

# Kurzová konvergence a vstup do eurozóny (II)

## Komparace zkušeností členských zemí EU

Zdeněk ČECH\* – Luboš KOMÁREK\*\*

### 1. Úvod

Volba kurzové strategie kandidátské země v procesu příprav na budoucí zavedení eura musí být od přistoupení k Evropské unii (EU) jednak v souladu s tzv. *acquis communautaire* (zejména požadavek koordinace hospodářských politik členských zemí EU a procedury spojené s přistoupením k ERM2 — *Exchange Rate Mechanism*), jednak musí být konzistentní s ostatními makroekonomickými a strukturálními politikami. Těmto „institucionálním“ aspektům přistoupení k EU jsme se věnovali v prvním díle série článků o kurzové konvergenci (Čech – Komárek, 2002).

Dalším tematickým okruhem, jemuž je věnován předkládaný druhý díl této série, je komparace kurzových zkušeností zemí EU (resp. eurozóny), tj. zemí které (většinou) již prošly kurzovým konvergenčním procesem. Při formulaci kurzových strategií musely brát tyto země v úvahu výchozí pozici v ekonomické úrovni (tj. konvergenci reálnou) a s plány na měnovou integraci v Evropě musely stále více pozornosti věnovat rovněž dosažení kurzové stability (konvergenci nominální). Kurzové zkušenosti členských zemí EU (resp. eurozóny) budou analyzovány zejména v souvislosti s účastí v kurzovém mechanismu ERM/ERM2. Pozornost bude zaměřena především na diskuzi závěrečné fáze konvergenčního procesu v období před přistoupením k eurozóně a na posouzení kurzové stability v rámci vyhodnocení konvergenčních kritérií.

Na tento článek naváže třetí díl série, který bude obsahovat obdobnou analýzu kurzových zkušeností a záměrů kandidátských zemí podle struktury zvolené v tomto článku. Na příkladu těchto zemí budeme rovněž blíže diskutovat „ekonomii“ kurzové konvergenční problematiky, především roli

---

\* Česká národní banka, člen výzkumného týmu ČNB řešícího projekt „The nominal and real macroeconomic convergence process of the Czech economy to EU/EMU countries – the management of the exchange rate regime“ (dále jen „projekt kurzové konvergence“) (zdenek.cech@cnb.cz)

\*\* Česká národní banka, Vysoká škola ekonomická v Praze, vedoucí výše uvedeného projektu kurzové konvergence v ČNB (lubos.komarek@cnb.cz)

Text obsahuje názory autorů, které se nemusí shodovat s oficiálními stanovisky ČNB. Za náměty při zpracování textu děkují autoři Marianě Kollárové z Národní banky Slovenska a Janu Fraitovi z České národní banky.

vývoje základních fundamentálních proměnných, ekonomických šoků a dalších faktorů ovlivňujících kurzovou stabilitu (mzdová flexibilita, stabilita finančního sektoru a podobně). Zaměříme se především na diskuzi faktorů, které ovlivňují rychlost přistoupení a nastavení konverzního poměru měny kandidátské země vůči euru. Relevance celého cyklu analýz pramení zejména z možnosti poučit se či předvídat procesy, které čekají Českou republiku v následujících fázích integrace do evropských měnových struktur.

## 2. Kurzový mechanismus ERM a ERM2

Kurzový mechanismus ERM začal fungovat v březnu 1979. Tento mechanismus lze považovat za *cílové pásmo pro měnové kurzy* členských zemí; to bylo určitým kompromisem mezi režimem volného floatingu a fixací kurzových režimů ve formě brettonwoodského systému. Měnové autority intervenovaly na devizovém trhu v rámci ERM s cílem udržet stanovenou bilaterální centrální paritu v „mřížce měn“.<sup>1</sup> V případě neochoty autorit intervenovat (např. z důvodu vysokých nákladů na provedení intervencí) docházelo k přizpůsobení centrální parity. Cílové zóny byly od počátku pro většinu měn stanoveny v rozpětí  $\pm 2,25\%$  okolo bilaterálních centrálních parit, pro volatilnější měny (italská lira, později rovněž španělská peseta, britská libra a portugalské escudo) ve výši  $\pm 6\%$ .

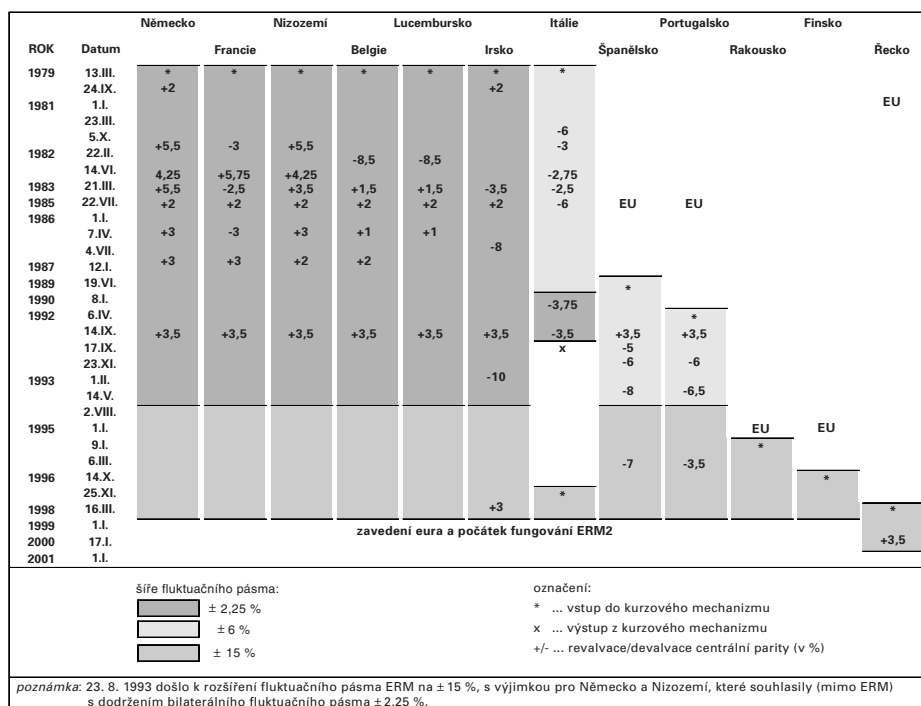
Samotné fungování ERM lze rozdělit do tří období. V prvním období, které je datováno od vzniku ERM v roce 1979 do konce roku 1983, byly cílové zóny charakterizovány nedostatkem kredibility a častými devalvacemi. V *grafu 1* jsou zachyceny změny fluktuálních pásem a centrálních parit jednotlivých zemí EU-12 (tj. členských zemí eurozóny) od založení kurzového mechanismu ERM v roce 1979 až do zavedení eura.

V druhém období, mezi lety 1984 a 1991, zaznamenal ERM růst kredibility (v souvislosti s prvními úvahami o možném vytvoření měnové unie), kdy docházelo k přizpůsobení centrálních parit pouze ve výjimečných případech. Toto období však bylo přerušeno na počátku 90. let sérií měnových krizí zemí v ERM; ty byly důsledkem především německého sjednocení a hospodářské recese v EU. Spekulativní útok v září 1992 vedl k vystoupení italské liry a britské libry z tohoto mechanismu. V srpnu 1993 došlo k rozšíření fluktuálního pásma ERM z  $\pm 2,25\%$  na  $\pm 15\%$ .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Pro podrobnější diskuzi Evropského měnového systému a kurzového mechanismu viz např. (EC, 1999).

