

## 12 EVROPSKÝ MĚNOVÝ SYSTÉM

### 12.1 Dohoda o EMS

Rozhodnutí o vytvoření EMS bylo přijato v roce 1978 německým kancléřem Helmutem Schmidtem a francouzským prezidentem Valéry Giscard d'Estaingem. Měnové uspořádání se dostalo do popředí zájmu, potom co nastaly problémy po skončení Bretton Wood a nedařilo se udržet měnové pásmo (had) popsané v kapitole 10. Vysoce volatilní směnný kurz se jevil jako přímé ohrožení společného trhu. Představitelé Evropského Společenství chtěli silnější a odolnější ujednání směnného kurzu.

Téma bylo politicky velmi citlivé. Německo nechtělo přijmout riziko, že by jeho silná měna DM mohla být oslabena. Zatímco Francie usilovala o to, aby nehrála druhé housle právě Německu. Další citlivou otázkou bylo začlenění malých zemí do směnného uspořádání. Nadto Velká Británie byla silně v opozici režimu fixních směnných kurzů. Vybrané ujednání nakonec neobsahovalo žádnou centrální měnu a díky němu se začalo rozlišovat mezi Evropským měnovým systémem (EMS), jehož členy byly de facto všechny členské země Evropského Společenství a mezi Mechanismem směnných kurzů (ERM), v kterém byla účast nepovinná. ERM byl pouze smysluplnou součástí EMS. Spočíval na čtyřech základních prvcích: na síti bilaterálních smluv o směnném kurzu, na vzájemné podpoře, na závazku provést přenastavení směnného kurzu, pokud bylo schváleno a konečně na Evropské měnové jednotce (ECU).

#### 12.1.1 Síť parit v rámci ERM

Všechny měny ze systému ERM byly navzájem fixovány. Fluktuace byla povolena v pásmu  $\pm 2,25\%$  okolo centrální parity (italské měně bylo zpočátku umožněno pohybovat se v rozmezí  $\pm 6\%$ , neboť trpěla vyššími mírami inflace a vnitřními politickými těžkostmi). Ujednání bylo reprezentováno sítí parit, zahrnovalo centrální parity všech dvojic a jejich možné fluktuace.

Takovéto ujednání mělo několik zajímavých vlastností. Zaprvé, systém byl zcela evropský, neexistovala žádná přímá vazba na zlato nebo dolar. Nikdy předtím nevybudovaly evropské země měnový systém, který by byl založen pouze na jejich vlastních měnách. Zadruhé, systém byl plně symetrický. Žádná měna nehrála speciální roli, narozdíl o role dolaru v rámci Bretton Wood. Zatřetí, na odpovědnosti za udržení měny v rámci povoleného pásma se dělily obě zúčastněné země. Toto vedlo k odstranění obav z kombinace silné a slabé měny.

#### 12.1.2 Vzájemná podpora

Had se neudržel, protože se slabé měny musely o sebe samy postarat. ERM naopak obsahoval ujednání o automatické poskytování vzájemné podpory. Konkrétně byla konstrukce založena na tom, že změny na směnném trhu se vždy dotknou nejméně dvou měn resp. kurzu jedné měny k druhé. Například si vezměme bilaterální směnný kurz mezi dánskou korunou a

holandským guldenem, nelze, aby trh působil na posílení například dánské koruny, aniž by zároveň neříkal, že holandský gulden je příliš silný. ERM dohoda v takovéto situaci zavazovala k intervenci na devizovém trhu, jak holandskou tak dánskou centrální banku. Dánská centrální banka musela v takovéto situaci zvýšit množství svých korun na trhu, to je nakupovat devizové rezervy a naopak holandská centrální banka devizové rezervy prodávala a tím stahovala gulden z oběhu. K intervencím mohla být použita jakákoliv měna, americký dolar, německá marka, ale třeba i dánská koruna nebo holandský gulden.

Zásadní bylo, že tento závazek byl neomezený. Centrální banky nemohly zastavit intervence dřív, než se podařilo dostat směnný kurz do rozmezí  $\pm 2,25$  okolo centrální parity. Ale co v případě, že došla munice? Konkrétně, že například holandská centrální banka již neměla další devizové rezervy, které by použila ke stahování své měny z oběhu a naopak dánská centrální banka měla těchto rezerv již přespříliš a dánské koruny byl stále na trhu nedostatek. V takovémto případě, byla dánská centrální banka zavázána k tomu, aby poskytla svým kolegům půjčku, aby mohly intervence pokračovat tak dlouho, dokud se kurz neustálí v povolené hranici. Ostatní centrální banky systému ERM, ačkoliv nebyly přímo zasaženy, mohly rozhodnout o podání pomocné ruky, a mohly také intervenovat na směnném trhu například tak, že prodávaly své devizové zásoby dánské koruny nebo si zvyšovaly zásoby holandského guldenu.

