



Munich Personal RePEc Archive

## **Bretton-Woods Monetary System: Was It Fixed or De-facto Floating?**

Bednarik, Radek

VŠB - TU Ostrava, Faculty of Economics

21 May 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15297/>

MPRA Paper No. 15297, posted 23 May 2009 17:37 UTC

# BRETTON – WOODSKÝ MĚNOVÝ SYSTÉM: SYSTÉM FIXNÍCH NEBO DE – FACTO PLOVOUCÍCH KURZŮ?

RADEK BEDNAŘÍK

---

Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická Univerzita Ostrava

## Abstrakt:

Bretton – Woodský měnový systém je v obecném povědomí znám jako systém fixních měnových kurzů s povolenou odchylkou +/- 1%. Jako takový je pak vnímán jako období kurzové stability. Nicméně, naše analýza dat kurzových režimů od Reinhart – Rogoff (2004) ukazuje, že u většiny zemí byly ve skutečnosti aplikovány systémy mnohem pružnějších forem měnových kurzů. Stejně tak oficiální měnové kurzy se velmi často a podstatně lišily od oficiálně udávaných.

## Klíčová slova:

Mezinárodní měnový systém, Bretton – Woods, měnové kurzy, fixní, plovoucí

## Abstract:

International monetary system made by agreement in Bretton – Woods, is widely known to be the system of fixed exchange rates with allowed +/- 1% band of oscillation. As such, it is viewed as the period of exchange rates stability. However, our analysis of Reinhart – Rogoff's (2004) database of exchange rates regimes shows, that most countries chose far more flexible exchange rates' regimes. By the same token, the de – facto exchange rates varied very often and substantially from the officially declared ones.

## Keywords:

International monetary system, Bretton – Woods, foreign exchange rates, peg, floating

## Úvod

Bretton – Woodský měnový systém (B-W) vznikl na základě poválečné dohody z Bretton-Woods, která byla výsledkem jednání na konferenci ve státě USA – New Hampshire, pod názvem „*International Monetary and Financial Conference of the United and Associated Nations*“<sup>1</sup>. Jednání proběhla v červenci r. 1944 a výsledkem bylo založení Mezinárodního měnového fondu (International Monetary Fund – IMF), jakožto nadnárodní organizace, která měla dbát, a v jistém smyslu i vynucovat, na vytvoření a stabilitu mezinárodního měnového systému. Tento systém měl pak zabezpečit podporu plné zaměstnanosti, cenové stability a taktéž umožnit členským zemím dosahování vnější rovnováhy (tj. rovnováhy platební bilance).

Byl vytvořen systém, kde USA, resp. jejich měnová politika, se staly kotvou pro měnové politiky ostatních zemí. USA byly v rámci tohoto systému nuceny provádět střídmou,

---

<sup>1</sup> Není cílem této studie provést podrobný rozbor příčin vzniku, fungování a zániku bretton-woodskeho systému. Výbornou studií na toto téma je např. Bordo (1992), resp. Marková (2001) nebo Krugman-Obstfeld (2003).

neinflační hospodářskou politiku a ostatní země prostřednictvím zafixování svých kurzů k dolaru pak tuto hospodářskou politiku de facto importovaly.

Systém fixace devizových kurzů členů IMF vůči USD byl označován jako systém „fixních, ale přizpůsobitelných kurzů“ („*fixed, but adjustable*“, nebo někdy označováno pouze jako „*adjustable pegs*“). Bylo povoleno pásmo oscilace kolem centrálně stanovené devizové parity ve výši +/- 1 %. Změny centrální parity byly možné pouze v případě fundamentální nerovnováhy platební bilance a se souhlasem IMF. Tak mělo být zajištěno, že členské země nebudou používat devizové kurzy k pokusům o odstraňování krátkodobých nerovnováh platební bilance.

Hlavními důvody a pozitivy vytvoření a fungování B-W systému měnových kurzů byly (Bordo, 1992; Frait, 1996; Krugman-Obstfeld, 2003):

- zamezit použití volně plovoucích kurzů, kterýmžto byla často připisována odpovědnost za chaotický vývoj meziválečného mezinárodního měnového systému,
- vyhnout se, na základě zkušeností z meziválečného období, nevyhnutelnému přechodu ke zlatému standardu, který byl viděn jako „viník“ importování deflace mezi zeměmi na počátku 30. let,
- a taktéž se vyhnout následným „ožebrač svého souseda“ strategiím („*beggar-thy-neighbor*“),
- zamezit restrikcím volného mezinárodního obchodu a bilateralismu,
- zamezit devizovým regulacím.