<sup>2</sup> V současné době rozlišuje ekonomická teorie čtyři generace modelů finančních krizí (tj. krizí měnových, dluhových a bankovních). Právě vznik modelů druhé generace, který byl inspirován krizí ERM z podzimu roku 1992, se snaží vysvětlit, že pravděpodobnost vzniku spekulativního útoku závisí na tom, do jaké míry je udržována kurzová parita jako kompatibilní s celou skupinou současných i budoucích politik. Tyto modely připouštějí, že spekulativní útok může vzniknout i v případě fundamentálně „zdravého“ vývoje ekonomiky, i když vzniklá situace si vyžaduje malou korekci. Pokud se však představa o nutnosti „malé korekce“ stane obecně sdílenou, mohou spekulanti iniciovat útok v případě, že autority nebudou při útoku na současnou kurzovou paritu trvat. K tomu vede úvaha, že obrana parity by vedla k takovému růstu úrokových sazeb, který by nadměrně zatížil domácí firmy, oslabil bankovní sektor nebo zvýšil nezaměstnanost. Autority se dostanou z této obtížné situace často lépe tím, že opravdu devalvují, než nákladným přesvědčováním trhů o své pravdě. V těchto případech lze hovořit o tzv. „seberealizujících“ spekulativních útocích.

GRAF 1 Vývoj kurzových parit a šířky flukтуаčních pásem zemí EU-12 v systému ERM a ERM2



zdroje: ECB; autoři

V třetím období, tj. od roku 1993 do roku 1998, došlo k významnému pokroku v nominální i reálné konvergenci zemí EU. Makroekonomická stabilita, strukturální reformy a maastrichtský proces směřující k zavedení jednotné měny přispěly k tomu, že centrální parity byly upravovány stále méně často. Z grafu 1 je zřejmé, že k posledním devalvacím centrálních parit došlo v březnu 1995 (Španělsko, Portugalsko). Později – ještě před zavedením jednotné měny – došlo pouze k revalvaci v případě Irsku (březen 1998) a Řecka (leden 2000).

V lednu 1999 byl multilaterální kurzový mechanismus ERM, v souvislosti se zavedením jednotné měny EUR a ustanovením ECB (Evropské centrální banky), nahrazen bilaterálním mechanismem ERM2.<sup>3</sup> V průběhu roku 1998 splnilo podmínky pro zavedení jednotné měny jedenáct zemí EU. Od počátku roku 2001 přistoupilo k eurozóně rovněž Řecko. Velká Británie a Dánsko si na začátku maastrichtského procesu vymínilly tzv. neúčastnickou doložku (*opt-out*) a projektu jednotné měny se v současnosti neúčastní. Rovněž Švédsko, ačkoliv neúčastnickou doložkou nedisponuje, stojí

<sup>3</sup> Pro podrobnější diskuzi rozdílů ERM a ERM2 viz první článek naší série (Čech – Komárek, 2002).

(především z domácích politických důvodů) prozatím mimo eurozónu. Jediným členským státem v mechanismu ERM2 je (po přistoupení Řecka k eurozóně) Dánsko s fluktuálním pásmem  $\pm 2,25\%$ , tj. restriktivnějším pásmem, než je akceptovatelná volatilita pro pohyb měnového kurzu podle maastrichtského kritéria.

### 3. Kurzová konvergence a segmentace zemí EU

Kurzové zkušenosti zemí EU lze – z hlediska průběhu konvergenčního procesu v rámci ERM/ERM2 – rozdělit do čtyř skupin: (1) *skupina A* – země s historicky úzkou vazbou na německou marku (euro), (2) *skupina B* – reálně konvergující (periferní) země, (3) *skupina C* – země s relativně krátkou periodou působení v ERM/ERM2 a (4) *skupina D* – nečlenské země eurozóny. Toto rozdělení především usnadní identifikovat motivy, které jednotlivé země vedly ke vstupu (resp. k odkladu vstupu) do mechanismu ERM/ERM2.

V následující analýze se zaměříme především na vývoj měnového kurzu před zafixováním centrální parity vůči euru, zejména pak v období plnění kurzového maastrichtského kritéria (tj. v letech 1997 až 1998 pro prvních jedenáct členů eurozóny). Ukážeme rovněž, že konverzní poměr k euru (tj. měnový kurz, ve kterém došlo k nezvratitelnému zafixování měn v rámci Euro systému) vycházel u těchto zemí z dlouhodobé parity v „mřížce“ kurzového mechanismu ERM/ERM2. Podrobný výčet a segmentaci jednotlivých zemí do výše uvedených skupin obsahuje *tabulka 1*.

Diskuze kurzových zkušeností zemí EU vychází z analýzy kurzové volatility jednotlivých měn v období čtyř let před zavedením jednotné měny, kdy *období I* označuje časovou periodu 0–24 měsíců a *období II* časovou periodu 25–48 měsíců před zavedením eura.<sup>4</sup> Pro vyhodnocení kurzové stability jsme využili jako referenční měnu německou marku (DEM).<sup>5</sup> K tomuto kroku nás vedla neformální „vůdčí“ role německé měny v mechanismu ERM, která byla potvrzena praxí některých centrálních bank, které k DEM jednotlivé národní měny přímo či nepřímo ukotvovaly. V případě Řecka (vstup do eurozóny 1. 1. 2001) a zemí skupiny D, u kterých byla vyhodnocena kurzová stabilita k 1. 1. 2002, bylo referenční měnou euro (EUR). *Tabulka 2* indikuje námi propočítanou volatilitu měnových kurzů jednotlivých zemí (aritmetický průměr abso-

<sup>4</sup> Jednotná měna euro byla zavedena ve své bezhotovostní podobě od 1. 1. 1999 a v hotovostní podobě od 1. 1. 2002.

<sup>5</sup> Evropská komise používá při vyhodnocení kurzové stability přístup tzv. *mediánu měnových kurzů ERM*. Je stanoven výpočtem procentních odchylek jednotlivých měn od centrální parity vůči ECU. Měny jsou podle odchylek seřazeny, přičemž medián ERM je měna ve středu tohoto pořadí. Odchylna měny od mediánu je potom vypočítána na základě bilaterálního kurzu. Vzhledem k dostupnosti dat pro naše výpočty (a rovněž pro srovnatelnost se zeměmi skupiny D a kandidátskými zeměmi EU v příštím díle této série článků) jsme při vyhodnocení kurzové stability aproximovali medián měnových kurzů německou markou (DEM). Tato měna vykazovala (v letech 1996–98) minimální odchylky od mediánu ERM a tvořila tak určitou neformální kotvu kurzového systému. Volba DEM, tj. do jisté míry „asymetrický“ předpoklad, nám neumožňuje vyhodnotit kurzovou stabilitu samotné referenční měny DEM.

