovaných v eurech je Evropská investiční banka (EIB).

⁵⁵¹ Podle ECB (2005) v roce 2002 nakoupili rezidenti zemí eurozóny mezinárodní eurové dluhopisy v hodnotě 37 mld. EUR. Do roku 2004 se roční nákupy zdvojnásobily až na hodnotu 74 mld. EUR.

Tabulka 11.3 Podíl dluhopisů denominovaných v EUR, USD a YPJ v dluhopisových fondech (v %)

Fondy spravované v USA a Kanadě	EUR	USD	YPJ	Ostatní
prosinec 1999	0,2	97,0	0,8	2
prosinec 2000	0,3	97,8	0,8	1,1
prosinec 2001	0,4	97,1	0,8	1,7
prosinec 2002	0,4	97,4	0,7	1,5
prosinec 2003	0,6	97,3	0,7	1,4
červen 2004	0,6	26,8	0,8	1,5
Fondy spravované ve vybraných zemích EU mimo eurozónu				
prosinec 1999	15,9	26,8	0,7	56,6
prosinec 2000	25,3	23	1,4	50,3
prosinec 2001	30,8	17,3	2,9	49,1
prosinec 2002	35,5	21,1	3	40,3
prosinec 2003	33,8	18,9	3,1	44,2
červenec 2004	32,1	18,2	2,3	47,4

Pramen: Databáze eMaxx od společnosti Lipper. In ECB (2005).

Vedle postavení na mezinárodních dluhopisových trzích je pro světovou měnu příznačné užití při denominaci mezinárodních úvěrů. Mezinárodním úvěrem z pohledu eurozóny budeme rozumět tři typy finančních operací:

- půjčky bank se sídlem v eurozóně nebankovním agentům mimo eurozónu,
- půjčky bank mimo eurozónu nebankovním agentům v eurozóně,
- půjčky bank mimo eurozónu nebankovním agentům mimo eurozónu.

Půjčky bank z eurozóny nebankovním subjektům se sídlem mimo území měnové unie dosáhly ke konci roku 2004 výše 740 mld. USD.⁵⁵² Podíl eura byl od jeho zavedení na celkové zásobě těchto úvěrů relativně stabilní a dosahoval přibližně 38 %. Banky se sídlem v eurozóně nejvíce směřují své úvěry do vyspělých ekonomik, především do Velké Británie a USA.⁵⁵³ Platí to i naopak, především ve vztahu k Velké Británii, jejíž banky jsou největším zahraničním věřitelem nebankovních subjektů v eurozóně.⁵⁵⁴ U úvěrů směřujících od bank mimo eurozónu nebankovním subjektům v eurozóně je euro používáno ve většině případů (50–60 %). Naopak u přeshraničních úvěrů bank mimo eurozónu nebankovním subjektům mimo eurozónu zaujímá nadále dominantní postavení americký dolar. Euro se využívá o poznání méně, a to i v porovnání s japonským yenem.

⁵⁵² Podle údajů ECB (2005) a BIS (2005).

⁵⁵³ Podle ECB (2005) byla do Velké Británie a USA poskytnuta více než polovina úvěrů.

⁵⁵⁴ Podle ECB (2005) z celkového množství úvěrů poskytnutých nebankovním subjektům v eurozóně bankami stojícími mimo eurozónu poskytly banky se sídlem ve Velké Británii více než polovinu.

11.3.4 Pozice eura ve třetích zemích – využití zahraničními centrálními bankami

Centrální banky ve třetích zemích mohou využít euro jako nominální kotvu měnového kurzu domácí měny, mohou v eurech uchovávat své devizové rezervy nebo mohou euro využít pro intervence na devizových trzích. Tyto jednotlivé způsoby jeho využití (nominální kotva, devizová rezerva, intervenční měna) jsou značně synergicky propojeny.⁵⁵⁵ Pokud se centrální banka rozhodne měnový kurz země fixovat (částečně nebo zcela) vůči určité měně, je zřejmé, že bude udržovat devizové rezervy této měny, aby mohla provádět nezbytné intervence na devizovém trhu v případě apreciačních nebo depreciačních tlaků. Strategie při rozhodování o fixaci kurzu je do značné míry podobná jako při rozhodování a přijetí společné měny; pomáhá nám ji tak vysvětlit teorie OCA (viz kapitola 1). Země si mají vybírat jako nominální kotvu měnu té oblasti, se kterou mají sladěný hospodářský vývoj a podobné reakce na většinu vnějších šoků. Centrální banky tak zpravidla určují režim měnového kurzu v závislosti na geografické a obchodní blízkosti a propojenosti. Dalším faktorem, který hraje významnou roli, jsou politické závazky a z nich vyplývající institucionální dohody, které vytvářejí rámec pro fungování měnové politiky.⁵⁵⁶