Systém měl ale i svá negativa, která nakonec způsobila jeho zánik, oficiálně v r. 1973. Jako hlavní můžeme uvést (Bordo, 1992; Frait, 1996; Krugman-Obstfeld, 2003):

- problém asymetrie v přizpůsobování „běžných“ zemí s deficitem platební bilance (např. Velká Británie) a zemí přebytkových (např. Německo). Problémem byl taktéž deficit platební bilance „speciální“ ekonomiky USA, která hrála roli kotvy celého systému, vůči ostatním zemím.
- problém likvidity, který se začal objevovat koncem 50. let. Jednoduše řečeno, začala se tvořit značná mezera mezi objemem dolarů v celosvětovém oběhu a mezi objemem zásob měnového zlata drženého USA. To vedlo ke třetímu problému, což byl
- problém důvěryhodnosti. Začaly se objevovat obavy, že pokud nárůst zásob měnového zlata nebude stačit k financování jak reálného výstupu světové ekonomiky, tak k udržování zlatých rezerv USA, systém se bude stávat stále více nestabilním.
- neochota členských zemí revalvovat své devizové kurzy vůči dolaru. Ekonomiky, jako např. Německo, začaly kumulovat výrazné přebytky obchodní bilance, což tlačilo na revaluaci jejich kurzů vůči dolaru. To se však v případě zejména vyspělých průmyslových zemí dělo velmi zřídka. Tím se však vytratila jedna ze zamýšlených vlastností systému a to jeho flexibilita v případě fundamentálních nerovnováh. Taktéž, spolu se zvyšující se kapitálovou mobilitou, se začaly objevovat spekulativní tlaky na

devalvaci či revalvaci těchto, dle spekulantů nadhodnocených či podhodnocených, měn.

- USA, jakožto kotevní země po roce 1965 přestala dbát o nutný cíl pro fungování B-W modelu mezinárodního měnového systému, tj. o cenovou stabilitu. Autority USA „přikládaly větší význam svým domácím ekonomickým zájmům, než roli své ekonomiky jakožto kotvy mezinárodního měnového systému.“ (Bordo, 1992, str. 61). Výsledné inflační tlaky by v systému, kde země odmítaly provádět, z jejich pohledu nevýhodné, změny devizových kurzů, vedly k importování inflace z USA do ostatních zemí.

Bretton-Woodský systém zanikl v únoru 1973. Nastalo decentralizované období nejrůznějších typů režimů devizových kurzů, od pevného zavěšení („*hard-peg*“) až po volně plovoucí kurzy („*free-floating*“).

Zdalo by se tedy, že až do období turbulentních let 1971 – 1973, byl systém devizových kurzů jasně dán. Byla stanovena centrální parita, s oscilačním pásmem +/- 1 %, která mohla být v případě fundamentálních nerovnováh platební bilance změněna.

## **De – facto režimy devizových kurzů v Bretton – Woodském měnovém systému**

Avšak ve své významné studii z r. 2004, Reinhart a Rogoff (R-R) provedli za použití dat z vedlejších oficiálních (tj. paralelních) nebo neoficiálních (tj. černých) devizových trhů, velmi podrobné a vyčerpávající překlasifikování systémů kurzů a to v období let 1940 – 2001<sup>2</sup>. Užitím jejich databáze lze vysledovat mnohdy překvapující skutečnosti o tom, jaké devizové režimy byly v praxi zavedeny. U mnoha zemí existují významné rozdíly mezi oficiálním režimem a skutečným režimem (dle klasifikace R-R (2004) ). Stejně tak existovaly a existují značné rozdíly mezi oficiálně deklarovanou hodnotou devizového kurzu (v oficiálních statistikách) a „skutečnými“ hodnotami, vznikajícími na paralelních nebo černých trzích.

