

# ERM II – malý předpokoj či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?

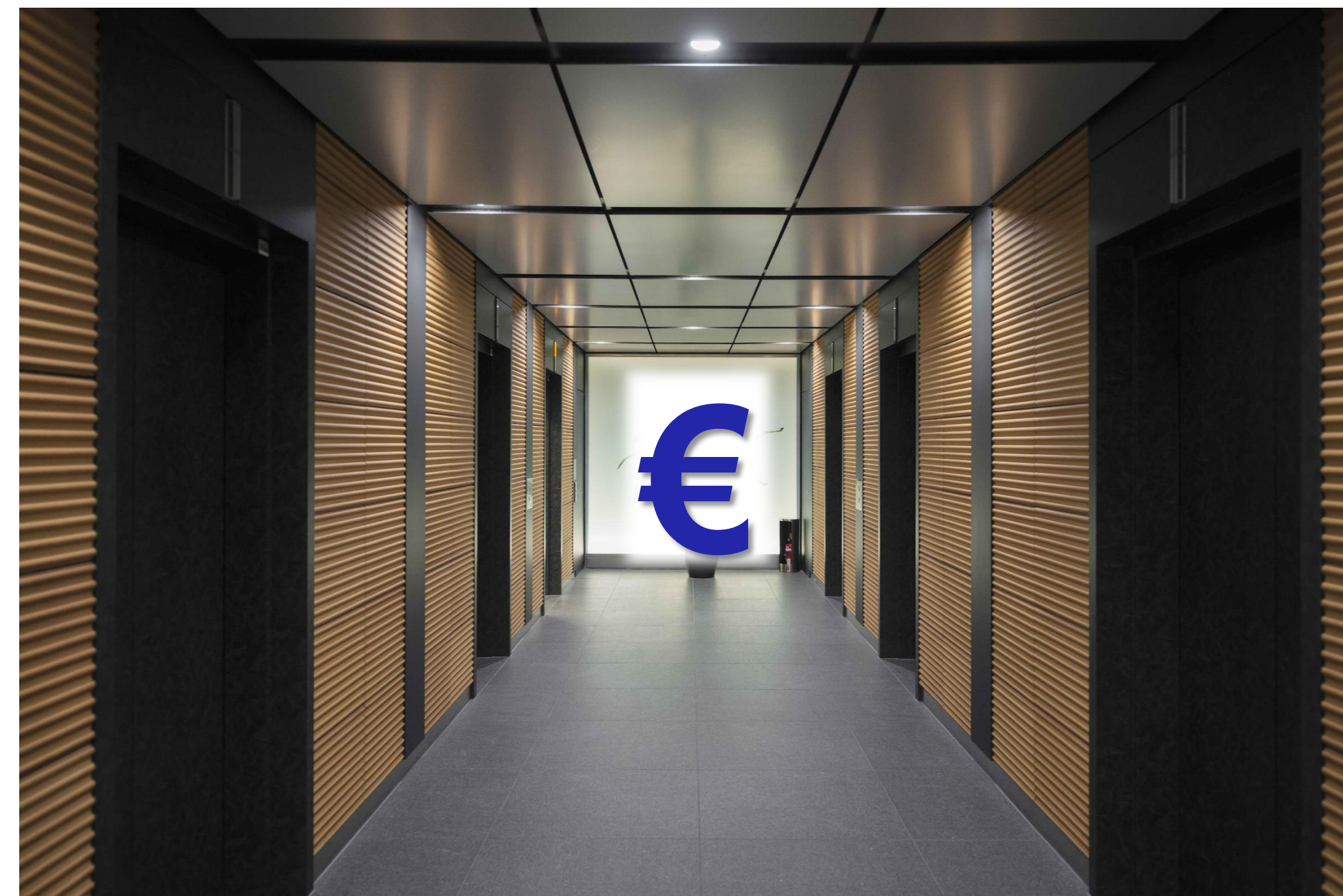
Luboš Komárek

VŠB-TU Ostrava, Ekonomická fakulta

Seminář České společnosti ekonomické

Ostrava, 13. května 2024





## Obsah prezentace

- **Maastrichtská kritéria**
- **ERM II a kurzové konvergenční kritérium**
  - Česká republika
  - Maďarsko
  - Polsko
  - Slovensko
- **ERM II a faktory působící na měnový kurz**
- **ERM II a inflačně cílující centrální banka**
- **ERM II a bankovní unie**
- **Kdy vstoupíme do eurozóny my?**

## Maastrichtská kritéria

### Fiskální

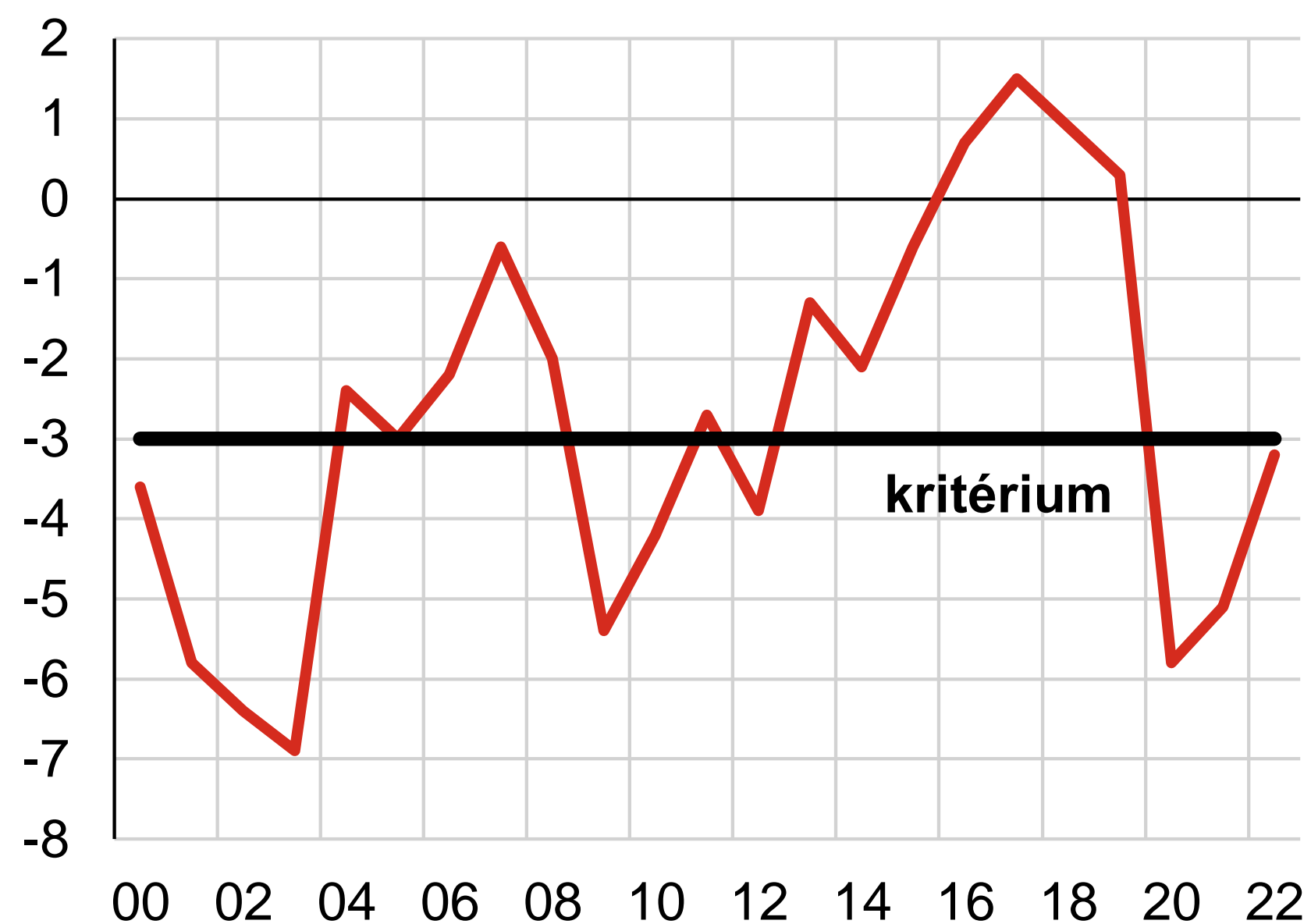
- Deficit/HDP
- Dluh/HDP

### Monetární

- Inflace
- Úrokové sazby
- Měnový kurz

# Maastrichtská kritéria: **fiskální (deficit, dluh)**

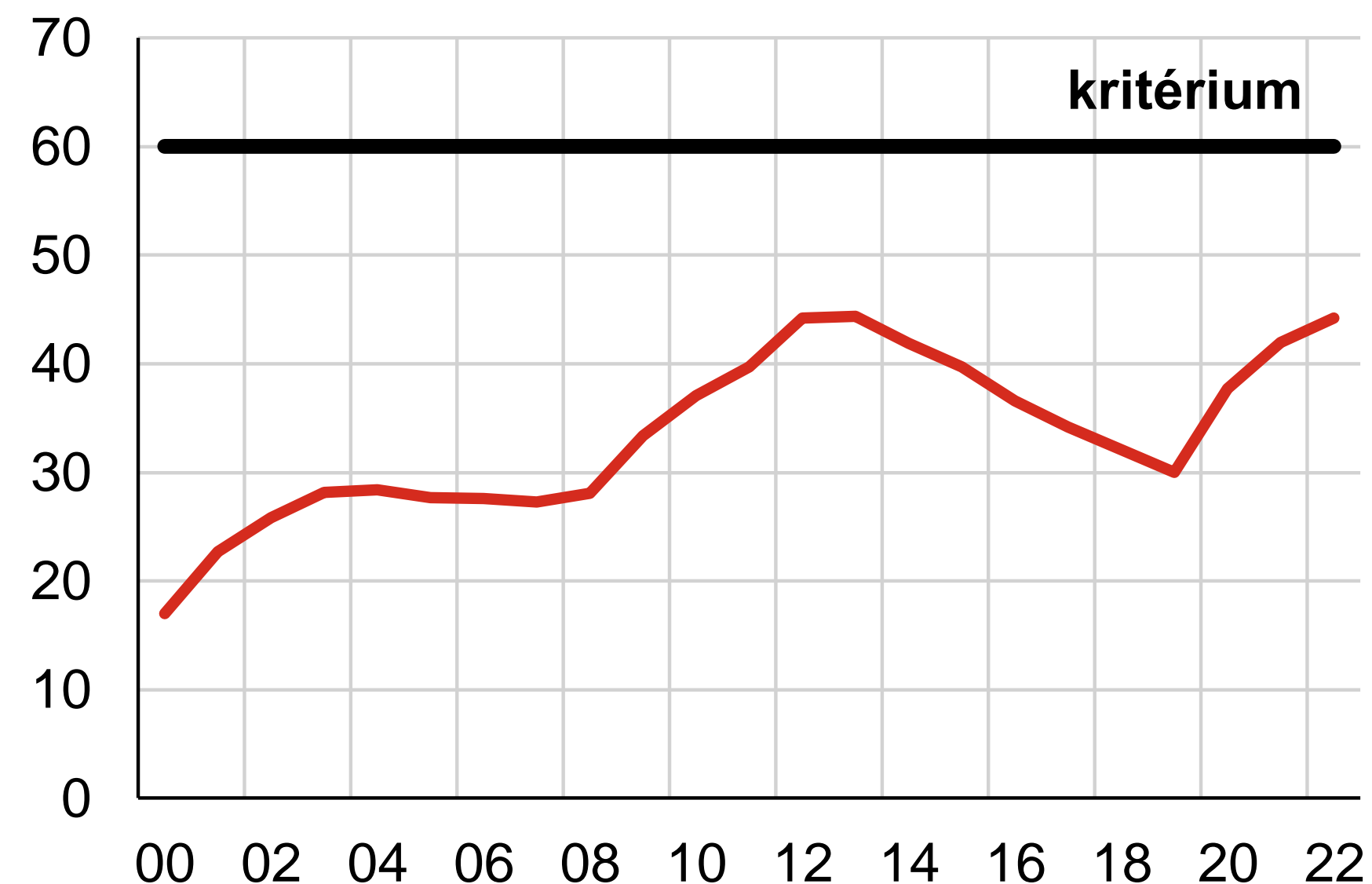
**Vývoj salda vládního sektoru v ČR**  
(% HDP)



Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu deficitu 3 % na HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	-2,4	-3,2	-3,6	-2,2

**Vývoj vládního dluhu ČR a maastrichtské kritérium**  
(% HDP)



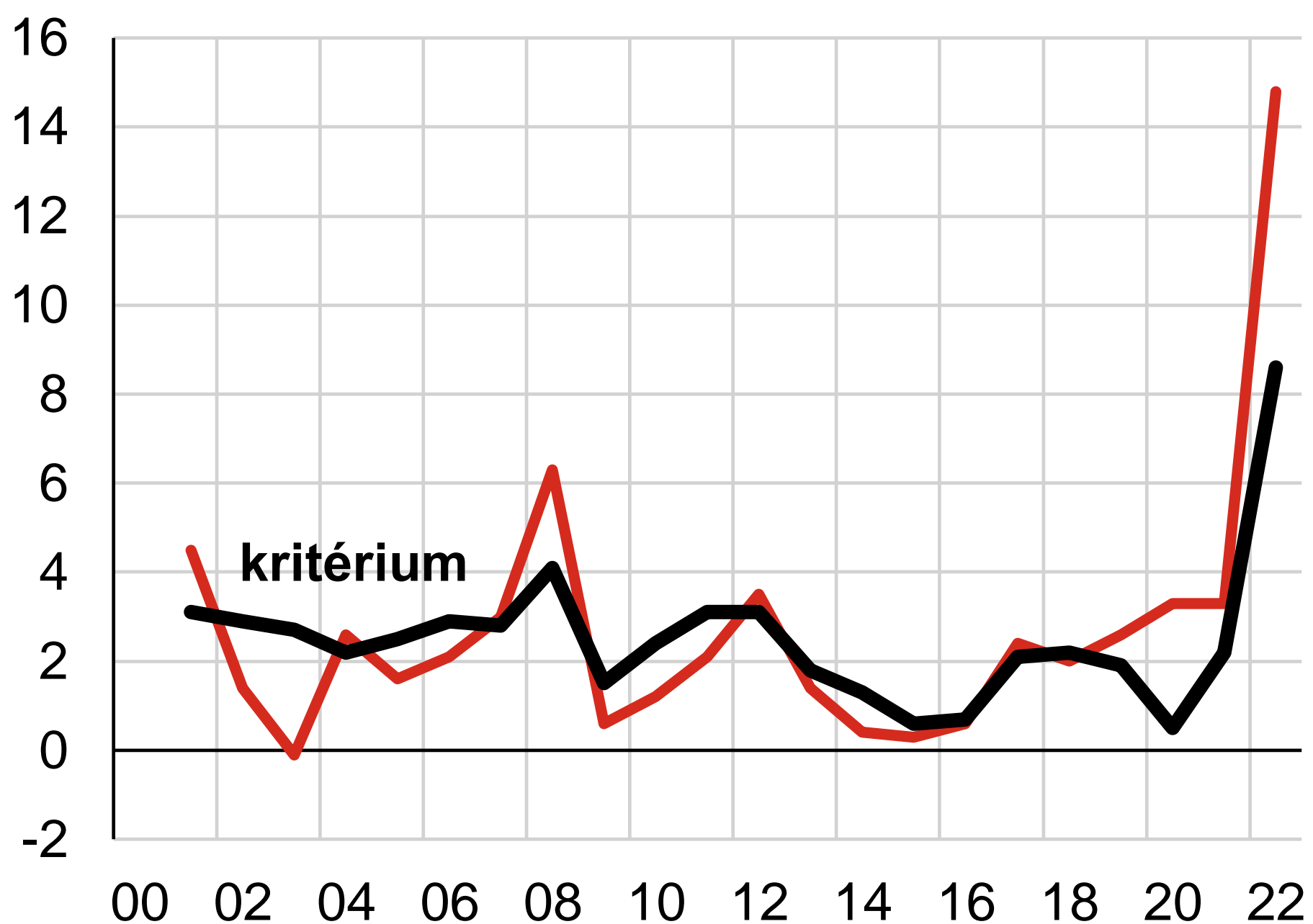
Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu dluhu 60 % HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	28,4	44,2	44,7	45,9