Euro v roce 2004 podle MMF používalo jako nominální kotvu⁵⁵⁷ 40 ze 150 posuzovaných zemí. Jednalo se ale především o členské země EU stojící mimo eurozónu a kandidátské země čekající na vstup do Unie, tedy země geograficky velice blízké s narůstající obchodní propojeností a s perspektivou přijetí eura v dohledné budoucnosti. V ostatních částech světa je užití eura jako nominální kotvy zatím velice málo rozšířeno⁵⁵⁸ a dominantní postavení zaujímá americký dolar.

Tomu odpovídá i držení oficiálních devizových rezerv v eurech, které je zdaleka nejvyšší v oblastech geograficky a politicky blízkých eurozóně. Pringle a Carver (2003) zjistili, že postavení eura v devizových rezervách centrálních bank je relativně velice slabé v Asii a na celé západní polokouli. Na druhou stranu relativně vyšší podíl má v případě devizových rezerv geograficky a politicky blízkých zemí, které často využívají euro jako nominální kotvu. Obrázek 11.8 ukazuje, že euro

⁵⁵⁵ Viz box 11.1.

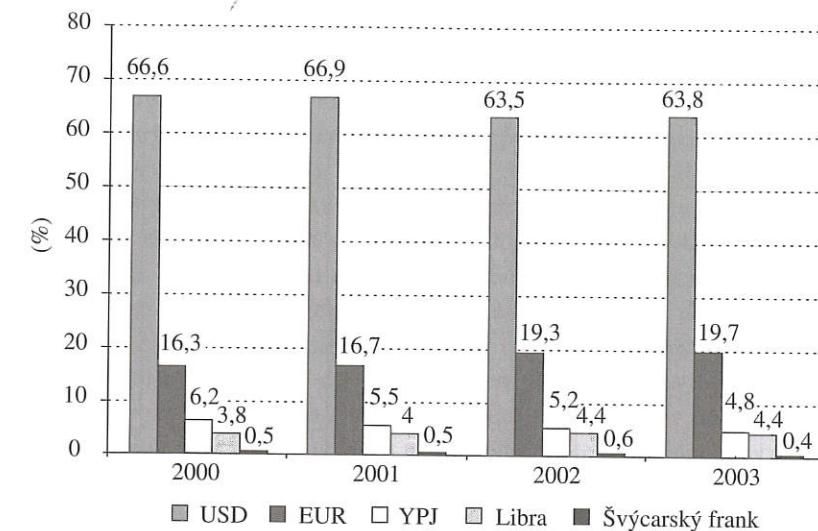
⁵⁵⁶ Bretton-woodský systém na dlouhou dobu, nehledě na výhodnost nebo nevýhodnost pro jednotlivé země, zavedl systém, kdy dolar byl nominální kotvou všem měnám. Podobně se u každého státu vstupujícího do EU předpokládá, že v dohledné budoucnosti přijme euro, kde je vstupní podmínkou účast v mechanismu ERMII, v rámci kterého dochází k fixaci kurzu na euro.

⁵⁵⁷ Režim měnového kurzu využívající euro jistým způsobem jako nominální kotvu může nabývat několika konkrétních podob: režim fixního měnového kurzu vůči euru (klasické zavěšení); měnový výbor založený na euru; fixace měnového kurzu vůči koši měn, ve kterém euro figuruje; řízený floating s eurem jako referenční měnou; systém ERM 2; jednostranná euroizace.

