

# Strategie vstupu České republiky do kursového mechanismu ERM II<sup>#</sup>

Jana Marková\*

## Úvod

Česká republika se vstupem do EU zavázala k přijetí jednotné měny euro. Legislativa EU ovšem neobsahuje žádný konkrétní časový rámec a neupravuje tedy explicitně termín zavedení eura pro nové členské země. Ty získaly statut „země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura“ a předpokládá se, že budou usilovat o splnění podmínek vstupu do eurozóny, specifikovaných v podobě tzv. maastrichtských kritérií. Jedním z těchto kritérií je i kursová stabilita, která je spojována s účastí země v kursovém mechanismu ERM II. Zapojení do tohoto mechanismu je podmínkou nutnou, nikoliv však postačující. Plnění požadovaného kursového kritéria je posuzováno podle dosahované kursové stability během minimálně dvouletého setrvání měny v tomto kursovém mechanismu. Proto musí každá země zvážit všechny výhody a nevýhody účasti v ERM II a vyvodit z toho závěr o vhodném načasování vstupu a době setrvání v tomto mechanismu. To platí nejen v kontextu plnění ostatních maastrichtských kritérií a kritérií ekonomické sladčnosti ale i v souvislosti se zamýšleným vstupem do eurozóny.

Záměrem této statě je posouzení možného rizika vstupu do kursového mechanismu pro naši ekonomiku, a to jednak na základě zhodnocení samotného mechanismu fungování ERM II, a také na základě zkušeností jiných zemí, které jím prošly, anebo v něm setrvávají.

Stat' je rozdělena do třech částí. První je věnována komparaci kursového mechanismu ERM II s kursovým mechanismem Evropského měnového systému a interpretaci plnění kursového konvergenčního kritéria Komisí ES a Evropskou centrální bankou. Ve druhé části jsou popsány zkušenosti dvou zemí s účastí v ERM II. Pro tyto účely bylo zvoleno Dánsko, které setrvává v kursovém mechanismu od samého počátku jeho fungování a Slovensko, které bylo v ERM II zapojeno pouze po dobu nezbytnou ke splnění podmínky vstupu do eurozóny. Třetí část hodnotí možná rizika vstupu ČR do ERM II.

## 1 Charakteristika kursového mechanismu ERM II

Kursový mechanismus ERM II navázal na kursový mechanismus Evropského měnového systému ERM (*Exchange Rate Mechanism*), který zahájil činnost 13. března 1979, a to po neúspěšných snahách členských zemí ES o stabilizaci měnových kursů pomocí kursového mechanismu v podobě hada v tunelu, modifikovaného na měnového hada<sup>1</sup>.

<sup>#</sup> Výzkum byl podpořen ze zdrojů IGA v rámci grantového projektu F1/10/2010 *Měnové a regulatorní aspekty nestability finančních trhů*.

\* Doc. Ing. Jana Marková, CSc. – docentka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, <markovaj@vse.cz>.

<sup>1</sup> Had v tunelu zahájil fungování v roce 1971, a zavazoval centrální banky členských zemí k udržování kursu jejich měn vůči USD v pásmu  $\pm 2,25\%$  a vůči sobě navzájem v pásmu  $\pm 1,125\%$ . Tento systém byl pak v roce 1973 modifikován na měnového hada, ve kterém byly centrální banky zbaveny povinnosti intervenovat vůči dolaru, ale byly i nadále vázány povinností intervenovat vzájemné kursy svých měn.

Kursový mechanismus ERM spočíval na bilaterálních středních kursech národních měn (*Cross Rate*) členských zemí, odvozených od středních kursů těchto měn k ECU (*European Carrency Unit*). Centrální banky těchto zemí pak byly vázány povinností intervenovat tak, aby v žádném případě nedošlo k překročení povoleného fluktuačního pásma (*horní a dolní intervenční bod*), ve kterém se mohly pohybovat tržní kursy jejich měn. Toto pásmo bylo původně stanoveno v rozmezí  $\pm 2,25$  % od bilaterálního středního kursu (*normální pásmo*). Země, které měly problémy s účastí v předchozím kursovém mechanismu (měnovém hadovi), mohly požádat o širší pásmo a to až na  $\pm 6$  %. Tuto možnost využila pouze Itálie.

V souvislosti s měnovou krizí, která postihla Evropský měnový systém v letech 1992-93, bylo fluktuační pásmo (*s platností od 2. 8. 1993*) rozšířeno na  $\pm 15$  % (*standardní pásmo*). Kursový mechanismus ERM byl, od 1. 1. 1999, na základě rozhodnutí Rezoluce Rady (97/C 236/03 z 16. června 1997) nahrazen kursovým mechanismem ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*). V Rezoluci se uvádí: „*Se začátkem 3. fáze hospodářské a měnové unie bude Evropský měnový systém nahrazen kurzovým mechanismem definovaným v této rezoluci ...Tento kurzový mechanismus bude vázat měny členských států mimo eurozóny k euro*“. (ČNB 2003, s. 3)

Základem kursového mechanismu ERM II jsou centrální parity národních měn k euro a fluktuační pásmo, ve kterém se mohou tržní kursy pohybovat. Centrální parita a fluktuační pásmo jsou stanoveny na základě standardní procedury za účasti ministrů financí, Evropské centrální banky (dále jen ECB), guvernérů národních centrálních bank a Evropské komise. Změnu centrální parity může iniciovat jak národní centrální banka, tak i ECB.

Na rozdíl od původního kursového mechanismu ERM bylo upuštěno od vymezování bilaterálních kursů a tedy i povinnosti intervenovat vůči sobě navzájem. V rámci ERM II je závaznost intervencí založena na vztahu ECB a CB přistupující země. Fluktuační pásmo bylo stanoveno na  $\pm 15$  % od centrální parity, s možností dohodnout užší pásmo (tuto možnost nevyužila dosud žádná země kromě Dánska). Centrální banka členské země by měla intervenovat v případě, kdy se kurs dostane na hranici fluktuačního pásma. V tomto případě je intervenční podpora ze strany ECB automatická. V případě mezimarginálních intervencí může, ale nemusí ECB tyto intervence podpořit. Oproti předchozímu systému, kdy CB byly vázány povinností intervenovat tak, aby nedošlo k překročení povoleného oscilačního pásma, v ERM II se mohou CB zdržet intervencí v případě potenciálního ohrožení prioritního cíle měnové politiky, kterým je cenová stabilita.

Účast v kursovém mechanismu ERM II je dobrovolná s tím, že pro země, které chtějí přijmout euro je povinností se do tohoto systému zapojit a setrvat v něm minimálně dva roky. Samotná účast v kursovém mechanismu ještě ale neznamená splnění kritéria kursové stability. Stejně tak ale ke splnění kritéria nepostačí prokazatelná kursová stabilita, bez účasti v kursovém mechanismu. Zachování kursové stability s účastí v ERM II sice úzce souvisí, nicméně oba pojmy nelze ztotožňovat, neboť země může být zapojena do ERM II a přitom ani zdaleka neplnit kursovou konvergenční kritérium. Ke splnění požadovaného kritéria je tedy nutná jak účast, tak i stabilita.

Vyhodnocování plnění kritéria kursové stability vychází z příslušných ustanovení Smlouvy o Evropské unii, která je rozpracována příslušným Protokolem o kritériích konvergence a Rezolucí Rady ministrů, kterou byl kursový mechanismus ERM II založen.

Podle těchto oficiálních dokumentů je kursová stabilita formulována následujícím způsobem:

Podle Článku 121 odst. 1 Kriteria konvergence, je měřítkem splnění kriteria kursové stability: „– *dodržování normálního rozpětí stanoveného mechanismem měnových kursů Evropského měnového systému, aniž v posledních dvou letech došlo k devalvaci vůči měně jiného členského státu*“. (EU, 1999, s. 65)

Protokol o kritériích konvergence v článku 3 konstatuje „*Kriterium účasti v mechanismu měnových kursů Evropského měnového systému uvedené v článku 121 odstavec 1 třetí odrážka této smlouvy znamená, že členský stát dodržoval normální rozpětí stanovená mechanismem měnových kursů Evropského měnového systému bez značného napětí během alespoň dvou posledních let před šetřením. Zejména v tomto období nedevalvoval bilaterální směnný kurs své měny vůči měně kteréhokoliv jiného členského státu z vlastní iniciativy.*“ (EU, 1999, s. 263).

Tato ustanovení se vztahovala pouze na země, které vstoupily do eurozóny v první vlně, tedy k 1. 1. 1999. Dvouleté setrvání v kursovém mechanismu ERM však nebylo u všech původních zemí striktně vyžadováno. Výjimku měly Finsko (vstoupilo do ERM v říjnu 1996) a Itálie (zapojila se až v listopadu 1996). Tyto země v době vyhodnocování plnění maastrichtských kritérií (1998) podmínku dvouleté účasti nesplňovaly. Vůči nim byl ze strany příslušných institucí učiněn ústupek z toho důvodu, že udržovaly kurs své měny v povoleném flukтуаčním pásmu i před vstupem do kursového mechanismu.