# Maastrichtská kritéria: monetární (inflace, sazby)

## HICP inflace v ČR a maastrichtské kritérium

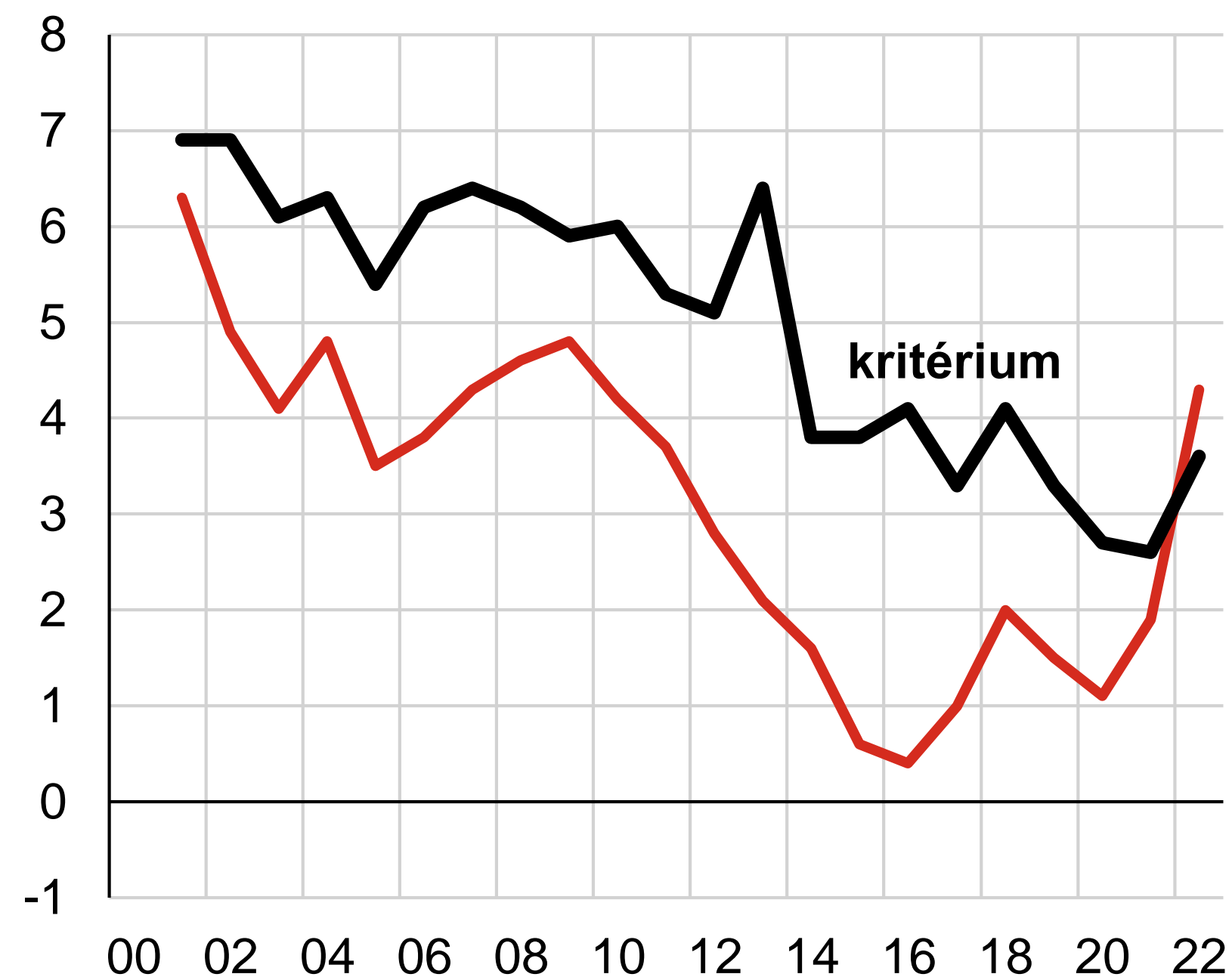
(mzr. v %)



rok	2004	2022	2023	2024
ČR	2,7	14,8	12,1	3,5
kritérium	2,4	8,6	4,6	3,5

## Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů ČR

a maastrichtské kritérium (10Y, v %)



rok	2004	2022	2023	2024
ČR	4,9	4,3	4,4	3,6
kritérium	5,8	3,6	4,7	4,8

# ERM II a kurzové konvergenční kritérium

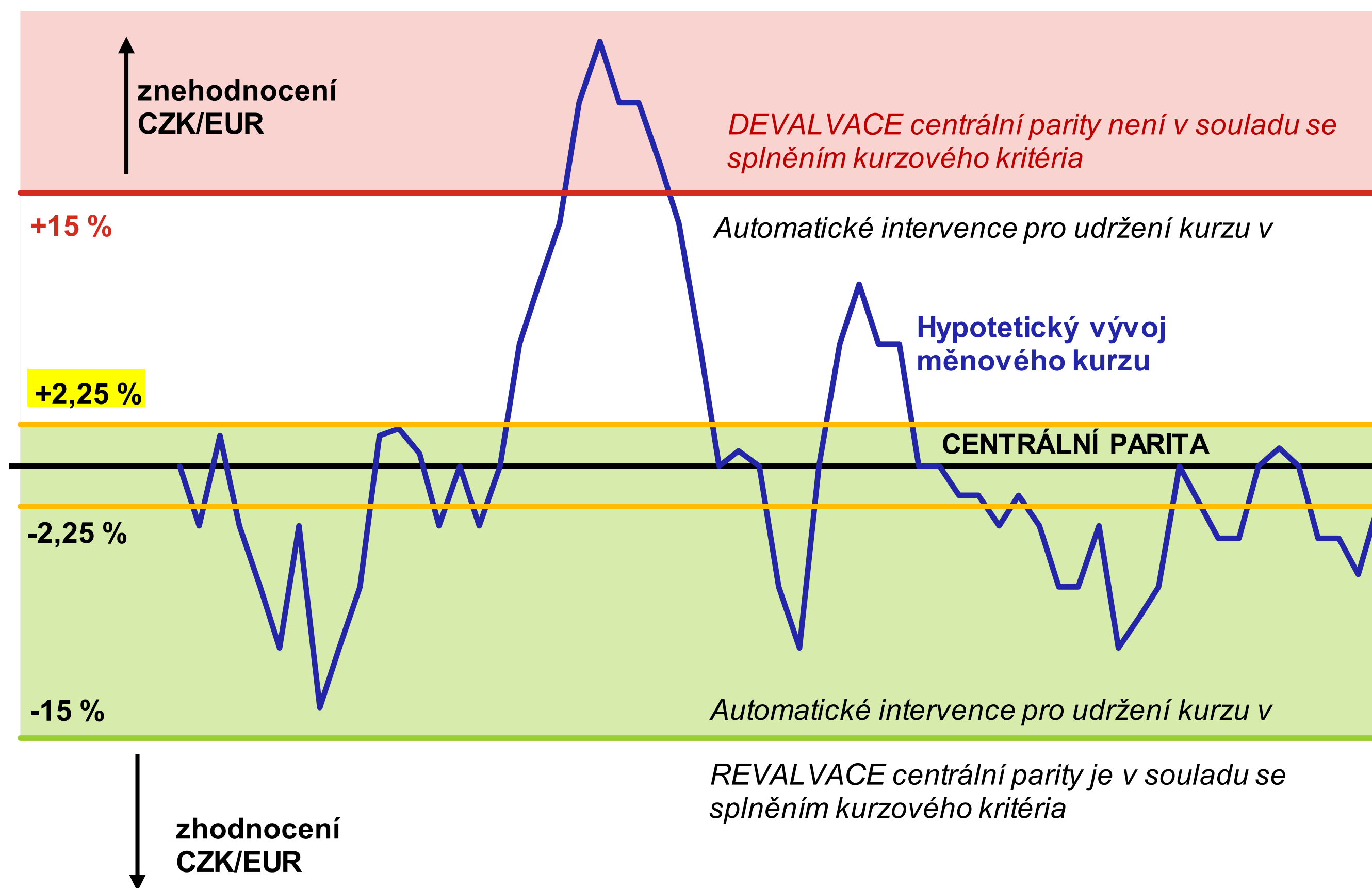
## Maastrichtská kritéria: monetární (měnový kurz)

- **Kritérium nelze pro ČR vyhodnotit**, nejsme účastni v ERM II; pohyb kurzu v pásmu  $\langle -15\%; +15\% \rangle$  od stanovené centrální parity.
- Vyhodnocení kritéria není ex ante zcela zřejmé, neboť:
  - $\langle -15\%; +2,25\% \rangle \Rightarrow$  splnění kritéria „bez diskuse“
  - $\langle +2,25\%; +15\% \rangle \Rightarrow$  existuje možnost splnění kritéria
- Při pohybu kurzu v pásmu  $\langle +2,25\%; +15\% \rangle$  bude záležet na tom:
  - Jak dlouho se zde bude kurz pohybovat?
  - Jak daleko bude kurz vzdálen od hranice  $+2,25\%$ ?
  - Jaká bude intervenční aktivita národní centrální banky, ECB, CB eurozóny a CB zemí v ERM II?
- **Revalvace centrální parity** (posun na silnější úroveň) splnění kurzového kritéria nebrání, **devalvace centrální parity** (posun na slabší úroveň) však ano.



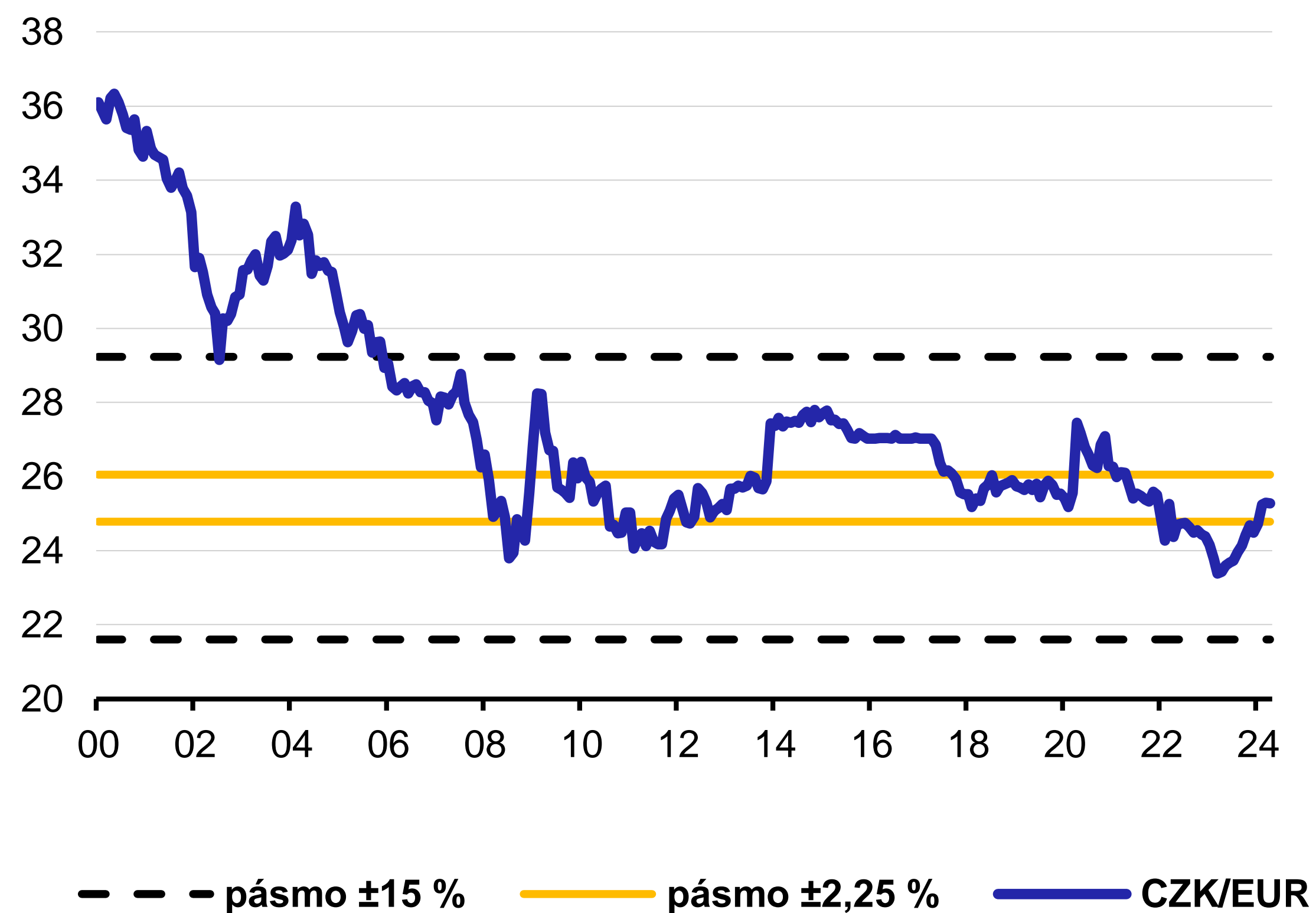
# ERM II: klíčová hodnota +2,25 % od centrální parity

Hypotetický pohyb kurzu v ERM II a maastrichtské kurzové kritérium  
(v %)

