

Mechanizmus menových kurzov ERM II

Vladimír GONDA*

Exchange Rate Mechanism ERM II

Abstract

New member countries, including the Slovak Republic, were given a status of the member state with derogation of accepting the euro. Term of the Euro zone entry will depend on the fulfilment of the Maastricht criteria, including the criterion on exchange rate. This assumes at least two years in the ERM II system. The article explains the basis and rules of functioning the exchange rate mechanism ERM II, requirements for fulfilment of the Maastricht criterion on exchange rate, effects of staying in the ERM II system and the strategy of the entry of new EU-member states into this mechanism. At the end, author discusses the time of the Slovak accession to the ERM II and adoption of the euro.

Keywords: *exchange rate mechanism – ERM, ERM II, Maastricht criteria, Euro zone, Euro, central parity, Slovakia, National Bank of Slovakia (NBS)*

JEL Classification: F33

Úvod

Vstupom do Európskej únie v máji 2004, ktorému predchádzalo splnenie tzv. *kodanských kritérií* (demokratické zriadenie, dodržiavanie ľudských práv, fungujúce trhové hospodárstvo, konkurencieschopná ekonomika) sa Slovenská republika spolu s ďalšími deviatimi novými členmi stala súčasťou hospodárskej a menovej únie. Jej členmi sú všetky krajiny EÚ, avšak noví členovia sú členmi s niektorými obmedzeniami,¹ pretože zatiaľ nespĺňajú kritériá nevyhnutné na prechod na spoločnú menu.

* doc. Ing. Vladimír GONDA, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Katedra ekonomickej teórie, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava 5; e-mail: gonda@dec.euba.sk

¹ Napríklad NBS sa stala členom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), avšak až do zavedenia eura sa nebude zúčastňovať na menovopolitickom rozhodovaní v celoeurópskom meradle.

Slovensku – rovnako ako všetkým ostatným novým členom – bol udelený status členských štátov EÚ s odkladom zavedenia eura ako spoločnej meny.² Noví členovia získali dočasnú výnimku (derogáciu) na prijatie eura, majú však povinnosť stať sa skôr či neskôr členom eurozóny (európskej menovej únie).

Nevyhnutnou podmienkou prijatia spoločnej meny je splnenie tzv. maastrichtských konvergenčných kritérií, ktoré sa týkajú zníženia miery inflácie, konvergencie dlhodobých úrokových sadzieb, stability menového kurzu, obmedzenia rozpočtového deficitu a štátneho dlhu. Pre vstup do eurozóny treba preukázať stabilné plnenie týchto kritérií. Zapojeniu do eurozóny musí predchádzať aj minimálne dvojročné členstvo uchádzajúcej sa krajiny v mechanizme ERM II. Od nových členov sa očakáva realizácia takej makroekonomickej politiky, ktorá pripraví krajinu na prijatie spoločnej meny.

Otázka pre nových členov EÚ teda nestojí tak, či vstúpiť do eurozóny, alebo nie, ale *kedy vstúpiť*. Je zjavné, že jednotlivé krajiny budú maastrichtské kritériá nominálnej konvergencie plniť rôznym tempom, a preto aj termíny zapojenia do eurozóny a ešte predtým do systému ERM II budú rôzne. Z čisto ekonomického hľadiska zapojenie do európskej menovej únie závisí od času potrebného na splnenie konvergenčných kritérií. Vo väčšine krajín strednej a východnej Európy (SVE) vrátane SR je časovo najnáročnejšie splnenie fiškálnych kritérií, podmienené reformou verejných financií. Niektoré krajiny volia stratégiu čo najrýchlejšieho pristúpenia k eurozóne (ako napr. Estónsko, Litva a Slovinsko – v horizonte 2006 – 2007), iné krajiny volia opatrnejší postup (ČR, Poľsko, Maďarsko); očakáva sa, že to bude ku koncu dekády.

Cieľom predmetného článku je priblížiť podstatu a pravidlá fungovania mechanizmu menových kurzov ERM II, požiadavky na plnenie maastrichtského kritéria pre menový kurz, efekty pobytu v systéme ERM II a stratégie vstupu nových členských štátov EÚ do tohto mechanizmu. V závere príspevku sa vyslovíme k otázke načasovania zapojenia SR do ERM II a následnému prijatiu eura.