Podle Rezoluce Rady ministrů z roku 1997, došlo k modifikaci některých původních ustanovení, týkajících se kursové stability, a to následujícím způsobem:

*„Za prvé, ECB a EK v souladu se zněním Smlouvy vyhodnocují, zda se země účastnila mechanismu ERM II „alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením“.*

*Za druhé, co se týče definice „normálního flukтуаčního rozpětí“, ECB vychází z formálního stanoviska, které přednesla Rada EMI v říjnu 1994 a z jejích vyjádření ve zprávě „Progress towards Convergence“ vydané v listopadu 1995.*

*Stanovisko Rady EMI z října 1994 uvádí, že „širší flukтуаční pásmo přispělo k dosažení udržitelné míry stability měnových kurzů v rámci ERM“, že „Rada EMI považuje zachování současných pravidel za vhodné“ a že „členské státy by se i nadále měly snažit předcházet výrazným fluktuacím měnových kurzů tím, že zaměří svou politiku na dodržování cenové stability a snižování schodků veřejných rozpočtů, čímž přispějí k naplnění požadavků článku 140(1) Smlouvy a příslušného protokolu“.*

*Ve zprávě „Progress towards Convergence“, která byla zveřejněna v listopadu 1995, bylo konstatováno, že „když byla Smlouva sestavována, představovalo tzv. normální flukтуаční rozpětí odchylku o  $\pm 2,25$  % od bilaterální centrální parity a odchylka o  $\pm 6$  % představovala výjimku. V srpnu 1993 bylo přijato rozhodnutí o rozšíření flukтуаčního rozpětí na  $\pm 15$  %. Interpretace tohoto kritéria, a především pojmu „normální flukтуаční rozpětí“, se tak stala poněkud složitější.“ Dále pak bylo navrženo, že při závěrečném hodnocení bude třeba vzít ohled na „specifický vývoj měnových kurzů v rámci Evropského měnového systému (EMS) od roku 1993“. Proto je při hodnocení vývoje měnových kurzů kladen důraz na to, zda byl měnový kurz blízko centrální parity v rámci ERM II.*

*Za třetí, při posuzování přítomnosti „výrazného napětí“ nebo „silných tlaků“ na měnový kurz se zkoumá míra odchýlení kurzů k euru od centrálních parit v rámci ERM II. Vedle toho se používají další ukazatele, jako například krátkodobé úrokové diferenciály vůči eurozóně a*

*jejich vývoj. Dále se bere ohled na to, jakou roli hrály devizové intervence.*“ (MF – ČNB 2010, s. 12)

Z výše vedeného je zřejmé, že všechna pravidla týkající se plnění kritéria kursové stability nejsou ve všech ohledech striktně stanovena, což má za následek, že přístup ECB a Evropské komise k vyhodnocování plnění kritéria, není jednotný. Obecně platí, že pro plnění kritéria kursové stability:

- musí země setrvat v kursovém mechanismu ERM II nejméně dva roky
- v hodnoceném dvouletém období nesmí dojít k devalvaci centrální parity (pokud by došlo k devalvaci centrální parity, dvouletá doba se začne znovu odpočítávat ode dne devalvace (revalvace centrální parity zapovězena výslovně není) a
- kurs by se měl pohybovat v „normálním flukтуаčním pásmu“ bez výrazného napětí (čili udržení kursu v úzkém rozmezí  $\pm 2,25\%$  „za každou cenu“ za pomoci nadměrných intervencí či netržních opatření nemusí být hodnoceno jako splnění kritéria kursové stability).

Z takto formulovaných kritérií však nelze jednoznačně určit, co je možné považovat za „normální flukтуаční pásmo“. Podle Evropské komise by se kurs měl pohybovat v pásmu  $\pm 2,25\%$ . Odvolává se přitom na to, že maastrichtská kritéria byla formulována v době platnosti tohoto normálního pásma. Rozšíření pásma v srpnu 1993 na  $\pm 15\%$  bylo chápáno pouze jako dočasné opatření s předpokládaným návratem na původní úroveň. Záměrem rozšíření flukтуаčního pásma nebylo vytvořit větší prostor pro variabilitu kursu, ale snaha čelit spekulativním útokům na měny zapojené v kursovém mechanismu ERM. Evropská komise tedy aplikuje při hodnocení kursové stability u nových zemí stejný postup, jaký uplatňovala u zemí, které přijaly euro od 1. 1. 1999.

Skutečností je, že překročení tohoto „normálního pásma“ není Evropskou komisí automaticky vnímáno jako ukazatel „výrazného napětí“. Při jeho posuzování se přihlíží k délce trvání odchylky a jejím důvodům, dále k nastavení úrokových sazeb a intervenční politice centrální banky v době vybočení tržního kursu z pásma, a konečně i k tomu, zda jde o porušení apreciační či depreciační hranice (implicitně řečeno – porušení apreciační hranice je více přípustné). „Komise výslovně uvádí, že by bylo vyloučeno, aby se příčinou nesplnění kritéria staly pohyby nad  $2,25\%$  hranici (tj. překročení apreciační hranice pásma). (Helísek 2008, s. 382). Dá se tedy říci, že pro Evropskou komisi je „povolené“ flukтуаční pásmo v rozmezí  $-2,25\%$  až  $+15\%$ .

Na rozdíl od Evropské komise se ECB při hodnocení kursové stability neřídí explicitně stanoveným flukтуаčním pásmem, ale zaměřuje se na to, zda se kurs pohyboval v blízkosti centrální parity a co bylo důvodem jeho vybočení. Z toho by bylo možné vyvodit závěr, že ECB akceptuje pohyb kursu v pásmu  $\pm 15\%$  od centrální parity. „Hodnocení stability směnného kurzu vůči euru se zaměřuje na to, zda se směnný kurz pohyboval blízko centrální parity v ERM II, zároveň však bere v úvahu faktory, které mohly vést k jeho apreciaci. To odpovídá přístupu použitému v minulosti. V tomto ohledu není širší flukтуаční pásmo v rámci ERM II jednoznačným ukazatelem pro hodnocení kritéria stability kurzu. K posouzení, zda kurz nebyl vystaven „silným tlakům“, se obecně používá i) posouzení stupně odchylky směnných kurzů od centrální parity v ERM II vůči euru, ii) ukazatelů jako jsou kurzová volatilita vůči euru a její trend a také diferenciály krátkodobých úrokových sazeb vůči euru a jejich vývoj a iii) posuzování úlohy, jakou hrály devizové intervence.“ (ECB, 2006. s. 12)

Období účasti v kursovém mechanismu ERM II, nemusí být omezeno jen na obligatorní dva roky. Do kursového mechanismu se členská země může zapojit bezprostředně po vstupu do EU. Pro hodnocení plnění kritéria je ovšem rozhodující stabilita kursu během dvou posledních let před šetřením, posuzovaná podle pohybu tržního kursu v blízkosti centrální parity.

Samotnému vstupu do ERM II předchází důležitý krok, kterým je stanovení centrální parity dané měny k euru, kolem které by se měl tržní kurs ve vymezeném flukтуаčním pásmu pohybovat. Centrální parita by měla být reálným odrazem stavu ekonomiky přistupující země, neboť špatně nastavená výchozí parita by mohla mít na danou ekonomiku negativní dopady. Proto je nutné vycházet při jejím stanovení z řady makroekonomických ukazatelů jako je úrokový diferenciál, očekávaná inflace, saldo běžného účtu platební bilance, příliv zahraničního kapitálu aj.

Nastavená centrální parita může pak být i východiskem pro stanovení přepočítacího koeficientu, pomocí něhož budou převáděny všechny operace v domácí měně na euro. Záleží však na tom, na jaké výchozí úrovni je centrální parita nastavena a zda si nepředvídané události během setrvání měny v ERM II, nevynutí její korekci směrem nahoru nebo dolů.

V podstatě existují tři možné způsoby nastavení centrální parity, a to buď na úrovni aktuálního tržního kursu nebo na vyšší či nižší úrovni než by odpovídalo aktuálnímu tržnímu kursu. Pokud by se centrální parita příliš odchýlila od tržního kursu a měna by vstupovala do ERM II podhodnocená, pak lze očekávat, že dojde k její apreciaci. Tento vývoj jsme mohli zaznamenat v případě Řecka. Při vstupu do kursového mechanismu ERM byla centrální parita řecké drachmy stanovena na úrovni 353,109 GRD/ECU, přestože se aktuální kurs pohyboval na úrovni 312 GRD/ECU. V následujícím půlroce pak došlo k apreciaci cca o 8 %.

Opačný vývoj lze očekávat v případě, kdy centrální parita bude příliš nadhodnocená. Tuto zkušenost získaly v minulosti Velká Británie a Itálie. „*Centrální parity obou měn byly při jejich vstupu do ERM (ITL v březnu 1979, a GBP teprve v říjnu 1990) „zjevně nadhodnoceny“ a po opuštění ERM jejich kursy výrazně depreciovaly ...*“ (Helísek 2008, s. 392).

Centrální paritu blízko úrovni aktuálního tržního kursu si zvolilo, mimo jiných zemí, i Slovensko a Dánsko. Jejich zkušenosti s účastí v ERM II jsou obsahem následující části.

## **2 Zkušenosti Slovenska a Dánska s účastí v kursovém mechanismu ERM II**

### **2.1 Slovenská koruna v ERM II**

Slovensko se zapojilo do kursového mechanismu ERM II už 28. listopadu 2005, tedy záhy po vstupu do Evropské unie (1. května 2004). Zkušenosti s režimem pevného měnového kursu mělo ale už v minulosti, neboť ho využívalo až do roku 1998, kdy přešlo na systém s řízenou pohyblivostí. Důvodem změny kursového režimu byl zájem Národní banky Slovenska (dříve jen NBS) zasahovat více do nepříznivého vývoje kursu, který souvisel s nárůstem pasivního salda obchodní bilance, s rostoucí zahraniční zadlužeností, s prohlubujícím se deficitem veřejných financí a v neposlední řadě i se snížením ratingového hodnocení země.