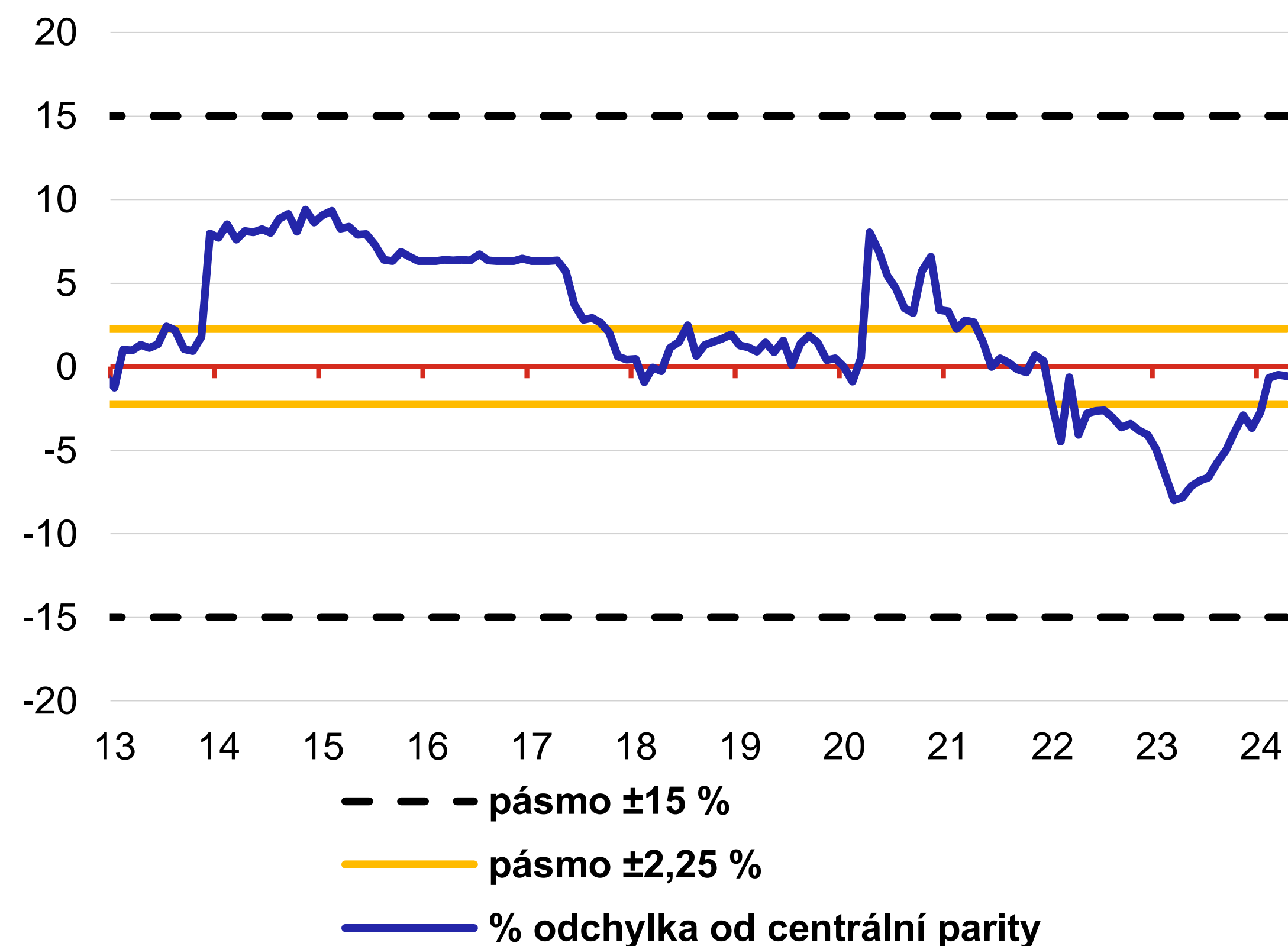


# Česká republika: kurz CZK/EUR

**Vývoj kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1.1.2020 = 25,414 CZK/EUR)**

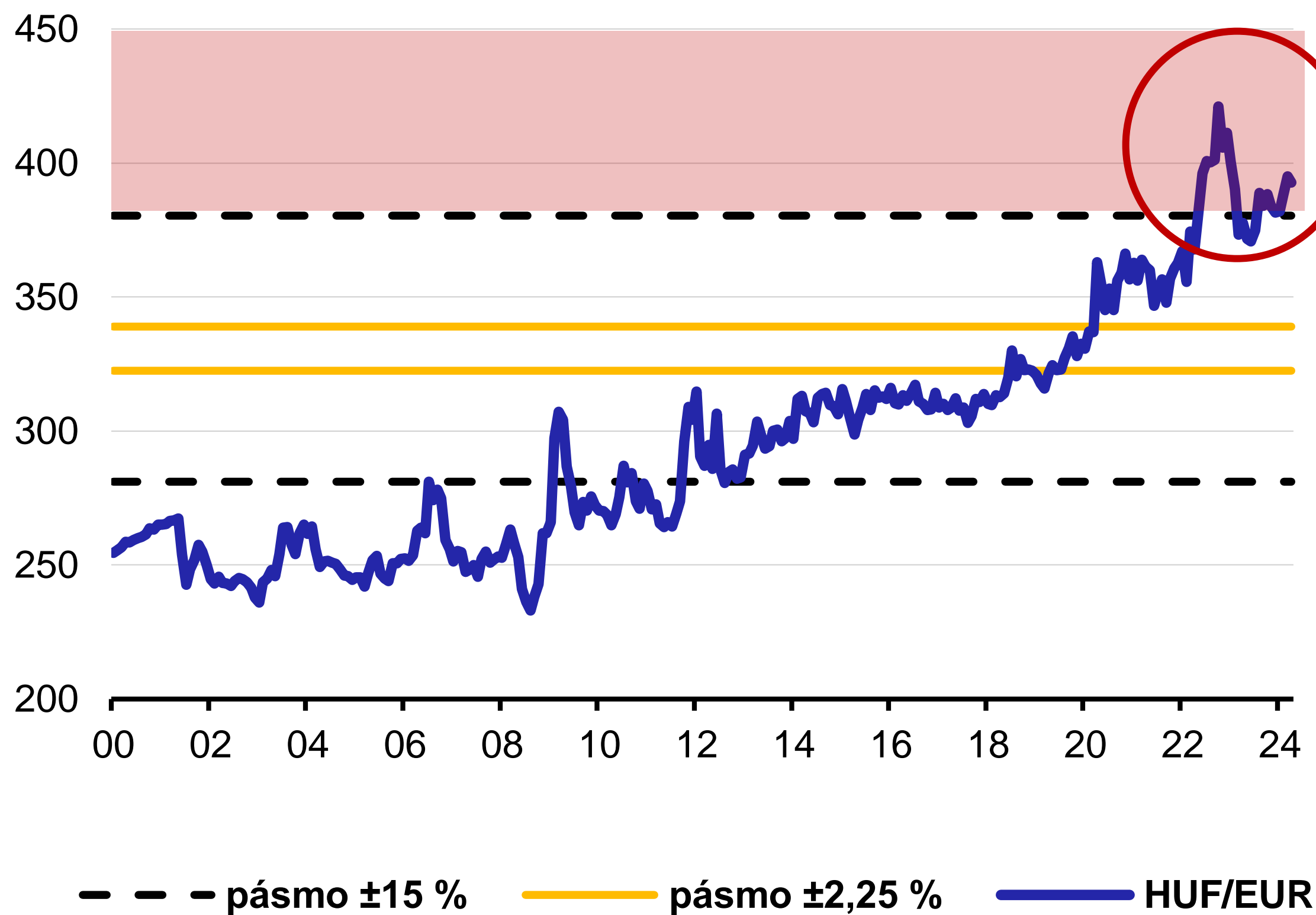


**Procentní odchylka kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1.1.2020 = 25,414 CZK/EUR)**

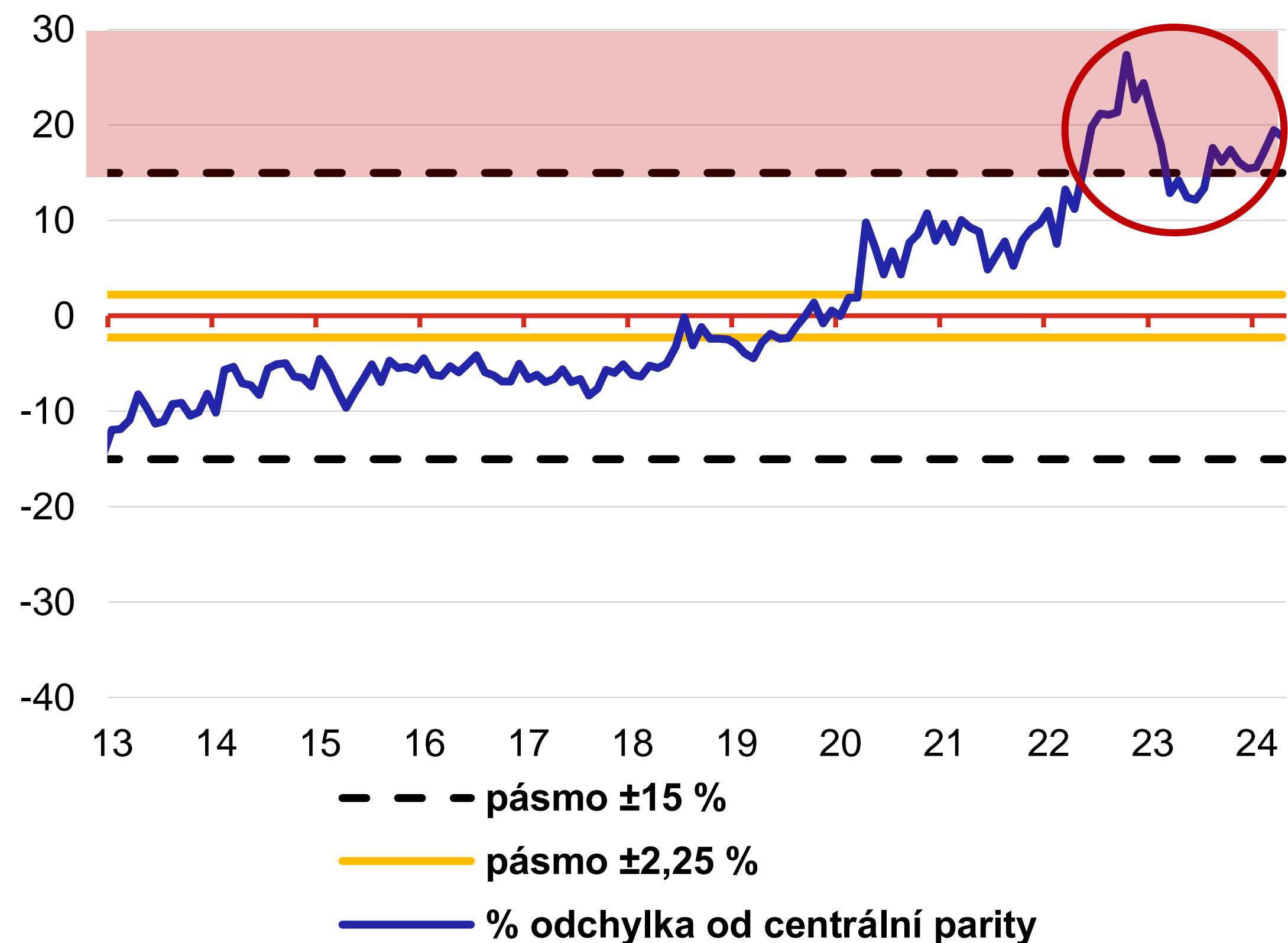


# Maďarsko: kurz HUF/EUR

Vývoj kurzu HUF/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1.1.2020 = 330,71 HUF/EUR)

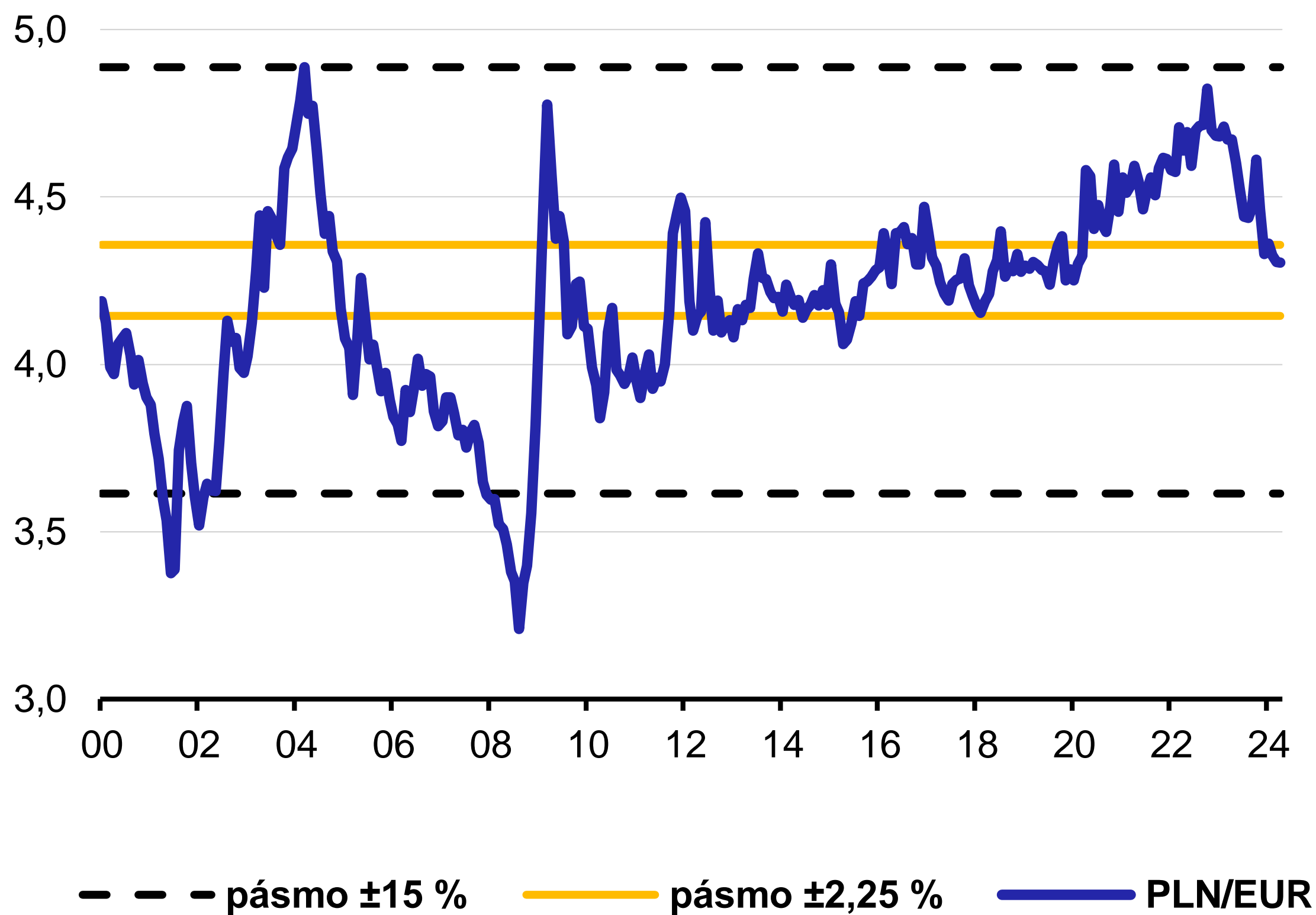


Procentní odchylka kurzu HUF/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1.1.2020 = 330,71 HUF/EUR)