### 12.1.3 Přijmutí rozhodnutí o přenastavení směnného kurzu

Jak dlouho se může taková hra hrát? Co dělat v případě, že centrální banky stále intervenují, ale nevede to ke kýženému výsledku, trh stále tlačí směnný kurz pryč z vymezeného pásma. V takovémto případě je jediné vhodné řešení, respektovat tržní tlaky a přenastavit směnné parity.

Umožnit centrálním bankám měnit kurz, jak se jim zlíbí, by nebylo vhodné. Zakladatelé EMS si byli vědomi, že jednotlivé země by mohly chtít využívat devalvací k dosažení nefér obchodní výhody vzhledem ke svým sousedům. Tyto praktiky ožebračování souseda byly v meziválečném období zdrojem ekonomické a politické desintegrace. Proto je v ERM smluvně zakotveno, že jakékoliv změny bilaterálních směnných kurzů musí být schváleny všemi zeměmi. Výsledkem tohoto pravidla konsensu je to, že každá země byla donucena vzdát se exkluzivity kontroly svého směnného kurzu. Přenastavování sebou přináší nesnadné, ale nakonec úspěšné vyjednávání o výši směnného kurzu, které mnohdy vyústilo v multilaterální změny, stejně jako ukazuje následující tabulka.

Dates	24.9.79	30.11.79	22.3.81	5.10.81	22.2.82	14.6.82
No. of currencies involved	2	1	1	2	2	4
Dates	21.3.83	18.5.83	22.7.85	7.4.86	4.8.86	12.1.87
No. of currencies involved	7 <sup>(a)</sup>	7 <sup>(a)</sup>	7 <sup>(a)</sup>	5	1	3
Dates	8.1.90	14.9.92	23.11.92	1.2.93	14.5.93	6.3.95
No. of currencies involved	1	3 <sup>(b)</sup>	2	1	2	2
NOTES: (a) All ERM currencies realigned. (b) In addition, two currencies (pounds sterling and lira) leave the ERM.						

### 12.1.4 ECU (European Currency Unit)

Ujednání o EMS obsahuje také vytvoření evropské měnové jednotky ECU. ECU je košem měn všech EMS zemí, včetně těch, které se účastnily pouze EC, ale nebyly členy ERM. Měna každé země měla takovou váhu, která odpovídala velikosti země a významnosti země v intra-evropském obchodě. Tyto váhy, které byly každých 5 let překontrolovány, byly původně rozděleny tak, aby jedna ECU odpovídala jednomu dolaru. Nejposlednější rozdělení vah je vidět v následující tabulce.

	Amount in ECU 1	Weight (%)
Belgian franc	3.43100	8.71
Danish krone	0.19760	2.71
Deutschemark	0.62420	32.68
Dutch guilder	0.21980	10.21
French franc	1.33200	20.79
Greek drachma	1.44000	0.49
Italian lira	151.80000	7.21
Irish punt	0.00855	1.08
Portuguese escudo	1.39300	0.71
Spanish peseta	6.88500	4.24
UK pound sterling	0.08784	11.17

ECU se stala oficiální zúčtovací jednotkou Evropského Společenství, byla využívána pro všechny oficiální transakce a účty. Explicitně nebyla vytvořena jako měna: fyzicky ECU neexistovalo a centrální banky neuskutečňovaly ECU transakce. Soukromé trhy, ale přijaly ECU a začaly dokumentovat dluhy v této jednotce. Technicky a zákoně se jednalo o koš měn. Když 4. ledna 1999 začalo fungovat euro, první kurz byl stanoven v hodnotě jedna ku jedné k ECU. Tehdy také přestalo ECU existovat.

### 12.1.5 Stanovování hodnoty: flexibilní a kohezní ujednání

Celkově bylo EMS vystavěno jako flexibilní a soudružné ujednání. Umožňovalo členským zemím, které se nechtěly účastnit fixních směnných režimů, aby se k ERM nepřipojovaly. Také uvnitř ERM, kde byly stanoveny normální hranice fluktuace na  $\pm 2,25\%$ , bylo možné v určitém časovém úseku se flexibilně přizpůsobovat situaci. Například v letech 1979 – 1990 mohl italský kurz fluktuovat v hranicích  $\pm 6\%$ , jeho příkladu následovalo Španělsko a Portugalsko v letech 1989 resp. 1992.

