

7. Měnová historie Evropy

Kovové peníze

- do konce 19. století
- zlaté, stříbrné, ...
- měny definovány obsahy drahého kovu
- ražebné příjmem panovníka (seigniorage)
- směnné kurzy definovány relativními hodnotami jednotlivých mincí
- kovový standard kvazi-monetární uníí

První dvě evropské měnové unie

- **1865 – latinská evropská měnová unie**
 - bimetalismus, následně zlatý standard
 - Belgie, Francie, Itálie, Švýcarsko, Řecko
- **1873 – skandinávská měnová unie**
 - jednotlivé měny obíhaly zároveň
 - Dánsko, Norsko, Švédsko

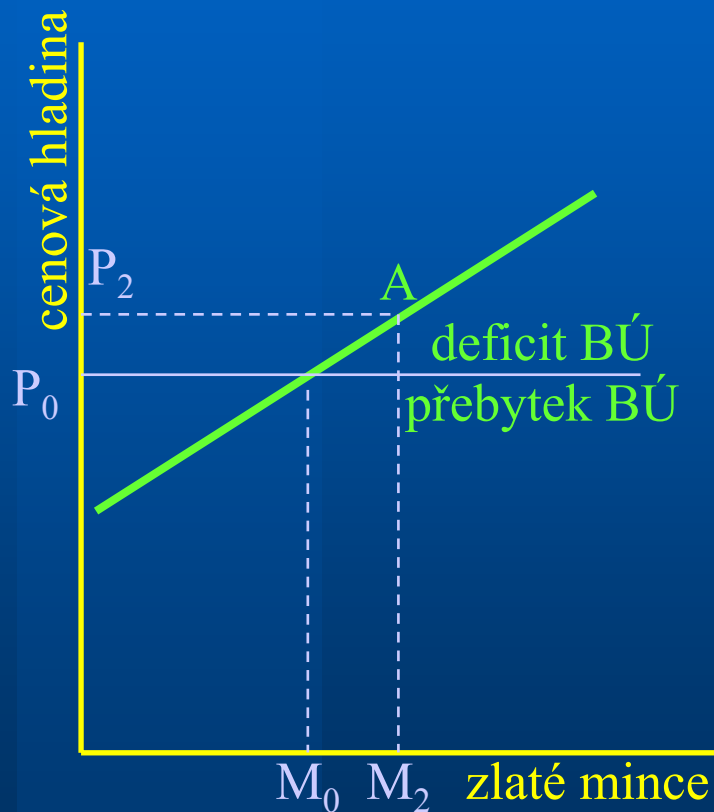
První dvě evropské měnové unie

- založeny na harmonizaci mincí
- žádná obchodní ujednání
- žádná společná centrální banka
- velmi malá koordinace mezi národními měnovými autoritami
- každá země reagovala podle svého uvážení s ohledem na své vlastní zájmy