TABULKA 1 Segmentace<sup>a</sup> zemí EU pro analýzu kurzových zkušeností

	SKUPINA A	SKUPINA B	SKUPINA C	SKUPINA D
země	Belgie Lucembursko <sup>b</sup> Nizozemí Francie Rakousko	Portugalsko Španělsko Irsko Řecko	Finsko Itálie	Dánsko Švédsko Velká Británie
charakteristika kurzové politiky v procesu přistoupení k eurozóně	měnová a kurzová politika silně ovlivněná vazbou na DEM	kurzová politika jako nástroj makroekonomické stabilizace; posílení dezinflačního procesu	ERM/ERM2 jako kvalifikační předpoklad pro vstup do eurozóny	nečlenské země eurozóny

*vysvětlivky:* skupina A – země s úzkou vazbou na německou marku, skupina B – reálně konvergující (periferní) země, skupina C – země s relativně krátkou periodou působení v ERM/ERM2, skupina D – nečlenské země eurozóny

*poznámky:* <sup>a</sup> Uvedené rozdělení zemí podle kurzových zkušeností je pro účely následující analýzy pouze orientační, označující pouze základní rys kurzové politiky v procesu přistoupení k eurozóně (např. vstup Řecka do ERM/ERM2 sloužil jako nástroj makroekonomické stabilizace a zároveň jako kvalifikační předpoklad pro vstup do eurozóny).

<sup>b</sup> Lucemburský frank (LUF) tvořil již od roku 1921 měnovou unii s Belgií, která byla vytvořena na základě smlouvy známé pod zkratkou BLEU (*The Belgium-Luxembourg Economic Union*).

lutních hodnot odchylek od centrální parity, směrodatná odchylka), a to v jak v ekonomicko-geografickém (skupiny zemí A až D), tak v časovém členění (období I a II). *Tabulka 3* zachycuje maximální odchylky měnového kurzu jednotlivých zemí oproti centrální paritě (DEM, EUR) v období dvou let před přistoupením k eurozóně. Jde tedy o určitou analogii vyhodnocení kritéria kurzové stability, kterou ve *Zprávě o konvergenzi* provádí Evropská komise a Evropská centrální banka (Čech – Komárek, 2002).

### 3.1 Skupina A – země s úzkou vazbou na německou marku

První skupinu tvoří země, které měly historicky úzkou vazbu na německou marku. Vedle „definičně předurčeného členství“ Německa lze do této skupiny zařadit další země s vysokou ekonomickou úrovní (*příloha 2, graf 9a*), tj. s vysokým HDP na jednoho obyvatele – Belgií (měnová unie s Lucemburskem), Nizozemí, Rakousko a Francií. *Grafy 2a a 3a* demonstrovají stabilitu nominálních měnových kurzů měn zemí skupiny A vůči DEM, tj. vývoj bez výraznějších fluktuací a změn centrálních parit (tj. devalvací či revalvací) v období před vstupem do eurozóny. Měny skupiny A se obchodovaly vůči německé marce v období dvou let před přijetím eura ve velice úzkém flukтуаčním pásmu, které nepřekročilo  $\pm 1\%$  (*tabulka 2*). Mírně vyšší volatilitu vykazoval pouze francouzský frank, zejména v letech 1995 až 1996 (období II). Z *grafu 3a* jsou zřejmé dvě krátké depreciační epizody francouzského franku (reflektující relativně slabou vý-

TABULKA 2 Kurzová volatilita zemí EU oproti DEM/EUR před vstupem do eurozóny<sup>a,b</sup>

skupina	země	měna	OBDOBÍ I		OBDOBÍ II	
			aritmetický průměr (absolutní hodnoty) [%]	směrodatná odchylka	aritmetický průměr (absolutní hodnoty) [%]	směrodatná odchylka
SKUPINA A	Německo	DEM	0,00	0,00	0,00	0,00
	Belgie/Lucembursko	BEF/LUF	0,17	0,17	0,30	0,25
	Nizozemí	NLG	0,20	0,23	0,57	0,30
	Francie	FRF	0,32	0,37	2,61	1,50
	Rakousko	ATS	0,17	0,18	0,19	0,22
SKUPINA B	Portugalsko	PTE	0,79	0,78	2,31	2,77
	Španělsko	ESP	0,46	0,35	2,59	4,09
	Irsko	IEP	4,95	3,59	3,68	3,42
	Řecko	GRD	4,65	3,30	9,83	3,55
SKUPINA C	Finsko	FIM	0,84	0,80	1,39	1,55
	Itálie	ITL	0,59	0,57	9,30	7,04
SKUPINA D <sup>c</sup>	Dánsko	DEK	0,30	0,31	0,23	0,23
	Velká Británie	GBP	6,75	1,74	2,56	3,24
	Švédsko	SEK	4,57	5,08	2,48	3,02

poznámky: <sup>a</sup> kalkulace na základě měsíčních dat

<sup>b</sup> období I – 0 až 24 měsíců; období II – 25 až 48 měsíců před nezvratitelným zafixováním centrální parity v rámci eurozóny

<sup>c</sup> skupina D – referenční kurz = průměrný kurz vůči DEM (EUR) v roce 1999, období I (2001–2002) a období II (1998–1999), tj. určitá „simulace“ centrální parity v kurzovém mechanismu

zdroje: Eurostat; CD-ROM IMF-IFS; výpočty autorů

TABULKA 3 Vyhodnocení kritéria kurzové stability oproti DEM/EUR v období 0–24 měsíců před zafixováním centrální parity v rámci eurozóny<sup>a,b</sup>

skupina	země	měna	maximum <sup>e</sup> [%]	minimum <sup>e</sup> [%]	centrální parita [m.j./DEM]
SKUPINA A	Německo	DEM	0,00	0,00	1,00
	Belgie/Lucembursko	BEF/LUF	-0,21	0,31	20,63
	Nizozemí	NLG	-0,48	0,52	1,12
	Francie	FRF	-0,39	1,00	3,81
	Rakousko	ATS	-0,19	0,38	7,04
SKUPINA B	Portugalsko	PTE	-2,23	0,22	102,50
	Španělsko	ESP	-0,99	0,16	85,07
	Irsko	IEP	-10,28	-0,12	0,42 / 0,40 <sup>d</sup>
	Řecko	GRD	-8,83	0,00	180,54 / 174,22 <sup>d</sup>
SKUPINA C	Finsko	FIM	-2,42	0,23	3,04
	Itálie	ITL	-1,58	0,63	990,00
SKUPINA D <sup>c</sup>	Dánsko	DEK	-0,65	0,35	3,81
	Velká Británie	GBP	10,68	-4,13	0,33
	Švédsko	SEK	-6,72	9,47	4,50

poznámky: <sup>a</sup> kalkulace na základě měsíčních dat

<sup>b</sup> Při výpočtu bylo použito přímého kotování měnových kurzů, tj. (-) značí apreciaci, (+) značí depreciaci. Kurzové odchylky byly přizpůsobeny revalvacím, resp. devalvacím centrálních parit.

<sup>c</sup> skupina D – referenční kurz = průměrný kurz vůči DEM (EUR) v roce 1999, období I (2001–2002) a období II (1998–1999)

<sup>d</sup> Revalvace centrální parity Irsko a Řecko jsou ve výpočtu zohledněny.