Reinhart – Rogoff (2004, str. 2 - 4) dospěli k následujícím zjištěním:

- Duální nebo i vícečetné směnné kurzy v rámci jedné země a paralelní (devizové) trhy se vyskytovaly častěji, než je běžně známo. Jak uvádějí, v r. 1950 mělo cca 45 % jimi zkoumaných zemí duální a/nebo vícečetné systémy devizových kurzů a ještě mnohem více zemí mělo paralelní trhy. Dále uvádějí, že „*naše data silně podporují názor [...], že B-W systém zahrnoval dva velmi odlišné typy systémů devizových kurzů, jak před zavedením, tak i po zavedení konvertibility a že období smysluplné stability devizových kurzů trvalo poměrně velmi krátce. V rozvojových zemích takové praktiky byly zcela běžné i během 80. a 90. let a přetrvávají do současnosti.*“ (Reinhart – Rogoff, 2004, str. 3).
- Při pohledu na devizové kurzy tvořené trhem (ať už černým a/nebo paralelním), je zřejmé, že během prvních let fungování B-W systému mnoho režimů oficiálně fixních kurzů bylo ve skutečnosti plovoucích a naopak, že mnoho oficiálně plovoucích devizových režimů existovalo koncem 80. let de facto jako různé formy režimů

---

<sup>2</sup> Na stránkách Reinhart M., C. (<http://www.wam.umd.edu/~creinhar/Papers.html>) lze nalézt data v aktuálnějším rozsahu let 1940 – 2007.

fixních kurzů. Reinhart – Rogoff (2004, str. 3) přímo uvádí, že „ze zemí, jenž jsou uvedeny v klasifikaci IMF jako režimy řízeného floatingu, 53 % mělo ve skutečnosti nějaký typ režimu fixního kurzu (pevného zavěšení, posuvného zavěšení, nebo kurzů s širokým pásmem oscilace) vůči nějaké kotevní měně.“

- Podle R-R klasifikace byl „nejpopulárnějším“ systémem devizových kurzů během let 1970 – 2001 fixní kurz („peg“ – 33 % všech pozorování), následovaný systémem posuvného zavěšení („crawling peg“ – více jak 26 % všech pozorování).
- Reinhart – Rogoff (2004) zavedli novou kategorii devizového režimu – „volný pád“ („free falling“)<sup>3</sup>. V této kategorii se nacházelo okolo 12,5 % všech pozorování daného vzorku zemí. A co může být hodně překvapující, frekvence výskytu této kategorie byla zhruba třikrát vyšší než kategorie „volný floating“ („free floating“ – výskyt ve vzorku pouze 4, 5 % všech pozorování).
- Z výše uvedeného vyplývá, že studie, které pracují s oficiální IMF klasifikací mohou vést ke značně zavádějícím závěrům, neboť „překvapující počet režimů fixních kurzů lze mnohem lépe popsat jako plovoucí, a naopak“ (Reinhart – Rogoff (2004), str. 40).

Než přistoupíme k empirickému zkoumání devizových režimů vybraných ekonomik a jejich vývoji v čase, popíšeme si škálu „Přirozené“ („Natural“) klasifikace R-R, kterou Reinhart – Rogoff (2004) použili při sestavení své databáze a se kterou budeme dále pracovat.

**Tab 1. Kategorie členění režimů devizových kurzů dle Reinhart – Rogoff (2004)**

Typy kategorií „Přirozené“ klasifikace režimů devizových kurzů	Jemné měřítko <sup>a)</sup>	Hrubé měřítko <sup>a)</sup>
<i>Neexistuje vlastní domácí měna<sup>1</sup></i>	1	1
<i>Dopředu oznámený fixní kurz nebo Měnový výbor</i>	2	1
<i>Dopředu oznámené horizontální pásmo oscilace, které je užší nebo rovno +/- 2 %</i>	3	1
<i>De facto fixní kurz</i>	4	1
<i>Předem oznámený systém posuvného zavěšení</i>	5	2
<i>Předem oznámený systém posuvného zavěšení s pásmem oscilace, které je užší nebo rovno +/- 2 %.</i>	6	2
<i>Systém de facto posuvného zavěšení</i>	7	2
<i>Systém de facto posuvného zavěšení s pásmem oscilace, které je užší nebo rovno +/- 2 %.</i>	8	2
<i>Předem oznámený systém posuvného zavěšení s pásmem oscilace, které je širší, než +/- 2 %.</i>	9	2
<i>Systém de facto posuvného zavěšení s pásmem oscilace, které je užší nebo rovno +/- 5 %.</i>	10	3
<i>Systém neposuvného pásma oscilace, které je užší nebo rovno +/- 2 %.</i>	11	3
<i>Řízený plovoucí kurz</i>	12	3
<i>Volně plovoucí kurz</i>	13	4
<i>Volný pád (včetně hyper-floatingu)</i>	14	5

Zdroj: Reinhart – Rogoff (2004), str. 25.

<sup>1)</sup> tj. oficiální dolarizace – pozn. autora.