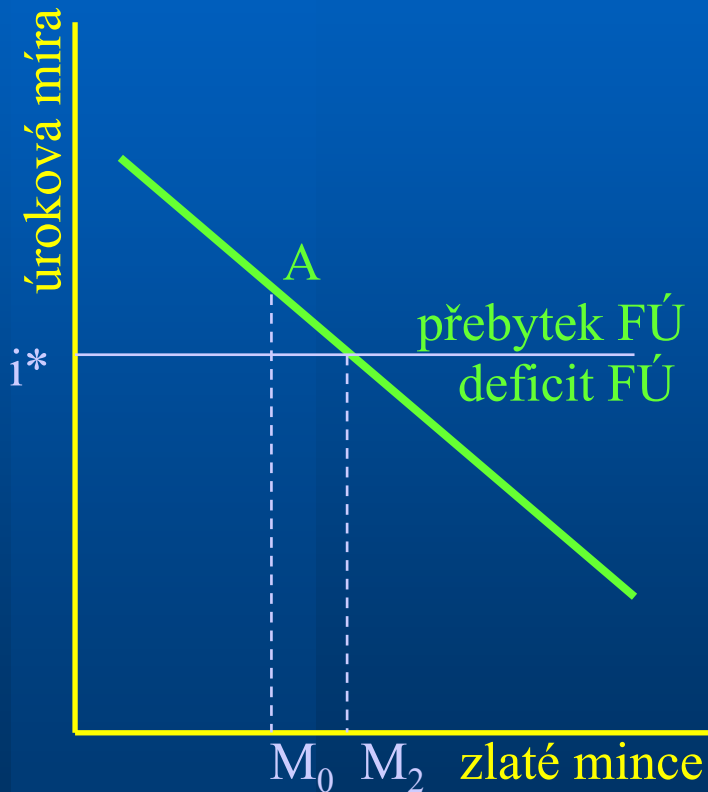
Zlatý standard

- 1880 – 1914 klasický zlatý standard
- měnová unie
- založen na mechanismu pohybů cen a platidel (Hume's price-specie mechanism)
 - princip dlouhodobé neutrality peněz
 - princip vlivu peněz na úrokovou míru

Humův price-specie mechanismus (BÚ)



Humův price-specie mechanismus (FÚ)



příliv zlata ($\uparrow M$)

↓ úrokové míry ($\downarrow i$)

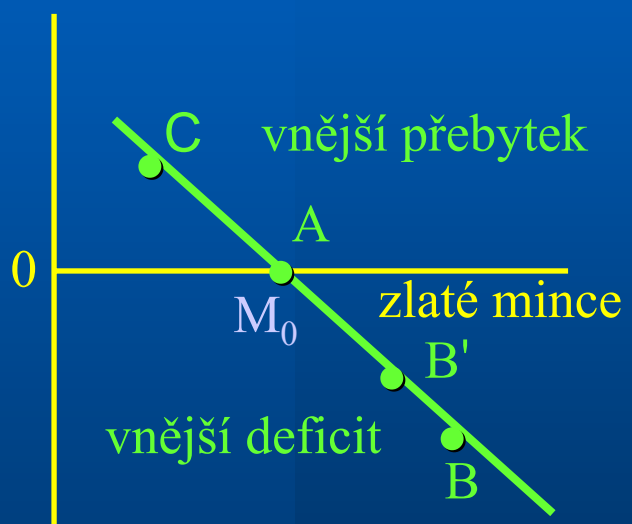
↑ úvěrů do zahraničí
↓ domácích investic

odliv peněz ($\downarrow M$)

deficit FÚ

↑ úrokové míry ($\uparrow i$)

Humův price-specie mechanismus



↑ peněžní zásoby



↑ cenové hladiny ↓ úrokové míry



deficit BÚ
deficit FÚ



odliv peněz



↓ peněžní zásoby

„Pravidla hry“ zlatého standardu

- **plná konvertibilita bankovek za zlato**
- **plné krytí bankovek zlatem**
- **zcela liberalizovaný přeshraniční pohyb zboží i kapitálu**

Problémy zlatého standardu

- vyčišťování trhů změnami cen a mezd není okamžité (možné recese)
- poptávka a nabídka peněz ovlivňována jinými faktory
 - D závisí na ekonomickém výkonu
 - S závisí na nalezištích zlata
- Evropská měnová unie analogií zlatého standardu ⇒ musejí být respektována pravidla hry, jinak destabilizace

Meziválečné období

- snaha o obnovení zlatého standardu
- různé strategie návratu ke zlatu
 - Velká Británie nadhodnocení libry
 - Francie podhodnocení franku
 - Německo zafixování jako kotva proti inflaci

Velká Británie

- nadhodnocení ⇒ ↓konkurenceschopnosti ⇒ slabý výkon ⇒ deficity BÚ ⇒ ↓zlatých rezerv ⇒ nedůvěra v libru
- Velká deprese ⇒ spekulativní útok na libru ⇒ vzdání se zlatého standardu ⇒ libra ztrácí 30% vzhledem k dolaru