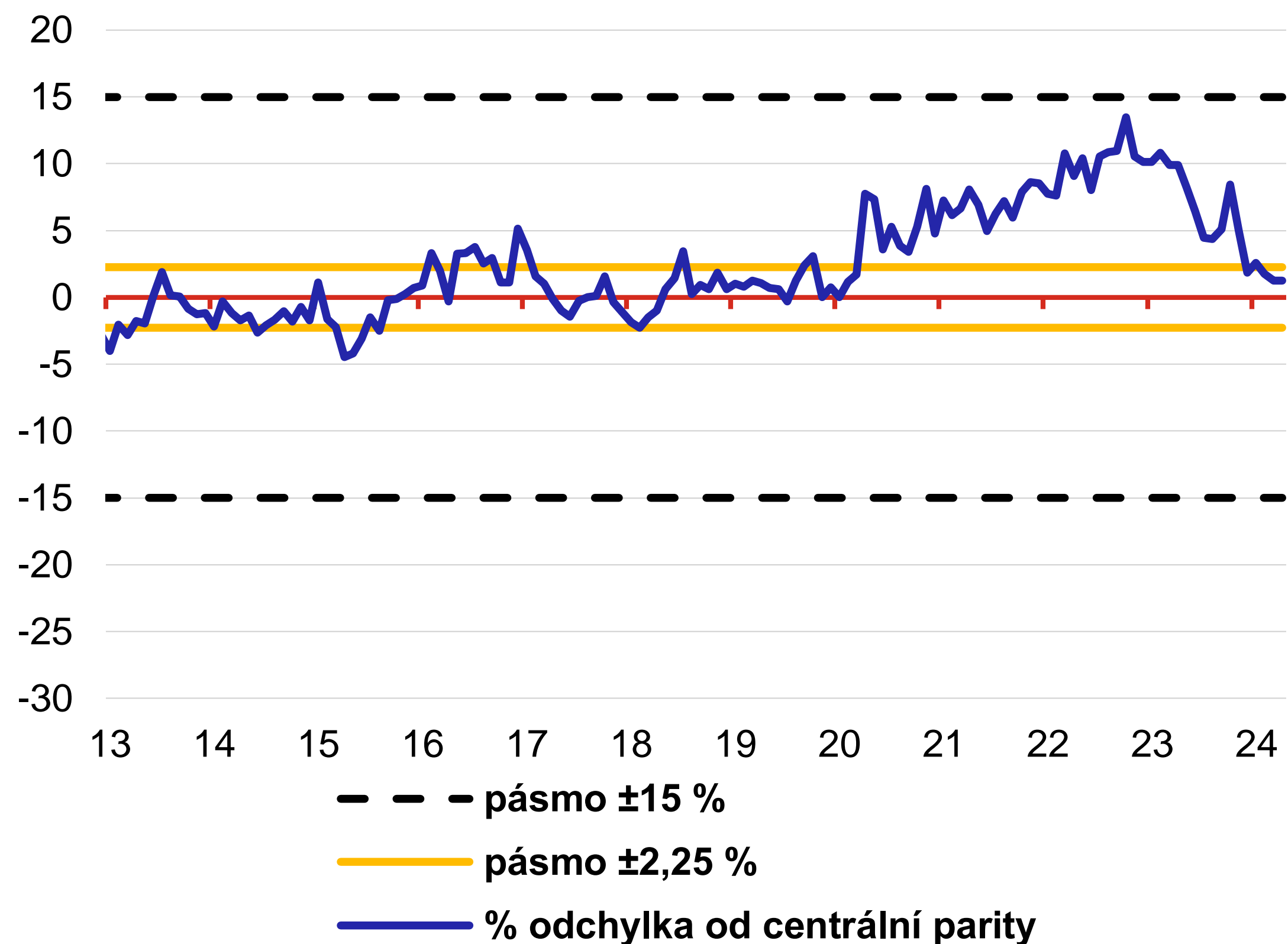


# Polsko: kurz PLN/EUR

**Vývoj kurzu PLN/EUR vůči hypotetické  
centrální paritě (1.1.2020 = 4,25125 PLN/EUR)**

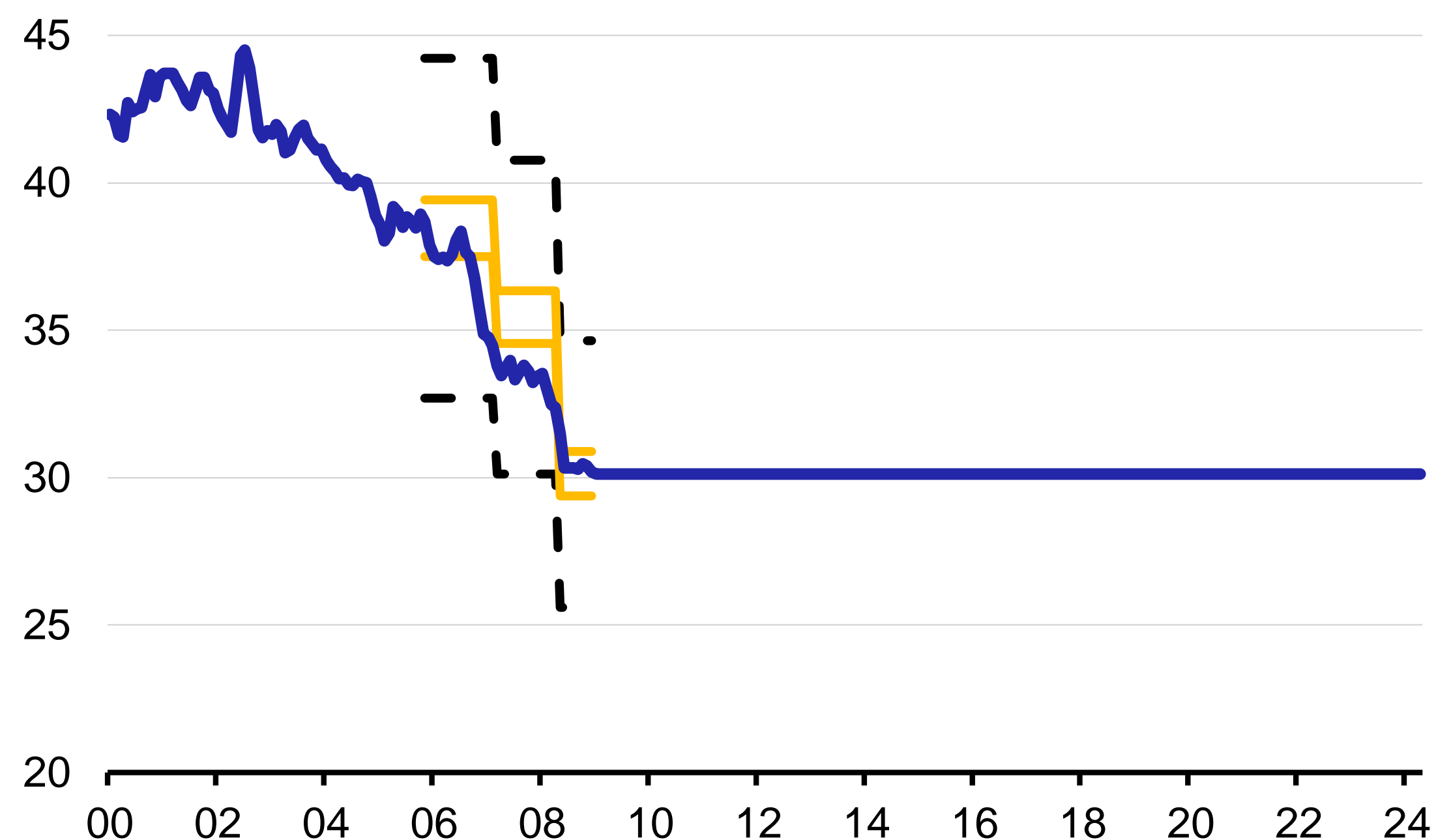


**Procentní odchylka kurzu PLN/EUR vůči hypotetické  
centrální paritě (1.1.2020 = 4,25125 PLN/EUR)**



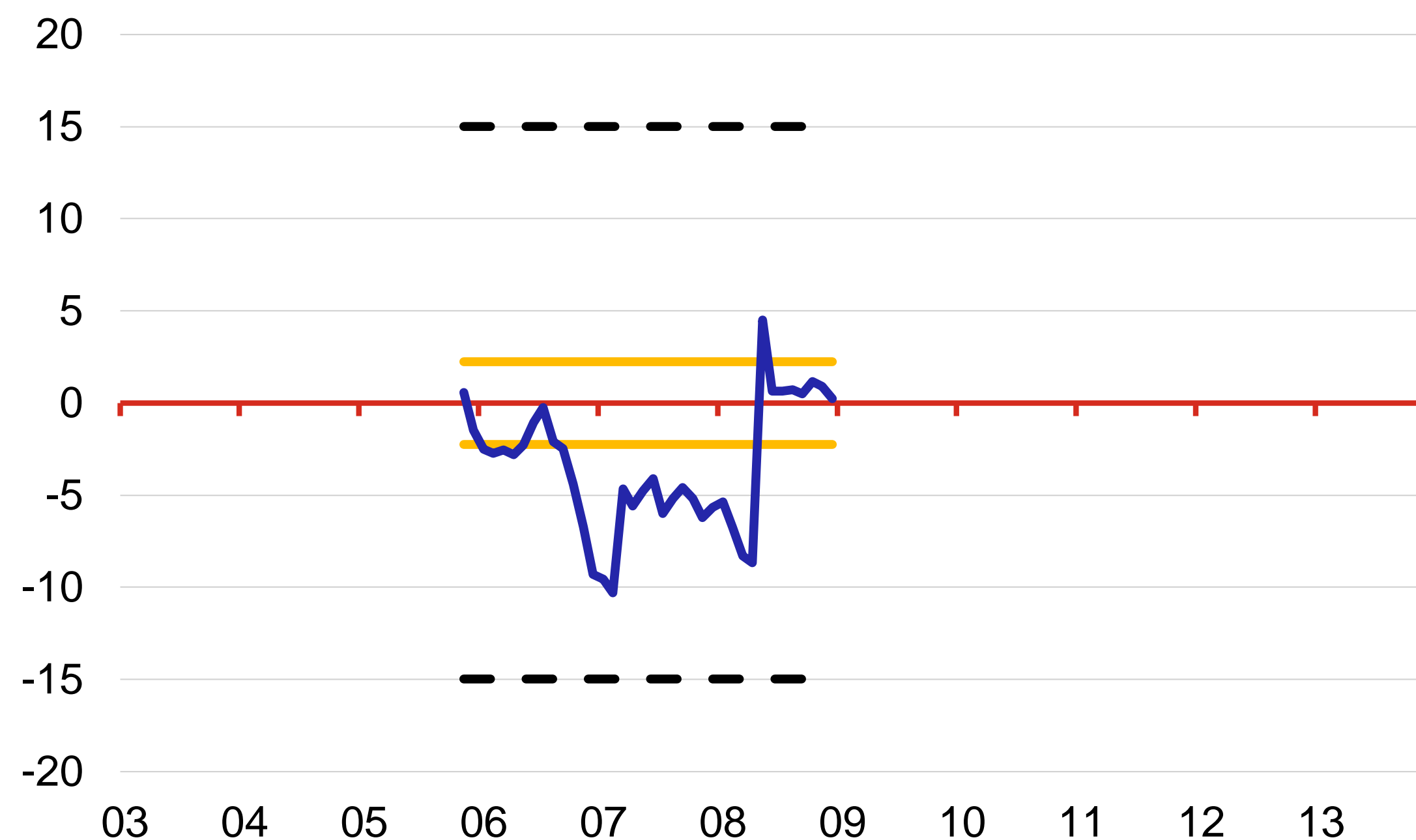
## Vývoj kurzu SKK/EUR

(kurzovní poměr = 30,1260 SKK/EUR)



- - - pásmo ±15 %   
 — pásmo ±2,25 %   
 — SKK/EUR

## Procentní odchylka kurzu SKK/EUR vůči třem v minulosti stanoveným centrálním paritám



- - - pásmo ±15 %  
— pásmo ±2,25 %  
— % odchylka od centrální parity

Slovensko vstoupilo do ERM II 28. listopadu 2005 s centrální paritou 38,4550 SKK/EUR, která byla revalvována s platností od 19. 3. 2007 o 8,5 % na 35,4424 SKK/EUR a následně podruhé revalvována od 29. 5. 2008 o 17,6472 % na 30,1260 SKK/EUR = konverzní poměr při vstupu 1. 1. 2009 do eurozóny.

## ERM II a faktory působící na měnový kurz

**Intervence CB**

(režim řízeného floatingu)

**Úrokový diferenciál**

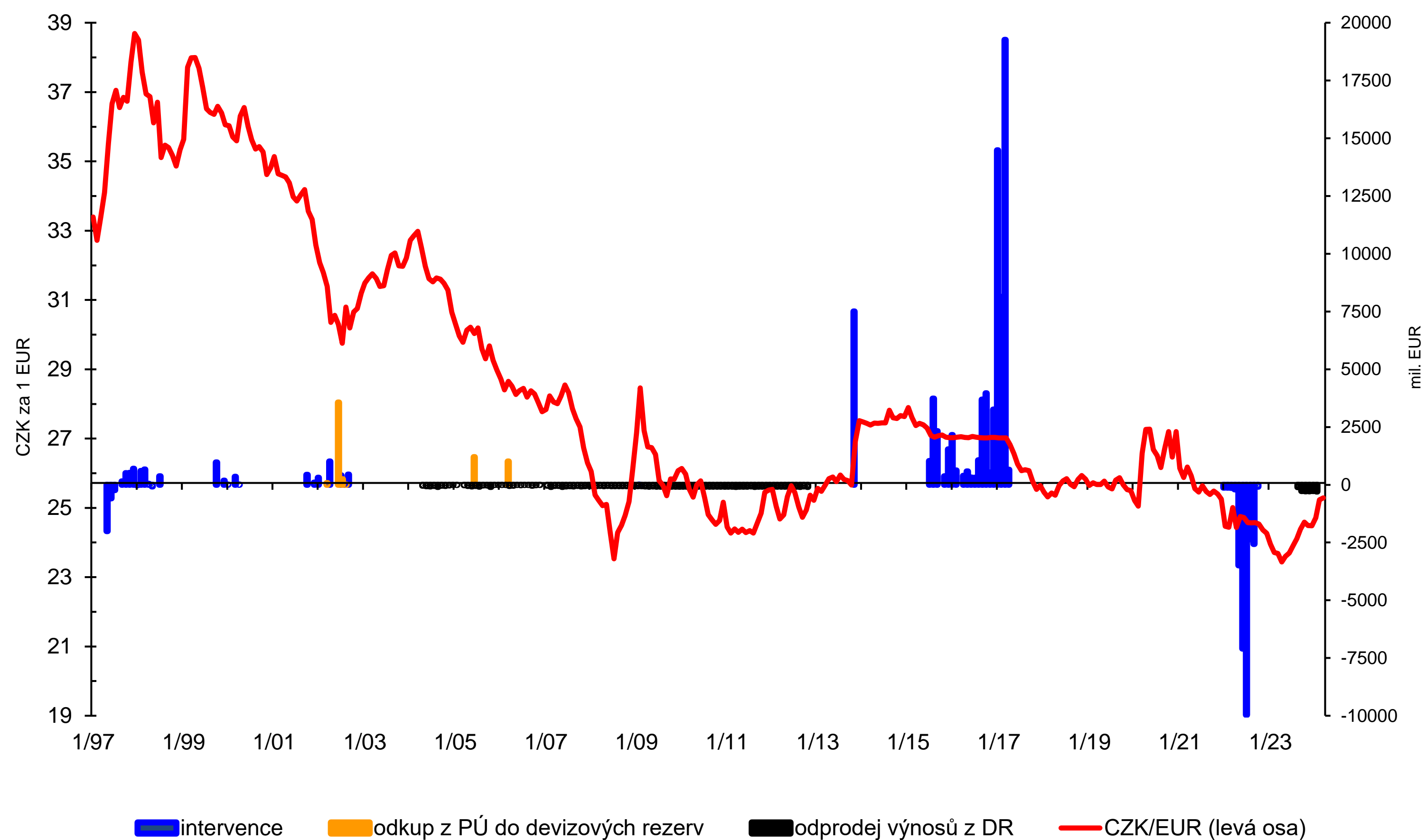
(domácí sazby - sazby zahraniční)

**Ekonomické fundamenty**

(produktivita, směnné poměry, fiskál, ...)

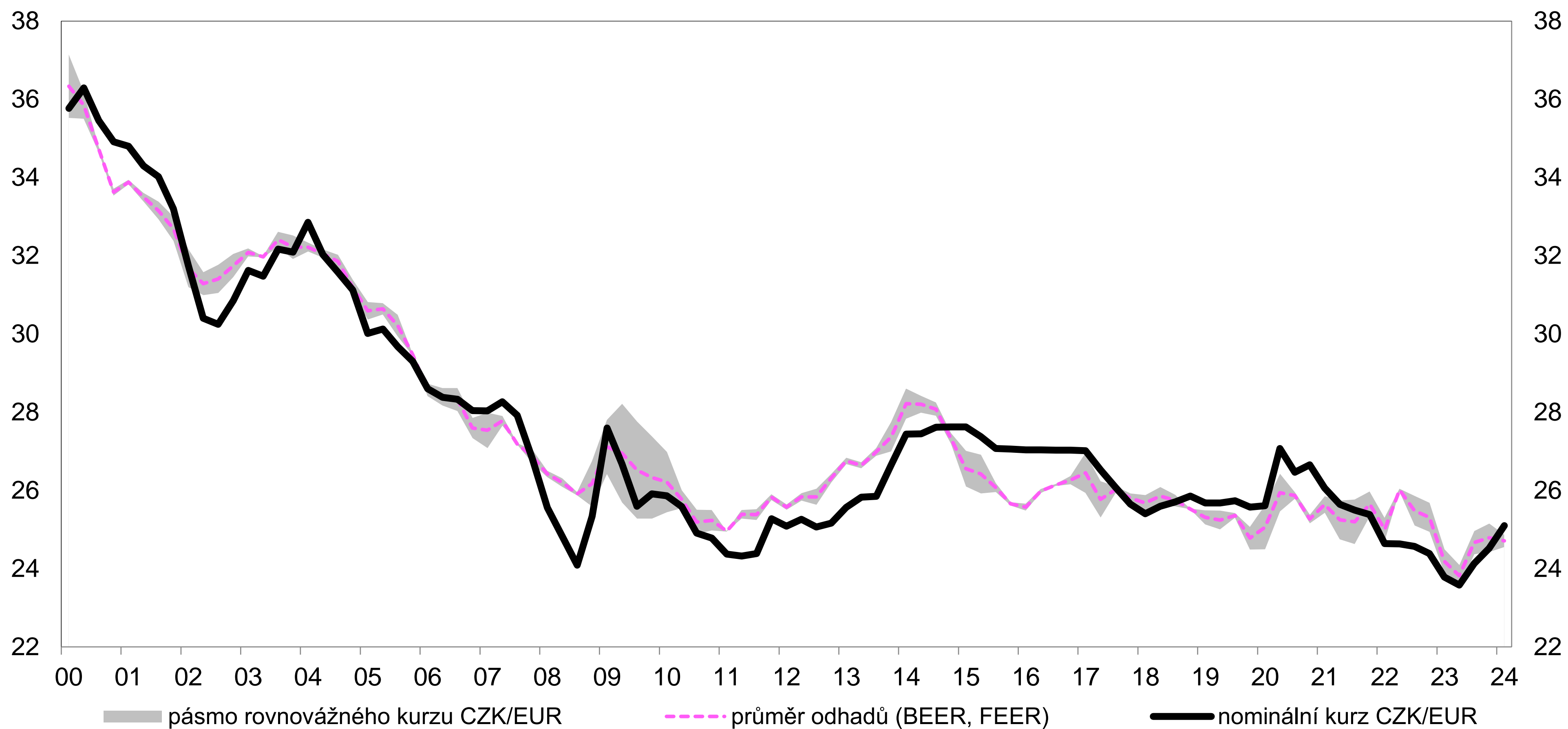
**Sentiment ....**

## Intervenční aktivita ČNB (měnověpoliticky i neměnověpoliticky motivovaná) (CZK/EUR, mil. EUR)



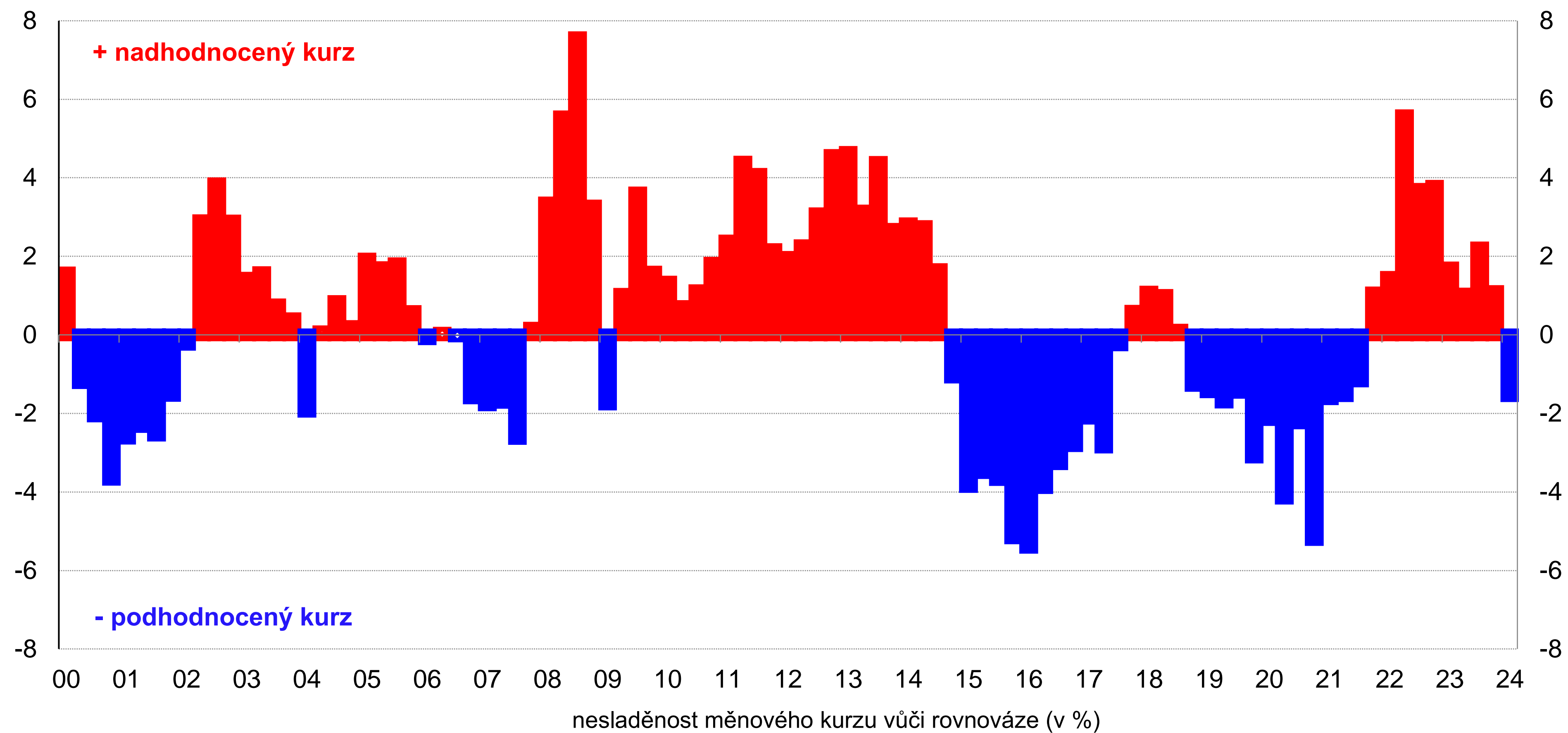
# ERM II a rovnovážný měnový kurz

Rovnovážný měnový kurz CZK/EUR – model BEER a FEER  
(CZK/EUR)





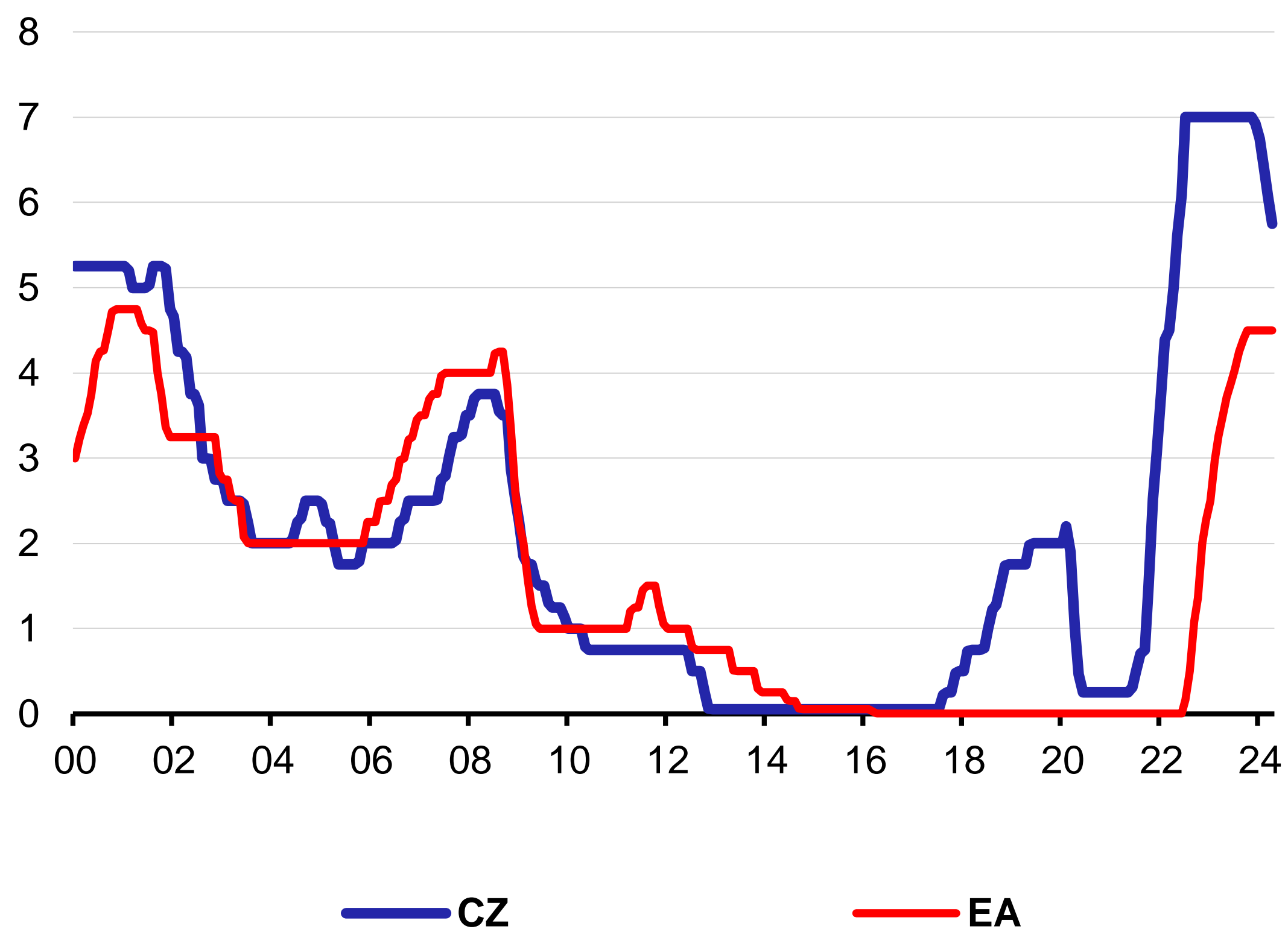
## Nesladěnost měnového kurzu CZK/EUR – model BEER a FEER (CZK/EUR)