Ale už před plánovaným vstupem do ERM II musela NBS naopak řešit nežádoucí apreciaci domácí měny vůči euru. Zhodnocování domácí měny probíhalo podle ní příliš rychle a neodpovídalo vývoji makroekonomických veličin. Aby zabránila přílivu

zahraničního kapitálu, snižovala NBS úrokové sazby a pomocí devizových intervencí se snažila zastavit nepříznivý vývoj kursu koruny, který snižoval konkurenceschopnost domácích výrobců na světových trzích. „*Priame intervencie na devízových trhoch realizovala NBS v I. štvrtroku 2005 od začiatku januára. Centrálna banka na začiatku roka niekoľkokrát opakovane priamo intervenovala v neprospech silnejúcej slovenskej koruny nákupom devízových prostriedkov na voľnom trhu. V priebehu tohto obdobia sa zvýšila nielen frekvencia priamych zásahov, ale aj ich objem. V januári a februári nakúpila prostredníctvom priamych devízových intervencií a obchodov spolu 2,18 mld. EUR, kým počas celého minulého roka 2004 intervenovala objemom 1,6 mld. EUR.*“ (Zachar 2005, s. 59).

Za tuto aktivitu si NBS vysloužila kritiku ze strany některých ekonomů, kteří poukazovali na to, že úkolem centrální banky není ochrana exportérů ale zajištění cenové stability, která by mohla být poklesem úrokových sazeb a přímými devizovými intervencemi ohrožena. „*Opatrenia Národnej banky Slovenska (NBS) proti prílišnému posilňovaniu kurzu koruny sa stretli so značnou kritikou analytikov. Vyjadrili obavu, že inflačný cieľ nezohrával adekvátnu úlohu pri rozhodovaní NBS. Centrálna banka má strážiť cenovú stabilitu, ktorá je pre ekonomiku dôležitejšia ako určitá úroveň kurzu meny.*“ (Zachar 2005, s. 60). Kritika poukazovala i na to, že výsledný efekt přímých intervencí byl podstatně menší než vynaložené náklady. Tato opatření NBS se sice skutečně ukázala jako nepříliš účinná, neboť nezabránila dalšímu zhodnocování domácí měny, nicméně má se zato, že pokud by NBS k tomuto kroku nepřistoupila, došlo by s největší pravděpodobností k podstatně větší apreciaci koruny, což by ztížilo Slovensku vstup do ERM II.

Centrální parita byla při vstupu do ERM II stanovena na úrovni 38,4550 SKK/EUR při standardním flukтуаčním pásmu  $\pm 15\%$  což znamenalo pohyb kursu v rozmezí 32,6868 – 44,2233 SKK/EUR. Vzhledem k tomu, že aktuální kurs slovenské koruny byl 38,4610 SKK/EUR byla centrální parita jen mírně nadhodnocena.

Hned po svém vstupu do kursového mechanismu, slovenská koruna posílila o 1,8% a následně se pohybovala na úrovni výrazně vyšší než centrální parita. Určité výkyvy kursu byly zaznamenány v souvislosti s nejasnými výsledky voleb v polovině roku 2006 a se zvýšenou averzí zahraničních investorů vůči riziku v nových tržních ekonomikách. V důsledku toho se koruna dostala do depreciačního pásma. Nejnižší dosažená hodnota však byla pouze -0,68 % od centrální parity, což je možné považovat, vzhledem k povolené fluktuaci, za zanedbatelné. „*So slovenskou menou sa následne v júli 2006 dočasne obchodovalo na úrovni o niečo nižšej ako jej centrálna parita. V snahe podporiť korunu a zmierniť kurzovú volatilitu Národná banka Slovenska aktívne intervenovala na devízových trhoch.*“ (ECB 2006, s. 54).

Ve snaze posílit domácí měnu intervenovala NBS (ve dnech 21. 6., 29. 6. a 12. 7.) na devizovém trhu prodejem eur ve výši 3 085 mil. Během posledního dne prodala 1 750 mil. eur, což byla vůbec největší devizová intervence uskutečněná v průběhu jednoho dne v historii Slovenska. To také vyvolalo spekulace o míře schopnosti NBS zabránit dalšímu oslabování domácí měny.

V druhé polovině roku 2006, v souvislosti se změnou postoje zahraničních investorů, začala slovenská koruna posilovat, a to i přes určité problémy s plněním kritéria deficitu veřejných financí (3,4% HDP). Koruna se zhodnocovala v průměru o 2 procentní body za měsíc a ke konci roku se odchýlila od centrální parity o 11,43%. Dosáhla tak nového historického maxima. NBS se proto rozhodla znovu intervenovat, tentokrát však s cílem oslabit domácí měnu. Na devizový trh vstoupila 29. prosince 2006 při kursu 34,060



SKK/EUR a nakoupila eura ve výši 495 mil. Čisté saldo devizových intervencí během tohoto roku tak bylo 2590 mil eur.

Přes tuto intervenci pokračovalo zhodnocování slovenské koruny i v následujícím roce a 8. března 2007 kurs dosáhl úrovně 33,800 SKK/EUR (zhodnocení o 12% ve vztahu k centrální paritě). NBS na to reagovala opět přímou intervencí a na devizovém trhu nakoupila 530 mil eur. To přispělo pouze ke krátkodobé stabilizaci kursu domácí měny a proto vzhledem k pokračující apreciaci bylo, po dohodě ministrů financí zemí eurozóny, prezidenta ECB a ministrů financí a guvernérů centrálních bank Dánska, Estonska, Litvy, Lotyšska a Slovenska, přistoupeno ke změně centrální parity o 8,5 % na 35,4424 SKK/EUR (s platností od 19. 3. 2007) a hranice flukтуаčního pásma se tak posunula na 30,1260 - 40,7588 SKK/EUR. Reálný kurs byl v té chvíli 33,9590 SKK/EUR což vyvolalo tlaky na další apreciaci, proti které NBS opět intervenovala a 20. března nakoupila eura ve výši 1400 mil. Tato intervence spolu se snížením klíčové úrokové sazby o 25 bazických bodů (na 4,50%) přispěla ke snížení kursu na 33,650 SKK/EUR. Krátce nato koruna opět apreciovala a to až na 33,100 SKK/EUR. Na to NBS reagovala (4. dubna) další intervencí (již třetí v daném roce), a to ve výši 700 mil eur. Tím se jí podařilo snížit kurs na 33,600 SKK/EUR. Na této úrovni se pohyboval i počátkem následujícího roku.

Koruna během roku 2008 dále posilovala. K její apreciaci přispěly jak dobré makroekonomické výsledky, tak i pozitivní rating ze strany Evropské komise. Svoji roli sehrály i spekulace na další zhodnocování slovenské koruny. Díky tomu se kurs v dubnu dostal na úroveň 32,500 SKK/EUR. To ještě více posílilo spekulace na pokračující zhodnocování koruny, ke kterým přispěla i prohlášení slovenských politiků „...*keď opakovane uviedli, že si želajú čo najsilnejší konverzný kurz*“.(NBS 2009, s. 49)

Kurs koruny se tak v květnu přiblížil k dolní hranici flukтуаčního pásma. Tato skutečnost vedla ke druhé změně centrální parity slovenské koruny. Koruna revalvovala o 17,6472 % tj. na 30,126 SKK/EUR (s platností od 29. 5. 2008). Opakující se změna centrální parity byla považována za precedent, který doposud nebyl v historii ERM II zaznamenán. Navíc tato změna byla doprovázena podezřením z toho, že informace o úpravě parity vyplynuly na povrch před jejím oficiálním ohlášením a mohly být využity některými subjekty k dosažení zisku. Nasvědčovaly tomu nezvykle velké objemy prodejů eur (739 mil eur) ze strany bank a jiných obchodníků před změnou centrální parity. „*tieto veľké obchody vyvolali podozrenie, že informácie o zmene centrálnej parity získali niektorí obchodníci ešte pred oficiálnym oznámením a využili ich na svoje obohatenie ...*“ (Zachar, 2009, s. 20)

Po změně parity se kurs sice dostal na historické maximum a to 30,080 SKK/EUR ale situace na devizovém trhu se zklidnila po prohlášení politiků, že by se konverzní kurs neměl od tohoto paritního kursu výrazně odchýlit. K větší odchylce od paritního kursu došlo až v říjnu, kdy koruna oslabila až na 30,800 SKK/EUR. Důvodem byly rostoucí nákupy eur ze strany finančních institucí, aby měly po vstupu Slovenska do eurozóny dostatek likvidity. Koncem roku se pak kurs pohyboval v blízkosti centrální parity.

