



## SHRNUTÍ

- Slovinci jsou přijetí eura nejbliž, plánovaný termín leden 2009 se jeví realisticky. Zbytek Víšegrádské čtyřky (V4) bude následovat až v druhé dekádě. Výsledek parlamentních voleb v Polsku znamená, že padá termín 2010. Maďaři euro potřebují kvůli nákladům vládního dluhu relativně nejvíce, ale spolu s ČR (která potřebuje euro relativně nejméně) budou v rámci EU-10 až posledními členy klubu.
- Středoevropské měny čeká před přijetím eura posilování. Udrží-li se dosavadní trendy, tak rovnovážný reálný kurz středoevropských měn bude silít o 2-4% ročně. Za tohoto předpokladu bude konverzní poměr pro převod měn za 1 euro: 35,60 slovenských korun, 3,5 polského zlotého, 223 maďarských forintů a 25,60 českých korun.
- ERM II (mechanismus měnových kurzů) je často mylně zaměňován s kurzovým kritériem přijetí eura. Ukazujeme důležité rozdíly a naznačujeme možnou taktiku centrálních bank před vstupem do ERM II.

## 1. Obecně úvodem

- Přijetí eura je pro středoevropské země povinné na základě smlouvy o vstupu do EU (nemají „opt-out doložku“ jako Velká Británie a Dánsko). **Časování je ale otázka domácí politiké vůle.**
- **V žádné ze zemí V4 neprobíhá a zřejmě ani neproběhne skutečná diskuse o výhodách a nevýhodách přijetí eura.** Otázka vstupu se tak ztotožňuje pouze s plněním jednostranně stanovených maastrichtských kritérií. Na prospěšnost kroku pro danou zemi se nikdo neptá.
- Politicky nejpopulárnějším a zároveň nejproblematictější kritériem je výše deficitu veřejných rozpočtů. **Složitá problematika vzdání se vlastní měnové politiky se scvrkla na plnění rozpočtového kritéria 3%, resp. 60% HDP.**

## 2. Kdy budou středoevropané platit eurem?

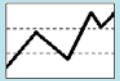
Očekávané přijetí eura ve střední Evropě

	Očekávání ČS	Konsensus (Reuters, 8/2005)	Oficiální pozice	Podpora obyvatel pro euro (9/2005)
Česká republika	2013	2010	2010	63%
Maďarsko	2013	2010	2010	64%
Polsko	2012	2010	2009-2010	56%
Slovensko	2009	2009	2009	72%

Pramen: Česká spořitelna, Konvergenční programy jednotlivých zemí, Reuters, Eurobarometer 63 (Evropská komise)

### Česká republika

- **Stávající vládní koalice** (volby v 6/2006) nedávno oznámila, že se v rámci oficiální strategie 2009-2010 **kloní spíše k roku 2010**. Důvodem je neochota fixovat kurz v ERM-2 již v roce 2006 v situaci cca 4% deficitu veřejných rozpočtů a volební nejistoty.
- Rozhodnutí o roku 2010 je třeba chápat jako oznámení, že „dříve se to nestihne“. Rozhodně jej nelze chápat jako kredibilní závazek, že se přijetí stihne v roce 2010.



- Po volbách je pravděpodobná nějaká účast opozice (ODS) na vládě. Opatrný postoj opozice vůči euru, povolební „rozkoukávání“ a růst deficitu veřejných financí díky plánovaným reformám povedou k tomu, že ani v roce 2007 nevstoupí ČR do ERM-2 a tudíž nepřijme euro ani v roce 2010. Náš nejlepší odhad je 2012-2013.

### Maďarsko

- Otázka přijetí eura je v politické rovině non-event. Jak vládní socialistická strana, tak opoziční Fidesz sdílí názor, že by země měla přijmout euro brzy. Heslo „co nejdříve“ však již není oproti roku 2001 zdaleka tak žhavé. **Hlavní překážkou zůstává neuspokojivý stav veřejných financí**, o to více po nedávném markantním zvýšení projektovaných schodků v tomto i příštím roce.
- Podle Konvergenčního programu by Maďarsko mělo přijmout euro v roce 2010, což by znamenalo vstup do ERM-2 v polovině roku 2007. Tento horizont je však příliš vzdálený na to, aby představitelé vlády či národní banky veřejně diskutovali o možném datu vstupu do ERM-2 či kurzu centrální parity.
- Zajímavé bude stanovení centrální parity. Maďarský forint se od zavedení quasi ERM-2 v roce 2001 (toto pásmo je po změně na jaře 2003 240-324,7 HUF/EUR) obchoduje na silné straně pásma, a to dokonce i v době měnových turbulencí v roce 2003. **Je proto pravděpodobné, že stávající parita bude při nahrazení oficiální centrální paritou v rámci ERM-2 revalvována.** Maďaři na jedné straně nechťejí příliš silný forint, ale na druhé straně jim obrovské cizoměnové dluhy veřejného sektoru, domácností (hypotéky, spotřební úvěry) i podnikového sektoru neumožňují měnu příliš oslabit.
- Ač to maďarská vláda zatím oficiálně nepřiznala, pozice termínu přijetí eura v roce 2010 již není vzhledem k vývoji veřejných financí nadále udržitelná. Jako realistické se jeví přijetí v roce 2012-2013.