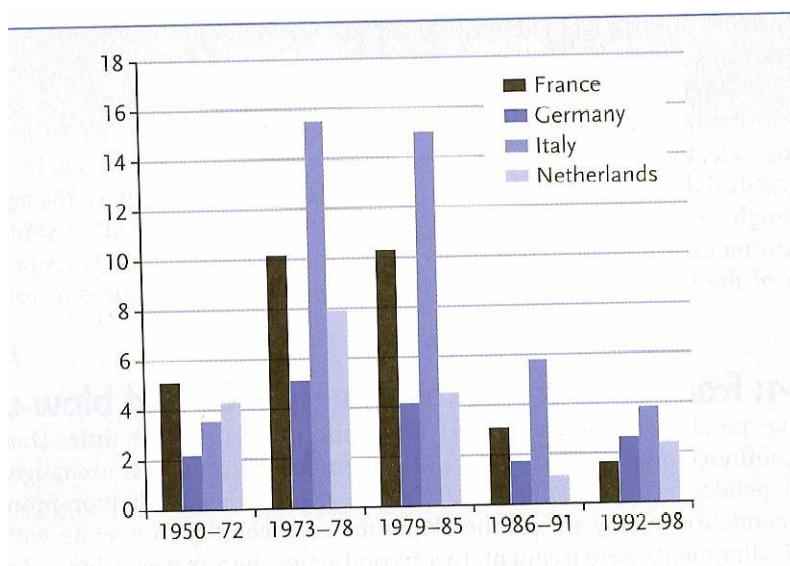
Na druhou stranu bylo ujednání silným závazkem pro centrální banky členských zemí. Po dobu kdy byl směnný kurz kotven, ztrácely centrální banky možnost provádět nezávislou monetární politiku, jak bylo vysvětleno v kapitole 11. Nadto byla odstraněna svoboda měnové politiky stanovovat směnný kurz, neboť ten podléhal pravidlu konsensu. Naopak, vzájemná podpora, tedy ujednání o automatických a neomezených bilaterálních intervencích, reprezentovala neobvykle silný kolektivní závazek. Ujednání kopírovalo mnoho z vlastností zlatého standardu, při naplňování cílů bylo dosaženo podobné úrovně robustnosti.

## 12.2 EMS-1: od divergence ke konvergenci a bobtnání

V průběhu existence EMS se země musely rozhodovat mezi nezávislostí měnové politiky s možností kontrolovat pohyby kapitálu a mezi stabilním směnným kurzem. Během první periody, která trvala až do poloviny 80. let, se členové ERM přikláněli k první možnosti. Přenastavování bylo časté. Zemím bylo umožněno fungovat s odlišnými mírami inflací. V druhé periodě se stalo cílem snížit míry inflací. Bylo dosaženo toho, že ty opravdu konvergovaly k nejnižším hodnotám inflací. Ale v důsledku toho země ztratily velkou část nezávislosti měnové politiky. Německo bylo zemí s dlouhodobě nejnižšími inflačními mírami, proto se stalo dominantní zemí v systému a bylo vhodné následovat jeho příkladu. Tento vývoj pak pokračoval i při budování měnové unie.

### 12.2.1 První verze EMS: od souhlasu k nesouhlasu (1979 – 1985)

EMS bylo vytvořeno, aby zamezovalo velkým fluktuacím směnného kurzu a tak, aby nedocházelo k omezování intra-evropského obchodu. Vytvořit robustní ERM je jednou věcí, ale přinutit země vzdát se nezávislosti monetární politiky, kontroly kapitálu a zafixovat směnný kurz je něco jiného. Po prvních ropných šocích v roce 1973 začaly míry inflace značně divergovat a druhé ropné šoky tento trend ještě posílily. V systému fixních, ale přizpůsobivých směnných kurzů si země mohly volit mezi dvěma strategiemi. Plán A znamenal zasvětit měnovou politiku kotvení směnného kurzu. Toto vyžadovalo podobné míry inflace, každý dlouhotrvající rozdíl významně zhoršoval konkurenceschopnost země s vysokou mírou vzhledem k zemi s nízkou mírou inflace. Plán B byl založen na akceptování divergence inflace, kurz se přizpůsoboval tak často, jak jen to bylo nutné k zamezení problémů konkurenceschopnosti a obchodní nerovnováhy. Plán B vítězil v první periodě existence EMS, kdy přenastavování bylo velmi obvyklé. Následující obrázek ilustruje rozdílnost v mírách inflací ve sledovaném období.