<sup>e</sup> max. = zhodnocení měny oproti centrální paritě; min. = znehodnocení měny oproti centrální paritě)

zdroje: Eurostat; CD-ROM IMF-IFS; výpočty autorů

konnost francouzské ekonomiky v tomto období), které byly vystřídány zřetelným apreciačním trendem (směrem k centrální paritě) až do svého ukotvení k euru. Země skupiny A dosahovaly v roce 2001 vyššího HDP na 1 obyvatele, než byl průměr EU-15<sup>6</sup> (viz *graf 9a*).

Vstup do ERM nebo snaha o plnění kurzového kritéria neměly zásadní vliv na kurzovou politiku zemí skupiny A. Stanovení fixních přepočítacích koeficientů vůči euru proběhlo na základě dlouhodobě stanovených centrálních parit v ERM2. To dokládá i fakt, že k poslední úpravě centrálních parit zemí skupiny A před vstupem do eurozóny došlo v souvislosti s krizí mechanismu v září 1992.<sup>7</sup> Jak indikuje tabulka 2, země skupiny A neměly problém ani se splněním kurzového konvergenčního kritéria. V době dvou let před přistoupením k eurozóně se maximální výkyvy od centrální parity ani nepřiblížily k „úzkému“ flukтуаčnímu pásmu ERM ( $\pm 2,25\%$ ).<sup>8</sup> Stabilita měnových kurzů byla rovněž odražena ve velmi nízkých úrokových diferenciacích pro dlouhodobé i krátkodobé sazby (*příloha 1, grafy 2b, 3b*).<sup>9</sup>

### 3.2 Skupina B – reálně konvergující („periferní“) země

Pro druhou skupinu zemí (Španělsko, Portugalsko, Irsko, Řecko) byla v období jejich účasti v ERM/ERM2 (oproti zemím skupiny A) typická vyšší kurzová volatilita. Skupinu B lze charakterizovat jako reálně dohánějící ekonomiky EU s relativně nižší důchodovou úrovní (*graf 9a*). Tyto země využívaly v konvergenčním procesu kurzovou politiku velmi často jako nástroj pro posílení dezinflačního procesu.<sup>10</sup> Příkladem může být Portugalsko, které s cílem snížit inflaci přešlo v roce 1990 z režimu posuvného zavěšení (*crawling peg*) na fixní kurz s košem pěti referenčních měn. Jeho složení (DEM, GBP, FRF, ITL, ESP) *de facto* znamenalo „stínování“ ERM a připravilo escudo na vstup do mechanismu v roce 1992. Rovněž v Řecku získávala kurzová politika v průběhu 90. let stále více pozornosti. Počátkem 90. let se snažila řecká centrální banka (BoG) limitovat depreciaci drachmy takovým způsobem, aby nedocházelo k oslabování reálného mě-

<sup>6</sup> V roce 2001 činil tento průměr 20 020 EUR (v cenách roku 1995).

<sup>7</sup> Blíže k analýze tzv. „černého podzimu“ ERM viz např. Frait (1993).

<sup>8</sup> Kurzovou stabilitu měn skupiny I rovněž dokládá skutečnost, že ve vyhodnocení kurzové stability Evropskou komisí v roce 1998 (European Commission, 1998) byla vždy jedna země z této skupiny „mediánem měn ERM“.

<sup>9</sup> Z důvodu omezeného prostoru a snahy o konzistentní datové zdroje prezentujeme v rámci přílohy 1 a 2 vývoj úrokových diferenciací pro měsíční průměry denních úrokových sazeb peněžního trhu (*day-to-day money market rate*) vzhledem k vývoji německých úrokových sazeb, jejichž zdrojem byl Eurostat a CD-ROM IMF-IFS.

<sup>10</sup> Na rozdíl od skupiny A, kde např. Rakousko a Nizozemí již od 70. let zvolily relativně striktní kurzové cíle.

nového kurzu. Od roku 1996 byla kurzová politika BoG zaměřena na udržení kurzové stability vůči ECU. Tyto snahy vyvrcholily v březnu 1998 (*graf 1*) vstupem do kurzového mechanismu ERM ve standardním fluktučním pásmu ( $\pm 15\%$ ).

Provedené výpočty potvrzují, že země skupiny B vykazovaly – ve srovnání se skupinou A – dlouhodobě vyšší kurzovou volatilitu. V referenčním období pro vyhodnocení kurzového kritéria (období I) však kurzový pohyb v těchto zemích vykazoval dva rozdílné vývojové trendy:

- (1) *kurzová stabilizace* – Španělsko a Portugalsko stabilizovaly měnový kurz vůči DEM (nižší kurzová volatilita v období I oproti období II). Pro tyto země byla rovněž charakteristická souvisle se snižující a téměř totožná hodnota úrokového diferenciálu vůči Německu (*graf 4b*) a rovněž mírně rostoucí hodnota inflačního diferenciálu;<sup>11</sup>
- (2) *razantní apreciacie měnového kurzu* – v případě Irska a Řecka došlo k relativně razantní apreciaci nominálního kurzu v rámci standardního fluktučního pásma ERM/ERM2  $\pm 15\%$ . Tato apreciacie byla později částečně „akomodována“ revalvaci<sup>12</sup> centrální parity v ERM/ERM2 (v případě IEP o 3 % a v případě GRD o 3,6 %). K úplnému vyrovnání „přestřelení kurzu“ (maximální odchylka oproti DEM činila v případě Irska 11,1 %, v případě Řecka 9,2 % – viz *tabulka 3*) došlo pozvolnou depreciací irské libry a řecké drachmy v souladu s očekáváním nezvratitelného zafixování měnových kurzů a se zužováním úrokového diferenciálu (*graf 5b*) – což z teoretického pohledu odráží tzv. podmínka nekryté úrokové parity. Apreciační měnového kurzu v období před zafixováním měny v rámci jednotné měny usnadnila Irsku i Řecku simultánní splnění cenového konvergenčního kritéria.

Stanovení konverzního poměru vůči euru vycházelo v případě zemí skupiny B – obdobně jako u ostatních zemí – z centrálních parit v kurzovém mechanismu ERM/ERM2. Země skupiny B, s výjimkou Řecka, byly členy mechanismu již před začátkem referenčního dvouletého období. Opakované devalvace centrálních parit v průběhu 90. let však indikovaly určité potíže při hledání rovnovážného měnového kurzu vůči ostatním evropským měnám. Aktuální tržní kurzy u zemí skupiny B se dva roky před přistoupením k eurozóně – tedy v referenční periodě pro vyhodnocení kurzové stability (období I) – pohybovaly v obou směrech od centrální parity v intervalu do cca  $\pm 4\%$  (*grafy 4a, 5a*). Řecko vstoupilo do kurzového mechanismu ERM v březnu 1998 s tržním kurzem kolem hodnoty 3,5 % v apreciačním pásmu).

### 3.3 Skupina C – země s krátkou periodou působení v ERM2

Itálie a Finsko byly země, kterým se podařilo vstoupit „na poslední chvíli“ do kurzového mechanismu, úspěšně splnit kurzové kritérium a zavést –

<sup>11</sup> Ten bude demonstrován – v rámci analýzy konvergence využívající spíše kurzový nebo inflační kanál (včetně odrazu do vývoje reálného měnového kurzu) – v příštím díle této série článků.