# Česká republika: úrokové sazby a diferenciál

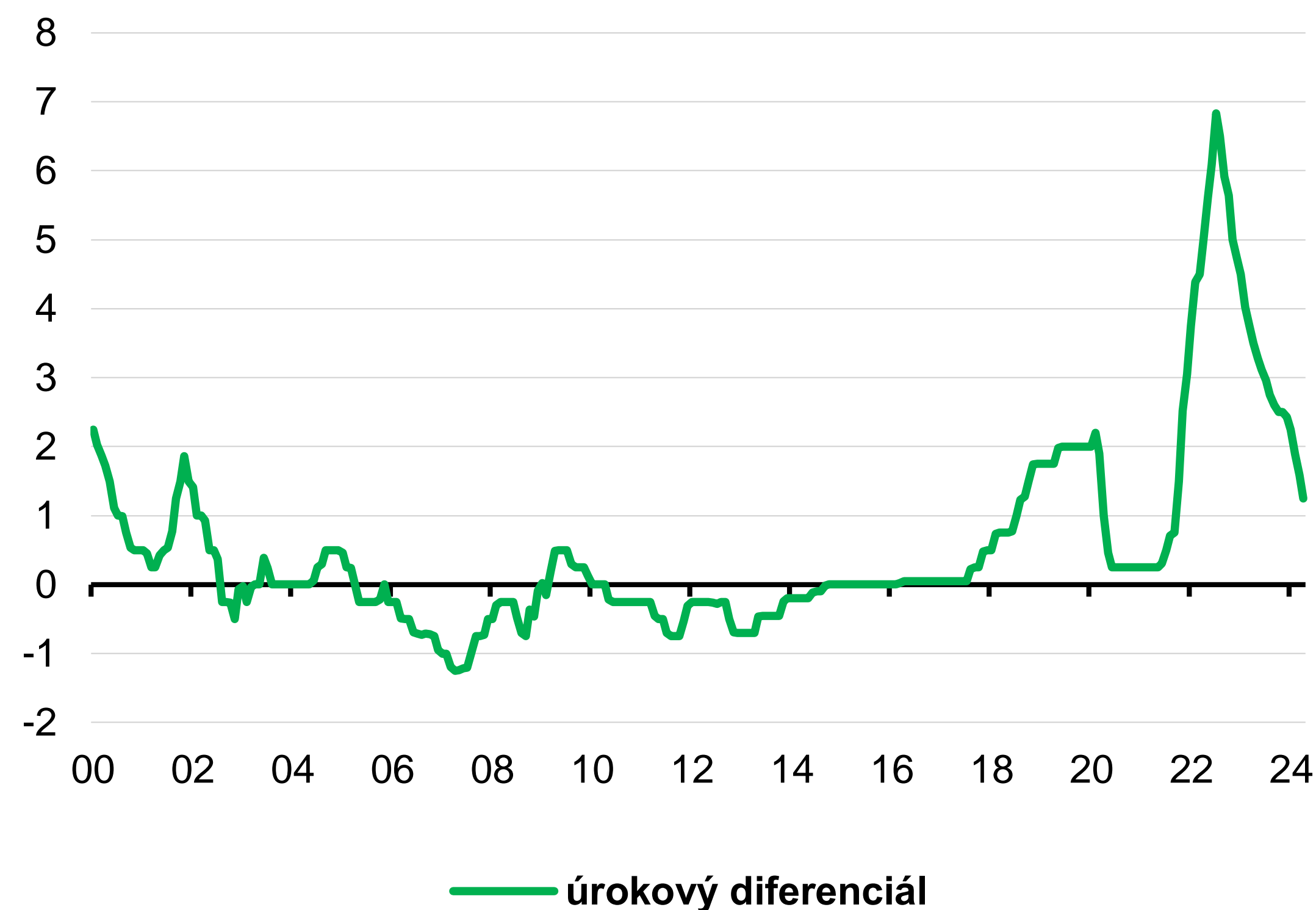
## Měnověpolitické úrokové sazby

(v %)



## Úrokový diferenciál (sazby ČNB – sazby ECB)

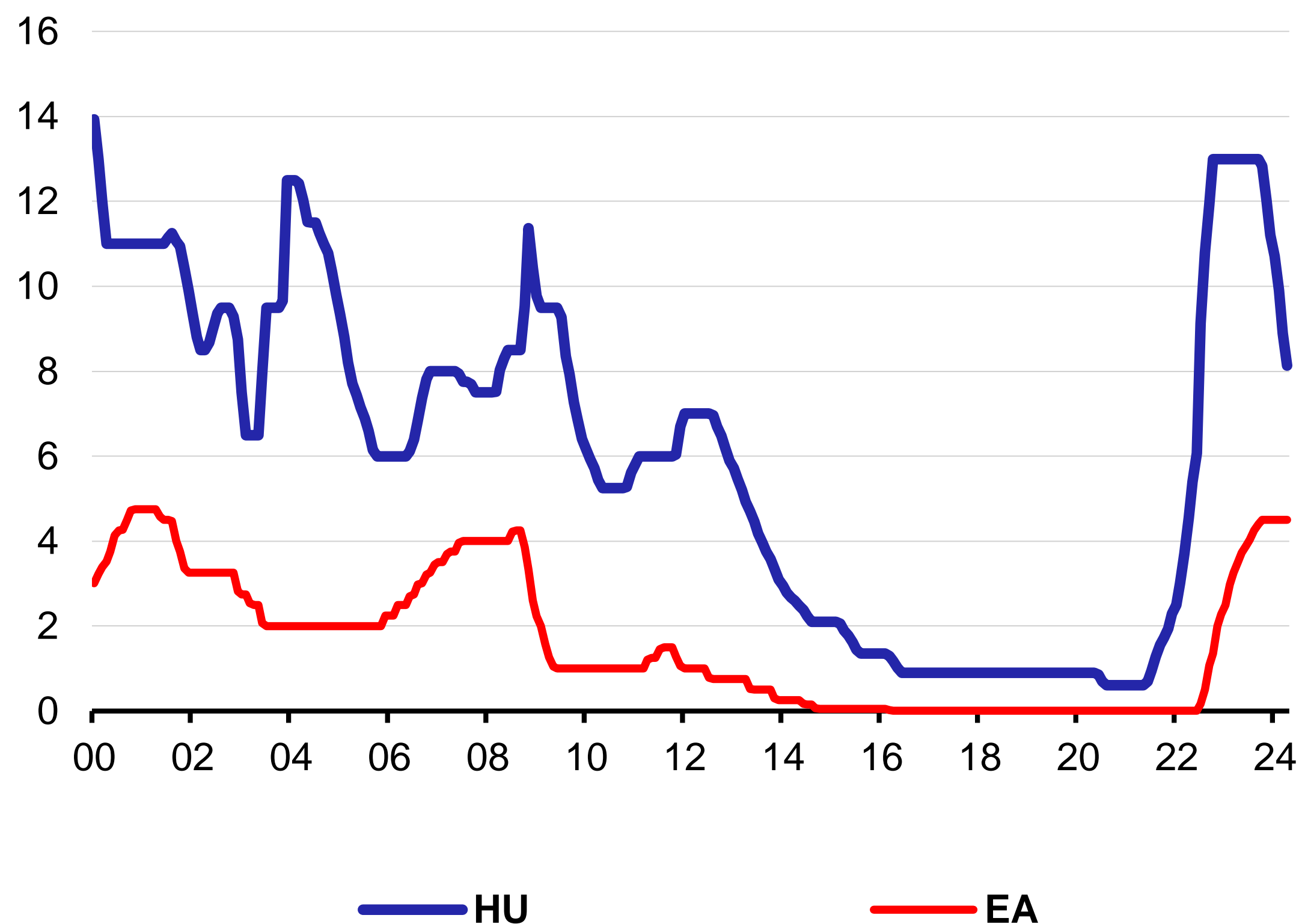
(v p.b.)



# Maďarsko: úrokové sazby a diferenciál

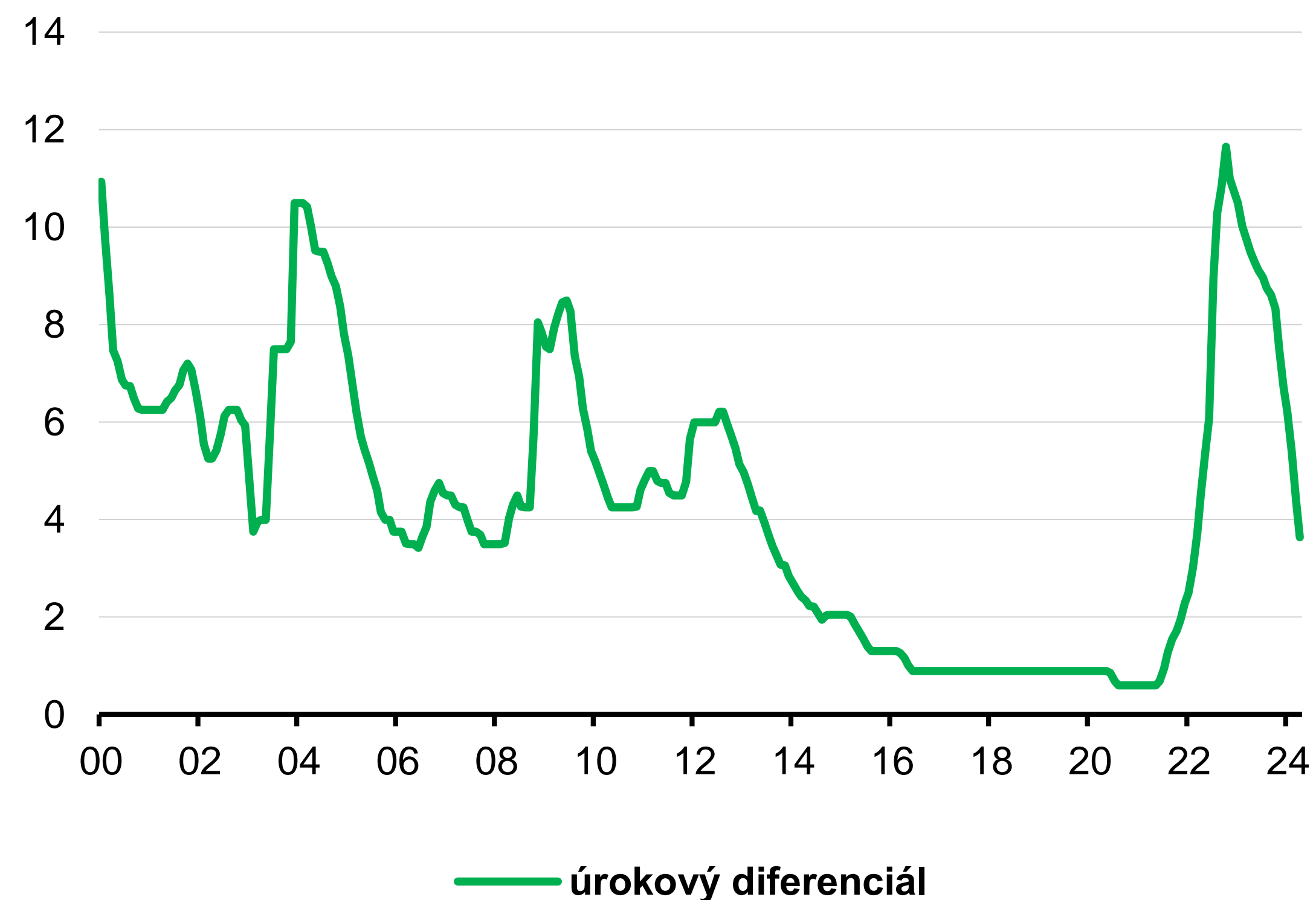
## Měnověpolitické úrokové sazby

(v %)



## Úrokový diferenciál (sazby MNB – sazby ECB)

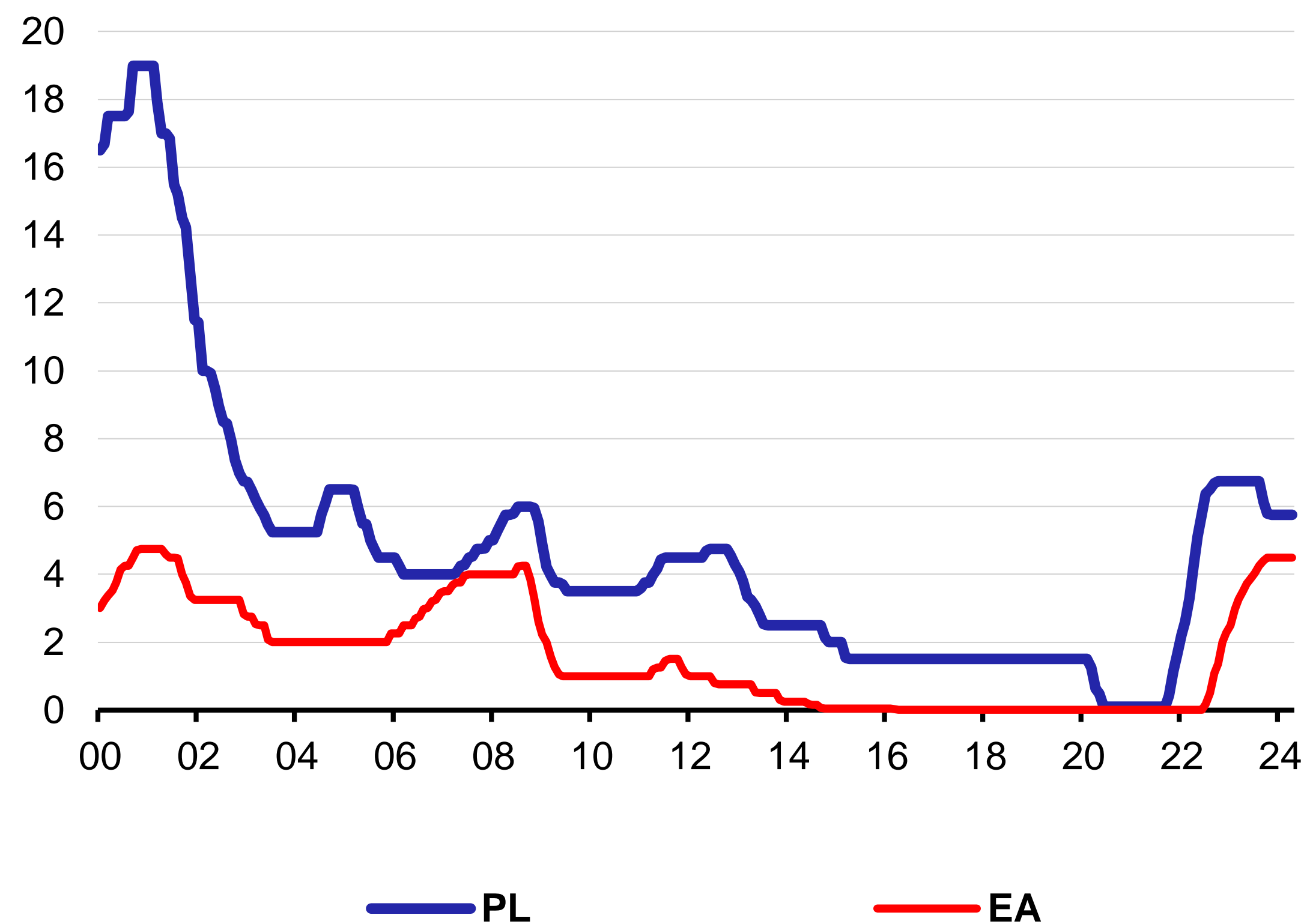
(v p.b.)