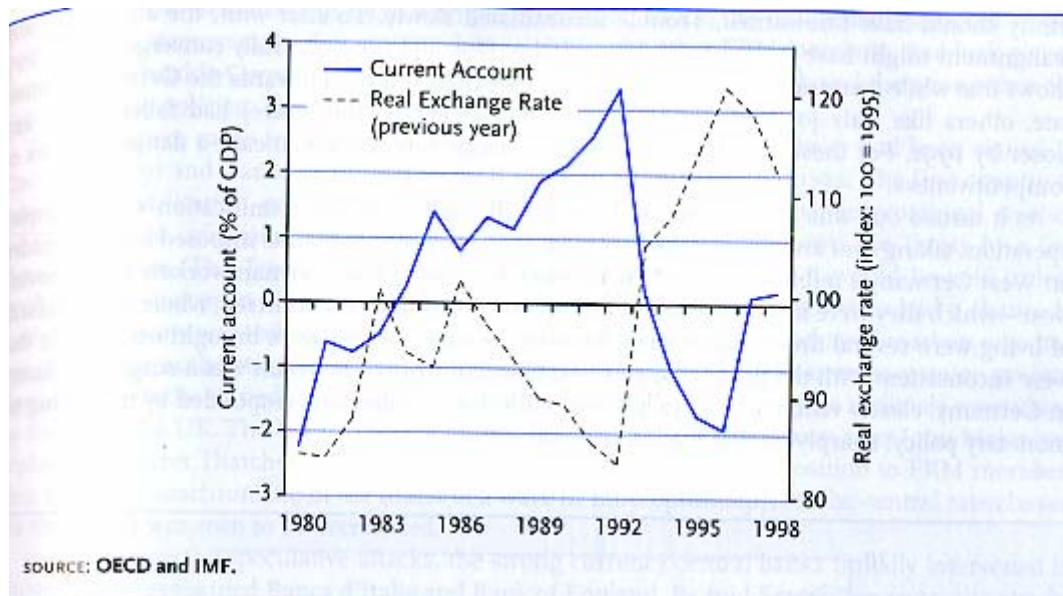


Ekonomická interpretace této volby je vcelku jasná. Je založena na vztahu peněz a inflace, který byl vysvětlen v kapitole 10. Protože v dlouhém období závisí inflace na růstu peněžní zásoby, tak plán A bývá preferován v situacích, kdy všechny země preferují obdobné

míry růstu nabídky peněz. Ovšem rozhodnutí o výběru země, jejíž inflace bude pro všechny cílová, není jednoduché. Nízká inflace je samozřejmě lepší než vysoká, jenže peníze nejsou v krátkém období neutrální. Snížení měnového růstu a tedy inflace vede k restriktivní politice a růstu nezaměstnanosti v zemích s vysokými mírami, proto nebývá u nich oblíbená. Naopak je jasné, že země s nízkými mírami inflace nejsou ochotny akceptovat jejich záměrné navýšení. Francie je zemí, která je tradičně svázána s požadavkem na nízkou nezaměstnanost, nebude ochotna akceptovat opatření, která povedou k jejímu navýšení a Německo, země s tradičně velmi nízkými mírami inflace, nebude ochotno podporovat žádné uvolnění disciplíny měnové politiky. Neschopnost řešit tento konflikt, stejně tak národní prestiž byly důvody, proč byl zpočátku preferován plán B.

### 12.2.2 Druhá verze EMS: následování německé marky (1986 – 1992)

Ani plán B nefungoval bez problémů, vyskytly se dvě významné těžkosti. Zaprvé, v mezidobích jednotlivých přizpůsobení země s vysokými mírami inflace cítily zhoršování své obchodní bilance. Když mělo konečně přijít ozdravné přenastavení kurzu, tak pravidlo konsensu umožňovalo zemím s nízkými mírami inflace, které si užívaly obchodních přebytků, aby záměrně pozdržovaly povolení vysoko inflačním zemím devalvovat. Vyjednávání nakonec obvykle vyústilo v dohodu, která znamenala takovou devalvaci, která přesně smyla inflační rozdíl, ani o kousek větší. Výsledkem toho bylo, že vysoce inflační země byly více méně permanentně ve vnějším obchodním deficitu, zatímco nízkoinflační země si užívaly obchodních přebytků. Toto je ilustrováno v následujícím obrázku, který ukazuje stav běžného účtu a reálného směnného kurzu Itálie vzhledem k Německu (pro směnný kurz jsou použita čísla minulého roku, aby se situace mohla projevit na běžném účtu). Stav italského běžného účtu se pohyboval zrcadlově k reálnému směnnému kurzu: v mezidobích přenastavování reálný směnný kurz aprecioval a situace na běžném účtu se zhoršovala. Devalvace byla naopak následována zlepšením běžného účtu.



Dalším problémem plánu B byla možnost jednoduchého předvídání přenastavování kurzu. Přesný datum sice určit nešlo, ale chytrý pozorovatel dokázal situace, které vedou