1. Pravidlá fungovania ERM a ERM II

Najskôr je vhodné charakterizovať systém ERM ako predchodcu terajšieho systému ERM II.

Mechanizmus výmenných kurzov (*Exchange Rate Mechanism – ERM*) uplatňovali krajiny Spoločenstva v rámci Európskeho menového systému (EMS) od roku 1979 až do prijatia spoločnej meny euro. Mechanizmus bol založený na dvoch

² Neráta sa s ďalším udeľovaním tzv. neúčastníckej doložky ako v prípade Veľkej Británie a Dánska, ktoré majú podľa Zmluvy o Európskom spoločenstve špeciálny status a nemusia participovať v tretej etape hospodárskej a menovej únie.

základných princípoch. Prvým bola *paritná mriežka* (*parity grid*),³ t. j. tabuľka obsahujúca fixné krížové kurzy mien participujúcich krajín, ktoré definovali záväzok uskutočňovať oficiálne intervencie. Druhým bol *indikátor divergencie* (*divergence indicator*) udávajúci, do akej miery sa trhový kurz určitej meny voči ECU odchyľuje od oficiálneho stredného kurzu tejto meny k ECU. Súčasťou ERM boli pravidlá a nástroje na intervenciu a pravidlá zmeny kurzových parít [2, s. 182]. Základom fungovania tohto mechanizmu boli intervenčné nákupy a predaje národných mien členských štátov centrálnymi bankami na národných devízových trhoch s cieľom udržať vzájomné kurzy národných mien, a súčasne udržať kurzy jednotlivých mien voči ECU v stanovenom pásme.

Členmi ERM od začiatku boli Nemecko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko, Belgicko, Luxembursko, Írsko a Dánsko. Počet účastníckych krajín sa 19. 6. 1989 rozšíril o Španielsko, 8. 10. 1990 o Veľkú Britániu a 6. 4. 1992 o Portugalsko. Grécko pristúpilo k EMS 10. 6. 1985, no nestalo sa účastníkom ERM.

Centrálné banky členských štátov museli dodržiavať vzájomné kurzy s povolením určitých výkyvov vo výške $\pm 2,25\%$ (tzv. *normálne flukтуаčné pásmo*); meny Veľkej Británie, Španielska a Portugalska (t. j. britská libra, španielska peseta a portugalské escudo) mali povolenú odchýlku $\pm 6\%$ [12, s. 214]. Pri prekročení povolenej odchýlky centrálné banky boli povinné intervenovať – krajina so silnou menou nakupovala slabú menu na devízovom trhu, zatiaľ čo centrálna banka so slabou menou predávala silnú menu.

Po menovej kríze v EMS v rokoch 1992 – 1993 bolo flukтуаčné pásmo rozšírené na $\pm 15\%$ od centrálnych bilaterálnych kurzov (tzv. *štandardné flukтуаčné pásmo*); pri jeho prekročení sa muselo povinne intervenovať na devízových trhoch. Pôvodné rozpätie $\pm 2,25\%$ zostalo v platnosti iba pre nemeckú marku a holandský gulden. Na žiadosť rakúskej vlády vstúpil 9. 1. 1995 do ERM rakúsky šiling a 14. 10. 1996 fínska marka. Talianska vláda sa rozhodla znovu pripojiť svoju menu k ERM od 24. 11. 1996 a talianskej líre bolo povolené kurzové rozpätie $\pm 15\%$.

Mechanizmus výmenných kurzov, ktorý fungoval v rokoch 1978 – 1998, vznikom európskej menovej únie nezanikol, jeho nástupcom je od 1. januára 1999 (na začiatku tretej etapy hospodárskej a menovej únie) európsky mechanizmus menových kurzov ERM II.⁴ Štát, ktorý je členom ERM II, musí *definovať*

³ Pôvodná paritná mriežka EMS je znázornená v tabuľke 1 (v prílohe). V ďalších rokoch pôsobenia EMS došlo k viacnásobným zmenám bilaterálnych stredných kurzov a taktiež k zmenám v zložení menového koša ECU. Potreba takýchto korekcií sa predpokladala už pri vzniku EMS.