# Polsko: úrokové sazby a diferenciál

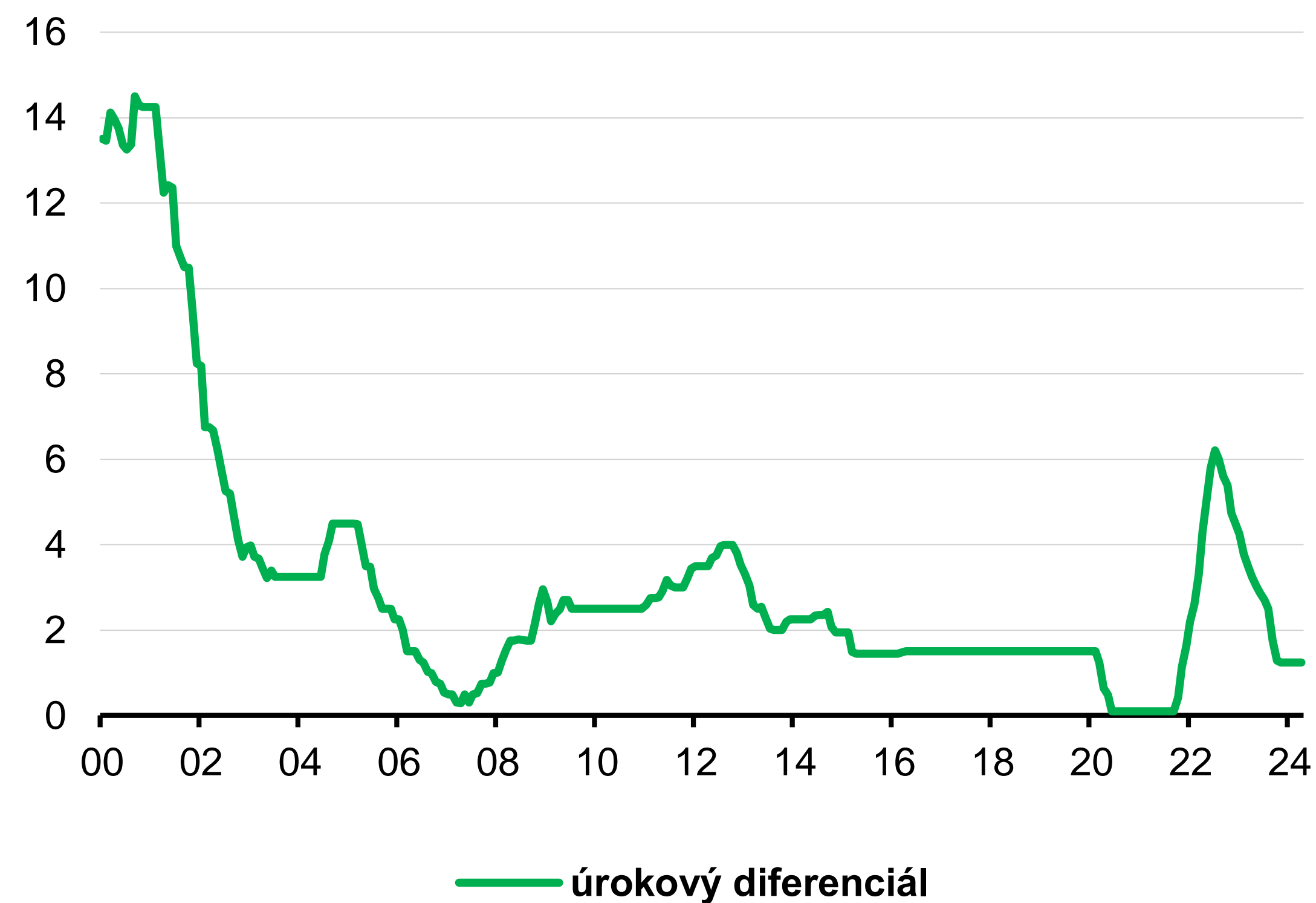
## Měnověpolitické úrokové sazby

(v %)



## Úrokový diferenciál (sazby NBP – sazby ECB)

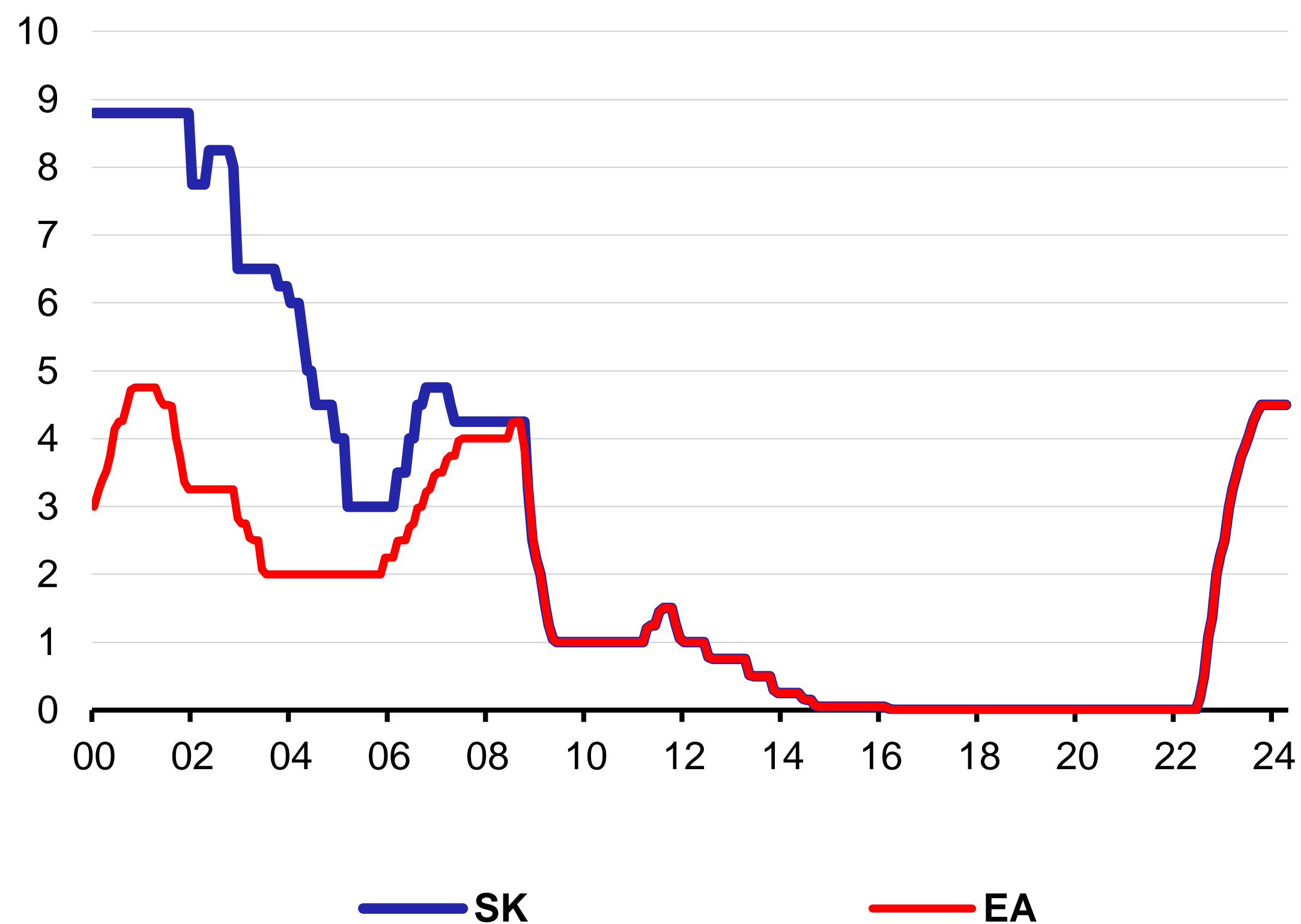
(v p.b.)



# Slovensko: úrokové sazby a diferenciál

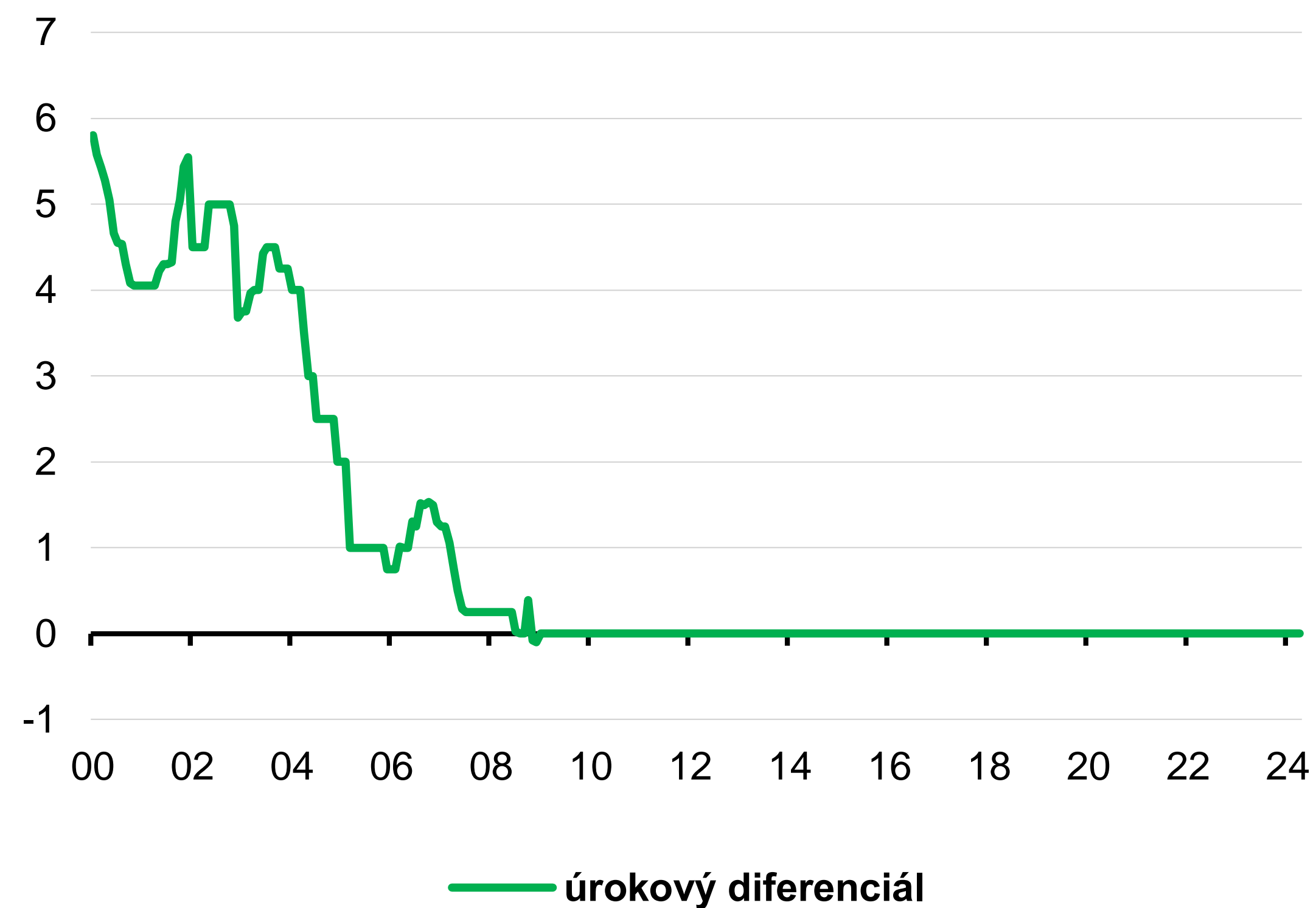
## Měnověpolitické úrokové sazby

(v %)




## Úrokový diferenciál (sazby NBS – sazby ECB)

(v p.b.)



## **ERM II a inflačně cílující centrální banka**

## ERM II a inflačně cílující centrální banka

- **Pro centrální banku operující v režimu cílování inflace:**
  - je obecně vhodnější, aby v mechanismu ERM II setrvala minimální dobu. To je nejlepší varianta, která zachovává tzv. **režimovou čistotu**.
  - platí, že čím více je pohyb měnového kurzu svazován, tím méně to vyhovuje samotnému režimu cílování inflace (viz **impossible trinity**).
  - znamená vstup do ERM II **faktickou změnu kurzového režimu** (viz klasifikace [Mezinárodního měnového fondu](#)) 
- **Delší než optimální (minimální) pobyt v ERM II:** CB eurokandidáta by v tomto případě komunikovala, že z věcných důvodů musela provádět některé **kroky v domácí měnové politice** (např. volba nižší hladiny úrokových sazeb a mírně slabšího kurzu nebo provádění měnových intervencí za účelem snížení volatility kurzu, atd.) pro dosažení svého primárního cíle, tedy stabilizace inflace co nejbližší inflačnímu cíli.
- **Kratší pobyt v ERM II s důvěryhodně vytýčeným datem pro vstup do eurozóny:** povede i k viditelné konvergenci některých, zejména **krátkodobých úrokových sazeb**.
  - Ke dni vstupu do eurozóny splyne sazba peněžního trhu s euriborem, resp. měnověpolitická sazba CB eurokandidáta s měnověpolitickou sazbou ECB.
  - Úrokové sazby na delších splatnostech se však obvykle mezi zeměmi eurozóny liší, u některých velmi zřetelně;

## ERM II: jak to vidí zastánci a kritici?

- **Zastánci ERM II:**

- připomínají např. jeho **možnou stabilizační funkci**, např. skrze nepřímý tlak na ustálení inflace (přes dovozní ceny) nebo konsolidaci veřejných financí. (Nicméně, zvýšení vládního zadlužení může v konečném důsledku vést jak k posílení, tak oslabení měny. Záleží na výši dluhu a deficitu a vnímání jeho udržitelnosti finančními trhy).

- **Kritici ERM II:**

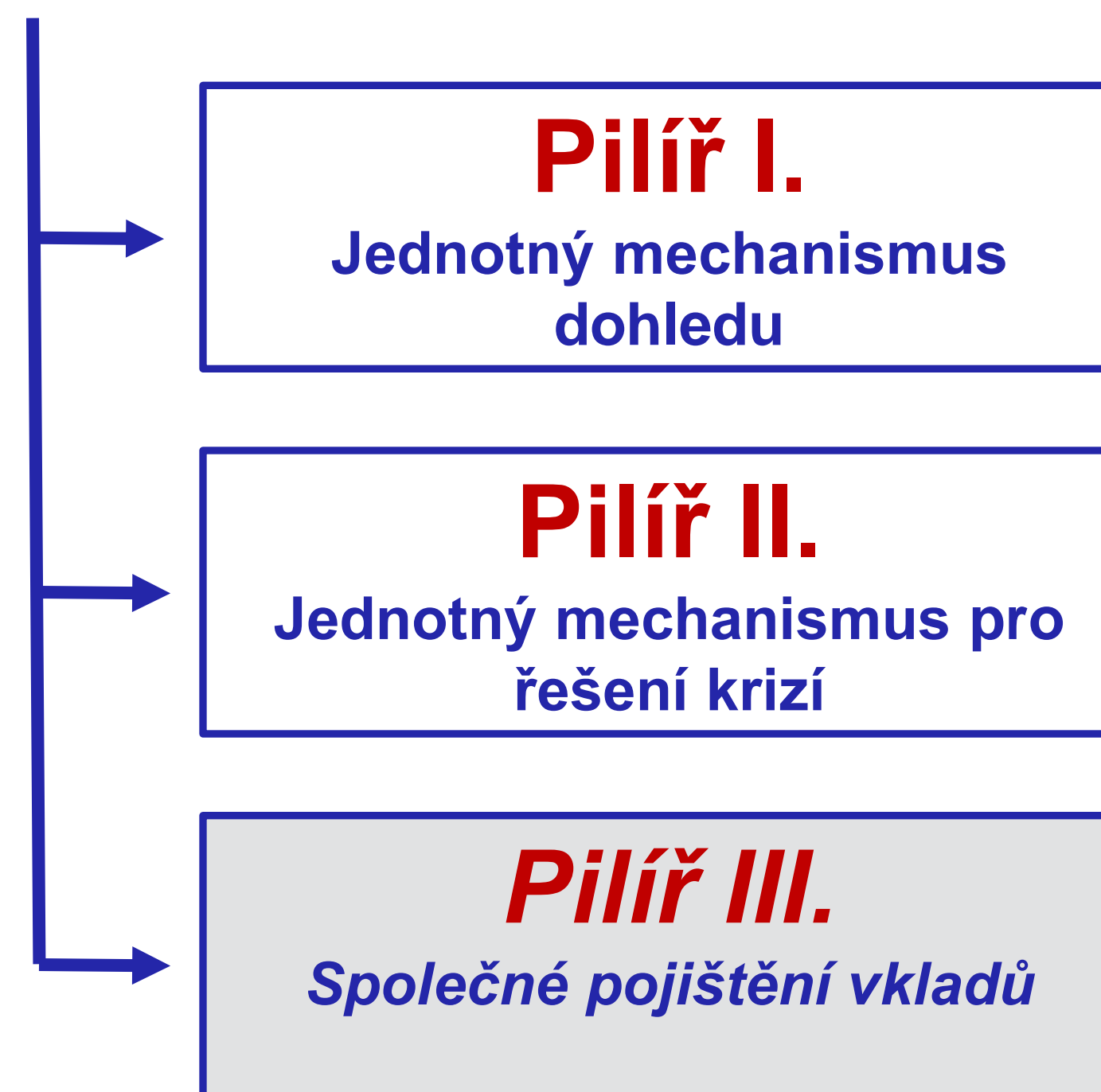
- Namítají, že pokud země před plánovaným vstupem do eurozóny prováděla vyváženou měnovou, finančněstabilní a fiskální politiku, pak je pobyt v ERM II vlastně **zbytečným testem**, a to zejména v dnešním globalizovaném a finančně propojeném světě.
- Argumentují Tinbergenovým pravidlem nástrojů a cílů měnové politiky, kdy centrálně cílující CB by sledovala dva cíle, tj. cenovou stabilitu ve formě inflačního cíle a měnový kurz (pásmo  $\langle +2,25; -15\% \rangle$ ) a k jejich naplnění má jen jeden nástroj, tedy úrokovou sazbu.

- **Realita:**

- ERM II je a bude i pro současné eurokandidáty, kteří tímto pomyslným předpokojem před vstupem do eurozóny budou muset projít.
- V zájmu obou stran, tedy evropských institucí i eurokandidáta je, aby pobyt země v ERM II proběhl hladce.



## ERM II a bankovní unie



- **Bankovní unie**

- Vznikla s cílem, aby byl bankovní sektor v eurozóně i v zemích EU stabilní, bezpečný a spolehlivý, a tím přispíval k zabezpečení finanční stability v EU.
- Její vznik byl reakcí na dluhovou krizi eurozóny a provázanost bank a vládních dluhů v eurozóně i jistou nevyhnutelnou reakcí na události po globální finanční krizi odstartované pádem investiční banky Lehman Brothers v září 2008.
- By měla ve své finální fázi stát na třech pilířích, tedy na: (i) jednotném mechanismu dohledu, (ii) jednotném mechanismu pro řešení krizí a na (iii) evropského systému pojištění vkladů (ten zatím nebyl realizován a dohoda o jeho zřízení zatím není nadohled).
- Podstatou bankovní unie je zejména vykonávání jednotného evropského dohledu obezřetnosti nad významnými bankami, resp. komerční bankou dle požadavku ECB. Jde tedy o přenesení dohledových pravomocí u významných bank z národního orgánu na ECB.