Francie

- podhodnocení ⇒ ↑konkurenceschopnosti ⇒ přebytky BÚ ⇒ ↑zlatých rezerv
- Velká deprese ⇒ Francie relativně zdravá ⇒ ostatní devalvují ⇒ ↓konkurenceschopnosti ⇒ spekulativní útok na frank ⇒ vzdání se zlatého standardu ⇒ frank ztrácí 42% vzhledem k dolaru

Německo

- hyperinflace ⇒ nová pevná marka jako kotva proti inflaci
- Velká deprese ⇒ spekulativní útok na marku ⇒ Německo nedevaluje (kotva) ⇒ nerovnováhy ⇒ silné omezení mezinárodního obchodu ⇒ příprava na válečnou ekonomiku

Ponaučení ze směnných kurzů

- nesprávné nastavení směnného kurzu vytváří obchodní bariéry
- Ipění na neměnnou fixovanou paritu škodí
- nekoordinovaný přístup ke směnným kurzům nefunguje

Ponaučení ze směnných kurzů

- **chybné chování domácí politiky podkopává fixní směnné kurzy**
- **křehké systémy postrádající pravidla hry mohou zkolabovat**
- **uspořádání směnných kurzů potřebuje vůdce**

Po WW2 – Bretton Woods

- kolektivní správa směnných kurzů MMF
- zlato základní jednotkou
- dolar přímá návazanost na zlato
- ostatní země návazanost na dolar
- fixní kurzy s možností přizpůsobení se
- MMF politika cukru (poskytování půjček) a biče (vynucování flexibility a disciplíny)

Kolaps Bretton Woods

- 60. léta inflace ⇒ snaha zemí konvertovat dolary za zlato ⇒ výrazný pokles amerických zlatých zásob
- 1971 – USA devalvovaly dolar ku zlatu o 10% ⇒ podlomení kredibility celého systému
- 1973 – systém zaniká

Vývoj v Evropě po Bretton Woods

Římská smlouva:

- čl. 103 – konjunkturální politika předmět společného zájmu
- čl. 104 – základní cíle: rovnováha PB, zaměstnanost, cenová stabilita
- čl. 105 – závazek koordinace měnové politiky
- čl. 107 – řízení kursově politiky ve společném zájmu
- čl. 108 – vzájemná pomoc při nerovnováze PB

Etapy vývoje v Evropě

1. „evropský had“
2. EMS (European Monetary System)
3. EMU (European Monetary Union)

„Evropský měnový had“

„Wernerova zpráva“ 1970

⇒ **Hospodářská a měnová unie (plán do r. 1980)**

- **úplná a nezrušitelná směnitelnost národních měn**
 - **eliminace kursových oscilací**
 - **trvalá fixace parit**
 - **společná měna a měnové instituce**
-
- **→ zúžení pásma oscilace \Leftrightarrow B-W**
 - **→ úplná liberalizace kapitálových toků**

Krize „hada“

1971

- → krize B-W
- → Smithsonian agreement $\pm 2,25\%$ vzhledem k USD
- \Rightarrow kursová dohoda ES $\pm 2,25\%$ navzájem \Rightarrow „had v tunelu“

1972

- → vystupuje Velká Británie, Irsko

1973

- → vystupuje Itálie
- → zrušení USD parity \Rightarrow společný floating - „had mimo tunel“

1976

- → vystupuje Francie \Rightarrow dominance DEM – „červ“

Evropský měnový systém - EMS

- **dohoda o EMS přijata 1978**
 - Valéry Giscard d'Estaing, Helmut Schmidt
- **volatilní kurz = ohrožení pro společný trh**
- **politicky citlivé téma**
 - Německo strach o oslabení DM
 - Francie nechtěla stát ve stínu Německa
 - začlenění malých zemí
 - Británie nechtěla fixní kurz