<sup>3</sup> Tato kategorie je přiřazena zemím, jejichž 12-ti měsíční míra inflace se pohybuje na úrovni vyšší 40-ti %. Období hyperinflace, kdy je meziměsíční míra inflace vyšší než 50 %, je toto období klasifikováno jako „hyper floating“.

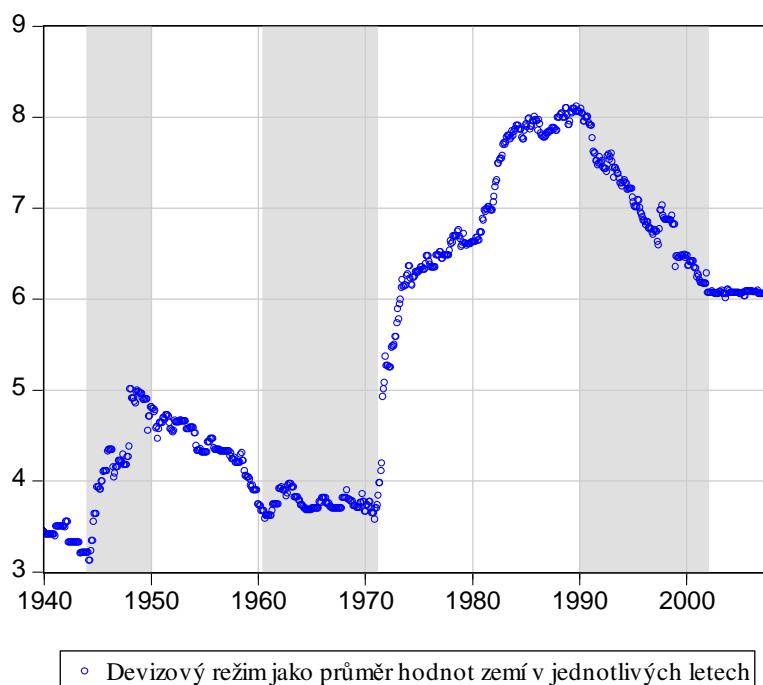
<sup>a)</sup> v meta-datech databáze R-R existuje ještě 15. (jemné měřítko), resp. 6. (hrubé měřítko) stupeň škály. V obou případech označuje situaci, kdy existuje duální devizový trh, ale data na paralelním (vedlejším) devizovém trhu nejsou dostupná.

Jak je vidět, škála dle metodiky R-R nabízí mnohem jemnější rozlišení režimů devizových kurzů, než je tomu v případě oficiální škály IMF. Pro snadnější práci a porovnávání sestrojili Reinhart – Rogoff (2004) i „hrubší“, tj. méněčetnou stupnici režimů devizových kurzů.

Použitím této databáze si můžeme udělat velmi zajímavý obrázek o tom, jaké bylo v období let 1940 – 2007 členění devizových režimů zemí, k nimž existovala dostupná data. Konkrétně se jedná o vzorek 115 zemí, pro které byla data dostupná ve výše uvedeném období.

Graf č. 1 znázorňuje vývoj režimů devizových kurzů, počítáno jako průměr všech zemí vzorku v jednotlivých letech. Data jsou v měsíčních frekvencích a je použita škála s jemným měřítkem, tj. pracujeme celkem s 15 (resp. 16 – viz poznámka <sup>a)</sup> pod Tab. č. 1) kategoriemi.

**Graf 1. Vývoj režimů devizových kurzů v letech 1940 - 2007**



Zdroj: Databáze Reinhart - Rogoff

Můžeme jasně vidět, že v průměru vykazoval vývoj zavedených režimů devizových kurzů cyklický charakter, spolu s rostoucím trendem. Zkoumané období lze graficky rozdělit do několika částí. Období let 1945 – 1949 vykazuje, v průměru, postupný příklon k více flexibilním formám režimů pevných devizových kurzů. Pak, de facto až pět let po schválení dohod z Bretton-Woods, opět docházelo k omezování pohybů devizových kurzů, tj. k příklonu k pevnějším režimům. V letech 1959 – 1971 pak byly režimy prakticky neměnné. Celé toto období odpovídá běžnému poznání, tj. že B-W systém se vyznačoval stabilitou nominálních devizových kurzů, pomineme-li závěrečné turbulentní období. Zajímavé je, že ač

po zavedení B-W byly oficiální kurzy fixovány prakticky ihned, ve skutečnosti trval posun k pevnější formě fixních kurzů zhruba 15 let<sup>4</sup>.