## **Situace v ČR:**

- zhruba 95 % bankovního sektoru je ve vlastnictví zahraničních bank, které samy o sobě podléhají dohledu ECB
- viditelná část pravomocí v oblasti makrobezpečnostního dohledu bude zachována i po vstupu do bankovní unie a následně eurozóny

## Významná banka (kritéria):

- (a) **velikosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 30 miliard EUR)
- (b) **hospodářského významu** (pro danou zemi nebo ekonomiku EU jako celek)
- (c) **přeshraniční činnosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 5 miliard EUR a poměr jejích přeshraničních aktiv/pasiv ve více než jednom jiném zúčastněném státu k jejím celkovým aktivům/pasivům je vyšší než 20 %)
- (d) **čerpání minulé přímé finanční pomoci z veřejných prostředků** (banka, která si vyžádala nebo obdržela financování z Evropského mechanismu stability nebo Evropského nástroje finanční stability)
- (e) **národního významu** (banka, která je jednou ze tří nejvýznamnějších bank usazených v konkrétní členské zemi EU)

## Jednotný soubor pravidel = páteř bankovní unie a regulace finančního sektoru v EU

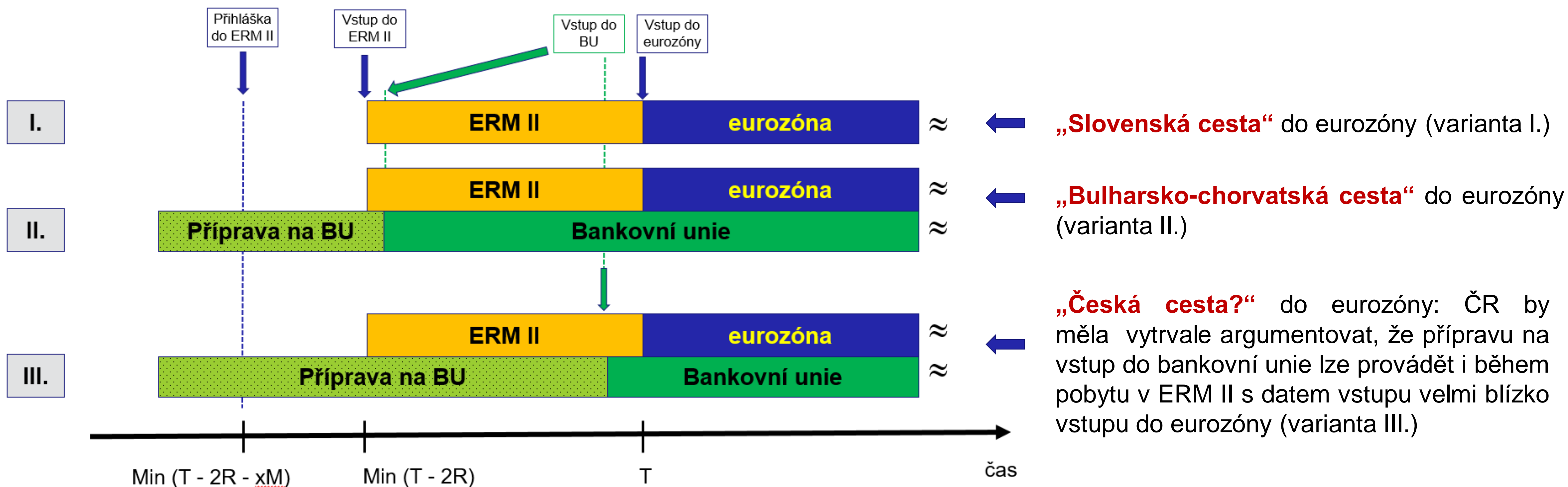
- **Kdo se jimi řídí?** všechny finanční instituce (včetně cca 8 300 bank) v EU, aby byly v celé EU zajištěny rovné podmínky
- **Jaké jsou jeho hlavní cíle?** Odstranit rozdíly v právních předpisech členských států, zajistit stejnou úroveň ochrany spotřebitelů, zajistit rovné podmínky pro banky v celé EU
- **Co je jeho náplní?** Stanovení kapitálových požadavků na banky, zajišťuje lepší ochranu vkladatelů, upravuje prevenci a řízení krizových situací bank

## Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie. ALE:

- Bulharsko a Chorvatsko vstoupili do bankovní unie dříve, než vstoupili do eurozóny. Precedent pro současné eurokandidáty? Neměl by být...

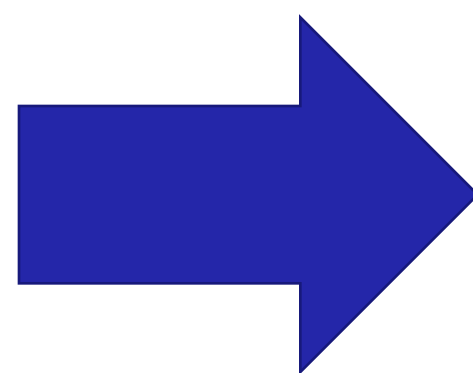
# ERM II a bankovní unie: načasování vstupu

(Ne)jasná posloupnost kroků a požadavků pro vstup do eurozóny

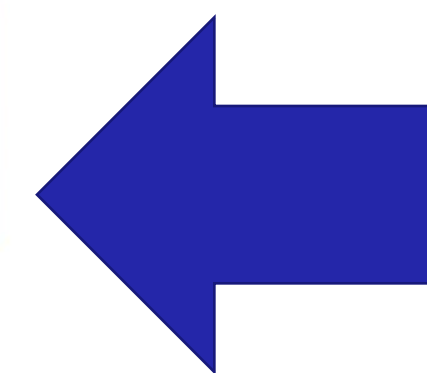


Pozn.: **T** – datum vstupu do eurozóny (zafixování národní měny k euru ve stanoveném konverzním poměru), **Min(T-2R)** vyjadřuje minimálně dvouletou účast v ERM II (z minulých zkušeností je skoro jisté, že tato doba je v realitě delší než 2 roky), **Min(T-2R-xM)** vyjadřuje dobu před vstupem do ERM II, kdy bude zaslána přihláška do tohoto kurzového mechanismu. Doba mezi podáním přihlášky a samotným vstupem do ERM II může být relativně krátká, ale také poměrně dlouhá. Závisí to na kondicionalitách, které od evropských institucí a členů ERM II eurokandidát obdrží.

# Kdy vstoupíme do eurozóny my?

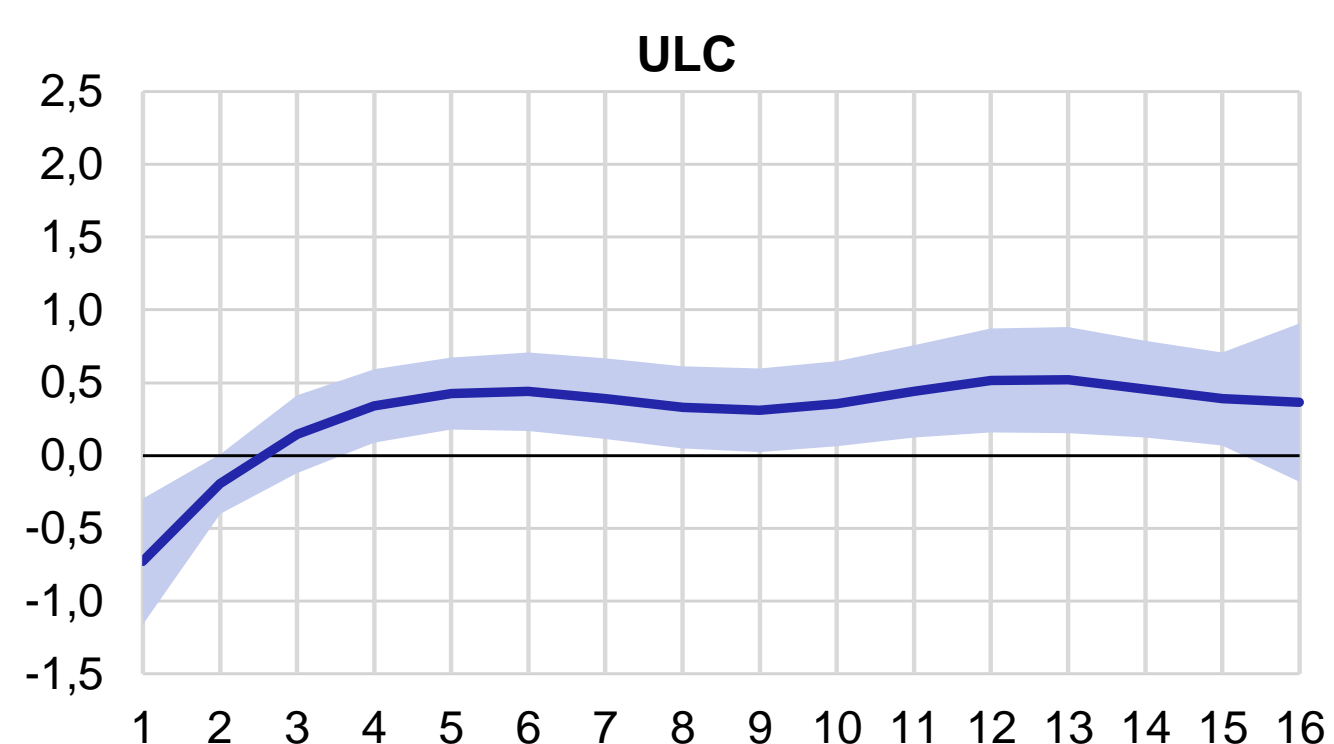
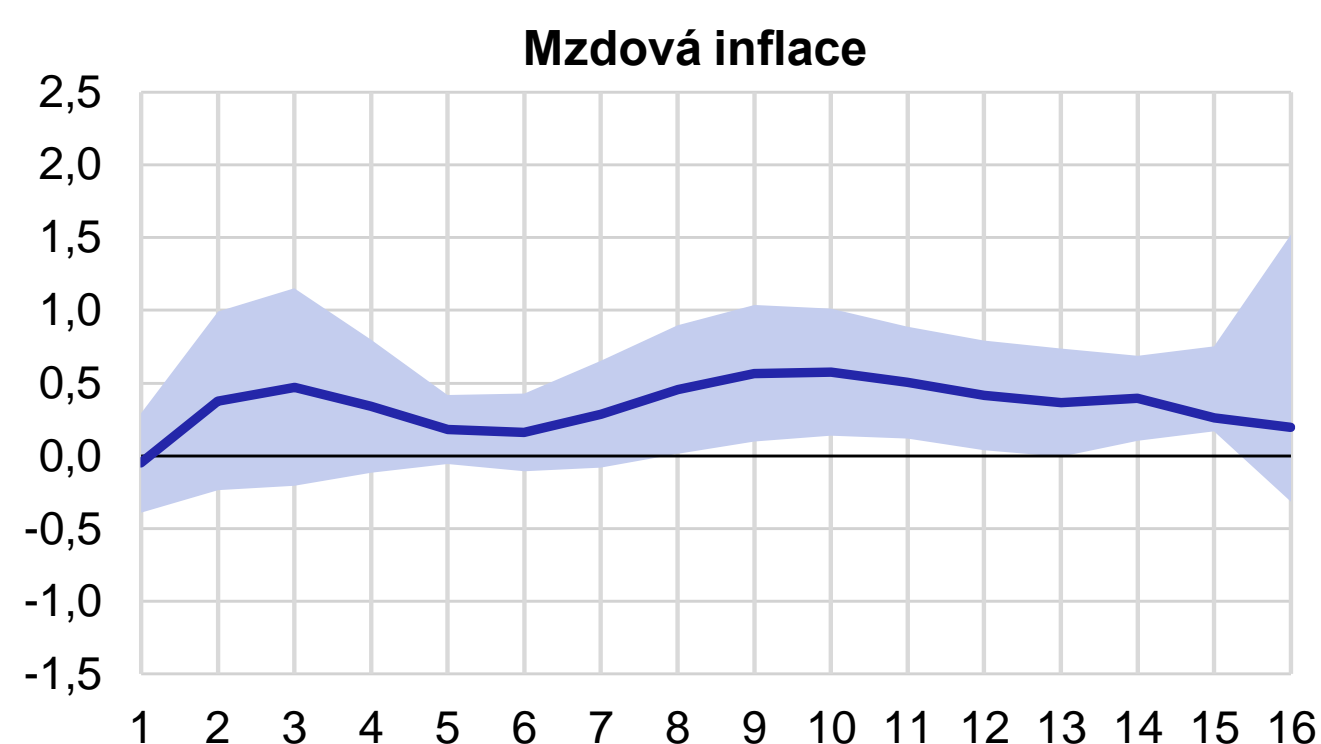
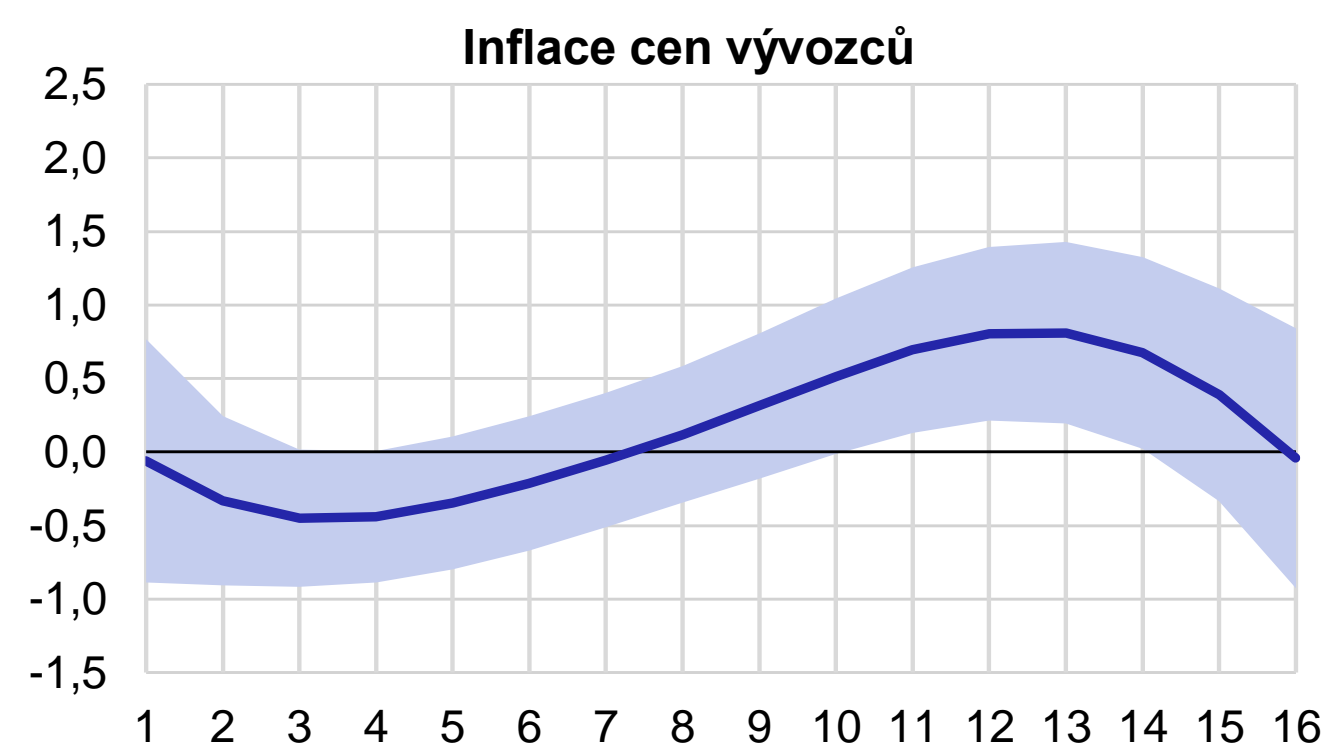
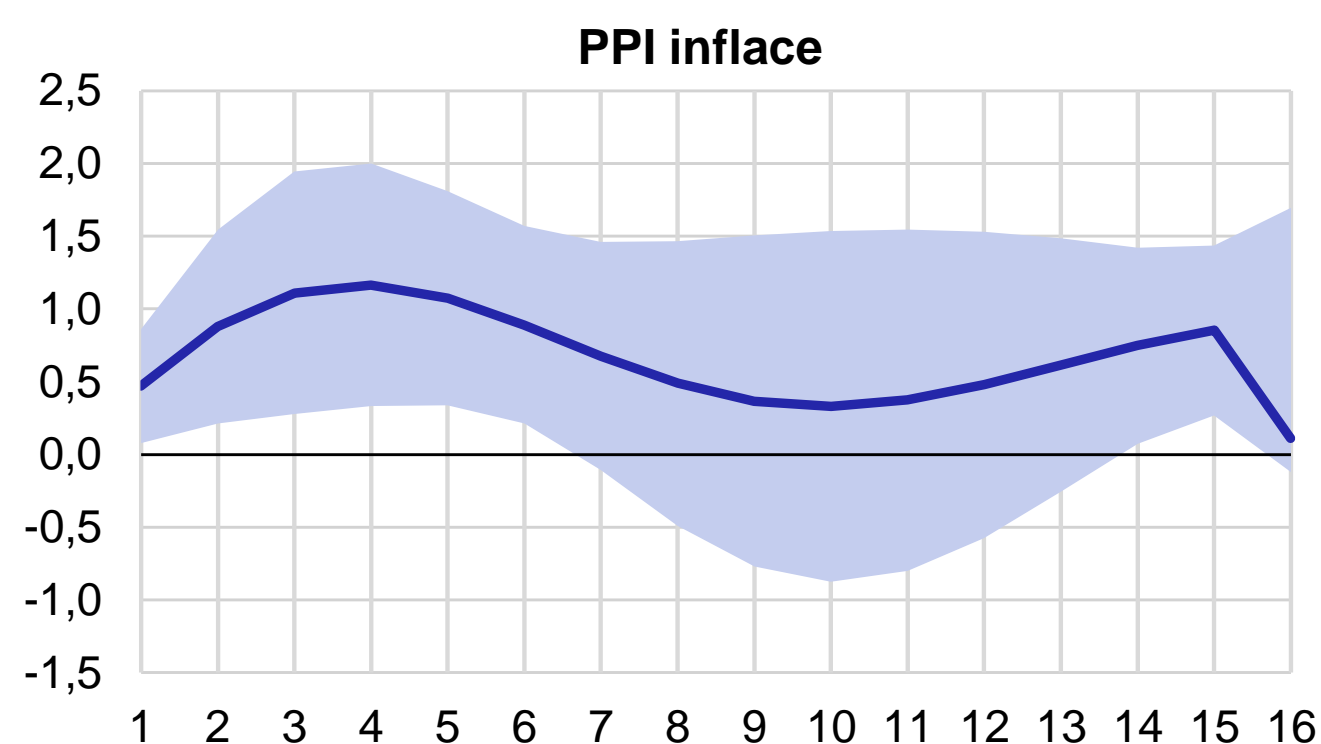


???