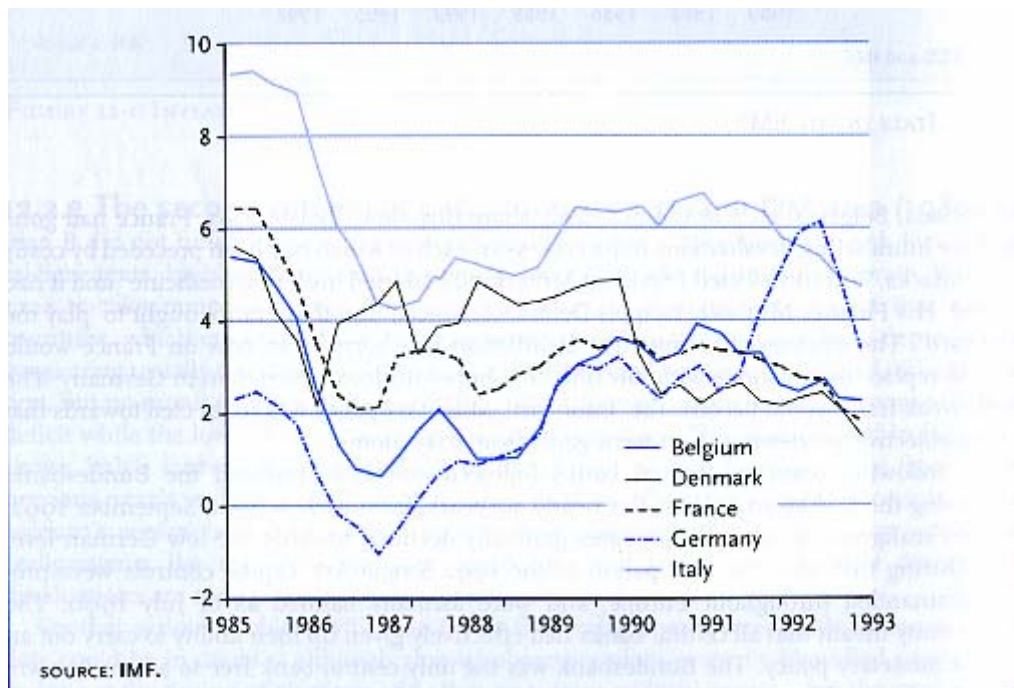
k přenastavení dobře identifikovat. Takovými situacemi byly například blížící se volby nebo jiné významné politické události. Z předchozího obrázku je zřejmé, že marka mohla eventuálně pouze revalvovat a lira pouze devalvovat. Bylo jasné, že se tak stane v případě, kdy byly vnější nerovnováhy již velmi hluboké. Spekulanti dokázali těchto situací využít. Zbavovali se měn s vysokou inflací a akumulovali měnu s nízkou inflací. Důsledkem toho bylo, že nutnost mnohých přenastavení byla těmito spekulativními útoky umocňována, a měnová stabilita výrazně porušována. Plán B tak rychle ztrácel na své atraktivitě.

Klíčovým problémem plánu A byla neshoda ve vydefinování standardní měnové politiky, která by se stala centrem systému. Německá Bundesbanka budila důvěru a tak očekávala, že právě její měnová politika bude následována. Francie (ale také Itálie, Belgie atd.) nesdílela tento pohled na věc. V roce 1983 se Francie musela podrobit třem ponižujícím devalvacím, každé z nich předcházel spekulativní útok. Právě zvolený prezident Mitterrand začal situaci řešit naordinováním levicové medicíny a ta byla jednoduše chybná. Následně ho proto jeho ministr financí Jacques Delors přesvědčil, že by Francie měla začít hrát evropskou hru. Strategie konkurenceschopnosti byla na světě: oded' se měla Francie pokusit nahradit devalvace nízkými inflacemi, nejlépe nižšími než má Německo. Trvale slabý frank se měl stát pevným. Měnová politika byla přesměrována směrem k dosažení těchto cílů, měla se vyhnout krátkodobým ziskům plynoucím z politiky levných peněz.

Všechny centrální banky se v dalších letech pokusily následovat a předběhnout Bundesbanku v nízké míře inflace, DM se tak stala efektivní kotvou. Po dalších šest let, od roku 1987 do září 1992 se nekonalo ani jedno přenastavení, jednoduše proto, že inflační míry poklesly na nízkou německou úroveň. Během anticipace opatření Jednotného evropského aktu, které trvalo až do roku 1992, byla významně omezena kontrola kapitálových toků v rámci Evropy, v roce 1990 byla dokonce formálně zcela vyloučena. Všechny centrální banky se vzdaly vlastní nezávislé monetární politiky. Bundesbanka byla jedinou svobodnou centrální bankou, což mělo dva významné důsledky. Zaprvé, ostatní země toužily po vytvoření měnové unie jako prostředku k alespoň částečnému obnovení možnosti ovlivňovat svou měnovou politiku. Zadruhé, EMS explodoval.

### **12.2.3 Krize 1992 – 1993**

Dlouhá perioda měnové stability, která následovala po přijetí marky jako kotvy, budila dojem, že stabilita již bude zachována navždy. Toto se ukázalo jako zásadně špatné. Problémy byly v průběhu pomalu akumulovány. Absence přenastavování kurzů vypadala dobře, ale inflační míry nekonvergovaly zcela. Obrázek 12.3 ukazuje, že země jako Dánsko a Francie se přiblížily směrem k německé míře inflace, ale zemím jako Itálie (nebo Španělsko a Portugalsko, které nejsou na obrázku vykresleny) se tato konvergence příliš nedařila. Pro tyto země znamenal systém fixních směnných kurzů hluboký propad v konkurenceschopnosti.