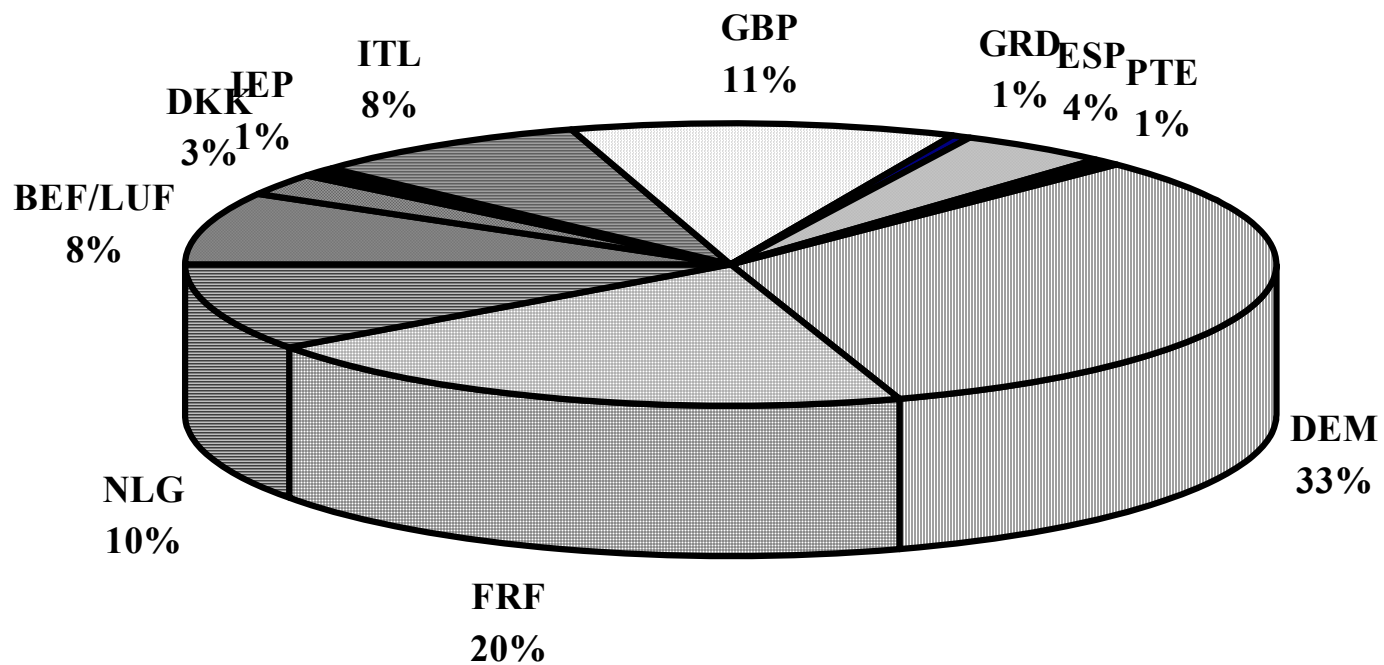
Princip EMS

- **žádná centrální měna – umělá košová jednotka ECU (European Currency Unit)**
- **ERM (Exchange Rate Mechanism)**
 - nepovinná účast
 - součástí EMS
- **úvěrový mechanismus**

měnová jednotka ECU

- **poslání:**
 - zúčtovací jednotka
 - centrální parita ERM
 - rezervní aktivum zemí ES
- **emise:**
 - Evropský fond měnové spolupráce
 - ⇒ 20% devizových rezerv centrálních bank ES

složení ECU (1993)



Mechanismus směnných kursů - ERM

- všechny měny navzájem zafixovány – „střední kurzy“
- pásmo fluktuace $\pm 2,25\%$ - „intervenční body“
- bez vazby na USD / zlato
- žádná centrální měna

Paritní mřížka ERM (1990)