⁴ Vznik ERM II bol ohlásený v Komuniké Európskej únie z 31. 12. 1998, ktoré bolo spresnené v *Správe o centrálnych kurzoch k euru a intervenčných kurzoch v ERM II*, ktorú v ten istý deň ECB poskytla tlači. Pôvodnými účastníkmi ERM II boli len Dánsko a Grécko. Centrálné parity národných mien k euru boli stanovené takto: 1 euro = 7,46038 dánskych korún a 1 euro = 353,109 gréckych drachiem. Od tohto centrálného kurzu voči euru mohla dánska koruna oscilovať v pásme

centrálnu paritu svojej meny voči euru. To je rozdiel oproti pôvodnému mechanizmu ERM, kde každý členský štát mal definovaný bilaterálny kurz svojej meny voči menám všetkých zúčastnených štátov. Ďalšou dôležitou zložkou ERM II je *dohodnuté fluktučné pásmo*. Jeho štandardné rozpätie je $\pm 15\%$ od dohodnutej centrálnej parity. Na žiadosť daného členského štátu je možné s ECB dohodnúť aj *užšie pásmo*.⁵ Navyše, centrálnu paritu možno počas členstva v ERM II prehodnotiť.⁶ Takýto postup iniciuje sám štát uchádzajúci sa o členstvo v eurozóne, ale môže to byť aj iný člen ERM II alebo ECB, pričom pôjde o utajovaný procedúru. Vzhľadom na citlivosť informácií ohľadom centrálnej parity vo vzťahu k finančným trhom žiaden účastník rokovaní nesmie k tejto otázke poskytovať informácie mimo oficiálneho rámca.

Významným prostriedkom ochrany proti špekulačným útokom na menu participujúcu v systéme ERM II bude *spoluúčasť ECB* na stabilizácii vývoja kurzu danej meny voči euru v rámci dohodnutého fluktučného pásma.

Intervencie na hranici pásma (marginálne) by mali byť automatické a neobmedzené, ale ECB a národné centrálné banky sú oprávnené ich zastaviť, ak by mal byť ohrozený primárny cieľ ECB – *cenová stabilita*. Intervencie vnútri pásma (medzimarginálne) zostávajú dobrovoľné, pričom ECB nie je povinná ich automaticky podporiť.

Štandardné fluktučné pásmo pre ERM II je dosť široký interval na to, aby poskytol členským štátom určitú voľnosť v menovej politike a umožnil krátkodobé výkyvy menového kurzu bez porušenia maastrichtského kritéria.

2. Maastrichtské kritérium pre menový kurz

Kurzové konvergenčné kritérium je súčasťou ostatných maastrichtských kritérií, ktorých plnenie je podmienkou prijatia spoločnej meny euro.⁷

oscilácie $\pm 2,25\%$ a grécka drachma sa mohla odchýliť v rozmedzí $\pm 15\%$, pokiaľ nevstúpia do eurozóny. (Grécko požiadalo o vstup do eurozóny 9. 3. 2000 a jej členom sa stalo 1. 1. 2001.) Prekročenie týchto limitov znamenalo dosiahnutie hranice „intervenčného kurzu“, keď príslušná centrálna banka musí intervenovať na devízovom trhu.

⁵ V zásade je to však možné len v prípade krajiny, ktorá dosahuje vysoký stupeň ekonomickej konvergenencie so štátmi eurozóny.

⁶ Treba však poznamenať, že pripúšťa sa len revalvácia centrálnej parity. Naproti tomu devalvácia centrálnej parity nie je možná bez dôsledkov na predĺženie členstva v ERM II.

⁷ *Maastrichtské kritériá* boli formulované pre potreby vzniku spoločnej meny eura v EÚ a odrážali situáciu po kríze Európskeho menového systému v prvej polovici 90. rokov minulého storočia. Budúce možné zavedenie eura aj v bývalých centrálnych plánovaných ekonomikách však možno chápať ako celkom nový a historicky jedinečný proces. Transformácia krajín SVE bola v čase vzniku maastrichtských kritérií len v počiatočnej etape svetový finančný systém je dnes celkom iný (hlavne sa vyznačuje oveľa vyššou mobilitou kapitálu a možnosťou rýchlych špekulatívnych útokov na menu malého štátu). Z týchto dôvodov boli maastrichtské kritériá už niekoľkokrát kritizované [11, s. 263].