Po pádu B-W, resp. v období let 1971 – 1990 začaly země v průměru preferovat pružnější systémy kurzů. Nicméně – ve skutečnosti došlo ke zvýšení kurzové flexibility „pouze“ na úroveň posuvného zavěšení s pásmem oscilace větším než +/- 2 %. Rozhodně se nejednalo o období (téměř) volně plovoucích kurzů, což je poměrně často převládající názor.

Po roce 1990 začaly opět země, v průměru, omezovat flexibilitu kurzů. Důvodem mohla být např. rozsáhlá neoficiální dolarizace velkého počtu rozvojových ekonomik, resp. fixace kurzů mnoha ekonomik na americký dolar.

Od roku 2001 do současnosti pak nedošlo k žádným významným změnám, průměrná hodnota na škále se pohybuje okolo stupně 6, což je systém předem oznámeného posuvného zavěšení s pásmem oscilace užším nebo rovno +/- 2 %.

Jednou velkou nevýhodou výše uvedené grafické analýzy je to, že pracuje s průměrnou hodnotou celého vzorku zemí. Jelikož přítomnost poměrně velkého počtu rozvojových ekonomik může výsledky analýzy poměrně značně zkreslovat (ať už směrem k méně či více flexibilním režimům), provedeme analýzu na vybraném vzorku několika vyspělých ekonomik<sup>5</sup>.

Z Grafu 2. lze vyčíst, že vývoj režimů devizového kurzu měl, v průměru, přibližně stejný průběh jako u Grafu 1., tj. u průměru všech zemí ve zkoumaném období let 1940 – 2007. Hlavní rozdíl spočívá ve vyšší „startovní“ pozici časové řady, což pak mělo za následek i mnohem strmější pokles k méně flexibilnímu režimu (tj. z kategorie 8 na kategorii 3 R-R škály). Nicméně, stejně jako u Grafu 1. trval pokles režimu směrem k rigidnějším formám zhruba patnáct let. Po pádu B-W systému pak země přešly k mnohem více flexibilním formám devizových kurzů, což, až na Německo a Francii, jejichž vstup do Eurozóny v r. 1999 způsobil pokles v hodnotě režimu jako průměru vybraných zemí, trvá až do současnosti.

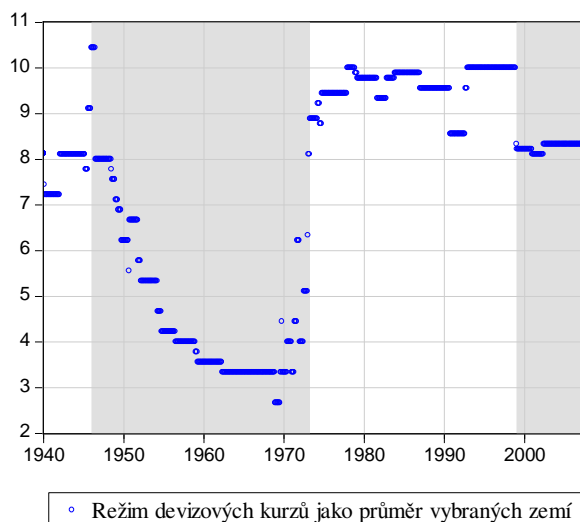
---

<sup>4</sup> Srovnejte s vývojem režimů devizových kurzů vybraných ekonomik, viz graf č. 2.

<sup>5</sup> Jedná se o země: 1) Austrálie, Kanada, Japonsko, Velká Británie, Švýcarsko, Švédsko. Tyto země byly vybrány na základě metodiky FEDu pro výpočet indexu devizového kurzu dolaru vůči hlavním cizím měnám. Do grafické analýzy nebylo zahrnuto euro, kvůli krátké časové řadě (relativně k délce řad ostatních měn). Metodika ke stažení zde: [http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05\\_index.pdf](http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05_index.pdf).

Dalšími vybranými zeměmi jsou: 2) Dánsko, Francie, Německo.