	BEF	DKK	FRF	DEM	IEP 1	ITL	NLG	ESP	GBP 1
	100	100	100	100		1000	100	100	
BEF/ LUF		553,000 540,723 528,700	628,970 614,977 601,295	2109,50 2062,65 2016,55	56,5115 55,2545 54,0250	28,1930 27,5661 26,9530	1872,15 1830,54 1789,85	33,6930 31,7316 29,8850	64,6050 60,8451 57,3035
DKK	18,9143 18,4938 18,0831		116,320 113,732 111,200	390,160 381,443 373,000	10,4511 10,2186 9,9913	5,21400 5,09803 4,98500	346,240 338,537 331,020	6,23100 5,86837 5,52600	11,9479 11,2526 10,5976
FRF	16,6310 16,2608 15,8990	89,9250 87,9257 85,9700		343,050 335,386 327,920	9,18900 8,98480 8,78500	4,58450 4,48247 4,38300	304,440 297,661 291,040	5,47850 5,15981 4,85950	10,5055 9,89389 9,31800
DEM	4,95900 4,84837 4,7400	26,8100 26,2162 25,6300	30,4950 29,8164 29,1500		2,74000 2,67894 2,61900	1,36700 1,33651 1,30650	90,7700 88,7526 86,7800	1,63300 1,53847 1,44900	3,13200 2,95000 2,77800
IEP	1,85100 1,80981 1,76950	10,00870 9,78604 9,56830	11,3830 11,1299 10,8825	38,1825 37,3281 36,4964		0,510246 0,498895 0,487799	33,8868 33,1293 32,3939	0,609772 0,574281 0,540858	1,16920 1,10118 1,03710
ITL	3710,20 3627,64 3546,90	20062,0 19615,4 19179,0	22817,0 22309,1 21813,0	76540,0 74821,7 73257,0	2050,03 2004,43 1959,84		67912,0 66405,3 64928,0	1222,30 1151,11 1084,10	2343,62 2207,25 2078,79
NLG	5,58700 5,46286 5,34150	30,2100 29,5389 28,8825	34,3600 33,5953 32,8475	115,2350 112,6730 110,1675	3,08700 3,01848 2,95100	1,63020 1,54000 1,47250		1,84050 1,73345 1,63250	3,52950 3,32389 3,13050
ESP	334,619 315,143 296,802	1890,40 1704,05 1604,90	2057,80 1938,06 1825,30	6901,70 6500,00 6121,70	184,892 174,131 163,997	92,2400 86,8726 81,8200	6125,30 5768,83 5433,10		203,600 191,750 180,590
GBP	1,74510 1,64352 1,54790	9,43610 8,88687 8,36970	10,7320 10,1073 9,5190	35,9970 33,8984 31,9280	0,964240 0,908116 0,855260	0,481050 0,453053 0,426690	31,9450 30,0853 28,3940	0,553740 0,521514 0,491160	28

Nástroje ERM

- **obligatorní intervence**
 - na udržení vzájemných kursů národní měn
 - na udržení kursu k ECU
- **opatření vnitřní měnové politiky**
- **změna středních kursů**
 - omezení zneužití devalvací
 - komplikovaná jednání ⇒ multilaterální změny
- **opatření hospodářské politiky**

Členství v ERM

- Řecko, Švédsko nikdy
- Španělsko od 1990
- Velká Británie 1990 – 1993
- Portugalsko od 1992
- Itálie do 1993

Úvěrový mechanismus

- **Mechanismus velmi krátkodobých úvěrů**
 - swapy centrálních bank
 - kursové intervence
 - 45 (90) dní, úrok \emptyset diskontní sazba
- **Mechanismus krátkodobé finanční podpory**
 - dlužnická a věřitelská kvóta
 - financování deficitů sald PB
 - 90 + 90 dní, tržní úrok
- **Mechanismus střednědobé finanční pomoci**
 - individuální stanovení podmínek čerpání (Rada ministrů)
 - poruchy vnější rovnováhy
 - 2-5 let, úrok tržní (smluvní)

Flexibilní a kohezní EMS

- země, které nechtěly fixní kurz se nepřipojily k ERM
- hranice $\pm 2,25\%$ se přizpůsobovaly (Itálie, Španělsko, Portugalsko $\pm 6\%$)
- existence silného kolektivního závazku automatických a neomezených intervencí

Strategie EMS

EMS-1 (I.)