Maastrichtské kritérium pre menový kurz predpokladá, že kandidátska krajina pre účasť v eurozóne sa minimálne dva roky pred hodnotením konvergenencie a vstupom do menovej únie musí pripojiť ku kurzovému systému ERM II, v rámci ktorého je jej mena naviazaná na euro so štandardným flukтуаčným pásmom $\pm 15\%$ (resp. užším) okolo centrálnej parity. Cieľom participácie na mechanizme ERM II je pripraviť ekonomiku na fungovanie v menovej únii. Počas členstva v ERM II sa testuje plnenie maastrichtského kritéria pre menový kurz, a súčasne sa posudzuje kombinácia politík, ktorá ho podporuje.

Členský štát musí dodržiavať stanovené rozpätie bez devalvácie centrálnej parity (bez vlastného zapríčinenia devalvácie). Sleduje sa tým zámer zabrániť prípadným špekulačným výkyvom kurzu s cieľom dosiahnuť čo najpriaznivejšiu pozíciu pri vstupe do eurozóny (napr. znehodnotením meny a tým zlepšením konkurenčnej pozície).

Splnenie kritéria vyžaduje, aby krajina fungovala v systéme ERM II v čase hodnotenia najmenej dva roky, počas ktorých musí menový kurz udržať v stanovenom flukтуаčnom pásme (v intervale $\pm 15\%$, resp. v užšom) okolo centrálnej parity, a to „bez závažného napätia“.⁸ Znamená to, že udržanie kurzu v požadovaných hraniciach „za každú cenu“ prostredníctvom nadmerných intervencií či netrhových opatrení nemusia autority EÚ hodnotiť ako splnenie kritéria kurzovej stability [9, s. 3].

Ako uvádza O. Dědek, splnenie kurzového kritéria sa v súčasnom období interpretuje ako úspešné zotrvanie v kurzovom mechanizme ERM II počas dvoch rokov, pričom by nemalo dôjsť k výraznejšiemu znehodnocovaniu meny členského štátu. Naproti tomu apreciácia meny, resp. revalvácia centrálnej parity, sa považuje za konzistentnú s plnením kurzového kritéria [1, s. 393]. Hodnotenie plnenia kurzového kritéria bude mať *komplexný charakter*. Vzhľadom na to, že európska ekonomická integrácia je (i) politický proces, pri posudzovaní plnenia ekonomických kritérií sa ponecháva priestor aj na politické rozhodnutia.

3. Prínosy a riziká pobytu v ERM II

Mechanizmus ERM II kladie vysoké nároky na konzistenciu hospodárskych politík a makroekonomickú stabilitu. Ide o to, že menový kurz nie je izolovanou ekonomickou veličinou, ale pôsobí v kontexte s ďalšími relevantnými hospodárskymi veličinami, ktoré utvárajú vnútornú a vonkajšiu ekonomickú rovnováhu krajiny; rovnako kurzový režim je len čiastkovým prvkom v množine hospodárskych

⁸ Pokiaľ dôjde k pohybu menového kurzu mimo tohto pásma, treba rozlišovať medzi porušením apreciačnej a depreciačnej hranice (inými slovami – porušenie apreciačnej hranice je viac prípustné) a skúmať dĺžku odchýlky, dôvody odchýlky a nastavenie úrokových sadzieb a intervenčnej politiky v období vybočenia z intervalu.

politik. Preto skutočnosť, či daný kurzový režim bude udržateľný a bude zohrávať stabilizačnú úlohu, závisí predovšetkým od toho, či sa ostatné makroekonomické premenné a hospodárske politiky budú vyvíjať rovnovážnym, udržateľným spôsobom a navzájom konzistentne.

Mechanizmus ERM II má určitý stabilizačný potenciál. Medzi *prínosy* z účasti v mechanizme v ERM II možno zahrnúť najmä tieto:

1. *Stabilizačná úloha ERM II pre kurzový vývoj*: vychádza z oznámenia centrálnej parity a následného ukotvenia kurzových očakávaní. V tejto súvislosti však treba upozorniť na to, že v tranzitívnych ekonomikách môže byť stabilizačná úloha mechanizmu pre pohyb menového kurzu obmedzená. Jednak trendová apreciácia mien tranzitívnych ekonomík spojená s procesmi reálnej konvergenencie môže generovať zmenu centrálnej parity (čo znižuje jej kredibilitu a signalizačnú úlohu), jednak štandardné flukтуаčné pásmo $\pm 15\%$ vytvára široký oscilačný priestor na volatilitu menového kurzu. Teoreticky možné posilnenie či oslabenie meny až o 30 % pri pohybe od jedného okraja pásma k druhému relativizuje obmedzenie kurzových fluktuácií a oslabenie kurzového rizika.