### Dosavadní plnění maastrichtských kritérií zeměmi V-4

Kriterium	Dluh (v % HDP)	Deficit (v % HDP)	Inflace (v %)	Úrokové sazby (v %)	Volatilita FX (v %)
	<i>max. 60</i>	<i>max. 3</i>	<i>max. 2,3</i>	<i>max. 6,0</i>	
<b>Česká republika</b>	36,8	3,0	2,1	4,3	13,6
<b>Maďarsko</b>	57,4	5,4	5,0	7,6	13,0
<b>Polsko</b>	43,6	3,9	3,8	6,3	26,3
<b>Slovensko</b>	42,5	3,1	4,5	4,7	12,3

Poznámka 1: Údaje o veřejném dluhu a deficitu veřejných financí jsou za rok 2004 podle metodiky Eurostatu.

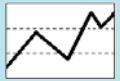
Poznámka 2: Údaje o inflaci a úrokových sazbách jsou průměry za posledních 12 měsíců ke konci července. V případě úrokových sazeb byly použity statistiky 10Y IRS.

Poznámka 3: Žádná z těchto zemí zatím nevstoupila oficiálně do ERM-2. V tabulce je uvedeno maximální rozpětí měnového kurzu národní měny vůči euru za poslední dva roky.

Pramen: Česká spořitelna, Konvergenční zpráva 2004, Eurostat

### Polsko

- Otázka přijetí eura je momentálně diskutována v rámci povolebních jednání. **Zatímco Občanská platforma (PO) má mezi svými prioritami přijetí eura v roce 2009, Právo a svoboda (PiS) tento euro-optimismus nesdílí.** PiS ve svém volebním programu říká ano přijetí eura. Časování však prosazuje spíše později, aby polská ekonomika dostala čas na reálnou konvergenci k bohatším zemí EU a současně proběhla spontánní euroizace. Obě strany se nicméně shodnou na nutnosti snížit rozpočtové deficity, ať už bude euro přijato dříve nebo později.
- Převažujícím názorem centrální banky (NBP) je brzké přijetí eura, podle vyjádření představitelů NBP bude banka technicky připravena na vstup do ERM-2 již v dubnu 2006. Rozhodnutí tedy nechává na vládě a její



## Střední Evropa na cestě k euru

19. října 2005

ochotě snížit rozpočtové deficity. **Vzhledem k vítězství euro-skeptické PiS definitivně padá termín přijetí 2009-2010. Jako realistický termín se jeví 2011-2012 a vstup do ERM-2 okolo roku 2009.**

### Slovensko

- **Otázka přijetí eura má mezi slovenskými politiky téměř jednoznačnou podporu.** Proti přijetí eura nevystupují dokonce ani populistické opoziční strany HZDS a Smer. Vláda s centrální bankou schválila strategii přijetí eura v roce 2009.
- Domníváme se, že SKK vstoupí do ERM-2 ve druhém čtvrtletí 2006 a že **Slovensko přijme euro od ledna 2009.**

### 3. S jakým kurzem nahradí vlastní měny eurem?

Odhad možného konverzního poměru pro převod národních měn do eura

	rovnovážný kurz 12/05	rok přijetí eura	konverzní poměr	inlace 2006-07	inlace 2008+	rovn. real apr. 06-07 (p.a.)	rovn. real apr. 2008+ (p.a.)
Česká rep.	29,8	2013	<b>25.6</b>	2,5	2,5	3,0	2,5
Maďarsko	250	2013	<b>223</b>	3,0	3,0	3,0	2,5
Polsko	4,00	2012	<b>35.6</b>	2,5	2,5	3,0	2,5
Slovensko	38,4	2009	<b>3.51</b>	2,5	2,0	3,0	2,5

Naše prognóza konverzního poměru pro jednotlivé země stojí na následujících předpokladech:

