



Měnová politika a měnové unie

Doc. Ing. Ilona Švihlíková, Ph.D.

Peníze a jejich role

- ▶ Vývoj peněz: od barteru, komoditních peněz, po bezhotovostní peníze. Aktuálně: digitální měna. Vývoj peněz není ukončen
- ▶ Funkce peněz: prostředek směny, zúčtovací jednotka, uchovatel bohatství
- ▶ Definice peněz: cokoliv, co slouží jako prostředek směny
- ▶ Měnové agregáty: M1, M2
- ▶ Viz:
https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/metodicka-poznamky/harmonizovane-penezni-agregaty-ceske-republiky/

Mezinárodní měnový systém

- ▶ Jedna světová měna
 - ▶ Měnové unie
 - ▶ Monometalismus (zlato)
-
- ▶ Pokusy o měnové unie (Skandinávská, Latinská)
 - ▶ Německá měnová unie



Zlatý standard

- ▶ Monetizace, zlato proniká do peněžního oběhu (nesnadná dostupnost, vysoké náklady na těžbu)
- ▶ Ale s růstem transakcí zlato nestačí, zlato překážkou rozvoje ekonomiky
- ▶ Bimetalismus
- ▶ Monometalismus

Role zlata

- ▶ Standard zlaté mince, UK jako světová mocnost (1870)
- ▶ Většina měn přímo směnitelná za zlato
- ▶ Pevně stanovené devizové kurzy mezi měnami jedn. Zemí
- ▶ Peněžní zásoba je určována toky zlata mezi zeměmi, tj. monetární politika je ovlivněna produkcí zlata a objevy nových nalezišť

Zlatý standard...

- ▶ Množství zlata určuje, kolik bankovek se bude emitovat
- ▶ Centrální banka má udržet oficiální paritu mezi domácí měnou a zlatem
- ▶ Nutnost držet velké devizové rezervy
- ▶ Nerovnováha se řeší převodem zlatem mezi CB

Problematické působení zlatého standardu

- ▶ Úplná směnitelnost bankovek za zlato
- ▶ Volný X a M zlata
- ▶ Konec 1. světové války
- ▶ Měnový zmatek, malá zásoba zlata, malá mezinárodní likvidita

Bretton-woodský systém

- ▶ 1944 - Měnová a finanční konference OSN v Bretton-woodu
- ▶ Dva základní návrhy:
 - ▶ Keynesův
 - ▶ Whiteův



Konvertibilita

- ▶ Po 2. sv. v. měny nebyly směnitelné, viz. Evropská platební unie
- ▶ Zavedení směnitelnosti na běžném účtu až v roce 1958
- ▶ Role USD - dominance v devizových rezervách

Keynesův plán

- ▶ Založen na pozici dlužnické země
- ▶ Clearingová unie
- ▶ Symetrický přístup, problém jsou velké deficity, ale i přebytky
- ▶ Bancor = zúčtovací jednotka, pro mezinárodní obchod. Ne vazba na zlato.

doporučeno: k tématu geniality Keynesova plánu

- ▶ Bank for international settlements:
- ▶ [Zhou Xiaochuan: Reform the international monetary system](#)