Tyto zásahy politiků do vývoje kursu se rovněž staly terčem kritiky s poukazem na to, že výše kursu není výsledkem působení tržních faktorů a může tak poškodit ekonomiku „*pokiaľ kurz neodráža reálnu výkonnosť ekonomiky, skôr či neskôr poškodí podnikateľské prostredie a následne i celú ekonomiku – príliš silný, nadhodnotený kurz napríklad predražuje okrem exportu aj pracovnú silu platenú od začiatku roku 2009 v eurách...*“ (Zachar, 2009, s. 20)

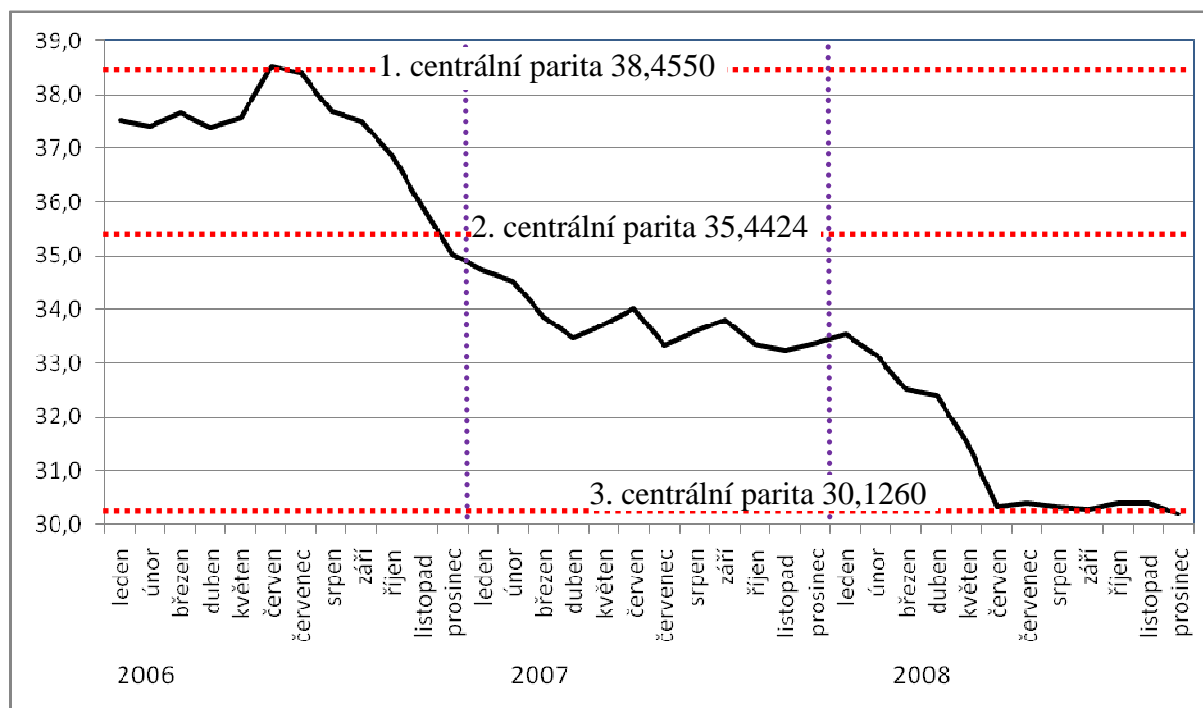
Během roku 2008 slovenská koruna zhodnotila celkem o 10,4% (z 33,603 SKK/EUR na 30,126 SKK/EUR). Průměrná hodnota kursu v tomto období byla 31,291 SKK/EUR.

NBS během celého období setrvávání v ERM II intervenovala celkem sedmkrát v celkové výši 6,210 mil eur – z toho třikrát proti depreciaci domácí měny (prodala 3,085 mil eur) a čtyřikrát proti apreciaci domácí měny (nakoupila 3,125 mil eur). (NBS, 2007, s. 70, NBS, 2008, s. 49).

Na úrovni centrální parity 30,1260 SKK/EUR z 29. 5. 2009 byl stanoven i konverzní kurs slovenské koruny vůči euru po vstupu Slovenska do eurozóny. Tento postup si našel řadu kritiků, kteří poukazovali na skutečnost, že „*ešte existoval priestor na väčšie posilnenie koruny, ktoré by zároveň nepoškodilo rýchlo rastúci proexportne orientovaný slovenský priemysel s vysokou produktivitou práce*“ a současně namítali, že „*...praktickejší konverzný kurz by bol 30 SKK/EUR, ktorý sa príliš nelíši od centrálnej parity, pričom je pre ľudí ľahšie zapamätateľný a jednoduchšie by sa im prepočítavali ceny*“ (Zachar 2009, s. 20). Stejný postup, kdy konverzní kurs byl stanoven na úrovni paritního kursu, byl uplatněn u všech zemí, které doposud přijaly euro.

O vývoji kursu slovenské koruny vůči euru v období 2006 až 2009, kdy Slovensko přijalo euro, vypovídá následující Obr. č. 1.

**Obr. 1: Vývoj kursu SKK/EUR v rámci ERM II (měsíční průměry)**



Zdroj: NBS (2011)

Evropská komise v Konvergenční zprávě (ze 7. 5. 2008) konstatovala, že v průběhu celého období účasti Slovenska v mechanismu ERM II (2 roky a 4 měsíce) se domácí měna pohybovala v apreciační části flukтуаčního pásma s průměrnou odchylkou 5,4% od centrální parity a nezaznamenala výrazné tlaky, na základě čehož považuje kritérium kursové stability za splněné. Zároveň bylo oficiálně potvrzeno, že Slovenská republika splňuje i ostatní maastrichtská kritéria a má tak předpoklady pro přijetí jednotné měny euro. Ke dni hodnocení



plnění kritérií dosahoval deficit veřejného rozpočtu 2,2% HDP a veřejný dluh se podílel na HDP 30,7% (ještě v roce 2000 to bylo 50%). Hodnota průměrných dlouhodobých úrokových sazeb byla 4,5 % (referenční hodnota 6,5%) a míra inflace ve sledovaném období měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen byla 2,3% (referenční hodnota 3,2%). (Zachar 2009, s. 19)

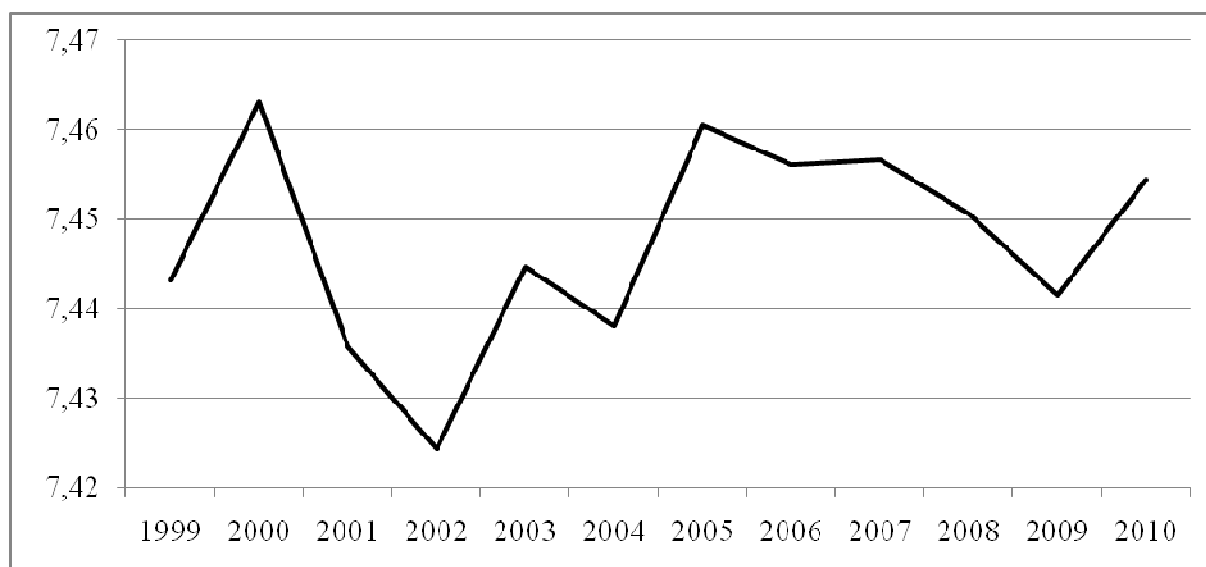
Slovensko se tak zařadilo mezi země, které bez vážnějších problémů splnily kvalifikační předpoklady pro vstup do eurozóny (1. 1. 2009). Proces zavedení jednotné měny euro proběhl formou velkého třesku, tzn., že euro bylo využíváno současně jak v bezhotovostním tak hotovostním platebním styku. Přechodné období, kdy v hotovostním platebním styku obíhaly jak eura, tak i slovenské koruny trvalo pouze 14 dní a od 16. ledna 2009 se euro stalo jediným zákonným platebním prostředkem na území Slovenska.

## 2.2 Dánská koruna v ERM II

Dánsko je zemí s nejdelším pobytem v kursovém mechanismu ERM II. Do kursového mechanismu Evropského měnového systému, na který ERM II navázal, se zapojilo od samého počátku jeho fungování, tedy 13. 3. 1979. Cílem kursové politiky centrální banky Dánska bylo udržet stabilní měnový kurs vůči silným měnám zapojeným do tohoto mechanismu. Dánská koruna byla těsně před vznikem eurozóny hodnocena Evropským měnovým institutem jako stabilní a Dánsko by tak kritérium kursové stability splňovalo. (EMI 1998, s. 59).

Dánsko plnilo i ostatní maastrichtská kritéria, ale po neúspěšném referendu k Maastrichtským dohodám (2. června 1992) si vynutilo neúčastnickou doložku (*opt-out clause*), která mu umožňuje nepřijmout euro (poté referendum 18. května 1993 dohody přijalo). Dánsko tak setrvává mimo eurozónu, ale zapojilo se do kursového mechanismu ERM II, hned jak zahájil fungování. Vazba domácí měny na jednotnou měnu eurozóny, jejímž prioritním cílem je cenová stabilita, vytváří pro Dánskou centrální banku předpoklady pro plnění jejího cíle měnové politiky, kterým je rovněž cenová stabilita (jak vnitřní tak vnější).