2. *Positívny vplyv na konzistentnosť makroekonomických politik*: v systéme pevného kurzu sa vnútorný vývoj a hospodárska politika musia prispôsobovať požiadavkám udržania tohto kurzu. Často sa argumentuje, že účasť v ERM II bude predstavovať účinný tlak na zrýchlenie konsolidácie verejných financií a v smere k zodpovedným hospodárskym politikám. Aj keď túto tézu nespochybňujeme, domnievame sa, že pre tranzitívne ekonomiky je vhodnejšie opačné garde: nevyhnutná konsolidácia verejných financií a realizácia konzistentných politik by mala predchádzať zavedeniu fixného kurzového režimu, ktorý predpokladá obmedzenia pohybu menového kurzu ako významného stabilizačného makroekonomického nástroja.

3. *Stabilizujúci vplyv mechanizmu ERM II na infláciu*: stabilný kurz v režime ERM II by mal mať pozitívny vplyv na nižšiu a menej volatilnú infláciu. Stabilizáciu cien napomáha jednak stabilizácia dovozných cien, jednak stabilizácia inflačných očakávaní. Aj tu však treba poznamenať, že stabilizačná úloha menového kurzu na ceny v prípade štandardného flukтуаčného pásma ($\pm 15\%$), ktoré pripúšťa výrazné výkyvy menového kurzu, je len obmedzená.

S účasťou krajiny v systéme ERM II súvisí zároveň niekoľko *problémov*:

1. *Ide o vzťah kurzového systému uplatňovaného v ekonomike potenciálneho člena systému k požiadavkám zo strany ERM II*. Napríklad systém *currency board* s väzbou na euro, ktorý sa uplatňoval v Estónsku a Litve, je pre ERM II akceptovateľný, podobne ako maďarský forint s oscilačným pásmom $\pm 15\%$ voči euru. Naproti tomu systém *riadeného floatingu*, ktorý v súčasnosti uplatňuje SR, ČR a ďalšie krajiny, rovnako ako systémy *posuvného zavesenia* (*crawling peg*) alebo

fixného zavesenia (fixing peg) na inú menu ako euro (napr. Lotyšsko do 31. 12. 2004 malo svoju menu zavesenú na SDR⁹) sa považujú za nezlučiteľné s pravidlami ERM II; vstup do ERM II si v tomto prípade vyžiada zmenu kurzového režimu.

2. Vážnym problémom pri vstupe do systému ERM II bude *nastavenie vstupného kurzu*, t. j. centrálnej parity národnej meny voči euru, a to jednak vo vzťahu k aktuálnemu kurzu k okamžiku vstupu, jednak vo vzťahu k očakávanému vývoju kurzu v rámci ERM II, a napokon vo vzťahu ku konverznému pomeru pri pristupovaní k euru, t. j. po minimálne dvoch rokoch účasti v ERM II.

3. Ďalším rizikom je *riziko špekulačných útokov*, vedúcich k menovej (kurzovej, devalvačnej) kríze, dôsledkom ktorej by bola zmena centrálnej parity. Udržanie domácej meny vo fluktuáčnom pásme môže byť pre centrálnu banku veľmi nákladné. V prípade devalvácie by išlo o porušenie jedného z maastrichtských kritérií s následným posunom potrebnej dvojročnej lehoty. To by vstup do menovej únie výrazne oddialilo a predražilo. Aj z tohto dôvodu sa javí zotrvanie v systéme ERM II čo najkratšie možné obdobie požadované maastrichtským kritériom – t. j. maximálne dva roky – ako rozumná stratégia.

Využitie stabilizačného potenciálu ERM II je determinované stupňom transformácie danej ekonomiky či konzistentnosťou hospodárskych politík. Pre súčasné tranzitívne ekonomiky, ktoré majú nedostatočne konsolidované štruktúrne a fiškálne politiky, resp. ktoré podliehajú veľkému prílevu zahraničných investícií s následným tlakom na apreciáciu domácej meny, nemusí byť bilancia výnosov a nákladov v súvislosti s ich zapojením do ERM II vždy jednoznačná.