Zvítězila pozice USA

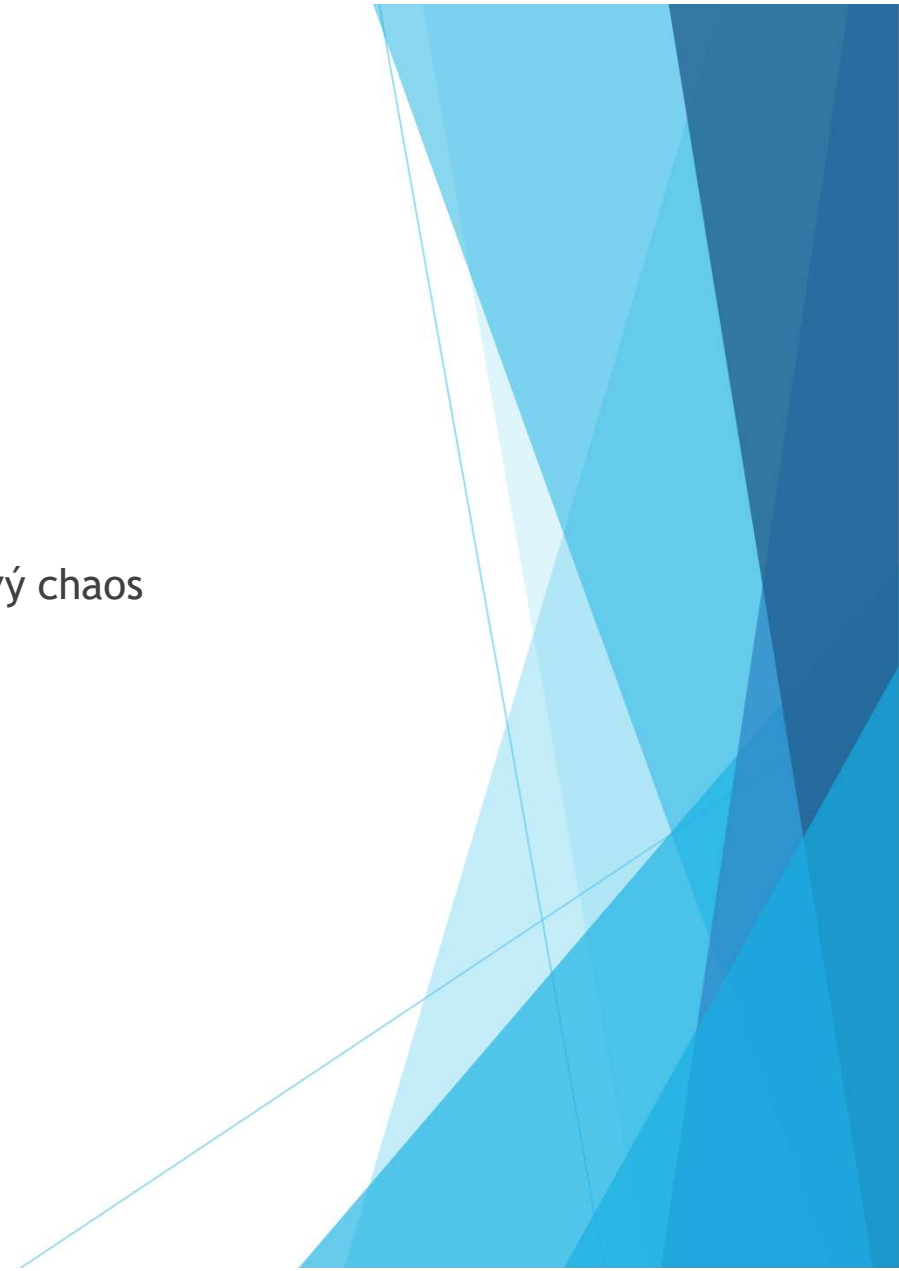
- ▶ Bretton-woodský systém založen na vazbě zlato a USD, dvojí fix
- ▶ Pevná vazba dolaru na zlato, 35 USD za trojskou unci
- ▶ Přelít stabilitu z USA do ostatních zemí
- ▶ Adaptabilita v možnosti úvěrových prostředků MMF, úprava kurzu k USD, ale sám USD vůči zlatu upravit nešel

Problémy Bretton-woodského systému

- ▶ Nerovnoměrný ekonomický vývoj
- ▶ Zavedení vnější směnitelnosti
- ▶ Přenos vnější nestability do ekonomiky
- ▶ Síla a stabilita americké ekonomiky (disciplína, financování války ve Vietnamu)
- ▶ Držet i tak USD? Hrozí výměna za zlato?

Konec Bretton-woodu

- ▶ USD nebylo možné v Bretton-woodu devalvovat
- ▶ 1971 - Nixon ruší autoritativně vazbu USD na zlato
- ▶ 1973 - konec vazby měn na USD, přechod na floating, měnový chaos



Závěry:

- ▶ USA pomocí Bretton-woodu de facto určovaly měnovou politiku zbytku světa
- ▶ Asymetrie ve vývoji (růst Německa, Japonska)
- ▶ Svět nelze řídit z jednoho centra

Po rozpadu

- ▶ CB obnovují svou nezávislost a manévrovací prostor
- ▶ Floating, role spekulace
- ▶ **Pobídka pro vznik EMS (1978/79)**
- ▶ Ale role USD v mezinárodním systému ukotvená

- ▶ Teoretický koncept: Triffinovo dilema



Evropský měnový systém

- ▶ Diskuse již v 60. letech, kdy ještě fungoval Bretton-woodský systém
- ▶ Wernerův výbor (ne nutně jedna měna, pevný kurz, jednotná monetární, ale i fiskální politika)
- ▶ Specifická pozice německé marky (obavy ostatních zemí z dominance DEM)
- ▶ Evropský měnový systém oficiálně zahájil činnost 13. března 1979. Tvořen byl následujícími základními prvky:
 - ▶ Evropská měnová jednotka (*European Currency Unit*, ECU)
 - ▶ Mechanismus směnných kurzů (*Exchange Rate Mechanism*, ERM)
 - ▶ Indikátory divergence (*Divergence Indicators*)
 - ▶ Úvěrové nástroje Evropského fondu pro měnovou spolupráci (*European Monetary Cooperation Fund*, EMCF)

Podrobněji...