Centrální parita byla stanovena na úrovni 7, 46038 DKK/EUR. Na základě dohody s ECB a představiteli členských zemí eurozóny bylo pro dánskou korunu stanoveno užší flukтуаční pásmo v rozmezí  $\pm 2,25$  % od centrální parity, což představuje v absolutním vyjádření nejnižší hodnotu 7,62824 DKK/EUR a nejvyšší hodnotu 7,29252 DKK/EUR. Během celého období působení dánské koruny v ERM II nebyla tato hranice flukтуаčního pásma nikdy překročena. Dánská koruna dosáhla nejvyšší apreciační hodnotu 7,4234 DKK/EUR (v dubnu 2003) a nejvyšší depreciační hodnotu 7,4684 DKK/EUR (v srpnu 2000). To znamená, že se měnový kurs pohyboval po celou dobu účasti v kursovém mechanismu v rozmezí +0,11 % a - 0,50% od centrální parity. O pohybu kursu dánské koruny vůči euro vypovídá následující Obr. č. 2.

**Obr. 2: Vývoj měnového kursu DKK/EUR v období 1999-2010 (roční průměry)**

Vzhledem k příliš nízké volatilitě dánské koruny nebylo možné do grafu zakreslit hranici povoleného oscilačního pásma  $\pm 2,25\%$ .

Zdroj: Danmarks Nationalbank (2011).

Centrální banka Dánska ovlivňuje vývoj kursu pomocí krátkodobých úrokových sazeb a pomocí intervencí na devizovém trhu. Pokud nedochází k tlakům na apreciaci či deprecii domácí měny, pak centrální banka změnou krátkodobé úrokové sazby pouze reaguje na její změnu Evropskou centrální bankou. Pouze v případě dlouhodobých tendencí ke zhodnocování či znehodnocování koruny nebo trvalého přílivu či odlivu zahraničního kapitálu, mění centrální banka krátkodobou úrokovou sazbu tak, aby stabilizovala kurs domácí měny k euro. Krátkodobá úroková sazba centrální banky tak prakticky kopíruje krátkodobou úrokovou sazbu ECB.

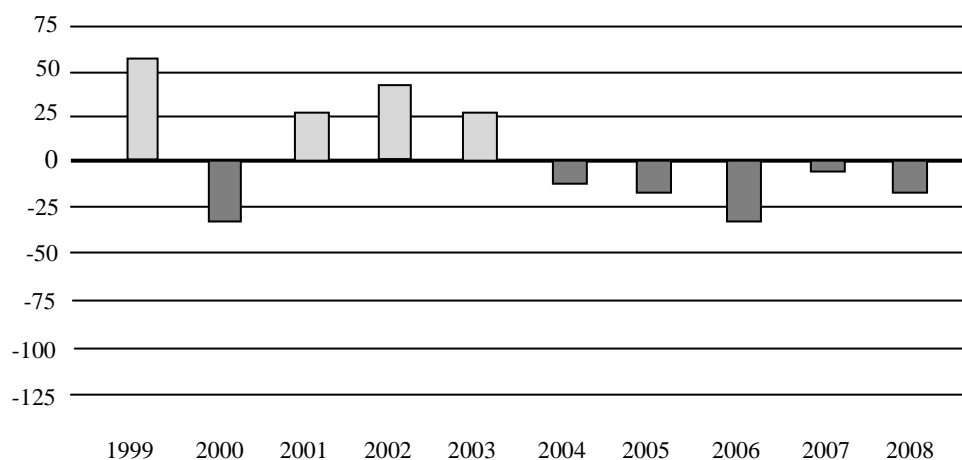
Na krátkodobé výkyvy měnového kursu reaguje centrální banka zpravidla pouze intervencemi na devizovém trhu, kdy podle vývoje kursu, buď eura nakupuje, nebo prodává. Dochází-li k přílivu nebo odlivu kapitálu bez výrazného dopadu na měnový kurs, pak tyto intervence kombinuje i s úpravami krátkodobé úrokové sazby až do výše 0,05 procentních bodů. Jsou-li dlouhodobější tlaky na pohyb kursu z důvodu velkého odlivu kapitálu, pak přistupuje centrální banka k větším úpravám krátkodobých úrokových sazeb a to v rozsahu 0,25 až 0,5 procentních bodů. V případě spekulativních útoků na domácí měnu jsou úpravy krátkodobé úrokové sazby výraznější. (Danmarks Nationalbank, 2009).

Centrální banka vstupuje na devizový trh nejen z důvodu stabilizace měnového kursu. Její operace na devizovém trhu souvisí také se zvyšováním vládního dluhu v cizí měně, kdy centrální banka cizí měnu nakupuje a ekvivalent v dánských korunách připisuje na účet vlády. Naopak při splácení zahraničního dluhu vládou, včetně úrokových plateb souvisejících s těmito závazky, prodává banka vládě cizí měnu. Ke změně devizových rezerv dochází i v případě inkasování výnosů z aktiv centrální banky, denominovaných v cizí měně.

O devizových intervencích centrální banky vypovídá následující Obr. č. 3. Jsou na něm zachyceny intervence centrální banky očištěné o operace související se správou zahraničního vládního dluhu. Hodnota čistých nákupů deviz zahrnuje i operace související s úrokovými výnosy ze zahraničních aktiv centrální banky. Po vyloučení této položky, která není nijak

kvantitativně významná, bychom dostali čisté intervence centrální banky, jejichž cílem je stabilizovat měnový kurs.

**Obr. 3: Intervence centrální banky Dánska v období 1999-2008 (v mld. DKK)**



Zdroj: Danmarks Nationalbank (2009, s. 36).

Nákupy a prodeje deviz korespondují s vývojem kursu dánské koruny v eurech. V letech 1999, 2001-2003 kdy docházelo k tendencím na zhodnocování domácí měny, centrální banka intervenovala ve prospěch devizových rezerv. V ostatních sledovaných rocích převažovaly prodeje deviz na devizovém trhu jako reakce na rostoucí tendence ke znehodnocování koruny.

Celkově je možné říci, že pohyb kursu dánské koruny vůči euru byl za sledované období bezproblémový – kurs se pohyboval poblíž centrální parity. Během celého období nebyly zaznamenány výraznější tlaky na zhodnocování či znehodnocování měny, které by si vyžádaly změnu centrální parity. Dánsko by tak kritérium kursové stability, požadované pro vstup do eurozóny, bez problémů splňovalo.

Takováto dlouhodobá vnější rovnováha nemůže být pouze výsledkem působení centrální banky, ale je nepochybně i odrazem příznivého ekonomického vývoje. Dánsko patří mezi ekonomicky nejvyspělejší země EU s tradičně nejnižší mírou nezaměstnanosti. Po celou dobu účasti v ERM II vykazovalo stabilní cenovou hladinu, jejíž pohyb kopíroval cenovou hladinu eurozóny. Z toho lze vyvodit i závěr o příznivém vlivu fixního měnového kursu na cenovou stabilitu.

Dánsko je zemí, která ukázala, že strategie sledování dvou cílů – stabilní cenové hladiny a stabilního měnového kursu – může být úspěšná. Předpokladem ale je makroekonomická stabilita.

### 3 Česká koruna a ERM II

Pokud by se Česká republika rozhodla přijmout euro, jak se k tomu při vstupu do EU zavázala, musela by mimo jiné splnit stanovená maastrichtská kritéria, včetně kritéria kursové stability. To předpokládá účast v kursovém mechanismu ERMII a alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením, dodržovat stanovené flukтуаční pásmo, aniž by byl měnový kurs vystaven silným tlakům.

Po vstupu do EU musí každá členská země, v souladu s článkem 109 Maastrichtské smlouvy, považovat svou kursovou politiku za věc společného zájmu. Z toho vyplývá, že nemůže provádět kursová opatření zcela nezávisle, bez ohledu na ostatní členské země. Vstupem do kursového mechanismu ERM II jsou, zcela logicky, možnosti realizace jednostranných opatření v oblasti kursové politiky, ještě více omezeny, v závislosti na předem nastavených parametrech.

Vstup ČR do ERM II by představoval významnou změnu oproti současnému režimu měnového kursu s řízenou pohyblivostí. Znamenalo by to návrat k režimu pevného měnového kursu, který ČNB opustila v roce 1997 v souvislosti s měnovými turbulencemi.

Každý kursový režim, a to jak pevných, tak i pohyblivých kursů, má své výhody a nevýhody a volba správného režimu patří mezi důležitá rozhodnutí kursové politiky. Při tomto rozhodnutí je nezbytné vycházet ze stávající makroekonomické situace a očekávaných změn, z míry flexibility výrobních faktorů (především cen, mezd a mobility pracovní síly), stupně otevřenosti dané ekonomiky, výše a struktury jejích devizových rezerv a v neposlední řadě i z případné účasti země v regionálním uskupení a z toho vyplývající závaznosti dohod upravujících spolupráci v měnové oblasti.