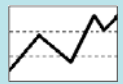
- (I) Konverzní poměr je sice otázkou politického jednání mezi Evropskou komisí, ECB a danou zemí, ale bude odpovídat zhruba úrovni rovnovážného kurzu v době přijetí eura.
- (II) Budoucí rovnovážný kurz je dán současným rovnovážným kurzem a očekávanou rovnovážnou apreciací.
- (III) Největším oříškem je samozřejmě určení stávající hodnoty rovnovážného kurzu. Dostupné analýzy obvykle přicházejí s pásmem +/- 10% kolem stávajících úrovní nominálního kurzu. My pro jednoduchost předpokládáme, že průměrný kurz v roce 2005 odpovídá kurzu rovnovážnému. (Ale pozor: máte-li jiný názor, můžete si jeho implikace pro konverzní poměr snadno ověřit v přiloženém XLS souboru.)
- (IV) V dalších letech budou měny zemí V4 v průměru rovnovážně reálně posilovat o cca 2-4%. Toto tempo bude klesat s tím, jak budou klesat rozdíly mezi cenovým poměrem obchodovatelného a neobchodovatelného zboží v zemích V4 versus v EU. Vyrovňávání tzv. srovnatelných cenových hladin je odvozeným problémem.

### 4. ERM-2 versus kurzové konvergenční kritérium

ERM-2 a kurzové (konvergenční/maastrichtské) kritérium nelze zaměňovat. Plnění kurzového kritéria vyžaduje (I) setrvání v ERM-2 po dobu aspoň dva roky a (II) současně udržení kurzové stability. Pobyt v ERM-2 je tak jen jednou ze dvou podmínek plnění kurzového kritéria.

#### Co je ERM-2?

- **ERM-2 je mechanismem fixování kurzů zúčastněných měn na euro.** Účastnická měna má (po dohodě ministrů financí zemí ERM-2, ECB, guvernérů centrálních bank a Evropské komise) stanovenou centrální paritu...



...a povolné pásmo fluktuační. Standardní pásmo fluktuační je +/-15%. Může být sice stanoveno i užší (viz Dánsko +/- 2,25%), ale pro středoevropské země s relativně velkými fluktuačními to není příliš pravděpodobné.

- **Setrvání kurzu v rámci vymezených mantinelů brání jak národní centrální banka, tak i ECB.** Intervenční podpora ECB je automatická na hraně pásma (tzv. marginal interventions). Intervence národní banky uvnitř pásma (tzv. intramarginal interventions) však ECB může, ale nemusí podpořit. Národní centrální banka a ECB mají právo intervence nepoužít v případě ohrožení cíle cenové stability.
- V rámci ERM-2 lze změnit centrální paritu, i když to nemusí být snadné. Změna probíhá na základě standardní procedury a může ji iniciovat jak národní banka, tak i ECB.
- Stávajícími členy ERM-2 jsou Dánsko (již od doby ERM-1; pásmo +/- 2,25%), Estonsko, Lotyšsko, Slovinsko (od 28.6.2004; pásmo +/- 15%) a Litva, Kypr, Malta (od 29.4.2005; pásmo +/- 15%).

### Co je kurzová stabilita a rozdíl od ERM-2?

- **Pro splnění kurzového kritéria nestačí být 2 roky v ERM-2.** Je třeba, aby centrální parita nebyla devalvována a aby měna zachovala po celou dobu „kurzovou stabilitu bez nadměrného napětí“. Problém je, že „kurzovou stabilitu“ nikdo nedefinoval. Možná bychom to ale neměli čekat. Celý projekt měny euro, jehož je ERM II součástí, je projekt politický a politikům se může tato interpretační volnost „kurzové stability“ naopak hodit.
- Pokud vycházíme z principu „rovného zacházení“, který je v EU hodně oblíbený, pak dává smysl podívat se do minulosti. Ta odráží praxi původního ERM (tedy EMR-1) a nemusí být plně využitelná. Nicméně Konvergenční zprávy z let 2000-2003 pracují s definicí „stability“ jako úzkého rozmezí +/-2,25%. Naštěstí uvádějí, že v případě porušení daného pásma je třeba rozlišovat, kterým směrem kurz pásmo opustil. Porušení na straně posílení je více přípustné než oslabení (obava z tzv. devalvační výhody).
- Z této logiky pak vyplynulo chápání centrálních bankéřů a politiků V-4 o asymetrickém pásmu v podobě +15% (apreciace) a -2,25% (depreciace). Tohoto chápání se držíme rovněž.