- ▶ ECU byla umělá měnová jednotka, konstruovaná jako koš členských měn všech států EHS. Váhy jednotlivých košových měn odražely ekonomickou sílu členské země a upravovány byly v pětiletých intervalech. Měna ECU plnila funkci zúčtovací jednotky orgánů EHS a sloužila jako rezervní měna, kterou používaly centrální banky při intervencích na devizovém trhu. Vedle tohoto oficiálního ECU existovalo také tzv. privátní ECU. Takto se nazývaly četné finanční produkty (bankovní vklady, obligace aj.), které kopírovaly košovou strukturu oficiálního ECU.
- ▶ Kurzové uspořádání ERM tvořilo jádro EMS. Vzájemné kurzy členských měn ERM měly vymezeno pásmo povolených fluktuací se standardní šířkou $\pm 2,25\%$ od stanovené centrální parity. Jako dočasná výjimka byla povolena šířka $\pm 6\%$. Pokud se kurz některého měnového páru přiblížil k okraji pásma povolených fluktuací, centrální banky daných dvou měn měly automatickou povinnost zahájit neomezené devizové intervence s cílem udržet kurz uvnitř pásma. Přípustné byly změny centrálních parit, ovšem pouze po dohodě všech členských zemí zapojených do ERM. Účast v ERM byla dobrovolná, kromě britské libry nicméně všechny měny v tehdejších zemích EHS se na činnosti tohoto kurzového uspořádání od jeho vzniku podílely.
- ▶ ERM byl vybaven indikátory divergence. Propočít těchto veličin měl upozorňovat na nadměrné vychylování kurzů od svých centrálních parit. Obdržení tím měl být včasný signál o nutnosti přijetí účinných opatření s cílem zamezit další divergenci a předejít tím i nutnosti bránit kurz devizovými intervencemi na okrajích fluktuačního pásma.

Jednotný vnitřní trh a kroky k euru

- ▶ Projevy neoliberální politiky
 - ▶ Volný obchod a kapitál potřebují společnou měnu (?)
 - ▶ Různé motivace (Francie: politická motivace proti nadměrné dominanci USD)
-
- ▶ Ale pak zásadní změny, mimo jiné znovusjednocení Německa!
 - ▶ Mizí parita mezi Německem a Francií (počet obyvatel)
 - ▶ Německo je v centru dění (viz střední a východní Evropa)
 - ▶ **Zásadní lekce pro eurozónu!**

Německé znovusjednocení

- ▶ Francie si klade politické podmínky jako vítězná velmoc 2. světové války
- ▶ Opuštění marky ve prospěch nové evropské měny
- ▶ Kohl souhlasí
- ▶ Sjednocení (ne zcela, ale převážně) východní a západní marky 1:1
- ▶ Obrovské problémy s nevyvážeností ekonomického vývoje, masivní přesuny podpory ze západu na východ(!)
- ▶ ale i vliv západního Německa na strukturální přeměnu bývalé NDR. Politické napětí (Ossis x Wessis)
- ▶ Zásadní lekce pro eurozónu!
- ▶ Jednu měnu lze v heterogenních územích s jinou vyspělostí udržet jen pomocí masivních a dlouhodobých fiskálních transferů!

Silné nadnárodní úvahy v té době

- ▶ 90.léta: nadšení z neoliberální globalizace, triumf USA, období velkého optimismu a zejména nadnárodního myšlení
- ▶ Prodi: bipolární ekonomika (naprosté ignorování Číny, arogance), konec národních států (měna jako symbol národního státu). S koncem národní měny i úvahy o jednotné hospodářské politice (konec národních politik jako takových).

Etapy vzniku eura

- ▶ Velké ambice a důraz na rychlost procesu!
- ▶ Tři etapy
- ▶ I. Etapa: (1990-1993) slad'ování hospodářské politiky. Vrchol v Maastrichtské smlouvě, která určuje i postup a konvergenční kritéria. Dánsko a Velká Británie odmítly účast na III. Etapě (tj. zavedení jedné měny). Mají opt out. Ostatní země ne, ale toleruje se nezájem např. Švédska apod.
- ▶ II. Etapa: (1994-1998) Evropský měnový institut jako předchůdce ECB. Rok 1998 klíčový - rozhodnutí o plnění konvergenčních kritérií.
- ▶ III. Etapa: 1999-2002. přechodné období, kde fungovaly měny vedle sebe. Vznik ECB. V roce 2002 přechod na euro, národní měny přestávají existovat.

Konvergenční kritéria

- ▶ Konvergence = sbližování mezi ekonomikami (měly by si být podobné, než zavedou jednu měnu)
- ▶ Kritika: nevhodný výběr indikátorů (na výstupu), ignorování odlišných strukturálních a institucionálních podmínek
- ▶ „kreativita“ při plnění (problémy Německa i Francie, prodej Telecom France, kreativní účetnictví, povolená interpretace u dluhu u Itálie a Belgie atd.)
- ▶ Z 15 zemí (rok 1998): výjimku neboli opt out má Velká Británie a Dánsko, Švédsko negativní referenda. Celkově se „tolerantně“ kvalifikuje 11 zemí, jediné Řecko ani s tolerancí nesplňuje, ale připojí se záhy, ke své vlastní škodě
- ▶ **Dominovaly politické důvody** - motivace k většímu počtu členů (nikoliv ale u německých ekonomů, kteří před tím varovali)