Z uvedeného je zjavné, že by nebolo prezieravé snažiť sa o čo najrýchlejší vstup do systému ERM II, pretože by hrozilo riziko, že aj po uplynutí nevyhnutných dvoch rokov by krajina nemusela plniť všetky maastrichtské kritériá (v prípade SR predovšetkým kritérium inflácie a deficitu rozpočtu). Tento záver korešponduje s pozíciou Európskej komisie, podľa ktorej pre nových členov EÚ môže byť užitočné zotrvať určitý čas mimo režimu ERM II.

4. Nové členské štáty Európskej únie a ERM II

Po vstupe nového členského štátu do Európskej únie sa predpokladá, že – súčasne alebo následne – vstúpi aj jeho mena do ERM II. Aj keď účasť v ERM II je nevyhnutným medzikrokom pri vstupe do eurozóny, resp. zavedení eura, neexistuje žiadny explicitný dokument EÚ, ktorý by túto otázku upravoval. Určenie termínu začlenenia národnej meny do ERM II je v právomoci vlády členského štátu. V praxi sa ukazuje, že tu ide o dva samostatné vstupy – do EÚ a do ERM II.

⁹ Od 1. 1. 2005 už uplatňuje väzbu na euro.

V súvislosti s rozširovaním EÚ o krajiny SVE sa diskutovalo aj o vytvorení akéhosi ERM III pre transformujúce sa krajiny, ktorého pravidlá by sa mohli odlišovať od ERM II. Táto myšlienka sa však nakoniec nerealizovala, pretože by znamenala prílišnú fragmentáciu kurzovej politiky EÚ. V takomto prípade by medzi 25 členskými štátmi EÚ existovali štyri odlišné kurzové a menové režimy – eurozóna (12 krajín EÚ), ERM II (do 1. 5. 2004 len Dánsko), ERM III a meny mimo systémov ERM (britská libra a švédská koruna) [21, s. 243].

Aktuálnou otázkou pre nové členské štáty je, na akej úrovni by mala byť fixovaná centrálna parita národnej meny pri vstupe do ERM II,¹⁰ a následne, aká by mala byť úroveň prepočítacieho kurzu národnej meny k euru pri vstupe do eurozóny. Pokiaľ by centrálna parita bola nastavená príliš vysoko (t. j. silná domáca mena), hrozí domácim exportérom strata konkurencieschopnosti. Naopak, v prípade nízko nastavenej parity by klesla hodnota finančných aktív a fondov denominovaných v domácej mene [11, s. 258].

V prípade zafixovania národnej meny na príliš slabých alebo príliš silných hodnotách hrozí riziko, že náklady vstupu do ERM II prevýšia jeho prínosy. Napríklad analytici Volksbank CZ V. Pikora a M. Šichtařová v tejto súvislosti uvádzajú, že „pre (českú – pozn. V. G.) ekonomiku je menej rizikové s prijatím eura počkať na obdobie, keď sa štruktúra ekonomiky a jej hospodársky cyklus viac priblížia Nemecku. Vhodné by bolo počkať aj na úplné otvorenie trhu práce“ [14, s. 11].

Prechod z riadeného floatingu na fixný kurz v danom intervale zvyšuje zraniteľnosť kurzu, čo dokazuje tak ekonomická teória, ako aj praktické skúsenosti s priebehom menových kríz vo svete. Z tohto hľadiska ide o rizikové obdobie, a preto by členstvo v ERM II malo byť čo najkratšie – pokiaľ možno len požadované dva roky [5, s. 777]. V prípade ohrozenia kurzu ECB je povinná podporiť centrálnu paritu člena ERM II len vtedy, ak taká intervencia neohrozí jej hlavný cieľ – cenovú stabilitu v eurozóne, a v prípade, že člen ERM II sám už využil všetky dostupné nástroje (vrátane úrokových sadzieb) skôr, ako kurz dosiahol hranice stanoveného kurzového pásma.

5. Noví členovia ERM II

Estónsko, Litva a Slovinsko sa 28. júna 2004 ako prví z nových členských štátov EÚ pričlenili k ERM II. Je to prvý dôležitý krok na ceste ich vstupu do menovej únie, ktorý sa plánuje na roky 2006 – 2007.

¹⁰ Centrálna parita národnej meny voči euru bude pri vstupe do ERM II stanovená na základe konsenzu danej krajiny s ECB, s ministrami financií eurozóny, ako aj s guvernérmí centrálnych bánk a ministrami financií krajín EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny [5, s. 776].