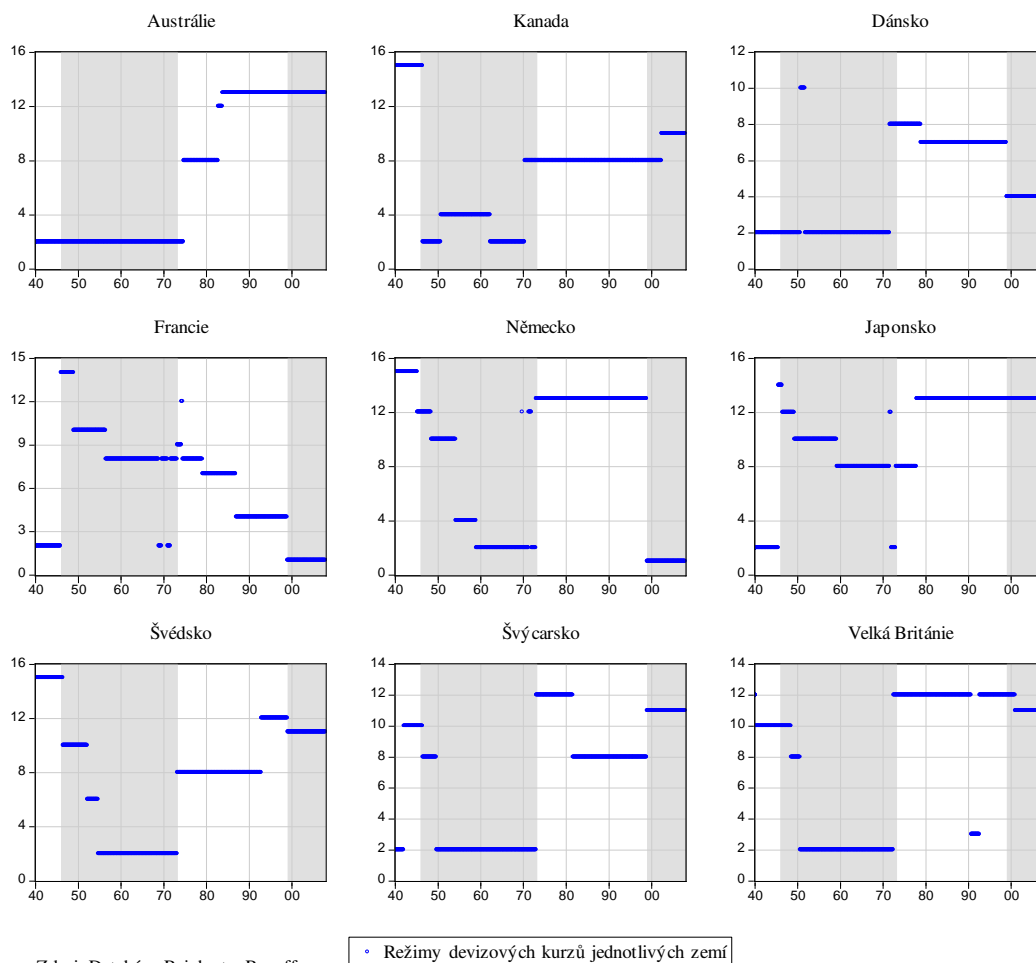
**Graf 2. Vývoj režimů devizových kurzů vybraných zemí v letech 1940 - 2007**



Zdroj: Databáze Reinhart - Rogoff.

Porovnáním Grafu 1. a 2. tak můžeme jasně vidět zkreslující vliv ostatních zemí směrem „dolů“ k méně flexibilním devizovým režimům.

**Graf 3. Vývoj devizových režimů jednotlivých vybraných zemí v letech 1940 - 2007**



Zdroj: Databáze Reinhart - Rogoff.