### Má ERM-2 smysl?

- Podle chápání ECB a EK by fixace měnového kurzu v rámci ERM-2 měla mít pozitivní účinek na (I) stabilizaci měnového kurzu skrze stabilizaci očekávání a následně na (II) stabilizaci inflace skrze stabilitu dovozních cen i inflačních očekávání. Fixace měnového kurzu by měla (III) otestovat konzistentnost hospodářských politik. V různých dokumentech se opakuje, že pobyt v ERM-2 by neměl být chápán jen jako vstupní brána nebo předpokoj před přijetím eura, jako nutné zlo, které s sebou přináší mnohá rizika.
- Přesně takové chápání pobytu lze však vyčíst z dokumentů centrálních bank či projevů centrálních bankéřů. Mezi pochybnosti ohledně ERM-2 jako stabilizujícího mechanismu patří: ad (I) ERM-2 nemusí znamenat stabilizaci očekávání, protože centrální parita může být změněna a flukuační pásmo +/-15% je přeci jenom dosti široké; ad (II) středoevropské země mají měnově-politický režim cílování inflace, současné zavedení druhého cíle, tj. měnového kurzu vede k nekonzistenci; ad (III) finanční trhy trhu dokáží „trestat“ rychleji a efektivněji neefektivnost hospodářských politik. Fixace měnového kurzu oddaluje korekci, kterou by trh ekonomice ušetřil, a může vést k méně odpovědným hospodářským politikám po delší dobu.
- Podle našeho názoru je ERM-2 velmi problematický mechanismus. Jeho prosazování stávajícími zeměmi eurozóny je však z jejich hlediska logické. Případná kurzová nestabilita nováčků před v ERM-2 se jich dotkne minimálně. Případný (a celkem teoretický) problém, který by eurozóna mohla utrpět při nesprávné hospodářské politice nováčků už při jejich působení v eurozóně, by se samozřejmě dotkla všech.



**Taktika v rámci ERM-2**

- Kombinace asymetrického pásma fluktuace spolu konvergenčním příběhem středoevropských měn může vést některou vládu či centrální banku k pokusům manipulovat s kurzem před stanovením centrální parity. V této logice je výhodné kurz před zakotvením oslabit:
- (I) Slabá strana asymetrického pásma nabízí menší manévrovací prostor. Riziko úspěšného spekulativního útoku na tuto stranu je tudíž mnohem větší. Kvůli počátečnímu oslabení nad fundamentálně ospravedlnitelnou úroveň v této logice měna začne opět posilovat a centrální banka pak bude držet kurz uprostřed 17,25%-ního pásma (tj. +15%/-2,25%). Centrální banka by tak „obelstila“ požadavek EK.
- (II) Možnosti bránit oslabení měny pouze devizovými intervencemi a nikoliv pohybem úrokových sazeb jsou pro centrální banku omezené. Připouštíme však, že v případě středoevropských centrálních bank je tento problém malý vzhledem k velikosti devizových rezerv (viz tabulka níže). Naopak přílišnému posilování mohou zejména česká a slovenské centrální banka teoreticky bránit mnohem snáz, protože sterilizace emitovaných prostředků je stojí díky nízkým domácím sazbám méně než utrží investováním devizových rezerv. V praxi však berou centrální banky (naprosto nesmyslně) ohled i na vývoj svého P/L a tam je jasné, že každé posílení měny je s rostoucím objemem rezerv velmi bolestivé.

**Devizové rezervy středoevropských centrálních bank v roce 2004**

	mld. USD	% HDP	% zahr. dluhu	% importů
<b>Česká republika</b>	28,4	26,6	62,8	42,1
<b>Maďarsko</b>	14,5	14,5	21,3	24,9
<b>Polsko</b>	36,8	15,1	28,9	42,2
<b>Slovensko</b>	14,2	36,2	63,0	51,1

*Pramen: ČNB, NBM, NBP, NBS, národní statistické úřady*

- (III) Bude-li centrální parita ERM-2 použita jako poměr pro převod domácích měn na euro, slabší kurz je výhodný pro domácí podniky kvůli cenové konkurenceschopnosti. Pochopitelně žádný oběd není zdarma a výhody ze slabšího kurzu pro podnikovou sféru by byly kompenzovány nevýhodami pro domácnosti, která drží aktiva převážně v domácích měnách.
- **Domníváme se, že ačkoliv výše naznačené úvahy budou v politicko-ekonomických diskusích padat, centrální banky k nim nakonec nepřikročí.** Podobné taktizování v sobě totiž skrývá významná rizika: (I) Jak určit, zda je současný kurz příliš slabý nebo příliš silný a na jakou úroveň by měla centrální banka kurz oslabit? (II) Jak měnový kurz oslabit a zároveň nezpůsobit makroekonomické nerovnováhy, nepodkopat důvěru investorů či nevytvořit na trhu příliš silná očekávání na budoucí pohyb FX? (III) Jak dlouho před stanovením centrální parity by měla centrální banka měnový kurz oslabit?

**Viktor Kotlán, Hlavní ekonom ČS (+420 224 995 217, [vkotlan@csas.cz](mailto:vkotlan@csas.cz))**

**Miroslav Plojhar, Analytik (+420 224 995 232; [mplojhar@csas.cz](mailto:mplojhar@csas.cz))**