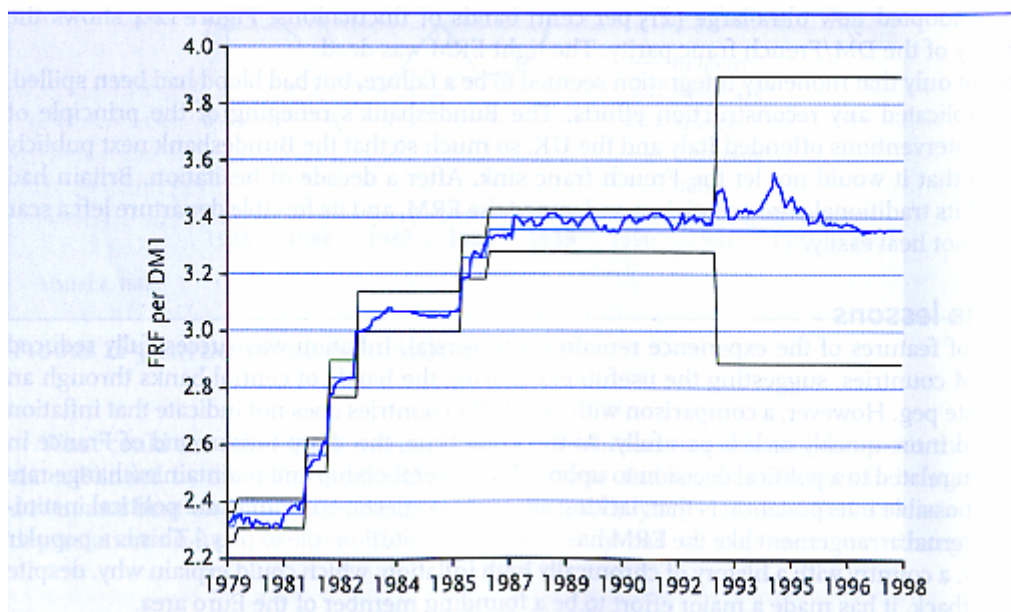
Toto se dělo v době, kdy padla berlínská zeď. Německé znovusjednocení, kdy do země přibýlo nových 16 miliónů obyvatel, znamenalo obrovskou zátěž pro západoněmecké veřejné finance. Velké částky byly vynakládány na sjednocení mezd na západoněmeckou úroveň, aby se tak zabránilo obrovským přesunům východoněmeckých pracovníků do západní části země, ačkoliv produktivita firem východního Německa západní úrovně nedosahovala. Důsledkem toho byla vzrůstající inflace v Německu, zřejmá také z předchozího obrázku. Reakce německé Bundesbanky je zřejmá, došlo k restriktivní měnové politice, úroková míra výrazně vzrostla.

Co měly ostatní členské země ERM dělat? Jedním řešením bylo umožnění apreciacie makry. Zaslepení stabilitou ERM směnných kurzů a úspěchy v potlačování inflace, stejně tak zaslepení touhou po silné měně, země možnost ponížující depreciae vzhledem k marce odmítly. Vytrvaly ve strategii slepého následování Bundesbanky. Německá Bundesbanka, která čelila šoku ze znovusjednocení, přijala pevnou politiku vysoké úrokové míry. Ostatní země se ji snažily napodobovat i v tomto. Jenže počátek 90. let byl pro země s výjimkou Německa obdobím malého ekonomického růstu a monetární restrikce tak byla špatnou volbou. Na ERM se začalo koukat skrz prsty.

Poslední rána přišla od samotného projektu EMU. Maastrichtská smlouva byla podepsána v prosinci 1991 a měla být ratifikována v členských zemích během roku 1992. První zemí, která spustila ratifikační proces, bylo Dánsko. V Dánsku musí být mezinárodní smlouvy potvrzovány referendem. Z mnoha důvodů Dánové přijetí smlouvy několika tisíci hlasy přehlasovali. A smlouva obsahovala jeden významný dodatek a to, že musí být ratifikována všemi zeměmi Evropské unie. Tedy, než ostatní státy dostaly vůbec příležitost k ratifikaci, byla smlouva technicky mrtvá již během roku 1992. Tento vývoj zalarmoval směnný trh, který si uvědomil, že důvěra k ERM potažmo měnové unii byla předčasná. Okamžitě začaly spekulativní útoky, nejprve se zacílily na Itálii (lira byla výrazně nadhodnocena) a Spojené Království. Velká Británie byla zasažena spekulativní vlnou potom,

co se teprve před rokem stala členem ERM. Do systému vstoupila ve chvíli, kdy John Major nahradil Margaret Thatcherovou ve funkci ministerského předsedy, také proto, že její nechuť k členství v ERM nebyla synchronizována s vlnou euro-optimismu, která právě probíhala. V situaci politických rozmíšek se centrální parita libry jevila jako nadhodnocena.