<sup>12</sup> V prvním díle této série článků (Čech – Komárek, 2002) jsme si ukázali, že revalvace centrální parity je konzistentní s plněním maastrichtského kurzového kritéria.



současne s dalšími zeměmi EU – jednotnou měnu euro. V období dvou let před přistoupením k eurozóně (období I) nepřekročily jejich fluktuace  $\pm 2,25\%$  oproti centrální paritě (s výjimkou krátkodobé apreciacie finské marky).

Charakteristickým rysem kurzového vývoje v Itálii a Finsku byl ještě na počátku 90. let relativně razantní depreciační vývoj. V případě Itálie ovlivnilo kurzový vývoj především vystoupení liry z mechanismu ERM, v případě Finska pokles exportu do teritoria bývalého Sovětského svazu. V polovině 90. let došlo k výrazné apreciaci měnového kurzu italské liry a ke stabilizaci kurzového vývoje finské marky. Centrální parita (v pásmu vůči ECU) byla při vstupu do ERM v případě Itálie i Finska stanovena v bezprostřední blízkosti tržního kurzu. *Grafy 6a, 6b* dokládají konvergenční úsilí Itálie, která vstupem do mechanismu výrazně stabilizovala svůj nominální měnový kurz a rovněž kontinuálně snižovala několika-procentní rozdíl mezi italskými a německými (referenčními) úrokovými sazbami. V případě Finska byla zřejmá – ve srovnání s Itálií – větší stabilita kurzu FIM vůči DEM a nižší úrokový diferenciál oproti Německu (opět viz *graf 6a a 6b*). Vývoj ekonomické úrovně zemí skupiny C je obsažen v *grafu 9b*.

### 3.4 Skupina D – nečlenské země eurozóny

Skupinu D tvoří Dánsko, Velká Británie a Švédsko, tj. země které doposud jednotnou měnu nezavedly. Dánsko lze přirovnat k zemím skupiny A, tj. k zemím se silnou vazbou na německou marku. Stabilitu dánské koruny potvrzuje i skutečnost, že od ledna 1987 nedošlo ke změně parity dánské koruny (DKK) v ERM/ERM2. *Tabulky 1 a 2* rovněž indikují již zmiňovaný fakt, že dánská koruna nevyužívá celý prostor v rámci flukтуаčního pásma ERM2 ( $\pm 2,25\%$ ). Dánsko přitom plní rovněž ostatní maastrichtská konvergenční kritéria. Přistoupení k eurozóně tedy v současnosti brání pouze negativní rozhodnutí dánských voličů v referendu o zavedení jednotné měny.

Centrální banky Velké Británie a Švédska, na rozdíl od Dánska, nepřikládají kurzové stabilitě ve svých monetárních strategiích klíčové místo. Operačním rámcem měnové politiky těchto zemí je cílování inflace. Tento rozdíl – oproti striktnímu cílování měnového kurzu – je reflektován ve vyšší kurzové volatilitě měn těchto zemí vůči DEM/EUR (*tabulka 1 a 2*). Švédsko v současnosti neuvažuje o změně kurzového režimu a považuje vstup do ERM2 pouze za přípravný krok v souvislosti s rozhodnutím o přistoupení k měnové unii.<sup>13</sup> Obdobná je i situace ve Velké Británii, která zatím jednoznačný scénář přistoupení britské libry směrem k euru nedeklarovala. Negativní názory na britský vstup do mechanismu odrážejí zkušenosti z roku 1990, kdy Velká Británie vstoupila do ERM, byla ho však nucena po spekulativním ataku na britskou libru v roce 1992 opustit. Vývoj měnový kurzů (*graf 7a, 8a*), úrokových diferenciálů (*graf 7b, 8b*) a ekonomické úrovně (*graf 9b*) zemí skupiny D je uveden v *příloze 1 a 2*.

<sup>13</sup> Viz *Government Bill on Sweden and EMU*, October 10, 1997 Ministry of Finance, Sweden.

#### 4. Zkušenosti zemí EU s kurzovým konvergenčním procesem

Ze zkušeností vyspělých ekonomik EU s kurzovým konvergenčním procesem jsou zřejmé tyto závěry:

- *Přizpůsobení centrálních parit bylo s blížícím se počátkem fungování eurozóny méně častým jevem.* To bylo dáno především tím, že kurzová flexibilita byla užitečným nástrojem hospodářské politiky především v ranější fázi konvergenčního procesu, kdy makroekonomické fundamenty mezi jednotlivými zeměmi byly značně odlišnější. Zároveň platí, že nižší frekvence přizpůsobení centrálních parit byla determinována také narůstající pravděpodobností, kterou přiřadili účastníci trhu datu počátku fungování eurozóny a očekáváním ohledně výběru účastnických zemí.
- *Zkušenosti současných členů eurozóny ukazují, že úspěšné členství v ERM/ERM2 vyžaduje sladěnost hospodářského cyklu mezi zeměmi, které jsou vázány fixním kurzovým uspořádáním.* Příkladem může být zmiňovaná krize ERM v letech 1992 a 1993, která demonstrovala, že nesladěný vývoj hospodářského cyklu (v tomto případě to byl zejména šok ve formě rychlého růstu domácí poptávky v Německu následující znovusjednocení země a velmi razantní vytvoření měnové unie mezi západní a východní částí) může ohrozit fixní formu kurzového uspořádání. Akceptace nesladěné země může dále jak zhoršit domácí ekonomický vývoj, tak přenést negativní důsledky na ostatní země.
- *Skupina zemí s vyšší ekonomickou úrovní („jádro eurozóny“) prováděla kurzovou politiku v konvergenčním procesu v užším flukтуаčním pásmu.* Naopak reálně konvergující země využívaly kurzovou politiku k dosažení jiných cílů, zejména k posílení dezinflačního procesu.
- *Kurzové zkušenosti zemí EU v období dvou let těsně před přistoupením k eurozóně ukazují, že tržní kurz se pohyboval v blízkosti centrální parity nebo v apreciační polovině kurzového pásma.* To souviselo s úsilím centrálních bank kandidátských zemí eurozóny o splnění kurzového konvergenčního kritéria.
- *Krize z počátku 90. let rovněž demonstrovala, že cíl ve formě kurzového pásma v rámci ERM/ERM2 musí být podporován kredibilní domácí hospodářskou politikou.* V některých případech došlo u zemí Evropského měnového systému k silnému tlaku na nominální kurz, ačkoliv primární příčinou vzniku krize nebyla událost v dané zemi. Příkladem může být odmítnutí mastrichtské smlouvy Dánskem, což vedlo k prohloubení krize ERM v roce 1992 a ke značnému snížení kredibility mechanismu. Tato událost přinesla nejen pochyby o perspektivě vytvoření eurozóny, ale rovněž „zaostřila“ pozornost trhů na země, jejichž politiky nebyly považovány za konzistentní s fixací měny v rámci ERM (zejména vysoké a perzistentní inflační diferenciály vůči Německu, relativně vysoké rozpočtové deficity apod.).<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Problematice možnosti opakování krize ERM v již mnohdy avizovaném období vstupu nových kandidátských zemí do ERM2 se budeme věnovat v některém článku navazujícím na tuto sérii článků o kurzové konvergenci.