Konvergenční kritéria jsou stále platná

- ▶ **Kritérium cenové stability** znamená, že členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace, sledovanou během jednoho roku před šetřením, která nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míry inflace těch - nanejvýše tří - členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability. Inflace se měří pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP).
- ▶ **Kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí** znamená, že na danou zemi se nevztahuje rozhodnutí o nadměrném schodku. Kritérium má dvě části:
 - ▶ **kritérium veřejného deficitu** znamená, že poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu v tržních cenách nepřekročí 3 %, kromě případů, kdy buď poměr podstatně klesl, nebo se neustále snižoval, až dosáhl úrovně, která se blíží referenční hodnotě, anebo překročení nad referenční hodnotu bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstává blízko k referenční hodnotě. Veřejný deficit znamená deficit, vztahující se k ústřední vládě včetně regionálních a místních úřadů a fondů sociálního zabezpečení, s výjimkou komerčních operací, definovaných v Evropském systému makroekonomických účtů.
 - ▶ **kritérium veřejného dluhu** znamená, že poměr veřejného dluhu v tržních cenách k hrubému domácímu produktu nepřekročí 60 %, kromě případů, kdy se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k referenční hodnotě. Veřejný dluh znamená hrubý úhrn dluhu v nominálních hodnotách na konci roku, konsolidovaných uvnitř a mezi jednotlivými odvětvími státního sektoru.
- ▶ **Kritérium stability kurzu měny a účasti v ERM II** znamená, že členský stát dodržoval normální rozpětí, která jsou stanovena mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, bez značného napětí během alespoň dvou posledních let. Zejména by pak země neměla z vlastní iniciativy devalvovat bilaterální směnný kurz domácí měny vůči měně kteréhokoliv jiného členského státu (po zavedení eura vůči euru).
- ▶ **Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb** znamená, že v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2 procentní body úrokovou sazbu těch - nanejvýše tří - členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability. Úrokové sazby se zjišťují na základě výnosů dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů.

Čím argumentují zastánci eurozóny?

- ▶ Eliminace kurzových rizik
- ▶ Posílení vnitřního trhu
- ▶ Sbližování ekonomik

- ▶ Snazší porovnání cen
- ▶ Usnadnění finančních převodů, usnadnění cestování např.

- ▶ Politická „motivace“: kdo nechce zavedení eura, je ruský agent, nebo argumentace „evropskými hodnotami“
- ▶ Chybí racionální pohled na rizika eurozóny

Teoretický přístup: Mundellova teorie optimálního měnového území

- ▶ Jaké podmínky uvádí (1961)?
 - ▶ - mobilita pracovní síly (nejsou jazykové či další překážky)
 - ▶ - kapitálová mobilita
 - ▶ - flexibilita mezd a cen (směrem dolů, viz následně řecký případ, či Itálie)
 - ▶ - mechanismus na sdílení rizik aneb fiskální redistribuce/pomoc (viz znovusjednocené Německo, viz Itálie, viz USA)
 - ▶ - sladěnost hospodářského cyklu (jak zajistit, když jsou ekonomiky odlišně strukturálně postavené?)
- ▶ Jak eurozóna splňuje tato kritéria?

Vhodnější kritéria pro jakoukoliv měnovou unii:

- ▶ Vysoká míra integrace všech trhů
- ▶ Vysoká míra podobnosti struktury ekonomiky
- ▶ Podobná produktivita práce a životní úroveň (HDP na obyvatele)

- ▶ Pokud není splněno:
- ▶ Pak nutná fiskální redistribuce k udržení jednotné měny!

Architektura eurozóny

- ▶ Je tak vrcholně nevyvážená
- ▶ Monetární pilíř hospodářské politiky: ECB
- ▶ Politika pro koho, když není sladěný cyklus? Jaké nástroje? Jak zamezit riziku dluhové krize?
- ▶ Fiskální pilíř:
- ▶ Nutnost podstatně většího společného rozpočtu a aktivního snižování rozdílů mezi zeměmi (euro dělá pravý opak, vytváří dvě periferie). Nesmí být fiskální konkurence mezi zeměmi. Problematické i u jedné země, natož pak v eurozóně. Co pak zbývá? **Trvalá fiskální konsolidace a tlak na snižování cen a mezd.**

Země jsou ve svěřací kazajce

- ▶ Nemohou si určit vhodné úrokové sazby
- ▶ A mají uzavřený kurzový kanál (nemohou devalvovat, viz Itálie)
- ▶ Fixace úrokové míry a kurzu znamená, že řešení je:
- ▶ Dokonalá mikro flexibilita? (existuje jen v učebnici)
- ▶ Velké výkyvy HDP (a divergence mezi zeměmi, časté krize)
- ▶ Fiskální redistribuce
- ▶ Euro je jen do dobrého počasí

Německé obavy z fungování eurozóny: Pakt stability a růstu

- ▶ Aby byla konvergenční kritéria dodržována stále
- ▶ Ale samo Německo a Francie porušily (a neuvalily sankce samy na sebe) na začátku fungování eurozóny
- ▶ Před vypuknutím Velké recese mělo Německo větší dluhy než Španělsko (nebo Irsko)
- ▶ Znevěrohodnění projektu eurozóny