Režim pevného měnového kursu je považován za vhodný mechanismus stabilizující inflaci. „*Pevné devizové kursy s menší pružností ...mohou vytvářet v ekonomice lepší předpoklady pro snížení míry inflace. Je tomu tak proto, že vymezená hranice pro pohyb devizového kursu de facto limituje cenotvornou funkci kursu*“ (Durčáková – Mandel, 2010, s. 391). Pevný měnový kurs přispívá ke stabilizaci cen jak stabilizací cen dováženého zboží, tak i přes inflační očekávání. Nelze však z toho vyvodit jednoznačný závěr, že režim pohyblivých kursů vytváří prostor pro růst inflace a je faktorem nestability makroekonomických veličin. Jeho výhodou může být naopak větší prostor pro provádění nezávislé měnové politiky a tím i eliminaci externích šoků, zatímco pevné měnové kursy mohou být terčem spekulativních útoků a tím i zdrojem měnových krizí. Navíc stabilizační role pevného měnového kursu s flukтуаčním pásmem  $\pm 15\%$  a s možností revaluace centrální parity, je dosti omezená.

Vzhledem k tomu, že měnový kurs není izolovanou ekonomickou veličinou, ale působí v kontextu a v souladu s dalšími makroekonomickými veličinami, které mají vliv na vnitřní a vnější ekonomickou rovnováhu země a zvolený kursový režim je pouze jednou ze součástí hospodářské politiky země, pak to, zda daný kursový režim bude udržitelný a bude sehrávat stabilizující roli, bude záležet především na tom, jestli se budou ostatní makroekonomické veličiny a hospodářské politiky vyvíjet rovnovážným, udržitelným způsobem a navzájem konzistentně.

ČNB v současné době uplatňuje strategii cílování inflace. Neznamená to však, že by nevěnovala pozornost kursové stabilitě, která je důležitým předpokladem stability cenové. Vstup do ERM II by však pro centrální banku znamenal sledování dvou cílů – vnitřní a vnější měnovou stabilitu. Každý z těchto cílů vyžaduje jiný transmisní mechanismus a změna operativního kritéria v podobě úrokové sazby, může působit jiným způsobem na cenovou stabilitu a jiným na stabilitu kursovou.

Strategie zaměřená na sledování dvou cílů, může být úspěšná pouze v případě, kdy je pevný měnový kurs výsledkem stability fundamentálních faktorů. To je možné očekávat u vyspělých ekonomik (jako např. Dánsko), ale už to nemusí platit v malých otevřených ekonomikách, ve kterých navíc dochází k ekonomické transformaci spojené s velkým

přílivem zahraničního kapitálu. Pokud by tedy kurs neodrážel stabilitu fundamentálních faktorů, pak by mohlo dojít k tomu že: „*Režim fixního kurzu s fluktuálním pásmem tak může místo očekávaného stabilizujícího působení v určitých situacích naopak vést k destabilizujícím kapitálovým tokům*“. (ČNB 2003, s. 6).

Režim pevných měnových kursů tedy klade vysoké nároky na konzistenci hospodářských politik a makroekonomickou stabilitu. V případě dostatečně obezřetných politik, pružné ekonomiky a makroekonomické stability by dvouletá účast v kursovém mechanismu ERM II s fluktuálním pásmem  $\pm 15\%$  mohla být bezproblémová, zvláště za situace, kdy lze očekávat pomoc ze strany ECB.

Podstatně složitější by mohla být situace v případě nutnosti udržovat kurs v užším pásmu  $\pm 2,25\%$ . Úzké fluktuální pásmo má své nevýhody v podobě možných spekulativních útoků na danou měnu v případě potenciální hrozby překročení povolené hranice tohoto pásma. Tuto zkušenost právě získala ČR v roce 1997, kdy se dostala koruna pod silný tlak spekulantů. Pokud by taková situace opět nastala, pak by musela ČNB masivně intervenovat, ale úspěšnost tohoto opatření by nemusela být zaručena, zvláště za situace, kdy pomoc ze strany ECB není garantována. To by mohlo kromě snížení transparentnosti vést i ke ztrátě kredibility centrální banky.

Dvouletá účast v kursovém mechanismu je nutností ale neznamená to, že by země nemohla setrvat v tomto systému déle (příklad Dánska). Delší účast však může mít své nevýhody v tom, že centrální parita nebude vhodně zvolena. Parita, se kterou se vstupuje do ERM II, nemusí sice korespondovat s paritou, která neodvolatelně zafixuje korunu vůči euru, ale zatím ve všech zemích, které euro přijaly, byl konverzní kurs stanoven právě na úrovni centrální parity (s výjimkou Slovenska).

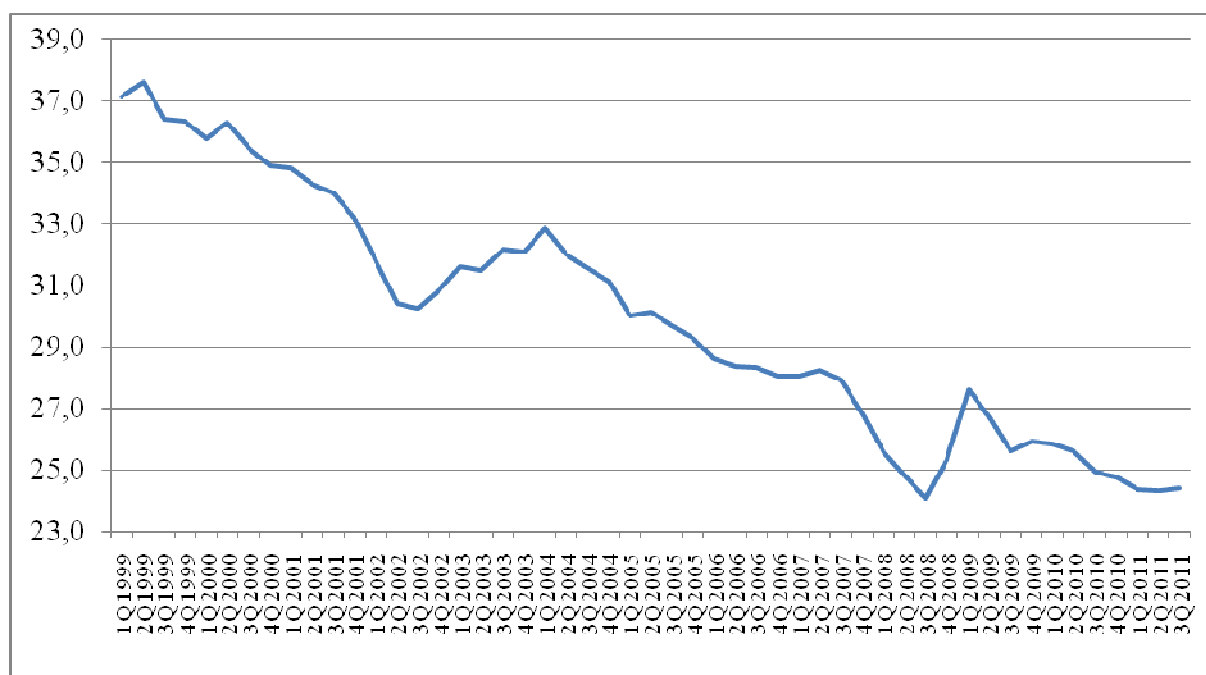
Je tedy zřejmé, že pro účast v kursovém mechanismu ERM II je důležité jak samotné načasování vstupu tak i nastavení vhodné a udržitelné centrální parity. Pokud by byla nastavena na nižší úrovni a koruna byla vůči euru podhodnocena, mohlo by díky působení tržních faktorů dojít během dvouletého období k rychlému posilování domácí měny. Tuto zkušenost získalo Slovensko, které pak muselo centrální paritu dvakrát revalvovat.

Nadhodnocený kurs by naopak mohl být destabilizující především v případě politické i ekonomické nestability v daném regionu. Spekulativní útoky na domácí měnu by mohly vést k výraznému znehodnocení domácí měny. V případě, že by nebylo možné stabilizovat kurs pomocí intervencí CB, pak by muselo dojít k devalvaci centrální parity. Pokud by skutečně došlo k této devalvaci, začala by se od toho dne znovu odpočítávat dvouletá doba účasti v ERM II. Tím by se pobyt v tomto kursovém mechanismu prodloužil. Tato situace zatím u žádné z členských zemí nenastala.

Tento scénář, kdy by hrozila devalvace centrální parity, se jeví v současné době jako nereálný, neboť koruna má dlouhodobě vůči euru tendenci k apreciaci, což vyplývá z Obr. č. 4.

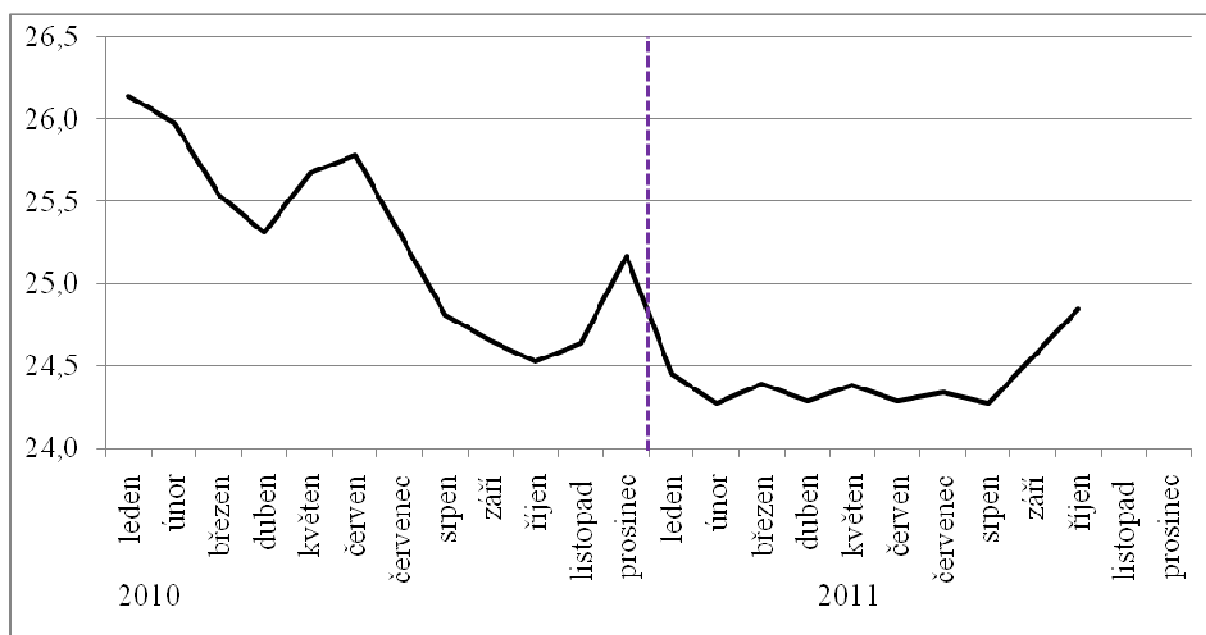
Vzhledem k tomu, že česká koruna není zapojena v kursovém mechanismu ERM II a nemá stanovenou centrální paritu vůči euru, je obtížné hodnotit, zda by se podařilo její kurs udržet v povoleném fluktuálním pásmu bez výrazného napětí, tak jak to vyžaduje plnění kritéria kursové stability.