⁵⁵⁸ Euro se v ostatních částech světa centrálními bankami jako nominální kotva užívá jen zřídka. Pokud ano, tak spíše jako jedna z měn v koši, vůči kterému je kurz řízen – případ ruské nebo izraelské centrální banky v roce 2004.

zaznamenalo celosvětově mírný nárůst v devizových rezervách, a to jednak v důsledku celosvětového nárůstu devizových rezerv a jednak vzhledem k posílení kurzu oproti ostatním měnám – především USD.

Obrázek 11.8 Podíl jednotlivých měn na celkových světových devizových rezervách



Pramen: MMF (2005).

11.3.5 Pozice eura ve třetích zemích – substituční měna

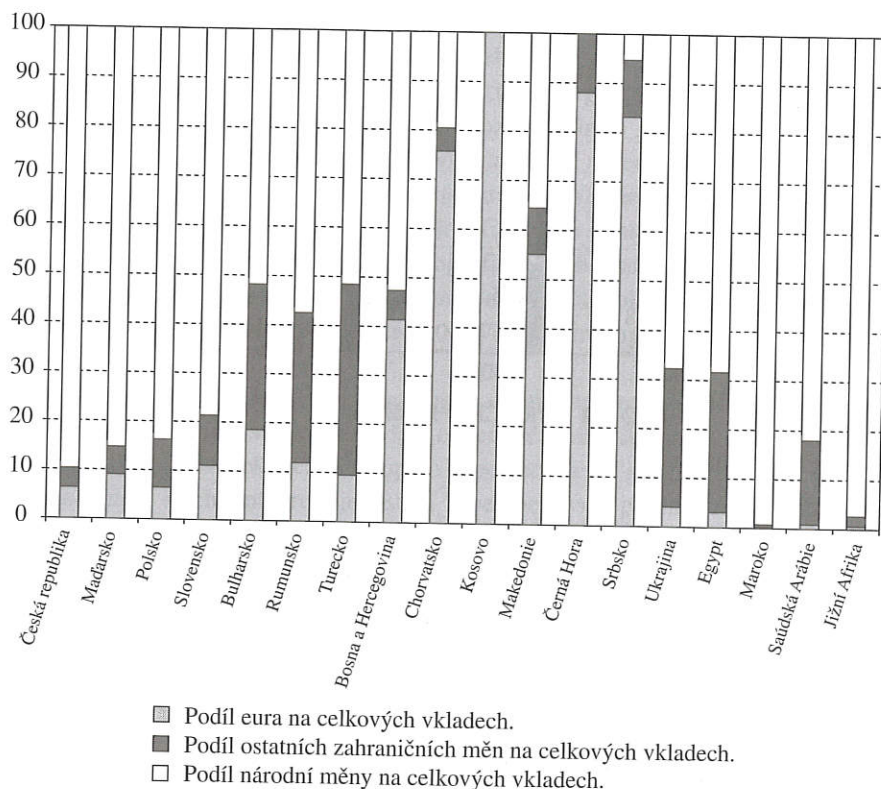
Euro nebo jiná mezinárodní měna může ve třetích zemích běžně nahradit místní měnu ve všech jejích funkcích (prostředek směny, účetní jednotka, uchovatel hodnoty). Jestliže dojde k úplnému nahrazení domácí měny eurem, hovoříme o euroizaci ekonomiky (dolarovým ekvivalentem je dolarizace). K euroizaci/dolarizaci dochází zpravidla v případě zemí s vysoce nestabilní měnou, kde soukromé subjekty vzhledem k nejistotě nejsou ochotny domácí měnu akceptovat.⁵⁵⁹ Euroizace nebo dolarizace ekonomik je do jisté míry přirozeným procesem, který ale může nabýt oficiální podoby, pokud se oficiální autority rozhodnou bojovat proti nestabilitě domácí měny ustavením eura/dolaru jako oficiálních domácích měn.⁵⁶⁰

⁵⁵⁹ Nemusí být vždy pravidlem. K částečné euroizaci ekonomiky (substituci eura za domácí měnu) dochází také při očekávání brzkého přijetí eura.

⁵⁶⁰ Domácí centrální banka se tím vzdává jakékoliv možnosti autonomní měnové politiky. Peněžní zásoba v ekonomice je dána saldem platební bilance – pozitivní saldo znamená peněžní expanzi, negativní saldo naopak peněžní restrikcii.