Do vypuknutí Velké recese 2008

- ▶ Velmi pomalá dynamika u Německa (x velká u Řecka)
- ▶ Německo ustanovuje svůj model (podseknutí mezd, orientace na export a na levné energie). Zažívá vysokou nezaměstnanost
- ▶ Je patrná extrémní nesladěnost v rámci eurozóny
- ▶ ECB přizpůsobí svou politiku Německu: snížení sazeb vhodné pro Německo, ale vede k přehřívání ekonomik Jihu (a Irska)
- ▶ Jsou patrné obrovské rozdíly na běžném účtu platební bilance. Německá pozice je věřitelská, Řecko a další dlužnická (devizový dlužník). Rozdíly jsou ignorovány, částečně překryty přílivy finančního kapitálu
- ▶ Euro je pro Německo moc slabé, správně by „jeho“ euro mělo revalvovat. Pro ostatní země je moc silné (potřebovaly by devalvovat)

Doporučeno

- ▶ Pro pochopení nálady v Německu na počátku 21. století (2004)
- ▶ Paul van Dyke: wir sind wir
- ▶ <https://www.youtube.com/watch?v=sszlzKW3X1E>

Před vypuknutím Velké recese

- ▶ Ignorována čím dál větší divergence (hospodářský cyklus, vývoj na běžném účtu platební bilance)
- ▶ Německo vyvází kapitál (půjčky Řecku např.)
- ▶ Řada investorů se mylně domnívá, že eurozóna je i dluhová unie, což snižuje vnímání rizika u řady ekonomik
- ▶ Velká recese je spouštěč nerovnováh, které se během fungování eurozóny naakumulovaly a ukazuje na její nefunkčnost
- ▶ Přetaví se v dluhovou krizi v řadě postižených ekonomik (Portugalsko, Španělsko, Irsko, Řecko, Kypr). Eurozóna nemá žádné mechanismy, jak tento problém řešit
- ▶ Fiskální „konsolidace“ se stane pro řadu těchto zemí čirou katastrofou a zvýrazní obrovské rozdíly mezi zeměmi.

Role Německa v „záchraně“ Řecka

- ▶ Německé banky byly jedním z klíčových věřitelů
- ▶ Německo si stanovilo pro „řešení“ dluhové krize naprosto nerealistické požadavky, tzv. svatou trojici: no bail out, no exit, no default.
- ▶ Samozřejmě nakonec byl stanoven program pro Řecko, který ale zemi dlouhodobě silně poškodil. Zapojen MMF, který nikdy žádnou krizi nepředpověděl. Katastrofálně chybné předpovědi řeckého oživení
- ▶ Když nejde devalvace měny, musí jít tzv. vnitřní devalvace (tj. tlak na ceny a mzdy směrem dolů)
- ▶ Tlak na privatizaci ostrovů a státního majetku (viz prodej přístavu Pireus Číně!)