Jako odezva k spekulativnímu útoku přišly intervence obou centrálních bank. V září 1992 se stal útok opravdu masovou záležitostí. Ustrašená Bundesbanka označila neomezené intervence za nedostatečné a proto neracionální a oznámila, že ona je již nadále nebude podporovat. Itálie a Británie v tom zůstaly samy s rapidním omezením svých devizových rezerv. Lira a libra byly z ERM odejity a směnný trh tak dospěl k přesvědčení, že ERM je mnohem křehčí, než se doposud připouštělo. Spekulace se posunuly směrem k Irsku, Portugalsku a Španělsku, které musely být devalvovány. Nákaza se rozšířila do Belgie, Dánska a Francie, i přesto, že jejich inflační míry konvergovaly ještě na nižší úrovni, než byla úroveň obvyklá v samotném Německu a jejich měny nebyly nadhodnoceny. V létě 1993 bylo utraceno obrovské množství devizových rezerv, ale spekulace stále zůstávaly velmi silné. Aby bylo možné zachovat principy ERM, bylo centrálními autoritami vydáno rozhodnutí o umožnění fluktuační pásma  $\pm 15\%$ . Následující obrázek ukazuje vývoj německo-francouzské parity. Pevný ERM byl mrtev.



Nejenže se začala měnová integrace jevit jako chybná, ale bylo také „prolito mnoho krve“, což přispívalo k tomu, že rekonstrukce byla o to namáhavější. Německá Bundesbanka nesplnila slib neomezených intervencí, čímž urazila Itálii a Velkou Británii. Urážka byla ještě umocněna propagandou Bundesbanky o tom, že nenechá potopit francouzský frank. Po dekádě váhání se Británie konečně rozhodla opustit svůj tradiční euro-skepticismus a připojila se k ERM, její následné násilné odejiti, jí způsobilo silnou ránu, která se hojila jen velmi těžko.



#### 12.2.4 Poučení

Některé části experimentu je stále možno označit za kontroverzní. Inflace byla mezi členy ERM úspěšně zredukována, což nasvědčuje tomu, že může být užitečné svázat ruce centrálním bankám prostřednictvím ukotvení kurzu. Avšak srovnání s ne-členskými zeměmi pokulhává, neboť členství v ERM nezabezpečovalo rychlejší nebo méně bolestivý pokles úrokových měr. Bolestivý obrat vedoucí k následnému poklesu inflace nastal také ve Francii 1983, ten je často spojován s politickým rozhodnutím podpořit ERM a udržet stabilitu směnného kurzu. Jedním z vysvětlení je to, že pokud chybí zemi dostatečné politické a ekonomické instituce k provádění nepopulárních změn, mohou je vnější ujednání typu ERM užitečně nahradit. Tento pohled je populární v Itálii, v zemi s tradičně vysokými mírami inflace, kde zapříčinil, že Itálie vynaložila nemalou snahu, aby se stala jednou ze zakladatelských zemí Euro zóny.

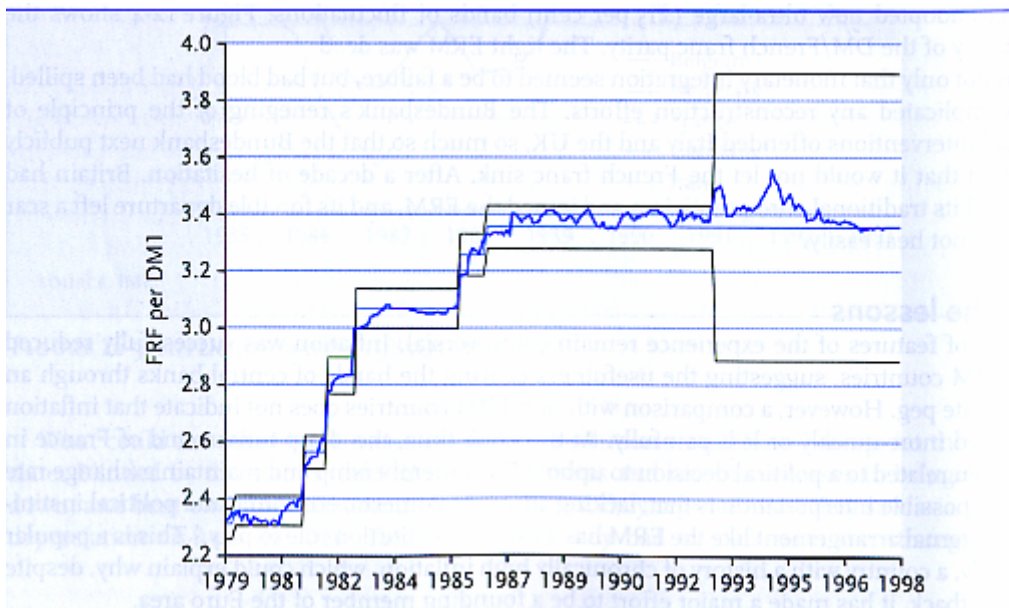
Předchozí souvislost lze označit jako kontroverzní, existují však ponaučení, které plynou z měnové integrace, které jsou všeobecně přijímány. Ty budou nyní vysvětleny.