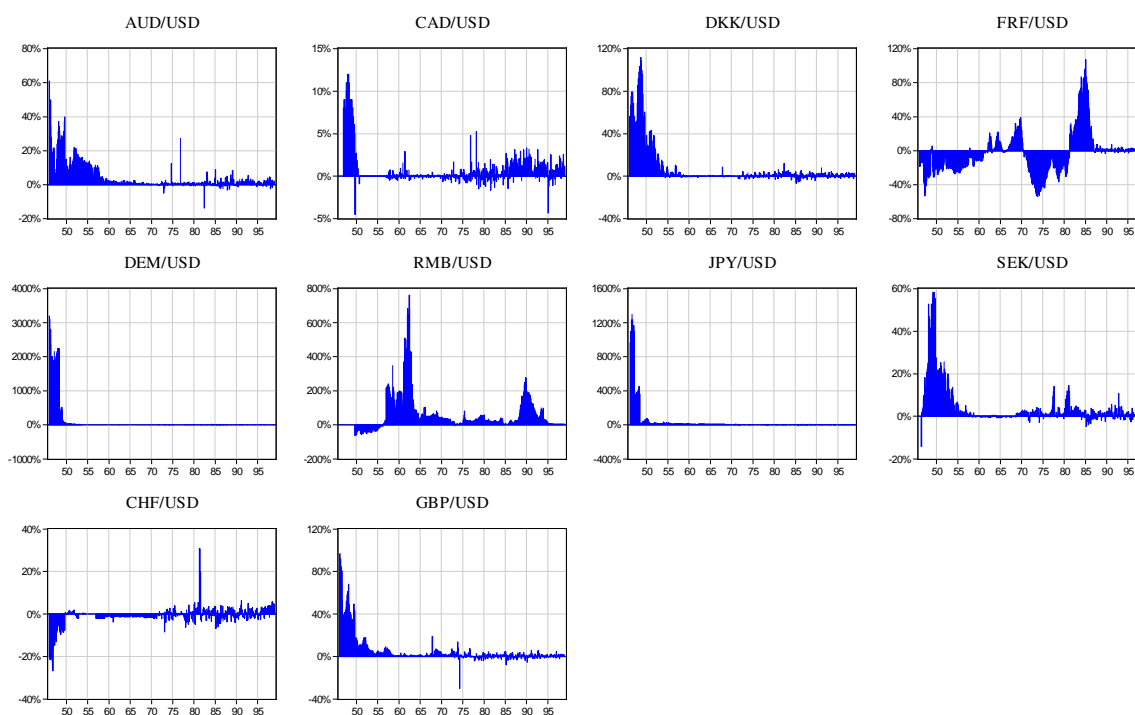
Asi nejvíce překvapující u Grafu 3. je devizový režim Kanady. Přestože oficiálně měla tato země v období let 1950 – 1962 plovoucí kurz, dle metodiky R-R byl ve skutečnosti její systém devizových kurzů mnohem méně flexibilní. Na tomto příkladu lze krásně vidět vliv duálních měnových trhů a/nebo vícečetných kurzových režimů. *Oficiální statistiky pak mohou podávat někdy až velmi zkreslený obraz skutečnosti a navíc, použití takovýchto dat v analýzách velice silně implikuje chybné výsledky a závěry.*

U Austrálie, Dánska, Švédska, Velké Británie a částečně i Německa je nejvíce patrné „naplnění“ předpokladů fungování B-W měnového systému, co se devizového režimu týče. U Německa trval přechod k rigidnímu kurzovému režimu poměrně dlouho, prakticky ho mělo až od konce 50. let.

Nejvíce flexibilním režimem během trvání B-W systému se vyznačovala Francie, která se následně naopak jako jediná v post-Bretton-Woodsském období vyznačovala postupným „utahováním šroubů“, co se režimu devizového kurzu týče. To bezpochyby souviselo se silným vlivem státu na celé hospodářství, tj. v provádění tzv. indikativního plánování.

Všechny země pak po pádu B-W režimu přešly na velmi flexibilní formy devizových kurzů, s výjimkou Kanady, Švédska a Austrálie, které devizové režimy uvolňovaly postupně.

**Graf 3. Vývoj kurzové prémie paralelních devizových trhů v letech 1946 – 1998 (v %)**



Zdroj: Databáze Reinhart - Rogoff, IFS, vlastní výpočty.

Vypočítáno jako:  $(FX\_PAR - FX\_OFF)/FX\_OFF * 100$ . Rozsah dat je omezen do konce roku 1998, neboť údaje o FX\_PAR k období po tomto datu nebyly k dispozici.

Pokud jde o rozdíl mezi oficiálně deklarovanými měnovými kurzy a jejich skutečnými hodnotami, pak analýzou Grafu 3. můžeme okamžitě učinit několik závěrů:

Nejmenší (procentní) prémii neoficiálního devizového kurzu oproti oficiálnímu měla německá marka. Vyjma období 2. poloviny 40. let, kdy byla DEM oficiálně obrovským způsobem

nadhodnocena, se kurzy kótované oficiálně i na paralelních trzích téměř neodlišovaly, nanejvýš jen opravdu minimálně. Podobná situace byla i u dánské koruny a japonského jenu.

Dále s výjimkou Francie a Švýcarska měly všechny ostatní země během prvních let existence B-W měnového systému výrazně nadhodnocené kurzy, přičemž u některých zemí ten jev vymizel, i když ne úplně zcela, až koncem 50. let. Toto nadhodnocení centrálních parit kurzů evidentně nereflektovalo tržní síly, což je problém, do určité míry, všech forem fixních kurzových uspořádání. Nicméně markantní je příklad Švédska, které koncem r. 1949 muselo poměrně výrazně devalvovat – a pouze tak reagovalo se zpožděním na setrvalé oslabování švédské koruny, které probíhalo od r. 1946 (resp. od počátku časové řady dostupných dat) až do počátku r. 1950, kdy úprava oficiálního kurzu devalvací začala mít pozitivní vliv na postupnou eliminaci mezery mezi oficiálním a neoficiálním devizovým kurzem. I tak ale trvalo pět let, než došlo k téměř úplné konvergenci těchto kurzů. Podobně v případě Japonska došlo koncem 40. let k několika výrazným devalvacím oficiálního kurzu, přičemž šlo v podstatě pouze o zpožděné „přiznání“ depreciace paralelními trhy denominovaného devizového kurzu.