## 5. Závěr

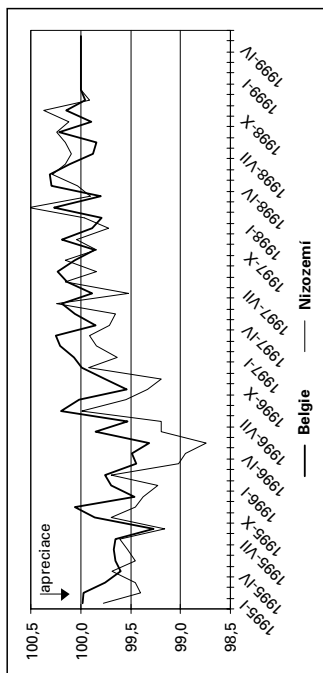
V 90. letech se měnověpolitické strategie současných členských zemí eurozóny často výrazně odlišovaly. Ukázali jsme si, že s blížícím se datem zavedení eura vzrůstala v těchto zemích důležitost kurzových strategií. Jejich úkolem bylo umožnit zemím vstoupit do mechanismu ERM v určitém měnovém kurzu (tj. zvolit centrální paritu mechanismu), splnit kurzové kritérium (nedevalvační vývoj kurzu v ERM minimálně po dobu dvou let) a nezvratitelně zafixovat kurzovou paritu v rámci eurozóny.

Snažili jsme se zejména shrnout *motivy pro účast v kurzovém mechanismu ERM*. Zejména u vyspělejších zemí EU (skupina A) byla účast v mechanismu v souladu se zaměřením měnověpolitických strategií na kurzovou stabilitu ve vztahu k německé marce. Pro kurzové politiky těchto zemí nebyl ERM nutným omezením (tyto země měly stanoveny často striktnější kurzové cíle, než implikovala účast v mechanismu), ale v případě hrozby významnějšího rozkolísání měnového kurzu byl určitou „záchrannou sítí“. Druhý důvod pro vstup do mechanismu byl institucionální. Významným motivem pro vstup do mechanismu bylo u řady zemí splnění kvalifikačního kritéria pro vstup do eurozóny (pro účast Řecka, Itálie a Finska; do budoucna lze podobný motiv předpokládat i pro účast Švédska). Jako třetí důvod pro vstup do ERM jsme identifikovali posílení kredibility kurzového cíle. Krize z mechanismu z let 1992–1993 (např. se sérií devalvací španělské pesety a portugalského escuda) však potvrzuje, že vstup do mechanismu není všelékem znamenajícím makroekonomickou stabilizaci, pokud země neprovádějí „zdravé“ a s kurzovým cílem konzistentní makroekonomické politiky. Důkazem je fakt, že počet devalvací centrálních parit členských zemí ERM prudce poklesl poté, co se hospodářské politiky zaměřily na splnění maastrichtských konvergenčních kritérií. V tomto procesu sehrály důležitou roli tzv. konvergenční programy, které pro hospodářské politiky zemí konvergujících ke vstupu do eurozóny vytyčily jasné cíle. Jejich dodržování napomohlo k růstu kredibility hospodářských politik i kurzového cíle. K úspěšnému dovršení kurzové konvergence zemí EU v druhé polovině 90. let minulého století přispěl rovněž uspokojivý vývoj reálné ekonomiky a relativní absence dopadu šoků na ekonomiky členských zemí ERM.

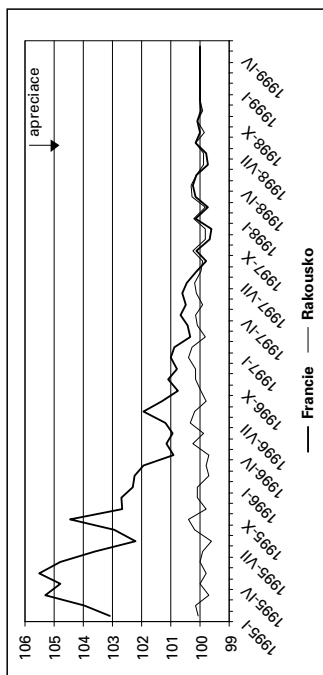
Zkušenosti s kurzovým konvergenčním procesem mají rovněž významné implikace pro koordinaci hospodářských politik členských zemí EU. Vedle zajištění fiskální disciplíny v jednotlivých zemích (ustanovení *Paktu stability a růstu*) bude klíčovým předpokladem pro bezproblémové fungování Hospodářské a měnové unie především dostatečná mzdová flexibilita a silný finanční sektor. Fungování těchto adaptačních mechanismů, které jsou schopné pružně reagovat na vznik případných asymetrických šoků v rámci Hospodářské a měnové unie, je základní podmínkou pro urychlení dynamiky ekonomiky EU, úspěšnou reálnou konvergencí méně vyspělých periferních ekonomik k „jádro“ EU a rovněž pro úspěšnou integraci současných kandidátských zemí včetně České republiky.

**PŘÍLOHA 1 Vývoj nominálních měnových kurzů (odchylka od centrální parity<sup>a</sup> oproti DEM/EUR) a úrokových diferenciálů (oproti Německu) zemí eurozóny<sup>b</sup>**

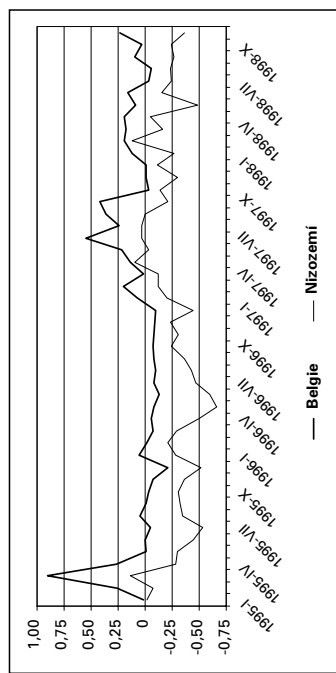
GRAF 2a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny A (Belgie, Nizozemí) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do prosince 1998)



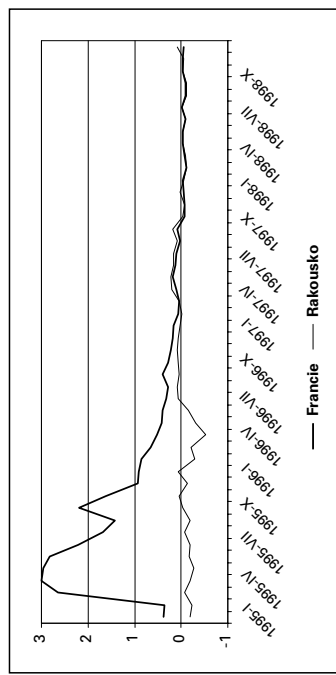
GRAF 3a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny A (Francie, Rakousko) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do prosince 1998)



GRAF 2b Vývoj úrokového diferenciálu zemí skupiny A (Belgie, Nizozemí) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998)



GRAF 3b Vývoj úrokového diferenciálu zemí skupiny A (Francie, Rakousko) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998)

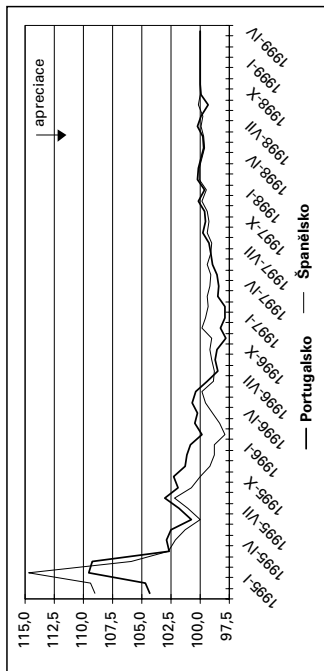


<sup>a</sup> Definance centrální parity je uvedena v části 3.