- Při definování monetární politiky není možné, aby byly plněny tři následující cíle zároveň a to fixní směnný kurz, nezávislost monetární politiky a plná kapitálová mobilita. Naplňování jednoho cíle automaticky vede k eliminaci možnosti naplnění jiného. Cíle jsou protichůdné.
- Domácí monetární autorita se musí vzdát své nezávislé politiky ve chvíli, kdy existuje režim fixního směnného kurzu. Fungování fixního směnného kurzu je obtížně splnitelný požadavek, pokud jsou ekonomické podmínky zúčastněných zemí odlišné (Německo se stalo díky sjednocení velmi odlišnou zemí).
- Pokud země se slabou měnou uvaluje restriktce na pohyb kapitálu, má možnost zvládnout spekulativní útoky. Pokud je již ale dosaženo plné kapitálové mobility, centrální banky brzy zjistí, že jejich obrovské devizové zásoby jsou příliš malé na to, aby možný útok zvládly, neomezené intervence jsou prakticky nemožné.
- Konkrétně, pokud již spekulativní útok začal, je snaha centrálních bank o uchování parity pro spekulanty neškodná. Buď je původní parita změněna resp. fixní kurz zcela opuštěn, to pak spekulanti vyhrávají, nebo je parita udržena a spekulanti nic neztratí.
- Tedy, monetární integrace se separátními měnami je velmi riskantní záležitostí, možná beznadějný požadavek. Měnová unie je jedním z vhodných řešení.

## 12.3 Přestavba EMS

### 12.3.1 Zjemnění ERM

Modifikované ERM, které bylo následkem krize 1993, se lišilo od floatingu jen velmi málo. Bilaterální parity se mohly pohybovat v hranicích až 30%. (Ne)systém fungoval dobře. V následujícím obrázku vidíme, že DM/FRF fluktoval jen slabě nad svými předchozími maximálně povolenými hranicemi  $\pm 2,25\%$  a za několik let konvergoval na úrovni, která se stala východiskem pro EMU.



Jedna z podmínek pro připojení k EMU, která je dána Maastrichtskou smlouvou, říká, že každá země se musí účastnit alespoň dva roky ERM (ostatní podmínky budou vysvětleny v kapitole 14). To je taky důvodem, proč se Itálie v roce 1997 do systému ERM vrátila a proč také přibyly dvě nové země Rakousko a Finsko. Velká Británie se o připojení k EMU nezajímala a proto se do ERM nevrátila. Argumentovala tím, že podmínky nejsou přesně definovány a že tak široké pásmo nemá žádnou praktickou vypovídací schopnost. Tato pozice byla podporována Švédskem, které se také rozhodlo zůstat vně EMU, potom co se členskými zeměmi unie staly Rakousko a Finsko.

### 12.3.2 EMS – 2

Přijmutí eura v lednu 1999 bylo spojeno se zavedením nového EMS, které je nazýváno jako EMS – 2. Zahrnovalo mnoho z vlastností svého předchůdce, ale v některých se lišilo.

- EMS – 1 byl systém založený na bilaterálních paritách, kdež to v EMS – 2 jsou parity definovány vůči euru. Euro je centrální měnou.
- Hranice fluktuace jsou méně přísné. De facto zůstala hranice  $\pm 15\%$ , která již byla v posledním období EMS – 1, ale její zúžení bylo možné.
- Intervence zůstaly stále automatické a neomezené, ale ECB mohla rozhodnout o pozastavení této povinnosti.

System je více flexibilní a méně svazující, toto je bezesporu důsledkem krize v letech 1992–1993. Navíc umožňoval různé hranice fluktuace. V roce 2000 se k systému přidalo Řecko a Dánsko. Řecko přijalo hranice  $\pm 15\%$ , kdežto Dánsko  $\pm 2,25\%$ , tedy pásmo vydefinované v původním EMS – 1. Švédsko a Velká Británie se rozhodly zůstat vně systému a kontinuálně pokračují v argumentaci, že účast v ERM není nezbytnou podmínkou pro připojení k EMU.

### 12.3.3 Vlna rozšíření 2004

1. května 2004 vstoupilo do EU deset nových zemí. Jaká je jejich pozice, co se týká EMS? V Amsterodamské smlouvě nalezneme následující:

*Účast v ERM je pro členské země, které stojí vně euro zóny, nepovinná. Nicméně se očekává, že členské země se do systému připojí. Členské země, které se neúčastní od počátku v ERM, vstoupí později.*

Sice je vydefinován požadavek, že se země jednou k ERM připojit musí, ale britský a švédský příklad může být precedentem, který nové země mohou využít. Existují dobré důvody k tomu, aby se nepřipojovaly příliš brzy. Následující tabulka ukazuje vývoj měř inflace v nových zemích. Ačkoliv inflace klesá rychle, stále je vyšší než průměr EMU. Pokud se rozhodnou pro desinflaci, budou nepochybně k EMU konvergovat, jenže nové země mohou mít jiné politické priority. Tato záležitost vstupní proces prodlužuje a zesložituje. Některé země však přijaly systém měnového výboru a euro již efektivně využívají. Jednou z těchto zemí je Estonsko, které tím jasně naznačuje, že směřuje přímo do EMU bez toho, aby chtělo přejít přes ERM.

## 12.4 Shrnutí

V této kapitole byly vysvětleny měnové systémy, které předcházejí vytvoření měnové unie.