Během prvních let fungování B-W systému byly naopak silně podhodnoceny měny Francie a Švýcarska, kde kurzová prémie, vyjádřená jako procentní podíl rozdílu mezi neoficiálním a oficiálním kurzem k oficiálnímu kurzu, měla zhruba hodnotu -40 %, resp. -20 %. Francie pak udržovala podhodnocenou měnu téměř až do konce 1. poloviny 60. let. Po roce 1970 a rozpadu B-W systému pak měna opět spadla a byla podhodnocena až do počátku 80. let, kdy přišlo prudké nadhodnocení měny, což odpovídá přesunu skutečného režimu devizového kurzu, dle škály R-R – viz Graf 3., k mnohem rigidnější formě.

Zajímavý může být ještě pohled na vývoj prémie, resp. rozdílu (ne)oficiálních kurzů čínské měny. Ač byl kurz od poloviny 50. let oficiálně zafixován na stejné úrovni, data z paralelních devizových trhů ukazují jasné, výrazné a prudké oslabení čínské měny v období od konce 50. až do konce 60. let, kdy došlo k stejně prudkému posílení a postupnému sblížení hodnot časových řad. Před koncem 80. let pak opět nastává, vyjma oficiálního postupného devalvování kurzu měny k prudkému oslabování paralelních kurzů, přičemž k opětovnému sblížení došlo až po r. 1995.

## **Závěr**

Z analýzy v této práci vyplývá následující:

*Za první,* Bretton – Woodský měnový systém zdaleka nebyl systémem pevných měnových kurzů, ve smyslu oficiální deklarace dohody z Bretton – Woods. Rozbor dat z databáze Reinhart – Rogoff (2004) ukazuje, že země ve skutečnosti aplikovaly více flexibilní měnové režimy – většinou se jednalo o různé typy zavěšení, s mnohem širším pásmem, než jaké bylo definováno B-W dohodou (tj. +/- 1%).

*Za druhé,* konvergence zemí k rigidnějším formám měnových kurzů trvala poměrně dlouho, zhruba až do konce 50. let. Toto zjištění pak vede k možná poměrně překvapivému závěru, že cca během první poloviny trvání B-W měnového systému nebyly měnové kurzy zdaleka tak fixní, jak by měly být.

*Za třetí,* až na německou marku, kde se s výjimkou poválečných let oficiální kurz se skutečným fakticky překrývá (tj. procentní prémie je minimální) a japonský jen, jehož prémie je taktéž minimální, ostatní zkoumané měny vykazují poměrně značné odchylky skutečných

kurzů od oficiálních. A to nejenom v období fungování B-W měnového systému, ale i v období po něm, tj. v době, která se často označuje jako období jasné převahy plovoucích (tj. autoritami neřízených) kurzů. Z rozsahu procentních odchylek skutečných a oficiálních kurzů můžeme také vyvodit a porovnat míru rozsahu aktivistické hospodářské (resp. kurzové) politiky jednotlivých zemí.

### **Literatura:**

[1] BORDO D., M. (1992): *The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview*. NBER Working Paper No. 4033.

[2] BORDO D., M. (2003): *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*. NBER Working Paper No. 9654.

[3] KRUGMAN, P. – OBSTFELD, M. (2003): *International Economics: Theory and Policy*. 6<sup>th</sup> edition. Boston, Pearson Education, Inc., 2003. 737 str. ISBN 0-321-11639-9.

[4] MARKOVÁ, J. (2001): *Mezinárodní měnové instituce*. 1. vydání. Praha, Oeconomica, 2001. 250 str. ISBN 80-245-0431-6.

[5] MEISSNER M., CH. – OOMES, N. (2008): *Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice*. IMF Working Paper WP/08/132.

[6] ROGOFF, K. – REINHART C. (2004): *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*. *The Quarterly Journal Of Economics*, Vol. XCIX, Issue 1.

### **Školitel:**

doc. Ing. Luboš Komárek, Ph. D., MBA, MSc.