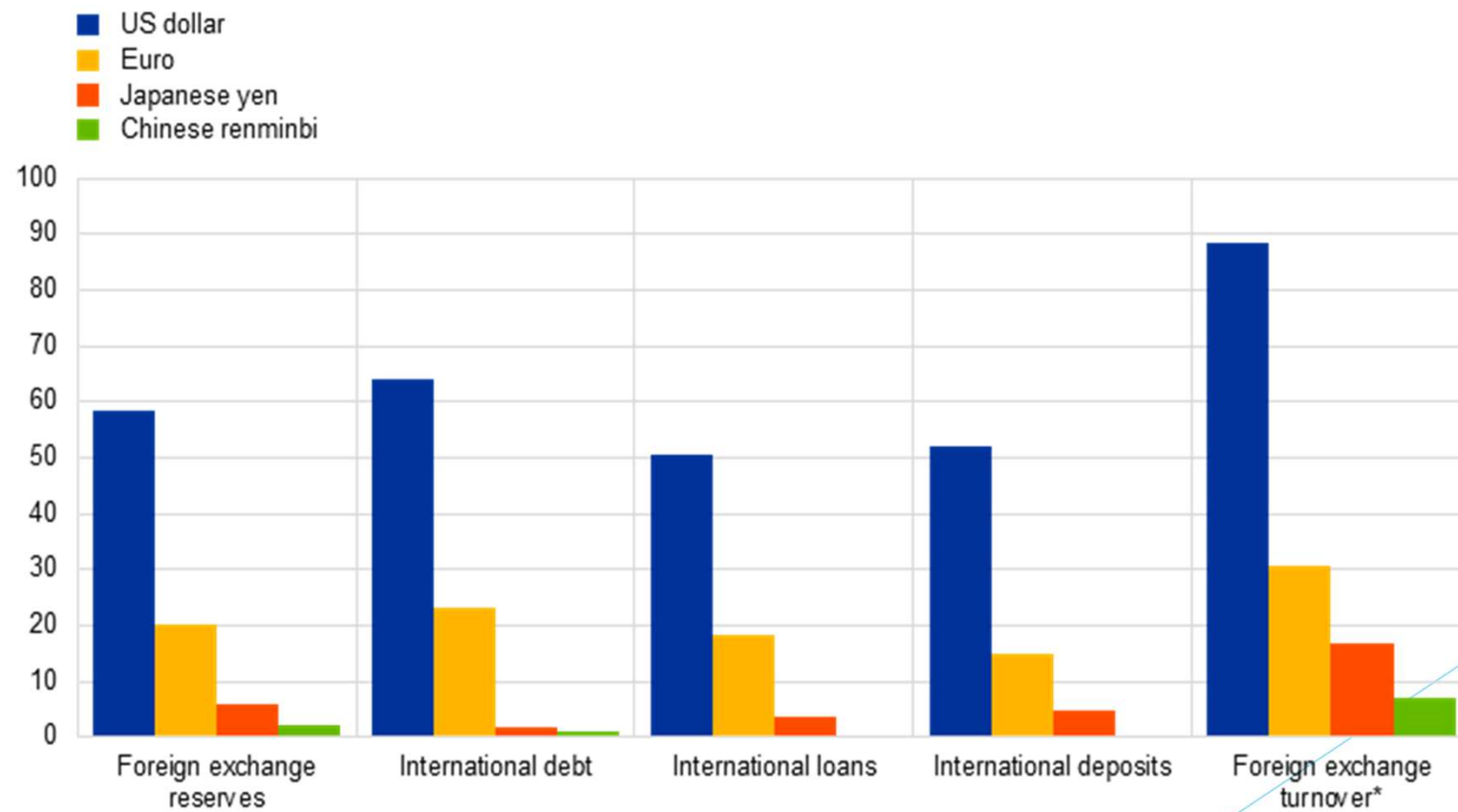
Německo a jeho destruktivní přístup

- ▶ Německo v rámci EU prosadilo důraz na fiskální disciplínu (u nás řecký případ zneužit Kalouskem - „abychom neskončili jako v Řecku“, stále politické zneužívání i nyní, strašení občanů dluhy!)
- ▶ Německo chce zakotvit určité principy do ústavy (a nyní s tím má samo problém), viz „dluhovou brzdu nebude možné odstranit žádnou parlamentní většinou.“ (Merkelová)
- ▶ EU zpomaluje svou dynamiku a její podíl se z dlouhodobého hlediska na světovém HDP snižuje. USA naopak reagují rychle a obnovují ekonomický růst
- ▶ „navzdory“ všem škrtícím politikám a konsolidacím je situace eurozóny stále horší, musí zasáhnout ECB, která v předchozím období eurozónu velice poškodila.
- ▶ Draghi: „whatever it takes“ 2012. začátek kreativní éry monetární politiky v ECB, která dále postoupila v kvantitativní uvolňování. Velká kritika z Německa, leč daň za udržení eurozóny pohromadě!

Závěrem

- ▶ Měnová unie je náročný projekt, který vyžaduje velkou sladěnost mezi ekonomikami/regiony a nutně potřebuje redistribuční mechanismus
- ▶ Ten je obtížné zavést mezi různými zeměmi
- ▶ Země je ve sřerací kazajce a ztrácí kurzový kanál jak pro dohánění s vyspělejšími zeměmi, tak i ztrácí důležitý nástroj hospodářské politiky
- ▶ Euro v dnešní podobě zapříčinilo vznik jižní periferie. Není nástrojem konvergence, ale divergence
- ▶ Proto historicky jsou úspěšné jen ty měnové unie, které skončily politickou unií!

Příloha: údaje ECB (červen 2024)



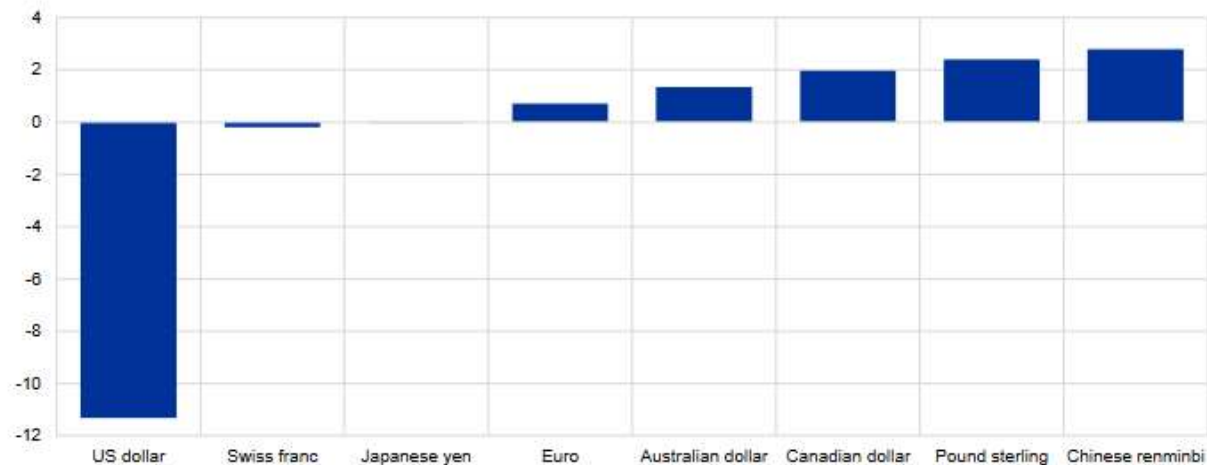
Dlouhodobý vývoj složení devizových rezerv v globálu