**Obr. 4: Vývoj kursu CZK/EUR v období 1999-2011 (čtvrtletní průměry)**

Zdroj: ČNB (2011a).

Pobyt koruny v ERM II můžeme ilustrovat na hypotetickém příkladu. Pokud bychom si zvolili centrální paritu jako průměrnou hodnotu kursu v posledním čtvrtletí 2009 s tím, že by se koruna zapojila do kursového mechanismu ERM II od 1. 1. 2010, pak by centrální parita byla 25,915 CZK/EUR s možností pohybu v rozmezí 26,498 - 25,332 CZK/EUR při užším flukтуаčním pásmu  $\pm 2,25$  a 29,802 až 22,028 CZK/EUR při pásmu  $\pm 15\%$ . O pohybu kursu SZK/EUR během roku 2010 a 2011 vypovídá následující Obr. č. 5.

**Obr. 5: Vývoj kursu CZK/EUR v průběhu roku 2010 a 2011 (měsíční průměry)**

Zdroj: ČNB (2011b).

Z Obr. 5 vyplývá, že se koruna prakticky, po celé sledované období, pohybovala v apreciačním pásmu. Během roku 2010 bylo dosaženo nejvyššího znehodnocení 7.1, a to 26,370 CZK/EUR a nevyššího zhodnocení 4.11 a to 24,405 CZK/EUR. Průměrný kurs v tomto roce byl 25,290 CZK/EUR, to znamená odchylku od paritního kursu o 2,41%.

I v roce 2011 má koruna tendenci se nadále zhodnocovat. Od počátku tohoto roku (3. 1.), kdy kurs byl na úrovni 25,085 CZK/EUR, koruna zhodnocovala až na 24,010 CZK/EUR (4. 2.). V následujících dnech pak mírně oslabila a to až na 24,635 CZK/EUR (26. 5.) a průměrný kurs v 1. čtvrtletí byl 24,375, ve 2. čtvrtletí 24,321 a ve 3. čtvrtletí 24,388 CZK/EUR. Znamená to, že v prvním čtvrtletí došlo ke zhodnocení koruny vzhledem k hypotetické centrální paritě o 5,94 %, ve druhém čtvrtletí o 6,15 % a ve třetím čtvrtletí o 5,89 %. ČR by tak ve sledovaném období splňovala kritérium kursové stability pro vstup do eurozóny.

Za stávající situace, kdy má koruna tendenci se zhodnocovat, by tedy účast v kursovém mechanismu ERM II neměla představovat pro ČR zásadní problém. Jiná situace by ovšem nastala, pokud by koruna měla naopak tendenci k depreciaci jako důsledek poklesu přílivu zahraničního kapitálu a rostoucích transferů výnosů do zahraničí a tím i ztráty významného zdroje krytí záporného salda běžného účtu platební bilance. Česká národní banka by v tomto případě, podobně jako centrální banky Slovenska a Dánska, intervenovala na devizovém trhu a v případě dlouhodobých tendencí na znehodnocování koruny by byla nucena přistoupit i ke zvýšení krátkodobé úrokové sazby.

Ve společném dokumentu Ministerstva financí ČR a České národní banky z roku 2010 k vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou bylo konstatováno, že: *„Pro úspěšné plnění kritéria stability měnového kurzu do budoucnosti tak bude klíčové vhodné načasování vstupu do kurzového mechanismu ERM II, kterému by měla předcházet především perspektivně stabilní situace v tuzemské ekonomice, na světových finančních trzích a pozitivní investiční nálady vůči ČR i celému našemu regionu.“* (MF – ČNB 2010, s. 13). Z toho lze vyvodit, že úspěšné setrvání české koruny v kursovém mechanismu bude záviset nejen na vhodném nastavení centrální parity a na načasování vstupu ale také, a to především, na ekonomické sladěnosti ČR se zeměmi eurozóny, rychlosti a úspěšnosti realizace reforem veřejných financí, opatřeních směřujících k posílení pružnosti na trhu práce a rovněž na konzistenci hospodářských a rozpočtových politik.

## **Závěr**

Motivy vstupu do kursového mechanismu ERM II mohou být u jednotlivých zemí rozdílné. V případě Dánska byla hlavním motivem stabilizace měnového kursu a s tím související cenová stabilita. Jinak to bylo v případě Slovenska, které vstup do ERM II vnímalo jako kvalifikační předpoklad pro vstup do eurozóny. S tímto přístupem k členství v kursovém mechanismu se setkáváme častěji. Touto cestou by zřejmě šla i Česká republika, která má v úmyslu strávit v kursovém mechanismu ERM II jen povinné dva roky.

Stejně tak jako jsou rozdílné motivy vstupu jednotlivých zemí do ERM II, je i samotný průběh pobytu v tomto mechanismu u jednotlivých zemí odlišný. Specifika jsou odrazem rozdílného ekonomického vývoje, jiného stupně reálné a nominální konvergence a v neposlední řadě i rozdílné měnové politiky a kursových režimů před vstupem do ERM II. Z tohoto pohledu je zřejmé, že při našem rozhodování o vstupu do ERM II bychom mohli

využít především zkušeností Slovenska. Slovensko je stejně jako ČR malá otevřená tranzitivní ekonomika, jejíž měna vykazovala, podobně jako v současné době česká koruna, tendenci k apreciaci.

Česká národní banka využívá v současné době cílování inflace. Tento režim by mohl při vstupu do ERM II vést k nekonzistentní měnové politice, tedy k problémům spojeným se sledováním cíle cenové stability a stability měnového kursu. Z dosavadního vývoje měnového kursu koruny a stávajících prognóz je dosti pravděpodobné, že by koruna měla tendenci se dále zhodnocovat, což by pro ČNB znamenalo povinnost intervenovat proti její apreciaci. *„Při plnění tohoto kritéria je nutno zároveň počítat s tím, že se na základě konvergenčního scénáře obnoví dlouhodobá nominální a reálná aprece vůči euru.“* (MF ČR, 2010, s. 6)

Stejně tak tomu bylo u Národní banky Slovenska, která se při dvouletém setrvání v ERM II potýkala se stále posilující slovenskou korunou. NBS tak musela několikrát intervenovat proti nežádoucí apreciaci a dokonce dvakrát měnit centrální paritu. Slovensko tak sice ukázalo, že je možné sladit kursovou stabilitu se stabilitou cenovou, ale podle názorů některých ekonomů to bylo za cenu nežádoucího dopadu na exportující firmy. *„Předčasné zřeknutí se suverénní peněžní politiky a politiky směnného kurzu spolu s velmi silně nastaveným konverzním kurzem oslabí konkurenční schopnost především malých a středních podniků a zhorší externí pozici slovenské ekonomiky.“* (Zachar 2009, s. 22).

I když účast v mechanismu ERM II přináší řadu pozitiv, jako např. těsnější napojení na ECB prostřednictvím kursových intervencí, prohloubení integrace s ostatními zeměmi eurozóny nebo stabilnější měnový kurs, který povede ke snížení kursového rizika, atd., skrývá v sobě i potenciální náklady v podobě omezení samostatné měnové politiky. ČNB by tak přišla o možnost udržovat nižší úrokové sazby, než platí v eurozóně, kterými by přispívala k příznivému ekonomickému růstu. Musela by věnovat větší pozornost stabilitě měnového kursu. Protože však prioritním cílem měnové politiky je cenová stabilita, mohlo by dojít k tomu, že by nereagovala na apreciaci měny a odložila tím potřebnou intervenci. To by ale mohlo vést k větší volatilitě kursu s nežádoucími dopady do vnitřní ekonomiky.