Ve třetí zemi pak dochází přímo k užití euro bankovek nebo ve většině případů bezhotovostních euro vkladů k vyrovnání pohledávek a závazků. Euro substituuje domácí měnu při denominaci dluhových aktiv, vyjadřování cen a uchování hodnoty úspor. Obrázek 11.9 na příkladu podílu eura na domácích bankovních vkladech ukazuje vysokou míru substituce domácí měny eurem v zemích bývalé Jugoslávie. Euro se jako oficiální měna číslo jedna používá dnes v Kosovu a Černé Hoře. Americký dolar je podobným způsobem užíván v zemích Latinské Ameriky.

Obrázek 11.9 Podíl eura na bankovních vkladech ve vybraných třetích zemích



Pramen: ECB (2005).

Závěr

Euro si za první roky své existence získalo dominantní pozici především v regionu střední a východní Evropy, a to ve většině funkcí, které plní mezinárodní měna. Vzrostlo zde jeho užití v mezinárodním obchodě, posílila jeho pozice jako nominální kotvy měnového kurzu a v několika případech euro do velké míry substituovalo jednotlivé národní měny (především v regionu bývalé Jugoslávie).

V ostatních regionech je jeho pozice zatím nevýrazná, především ve srovnání s americkým dolarem. V zahraničním obchodě mezi třetími zeměmi mimo Evropu se euro používá pouze zřídka. Centrální banky mimo EU udržují devizové rezervy převážně v dolarech. Přes nárůst užití eura při denominaci mezinárodních dluhopisů a úvěrů i zde euro za dolarem výrazně zaostává. Celkově dominantní postavení dolaru jako mezinárodní měny stvrzuje jeho postavení na mezinárodních devizových trzích, které mnoho autorů považuje za klíčový barometr určující sílu mezinárodního postavení měny. Americký dolar vstupuje do většiny transakcí na devizových trzích.

Na základě provedené analýzy můžeme říci, že euro začíná plnit roli světové měny číslo dvě se silným potenciálem zejména u blízkých obchodních partnerů eurozóny. Mezi faktory, které udržují dolar jako světovou „jedničku“, musíme na první místo zařadit především jeho historické užití jako mezinárodní měny, které mu dává oproti ostatním měnám zásadní výhodu. Na straně dolaru stojí také velikost a likvidita finančních trhů, které eurozónu předčí. Na druhé straně Evropská centrální banka v návaznosti na politiku německé centrální banky klade velký důraz na stabilitu měny. Ta může hrát roli v případě, že se dolar dostane do hlubší krize. Současně potíže americké ekonomiky s dvojitým schodkem (běžného účtu platební bilance a federálního rozpočtu) tlačí na znehodnocení dolaru a mohou v mnoha ohledech posílit pozici eura. Příkladem může být rozhodnutí čínské centrální banky z července 2005 o revaluaci juanu a jeho zavěšení na koš měn, v němž bude vedle dolaru přítomno také euro. To pravděpodobně povede k navýšení eurových devizových rezerv na účtech čínské centrální banky. Dalším faktorem, který může euru pomoci, je prohloubení integrace vlastních finančních trhů a snížení transakčních nákladů na obchodování. Tyto události a tendence však nelze přeceňovat. Jakákoliv změna dominantního postavení dolaru bude vzhledem k vysoké setrvačnosti světové měny jen velice pomalá a rychlejší substituce dolarů za eura by musela být spojena s dramatičtější krizí dolaru.

Literatura a prameny ke kapitole 11

Bank for International Settlements: *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004*, září 2004.

Bank for International Settlements: *Consolidated banking statistics, 2005*. [online]. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0512.pdf#page=54.

DUISBERG, W. F. *The International Role of the Euro and the ESCB's Monetary Policy*. ECB, 1998 [online]. <http://www.ecb.int/press/key/date/1998/html/sp981120.en.html>.

ECB: *Review of the International Role of the Euro*, 2005.

ECONOMIDES, N. *Competition and Integration among Complements and Network Market Structure*. *Journal of Industrial Economics*, 1992, No. 40.