- různé míry inflace
- systém založen na častém přizpůsobování směnných kurzů

EMS-1 (II.)

- konvergence inflace
- systém založen na požadavku stabilního kurzu

Problém konvergence inflace

- **nízká inflace je v SR lepší než vysoká ⇒ Německo ji nechtělo zvyšovat**
 - **snižování inflace vede v SR k negativním jevům typu nezaměstnanost ⇒ Francie se obávala snížení**
- ⇒ vydefinování optimální míry inflace je složitý politický problém**

Přenastavování → konvergence

- 1983 je FRF donucen 3x devalvovat vůči DM ⇒ Francie mění politiku na pokles inflace pod úroveň Německa
 - v reakci na změnu francouzské politiky také ostatní země usilují o pokles inflace alespoň na německou úroveň
- ⇒ DM se stala kotvou, Bundesbanka byla napodobována ostatními

Problémy EMS

- Itálii, Španělsku, Portugalsku aj. se nedařilo výrazně snížit inflaci
- v rámci EMS-1(II.) nedocházelo k přizpůsobování kurzů
- konkurenceschopnost těchto zemí tak byla výrazně oslabena

⇒ země usilovaly o změnu systému

Krise EMS 1992 – 1993

- **spojení Německa vedlo k růstu inflace**
 - **Bundesbanka reagovala silnou restrikcí**
 - **ostatní země ji slepě následovaly**
 - **Evropa s výjimkou Německa zaznamenávala malý hospodářský růst**
 - **monetární restrikce situaci zhoršovala**
- ⇒ **nedůvěra v EMS, podpora úvah na změny systému**

Krize EMS 1992 – 1993

- Maastrichtská smlouva prohlubovala měnovou integraci
- problémy s ratifikací hned v první zemi a to Dánsku
- impuls pro směnný trh, že důvěra k ERM resp. k možnosti EMU není silná

⇒ spekulativní útoky na měny

Útoky na měny počátkem 90.let

- **spekulativní útok na liru a libru, které se jevily jako nadhodnocené**
- **intervence obou centrálních bank**
- **Bundesbanka označila neomezené intervence za neracionální a proto je dále nepodporovala**
- **Itálie a Británie musely opustit ERM**

⇒ **ERM je slabší než se připouštělo**

Útoky na měny počátkem 90.let

- spekulace na měny Irska, Portugalska, Španělska, jevily se nadhodnocené
- spekulace se rozšířily i na ne-nadhodnocené měny Belgie, Dánska, Francie
- pro uchování ERM bylo rozšířeno pásmo na $\pm 15\%$

⇒ faktický konec ERM s fixními kurzy

Ponaučení z EMS-1

- země byly nuceny snížit inflaci i za cenu krátkodobého hospodářského poklesu (Itálie, Francie...)
- ⇒ chybí-li v zemi instituce k provádění nepopulárních opatření, pak mohou být ujednání typu ERM prospěšná

Ponaučení z EMS-1

- režim fixního směnného kurzu vyžaduje vzdání se nezávislé monetární politiky
- fixní směnný kurz nefunguje, mají-li země odlišné ekonomické podmínky
- plná kapitálová mobilita znamená praktickou nemožnost neomezených intervencí

Ponaučení z EMS-1

- spekulanti při fixním kurzu neprohrávají, pokud je kurz změněn \Rightarrow vyhrávají, pokud je udržen \Rightarrow neztrácejí

\Rightarrow monetární integrace se separátními měnami je velmi riskantní záležitost, jedním z řešení je měnová unie.