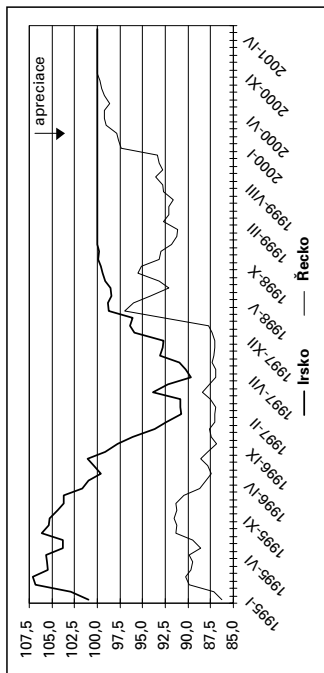
<sup>b</sup> Zdroje použité při přípravě přílohy 1: CD-ROM IMF-IFS; Eurostat; výpočty autorů

### PŘÍLOHA 1 Vývoj nominálních měnových kurzů (odchylna od centrální parity oproti DEM/EUR) a úrokových diferencí (oproti Německu) zemí eurozóny (pokračování)

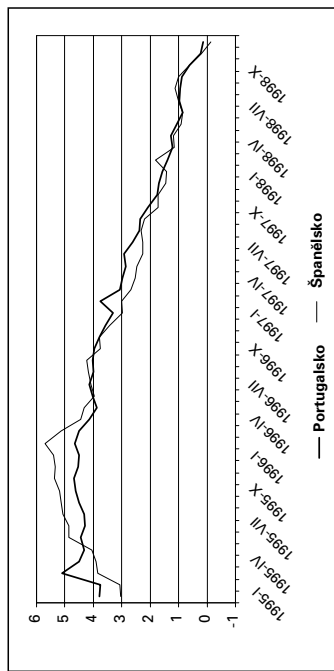
GRAF 4a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny B (Portugalsko, Španělsko) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do prosince 1998)



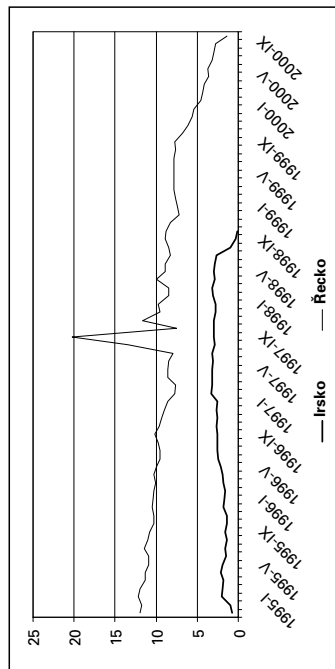
GRAF 5a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny B (Irsko, Řecko) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do června 2001)



GRAF 4b Vývoj úrokového diferenciálu zemí skupiny B (Portugalsko, Španělsko) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998)

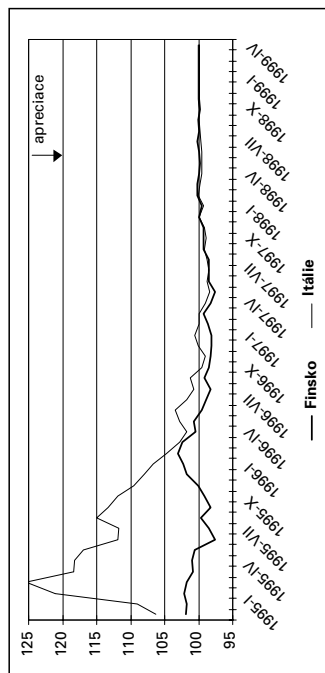


GRAF 5b Vývoj úrokového diferenciálu zemí skupiny B (Irsko, Řecko) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998) a vzhledem k eurozóně (od ledna 1999 do prosince 2000)

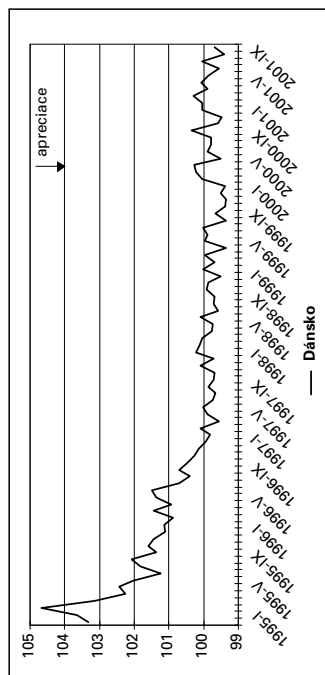


**PŘÍLOHA 1 Vývoj nominálních měnových kurzů (odchylnka od centrální parity oproti DEM/EUR) a úrokových diferenciací (oproti Německu) zemí eurozóny (pokračování)**

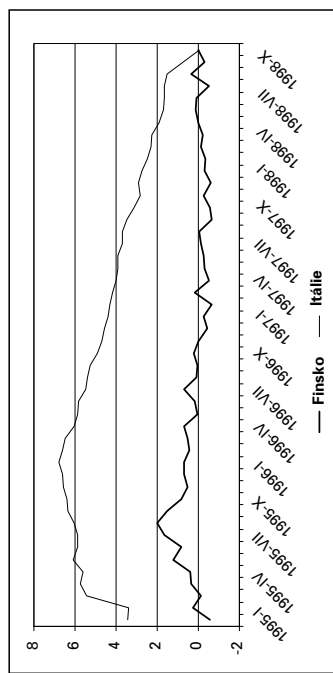
**GRAF 6a** Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny C (Finsko, Itálie) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do června 1999)



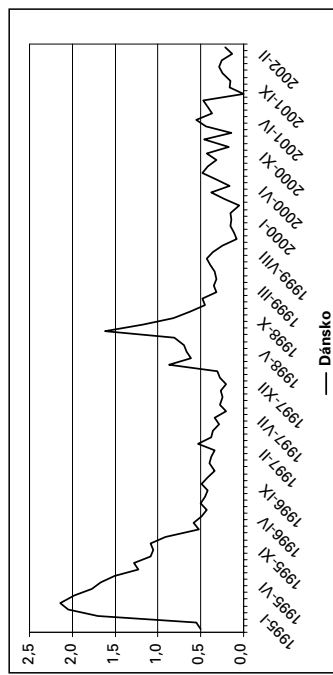
**GRAF 7a** Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny D (Dánsko) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do prosince 2001)



**GRAF 6b** Vývoj úrokového diferenciací zemí skupiny C (Finsko, Itálie) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998)