Chart A

The decline of the role of the US dollar in global foreign exchange reserves

Change in the share of selected currencies in global official holdings of foreign exchange reserves since 1999

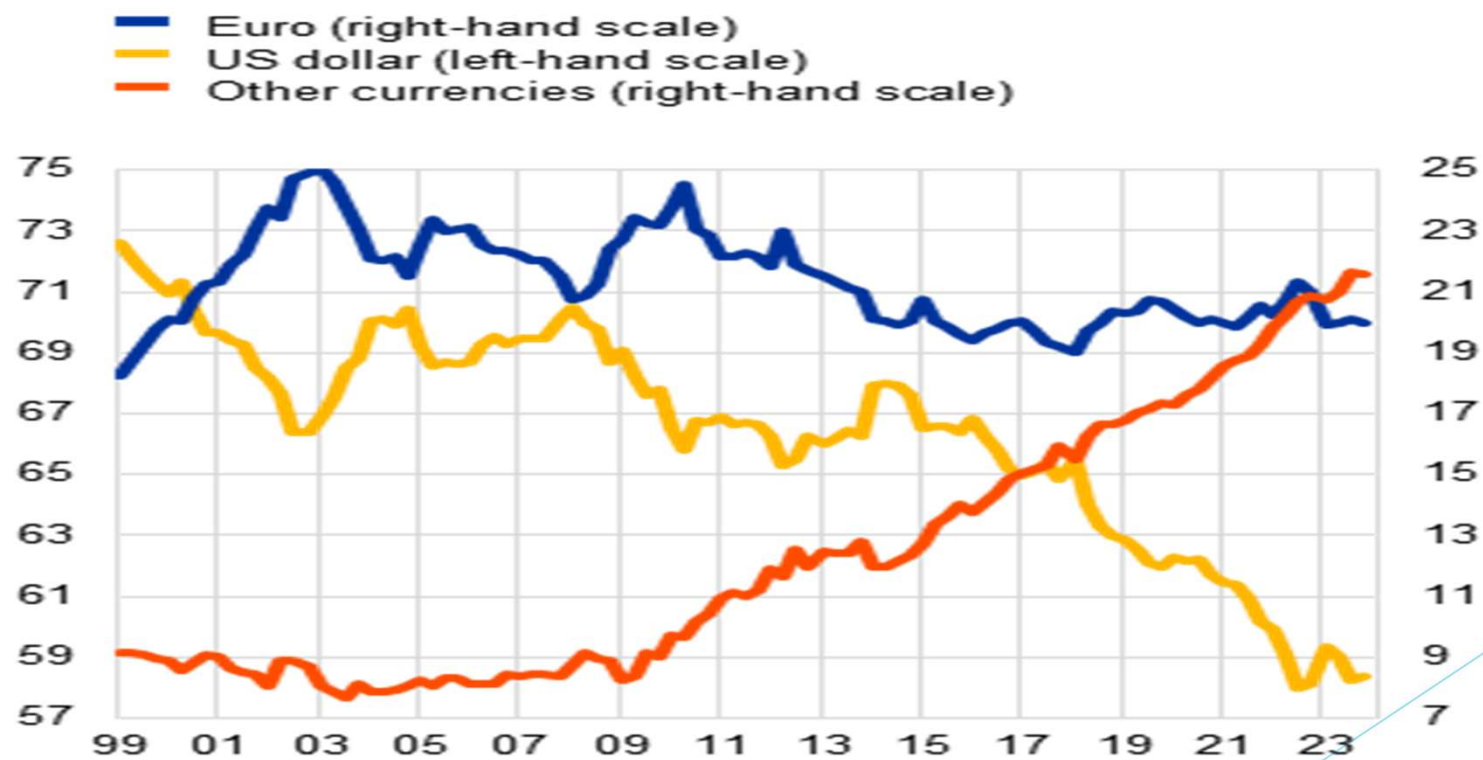
(percentage points, at constant Q4 2021 exchange rates)



Sources: IMF and ECB calculations.

Notes: The change in the share of the renminbi is estimated using data available since 2016; the change in the shares of the Australian and Canadian dollars are estimated using data available since 2012. The latest observation is for the fourth quarter of 2021.