# Měnový kurz jako dílčí indikátor (ne)přijetí eura

## Impulzní odezvy na depreciační kurzový šok (v p.b.)



V krátkém období (první dvě čtvrtletí) tak dochází k záporné dynamice ULC, což znamená, že **krátkodobě může depreciační šok přinést úlevu ve formě dočasné konkurenční výhody**. Při realistickém předpokladu, že mzdy jsou více strnulé než ceny, je tento profil impulzní odezvy očekávaný.

Při depreciačním kurzovém šoku dochází v delším období ke statisticky významnému kladnému impulzu do ULC, což znamená, že **oslabení kurzu koruny ceteris paribus dlouhodobě nevede ke konkurenční výhodě**.

Zdroj: Brůha, Komárek a Motl (2023).

# Vstup do eurozóny: co to vyžaduje a obnáší?

## **Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie**

- plnění maastrichtských kritérií
- novelizace příslušných právních norem
- vstup do bankovní unie a centralizovaného dohledu nad významnými bankami
- splacení zbývajícího kapitálu ECB
- zafixování kurzu domácí měny k euru a přenechání provádění měnové politiky ECB

## **Platit eurem = politické rozhodnutí s ekonomickými dopady**

- ČR je viditelně sladěná s většinou členských zemí eurozóny.
- K podpoře politického rozhodnutí o přijetí eura není potřeba provádět mikroskopické vyčíslování podrobných přínosů a nákladů vstupu, to by bylo zbytečné akademické cvičení.
- Česko je nejen v evropském kontextu vyspělou zemí, po které je poptávka.
- Euro je příležitostí; dlouhodobá výkonnost ekonomiky (produktivita, míra přidané hodnoty, pružnost trhu práce, kvalita fungování institucí a podnikatelského prostředí) však nezáleží na měnověpolitickém režimu ani na tom, zda platíme eurem či korunou.
- Budoucí „sebevědomé“ přijetí eura si musíme odpracovat (vedle nutných legislativních změn i řada vyjednávání a dílčích kroků nejen na poli ekonomické diplomacie).
- Bylo by vhodné stanovit kredibilní věcný a časový plán a začít na jeho naplňování pracovat, tento proces velmi pravděpodobně přesáhne jeden volební cyklus.

# Vstup do eurozóny: **příprava právních norem**

**Jaké právní normy je nutné v ČR upravit se vstupem do bankovní unie a zavedením eura?** (bez nároků na úplnost)

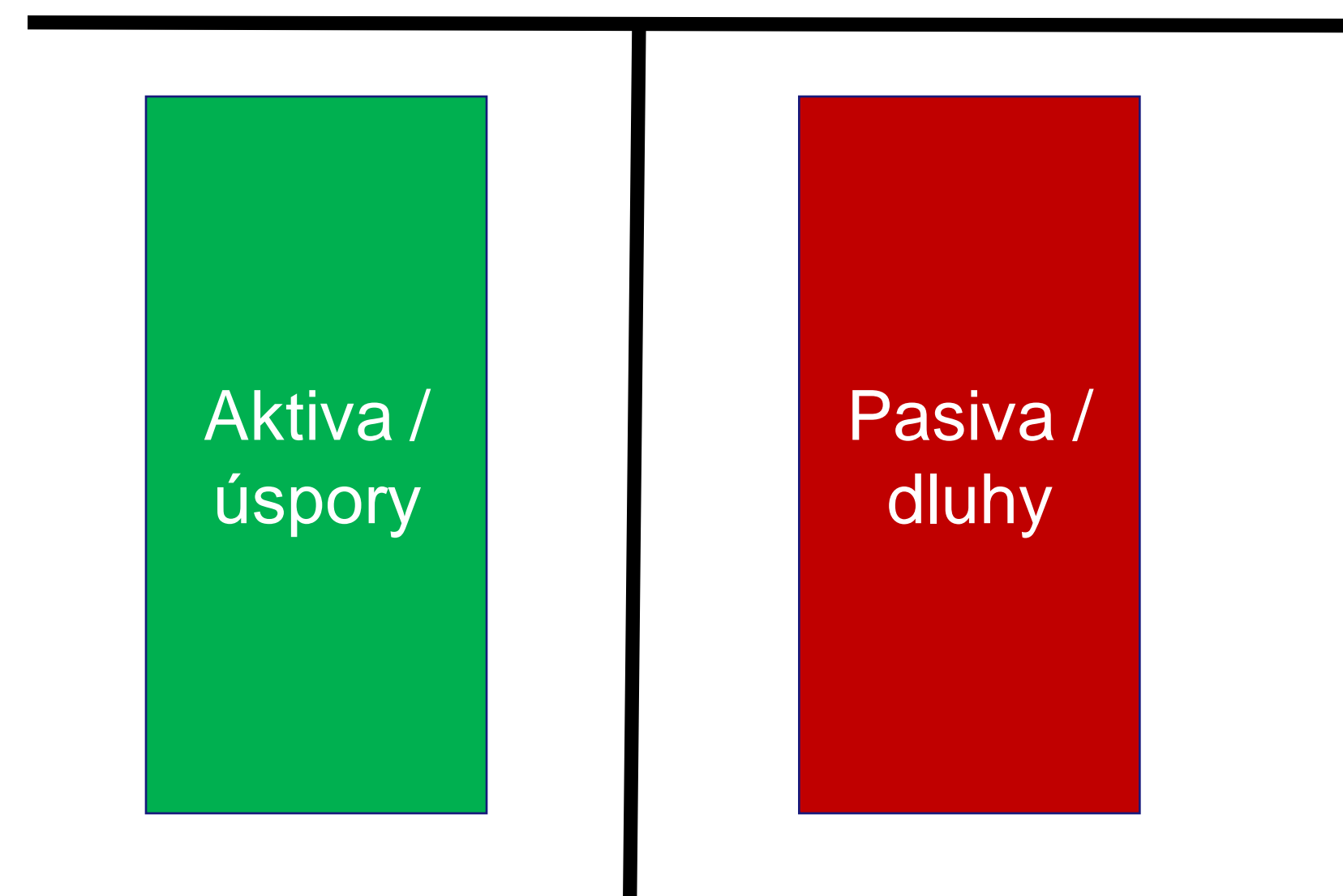
- zákon č. 6/1993 Sb. o České národní bance
- zákon o úvěrových institucích (v přípravě, bude-li přijat), který by měl nahradit stávající zákon o bankách
- nicméně přesah úprav spojený s přípravou vstupu do bankovní unie se dotkne řady jiných zákonů, které musí být před oficiálním vstupem do eurozóny změněny, např.:
  - zákon č. 136/2011 Sb. o oběhu bankovek a mincí
  - zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu
  - zákon č. 374/2015 Sb. o ozdravných postupech a řešení krize na finančním trhu
  - zákon č. 257/2016 Sb. o spotřebitelském úvěru
  - zákon č. 277/2013 Sb. o směnářské činnosti
  - zákon č. 254/2004 Sb. o omezení plateb v hotovosti
  - vedle toho bude nutné upravit zákony zmiňované v Konvergenční zprávě ECB, tj. vedle již zmíněného zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, půjde dále o zákon č. 2/1969 Sb., kompetenční zákon, zákon č. 240/2000 Sb., krizový zákon, a zákon č. 241/2000 Sb., o hospodářských opatřeních pro krizové stavy



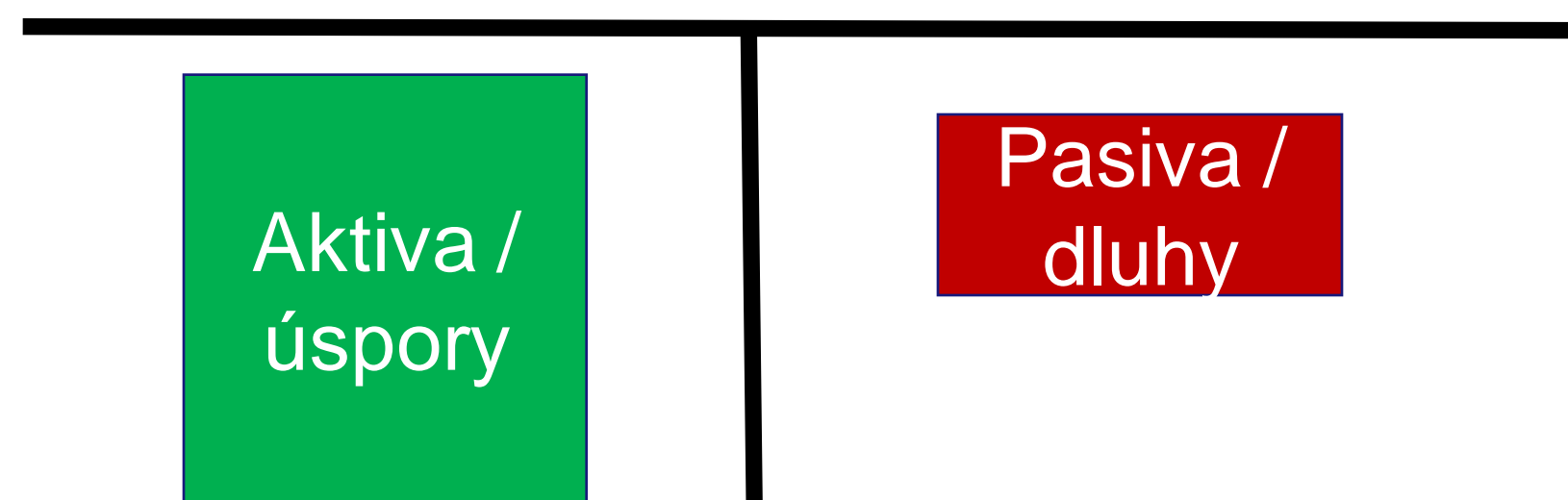
# Vstup do eurozóny: záleží na konverzním poměru?

## Věřitelská / dlužnická pozice a efekty různých konverzních poměrů

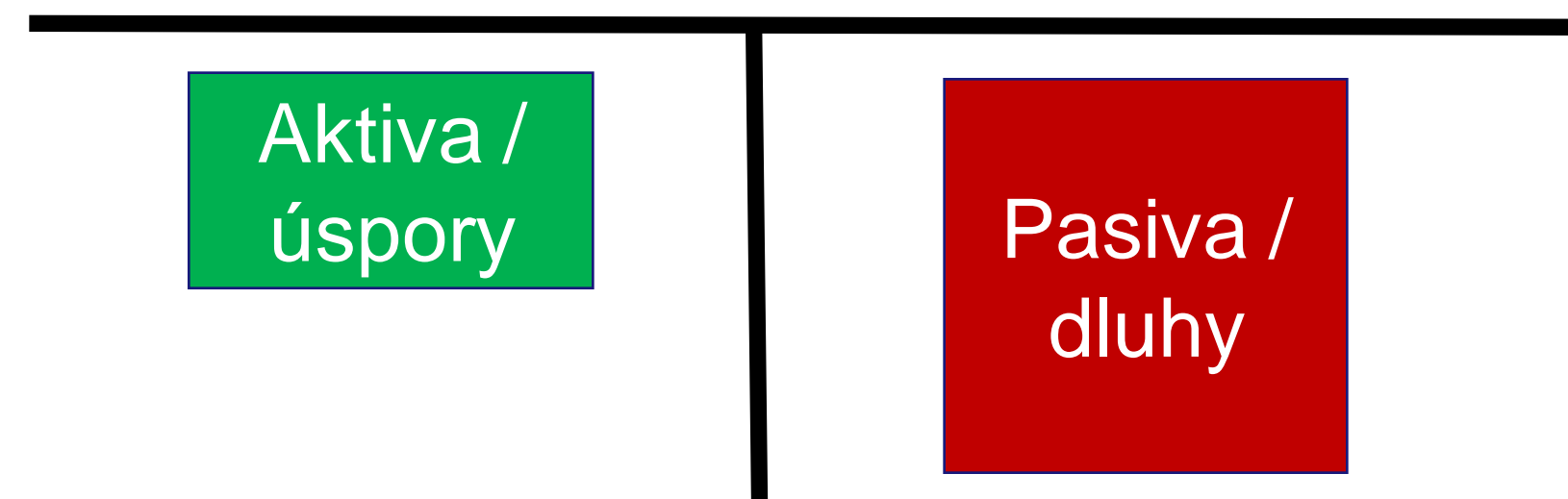
### Česká republika (suma individ. bilancí)



### Průměrný důchodce s úsporami v CZK



### Průměrná mladá rodina s hypotékou v CZK



- Pokud měnový kurz nesignalizuje dlouhodobější trendové změny, pak na konverzním poměru z národohospodářského hlediska primárně nezáleží.
  - To co při slabším (silnějším) kurzu získáme u dlužnické (věřitelské) pozice ztratíme u pozice věřitelské (dlužnické).
  - Pro jednotlivce, průměrného reprezentanta určitých sociálních skupin na konverzním poměru bude záležet, neboť průměrná domácnost důchodce je spíše věřitelská, průměrné domácnost rodiny s hypotékou je spíše dlužnická. 33

Děkuji za pozornost



prof. Luboš Komárek

Česká národní banka, ředitel odboru vnějších ekonomických vztahů  
Univerzita Karlova, FSV, Institut ekonomických studií

[Lubos.Komarek@cnb.cz](mailto:Lubos.Komarek@cnb.cz)

# Kurzové režimy ve světě

## Exchange Rate Arrangements, 2008-2021

(Number of Countries)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Hard peg</i>	23	25	25	25	25	25	24	25	24	24	24	24	25	26
No separate legal tender	10	12	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	14	14
Currency board	13	13	12	12	12	12	11	11	11	11	11	11	11	12
<i>Soft peg</i>	65	75	83	76	82	82	90	76	80	89	89	90	92	91
Conventional peg	42	44	43	43	45	44	44	44	43	43	42	41	40	40
Stabilized arrangement	13	24	24	16	19	20	22	18	23	27	25	23	24	23
Crawling peg	5	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Crawl-like arrangement	1	2	12	13	15	15	20	10	10	15	18	23	24	24
Pegged exchange rate within horizontal ban	4	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
<i>Floating</i>	79	68	65	65	65	65	67	71	69	66	66	63	64	66
<b>Floating</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>35</b>
Free floating	33	30	30	31	30	29	30	31	31	31	31	31	32	31
<i>Residual</i>	21	21	17	24	19	18	10	20	18	13	13	15	12	11
Other managed arrangement	21	21	17	24	19	18	10	20	18	13	13	15	12	11

Zdroj: IMF.

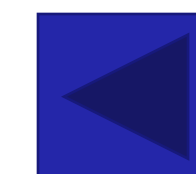
# Měnověpolitické režimy ve světě

## Monetary Policy Framework, 2010-2021

(Number of Countries)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Exchange rate anchor	97	91	92	88	87	82	81	81	80	80	80	81
U.S. dollar							38	38	38	38	37	37
Euro							25	25	25	25	26	26
Composite							9	9	8	8	8	8
Other							9	9	9	9	9	10
Monetary aggregate target	29	29	26	25	25	24	24	24	26	22	25	25
<b>Inflation-targeting framework</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
Other monetary framework	33	38	39	43	43	48	46	46	45	47	43	43

Zdroj: IMF.



Brůha, J. – Komárek, L. – Motl, M. (2023): [Měnový kurz jako dílčí indikátor pro \(ne\)přijetí eura](#). Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou 2023.

Čech, Z. – Komárek, L. (2002a): [Kurzová konvergence a vstup do eurozóny \(I\) - Existuje možnost volby pro kandidátské země?](#) Finance a úvěr, 06/2002 na s. 322.

Čech, Z. – Komárek, L. (2002b): [Kurzová konvergence a vstup do eurozóny \(II\) – Komparace zkušeností členských zemí EU](#). Finance a úvěr, 10/2002, s. 522.

Čech, Z. – Komárek, L. – Horváth, R. (2005): [Kurzová konvergence a vstup do eurozóny \(III\) – Komparace zkušeností nových členských zemí EU](#). Finance a úvěr, 9-10/2005.

Česká národní banka (2023): [Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou 2023](#).

Česká národní banka a Ministerstvo financí ČR (2023): Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou.

„Euro a my“ seriál blogových příspěvků [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/)

Komárek, L. (2024): [Euro a my: ERM II – malý předpokoj, či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?](#) čnBlog, 3.4.2024

Komárek, L. a kol. (2005): Kurzové aspekty v procesu přistoupení České republiky k eurozóně. Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, s. 93.

Evropská komise (2000). Konvergenční zpráva 2000. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, No. 70 Annex D, článek D.4.

Tungul, L. a kol. (2021): Méně překážek, více odpovědnosti. In. Hurník, J. – Tůma, Z. – Vávra, D. „Mýty kolem eura“.