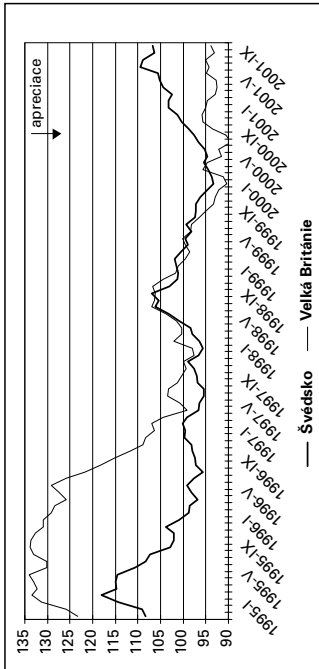


**GRAF 7b** Vývoj úrokového diferenciací zemí skupiny D (Dánsko) vzhledem k Německu (od ledna 1999 do prosince 1998) a vzhledem k eurozóně (od ledna 1999 do května 2002)

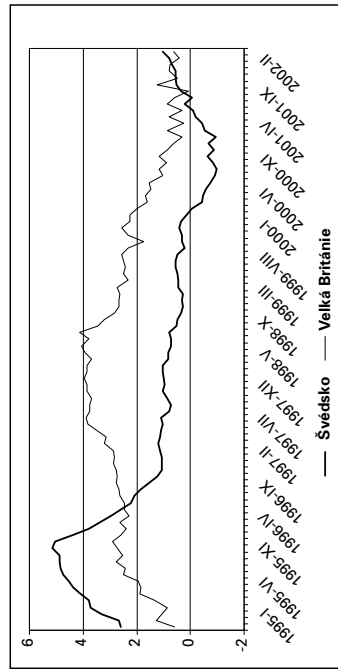


**PŘÍLOHA 1** Vývoj nominálních měnových kurzů (odchylka od centrální parity oproti DEM/EUR) a úrokových diferenciálů (oproti Německu) zemí eurozóny (pokračování)

GRAF 8a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny D (Švédsko, Velká Británie) vzhledem k DEM (od ledna 1995 do prosince 2001)

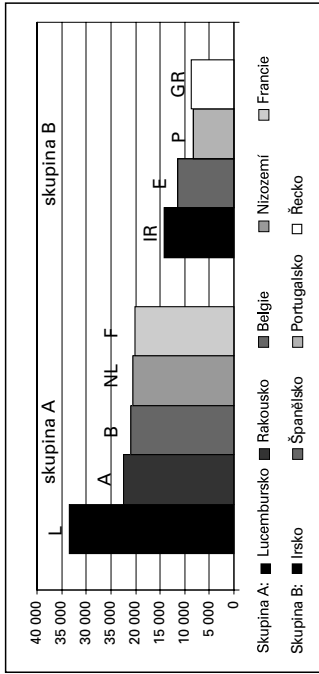


GRAF 8b Vývoj úrokového diferenciálu zemí skupiny C (Švédsko, Velká Británie) vzhledem k Německu (od ledna 1995 do prosince 1998) a vzhledem k eurozóně (od ledna 1999 do května 2002)

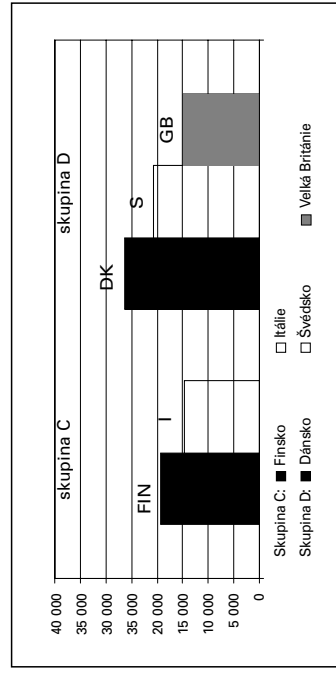


**PŘÍLOHA 2** Vývoj ekonomické úrovně

GRAF 9a Vývoj ekonomické úrovně (HDP na 1 obyvatele) skupiny A a B zemí eurozóny v EUR v roce 2001 (v cenách roku 1995)



GRAF 9b Vývoj ekonomické úrovně (HDP na 1 obyvatele) skupiny C a D zemí eurozóny v EUR v roce 2001 (v cenách roku 1995)



© Zdroje použité při přípravě přílohy 2: Eurostat; výpočty autorů

## LITERATURA

- BEGG, B. – EINCHEGREEN, B. – HALPERN, L. – HAGEN, J. – WYPLOSZ, CH. (2001): *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*. – CEPR, mimeo (revised version, 18. March 2002).
- BUITER, W. H. – GRAFE, C. (2001): Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries. *EBRD 10 Year Anniversary Conference*, London, 13–14 December 2001.
- ČECH, Z. – KOMÁREK, L. (2002): Kurzová konvergence a vstup do eurozóny (I) – Existuje pro kandidátské země možnost volby? *Finance a úvěr*, 52, 2002, č. 6, ss. 322–337.
- COLLIGNON, S. (1997): *European Monetary Union, Convergence and Sustainability. A Fresh Look at Optimum Currency Area Theory*. (<http://www.amue.lf.net/publications>).
- European Commission (1998): Convergence Report 1998. *European Economy*, no. 65/1998.
- European Commission (1999): *Economic and Monetary Union. Compilation of Community Legislation*. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities, June 1999.
- European Commission (2000a): *Exchange Rate Regimes in the Accession Countries*. DG ECFIN, November 2000.
- European Commission (2000b): Convergence Report 2000. *European Economy*, no. 68/2000.
- European Commission (2000c): Seminar on currency boards in the context of EU accession. Brussels, *Enlargement papers*, no. 1, May 2000. ([http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/enlargement\\_papers/enlargementpapers01\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/enlargement_papers/enlargementpapers01_en.htm))
- European Commission (2000d): *The 2001 Pre-accession Economic Programmes of candidate countries: Main Results*. Brussels, EC (DG ECFIN), 2000. ([http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/enlargement\\_papers](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/enlargement_papers))
- FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999): *Kapitálové toky a devizový kurs v transformující se ekonomice*. Praha, Nadace Josefa Hlávky a Ekonomický institut Josefa Hlávky, 1999.
- FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (2001): Na cestě do EU: Nominální a reálná konvergence v tranzitivních ekonomikách. *Finance a úvěr*, 51, 2001, č. 6, ss. 314–330.
- FRAIT, J. (1993): „Černý podzim“ v ERM. *Finance a úvěr*, 53, 1993, č. 8.
- Ministry of Finance of the CR (2001) : *Pre-accession Economic Programme, Czech Republic 2001*. <http://www.mfcr.cz>



## SUMMARY

JEL Classification: E58, E52, P2

Keywords: convergence – exchange rate – monetary policy – EU

### **Exchange Rate Convergence and Entry to the Eurozone (II) A Comparison of Experiences from Member States of the European Union**

Zdeněk ČECH – Czech National Bank, Prague (zdenek.cech@cnb.cz)

Luboš KOMÁREK – Czech National Bank, Prague; The University of Economics Prague  
(lubos.komarek@cnb.cz)

The article contains a general analysis of the exchange rate convergence process of EU and eurozone-candidate countries. Emphasis is given to an analysis of the exchange rate policy of member states within the ERM/ERM2 mechanism (beginning several years before the introduction of the euro) and to the evaluation of exchange rate criteria. Following an introduction, the second part features a discussion of ERM and ERM2, while the third part provides a detailed analysis of the exchange rate convergence process in EU countries. The fourth and final part summarizes the main experiences of EU/eurozone countries with exchange rate convergence within the ERM and ERM2 period.