Dlouhodobé trendy



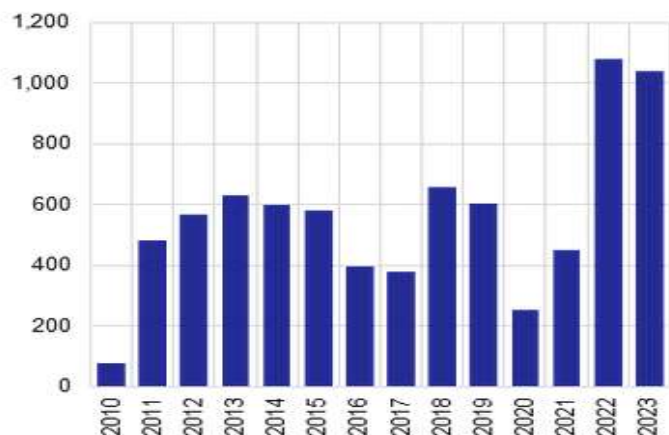
Zlato jako klíčový hedging

Chart 7

Accumulation of gold by central banks continued at a record pace in 2023, driven by diversification and geopolitical risk considerations

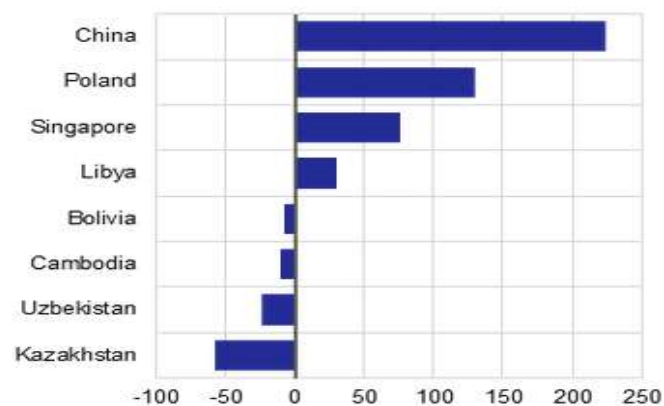
a) Central bank gold purchases

(tonnes)



b) Top gold purchasers and sellers in 2023

(tonnes)



Sources: IMF, World Gold Council and ECB calculations.

Note: The latest observations for Bolivia, Cambodia and Libya are for the second quarter of 2023.

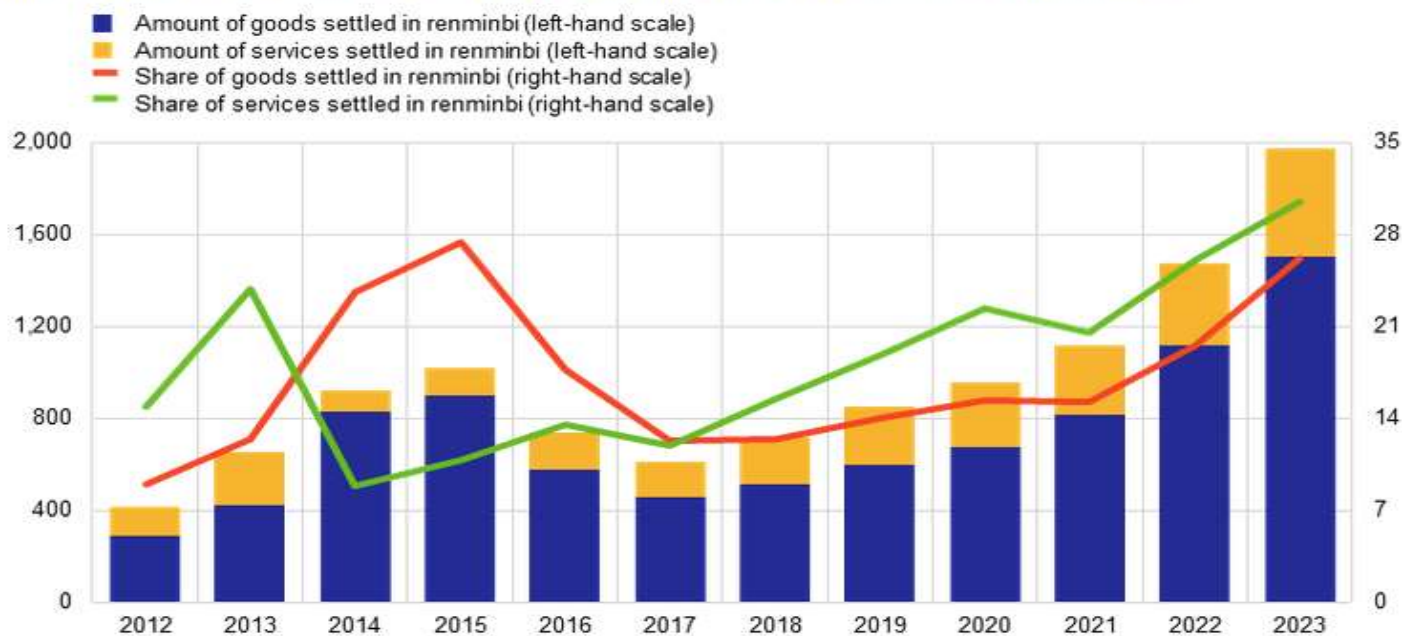
Obchod mezi Ruskem a Čínou

Chart 12

Rising role of the renminbi in trade invoicing in China and Russia

a) Use of the renminbi for settlement of China's external trade

(left-hand scale: USD billions at constant Q4 2023 exchange rates; right-hand scale: percentages)



Digitální měny

Bitcoin US Dollar



source: tradingeconomics.com