Důležité je také vycházet z toho, zda jsou k dispozici v rozpočtu rezervy, které by sloužily k eliminaci vnějších šoků, a nahradily tak roli pohyblivého kursu. Tyto rezervy nebudou vytvořeny, dokud nebudou realizovány reformy ve fiskální oblasti. Do té doby není žádoucí přechod na kursový režim ERM II uskutečňovat. Tento krok by měl být realizován až poté, kdy ČR na něj bude dostatečně připravena, tzn., aby náklady nepřevýšily výhody, které jsou s tímto kursovým režimem spojeny. *„Pro země s transformující se ekonomikou podléhající velkému přílivu zahraničních investic s tlakem na posilování domácí měny nebo země s nedostatečně konsolidovanými strukturálními či fiskálními politikami nemusí být bilance nákladů a výnosů spojených se zapojením do ERM II vždy jednoznačná.“* (ČNB, 2003, s. 6)

Jak již bylo uvedeno, délka setrvání členské země EU v mechanismu ERM II je Smlouvou stanovena minimálně na dva roky. Z dokumentů Strategie přistoupení ČR k eurozóně (září 2003) a Aktualizované strategie přistoupení ČR k eurozóně (srpen 2007) jednoznačně plyne, že se vláda a ČNB shodují na účasti ČR v ERM II pouze po nezbytně nutnou dobu, která by neměla výrazně překročit požadované dva roky. Z dokumentů současně vyplývá, že by se ČR měla zapojit do mechanismu ERM II teprve až po vytvoření předpokladů, které by jí umožnily v době vyhodnocování kursového kritéria přijmout měnu euro, tzn., až budou splněna všechna konvergenční kritéria.

Zásadní bariérou pro vstup do eurozóny bude fiskální nedisciplinovanost, která opakovaně znemožňuje plnění kritéria rozpočtové stability. Vstup do kursového mechanismu ERM II se tak v případě České republiky bude odvíjet od přepokládaného termínu přijetí eura. Datum ovšem nebylo pevně stanoveno a tak otázka termínu vstupu do mechanismu ERM II je zatím stále nejasná.

Ministerstvo financí a Česká národní banka tak v souladu se schválenou Aktualizovanou strategií přistoupení ČR k eurozóně doporučily vládě, aby konkrétní datum vstupu do eurozóny nestanovovala. „*Doporučení nestanovovat prozatím cílové datum pro vstup do eurozóny zároveň implikuje doporučení, aby ČR v průběhu roku 2011 neusilovala o vstup do mechanismu ERM II.*“ (MF – ČNB, 2010, s. 7).

Ve světle probíhajících událostí v eurozóně je ale otázkou, zda by ČR vůbec měla v dohledné době usilovat o přijetí eura. ČR se sice vstupem do EU k tomuto kroku zavázala, ale dnešní EU už není tou oblastí, jakou bylo v době, kdy do ní ČR vstupovala. Takže nelze než souhlasit s vyjádřením premiéra Nečase pro Financial Times (Buckley, 2011), „*Jestliže pořád ještě neexistuje stoprocentně jednotný evropský trh, jestliže slabší země eurozóny musejí subvencovat ty bohatší, a když není jasné, jak to s eurem dopadne, pak na přijetí (eura) skutečně není vhodná doba.*“

## Literatura

- [1] Buckley, N. (2011): *Eastern Europe Pushes Back Euro Adoption*. [on-line], Financial Times, 12. 6. 2011, překlad v E15.cz, 13. 6. 2011, [cit. 10. 7. 2011], <<http://zpravy.e15.cz/burzy-a-trhy/meny/necas-na-prijeti-eura-neni-vhodna-doba-649824>>.
- [2] ČNB (2003): *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2003, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2003/2003\\_cervenec/boxy\\_a\\_prilohy/mp\\_zpinflace\\_prilohy\\_c\\_03\\_cervenec\\_p1.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html)>.
- [3] ČNB (2011a): *Kurzy devizového trhu*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2011, [cit. 10. 7. 2011], <<http://www.kurzy.cz/kurzy-men/kurzy.asp?A=G&m1=CZK&m2=EUR&T=0&V=3&od=4.1.1993&do=17.3.2011>>.
- [4] ČNB (2011b): *Kurzy devizového trhu*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2011, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/graf.jsp?rok=2011&mena=EU](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/graf.jsp?rok=2011&mena=EU)>.
- [5] Danmarks Nationalbank (2009): *Danmarks Nationalbank Monetary Review 1st Quarter*. [on-line], København, Danmarks Nationalbank, c2009, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary\\_Policy\\_in\\_Denmark\\_3rd\\_edition\\_2009/\\$file/mon-pol\\_uk\\_09\\_web.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary_Policy_in_Denmark_3rd_edition_2009/$file/mon-pol_uk_09_web.pdf)>.
- [6] Danmarks Nationalbank (2011): *Yearly Exchange Rates by Type, Methodology, Currency and Time*. [on-line], København, Danmarks Nationalbank, c2011, [cit. 10. 7. 2011], <<http://nationalbanken.statbank.dk/nbf/100249>>.
- [7] Durčáková, J. – Mandel, M.: (2010): *Mezinárodní finance*. Praha, Management Press, 2010.

- [8] ECB (2006): *Konvergenční zpráva ECB*. [on-line], Frankfurt am Main, European Central Bank, c2009, [cit. 10. 7. 2011], <<http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr200612cs.pdf>>.
- [9] EMI (1998): *Konvergence Report*. [on-line], Frankfurt am Main, European Monetary c2009, [cit. 10. 7. 2011], <<http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr1998en.pdf>>.
- [10] Helísek, M. (2008): *Riziko měnové krize z hlediska účasti v kursovém mechanismu ERM II*. Politická ekonomie 2008, roč. 56, č. 3, s. 380-403.
- [11] MF ČR (2010): *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou. Společný dokument Ministerstva financí ČR a České národní banky schválený vládou České republiky na jejím zasedání dne 22. prosince 2010*. [on-line], Praha, Ministerstvo financí České republiky, c2010, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbc/euro/Vyhodnoceni\\_Maastricht\\_2010\\_pdf.pdf](http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbc/euro/Vyhodnoceni_Maastricht_2010_pdf.pdf)>.
- [12] EU (1999): *Amsterodamská smlouva*. [on-line], Brussels, European Union, c1999, [cit. 10. 7. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/cs/treaties/dat/11997D/word/11997D.doc>>.
- [13] NBS (2007): *Výročná správa 2006*. [on-line], Bratislava, Národná banka Slovenska, c2007, [cit. 10. 7. 2011], <[www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS06.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS06.pdf)>.
- [14] NBS (2008): *Výročná správa 2007*. [on-line], Bratislava, Národná banka Slovenska, c2008, [cit. 10. 7. 2011], <[www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS07.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS07.pdf)>.
- [15] NBS (2009): *Výročná správa 2008*. [on-line], Bratislava, Národná banka Slovenska, c2009, [cit. 10. 7. 2011], <[www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS08.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS08.pdf)>.
- [16] NBS (2011): *Archív mesačných prehľadov kurzového lístka NBS do 31. 12. 2008*. [on-line], Bratislava, Národná banka Slovenska, c2011, [cit. 10. 7. 2011], <<http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok/mesacny-prehľad-kurzoveho-listka>>.
- [17] Zachar, D. (ed.) (2005): *Reformy na Slovensku 2004-2005*. [on-line], Bratislava, Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy, c2005, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.ineko.sk/file\\_download/31/publikacie\\_heso\\_2004\\_2005.pdf](http://www.ineko.sk/file_download/31/publikacie_heso_2004_2005.pdf)>.
- [18] Zachar, D. (ed.) (2009): *Ekonomické a sociálne opatrenia na Slovensku 2008*. [on-line], Bratislava, Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy, c2009, [cit. 10. 7. 2011], <[http://www.ineko.sk/file\\_download/465/Slovensko-2008-web.pdf](http://www.ineko.sk/file_download/465/Slovensko-2008-web.pdf)>.



## **Strategie vstupu České republiky do kursového mechanismu ERM II**

*Jana Marková*

### **ABSTRAKT**

Předložená stať se zabývá posouzením možných rizik vstupu ČR do kursového mechanismu ERM II, a to jednak na základě zhodnocení samotného mechanismu ERM II a také na základě zkušeností jiných zemí, které jím prošly, anebo v něm setrvávají. Stať je rozdělena do třech částí. První je věnována komparaci kursového mechanismu ERM II s kursovým mechanismem EMS a interpretaci plnění kritéria kursové stability Komisí ES a Evropskou centrální bankou. Ve druhé části jsou popsány zkušenosti dvou zemí s účastí v ERM II. Pro tyto účely bylo zvoleno Dánsko, které setrvává v kursovém mechanismu od samého počátku jeho fungování a Slovensko, které bylo v ERM II zapojeno pouze po nezbytnou dobu před přijetím eura. Třetí část hodnotí možná rizika vstupu ČR do ERM II.

**Klíčová slova:** Kursový mechanismus ERM II; Kursová stabilita; Maastrichtská kritéria; Euro.

## **Strategy of Accession to ERM II Exchange Rate Mechanism by the Czech Republic**

### **ABSTRACT**

Submitted paper consists of an assessment of potential risks of the Czech Republic's entry to ERM II exchange rate mechanism based on both evaluation of ERM II mechanism itself and review of experiences of other countries that have already been or still are a part of this mechanism. The article is split up to three parts. The first one pays attention to a comparison of ERM II and EMS exchange rate mechanisms and interpretation of exchange rate stabilization criteria fulfillment by EU Commission and by European Central Bank. In the second part experiences of two countries are described. For the purpose of this description Denmark was chosen that has been a part of this exchange rate mechanism since very beginning of its functioning, and Slovakia that was a part of ERM II just for minimum requested period before euro adoption. The third part focuses mainly on risks of the Czech Republic's entry to ERM II.

**Key words:** ERM II exchange rate mechanism; Exchange rate stability; Maastricht criteria; Euro.

**JEL classification:** F31, F33.