Kurz estónskej koruny vo vzťahu k euru bol zafixovaný na úrovni 15,6466 EEK/EUR, litovského lita – 3,4528 LTL/EUR a slovinského toliara – 239,64 SIT/EUR. Na rozdiel od Slovinska, Estónsko a Litva nezamýšľajú využívať 15 %-ný diapazón kolísania, ktorý ERM II povoľuje.

Tieto tri štáty, ktoré majú spolu 6,7 mil. obyvateľov a HDP 55 mld USD, sa vstupom do ERM II výrazne „zviditeľnili“. Litva je jedinou krajinou z nových členských štátov, ktorá plní všetky nominálne kritériá. Ekonomiky Litvy a Estónska patria medzi najrýchlejšie rastúce ekonomiky spomedzi európskych krajín – v roku 2003 Litva dosahovala ekonomický rast 9 % a Estónsko 5,1 %. V Slovinsku je zase najvyššia úroveň HDP na obyvateľa spomedzi desiatich nových členských štátov EÚ – 77 % úniového priemeru. Za podstatný však považujeme fakt, že uvedené tri krajiny uskutočnili tvrdú reformu verejných financií, ktorá im umožnila znížiť veľkosť rozpočtového deficitu výrazne pod kritériálnu hranicu 3 %.

Pokiaľ ide o väčšie a ľudnatejšie nové členské štáty EÚ (Poľsko, ČR, Maďarsko), tie momentálne nespĺňajú hlavné maastrichtské kritériá. Vyplýva to z poslednej hodnotiacej správy ECB a Európskej komisie,¹¹ v ktorej sa pravidelne v dvojročných intervaloch hodnotia šance jednotlivých členských štátov EÚ prijať euro na základe posúdenia uplatňovania noriem podľa Maastrichtskej zmluvy a zákonov o ESCB. V roku 2003 deficit štátneho rozpočtu v ČR dosiahol až 12,6 % HDP,¹² v Maďarsku bola priemerná inflácia 6,5 % (hneď za SR) a priemerná dlhodobá úroková miera 8,1 %, v Poľsku priemerná dlhodobá úroková miera dosiahla 6,5 % a deficit štátneho rozpočtu v roku 2003 predstavoval 3,9 % [8, s. 20].

Na základe zovšeobecnenia skúsenosti troch nových krajín v ERM II možno prísť k záveru, že zapojeniu do tohto systému by nevyhnutne mala predchádzať úspešná reforma verejných financií sprevádzaná rýchlym znižovaním rozpočtových schodkov. Ide o to, že konsolidácia verejných financií umožní výrazne eliminovať riziká, ktoré by v budúcnosti mohli nastať v súvislosti s plnením ďalších maastrichtských kritérií.

6. K diskusii o optimálnej stratégii konvergenencie

Diskusiu o optimálnej stratégii konvergenencie, ktorá je východiskom aj riešenia otázky načasovania vstupu do ERM II, prehľadne uvádza J. Iša [4]. Jedna skupina ekonómov (L. Balcerowicz, O. Dědek) preferuje stratégiu čo najrýchlejšieho

¹¹ Hodnotili sa konvergenčné kritériá v prípade Švédska a desiatich nových členských štátov Európskej únie.

¹² Podľa verifikovaných dát ČSÚ deficit štátneho rozpočtu ČR v roku 2001 predstavoval –5,9 %, v roku 2002 bol 6,8 % a v roku 2003 sa zvýšil na 12,6 %. Podľa odhadov MF ČR na roky 2004 až 2007 by deficit štátneho rozpočtu mal dosiahnuť hodnoty –5,2 % v roku 2004, –4,7 % v roku 2005, –3,8 % v roku 2006 a –3,3 % v roku 2007 [25].

vstupu do eurozóny. Túto stratégiu považujú za vhodnú pri prevládaní názoru, že prínosy z rýchleho vstupu do eurozóny výrazne prevýšia náklady. Výhodou takéhoto riešenia podľa nich je zmenšenie rizika destabilizujúcich menových turbulencií a finančných kríz v prechodnom období medzi vstupom do EÚ (a ERM II) a členstvom v menovej únii. Ide o to, že toto prechodné obdobie by sa mohlo stať veľmi turbulentným obdobím osobitne pre malé a otvorené ekonomiky vzhľadom na rozsiahly prílev a odlev kapitálu, ktorý by mohol vyvolať značnú volatilitu menových kurzov [4, s. 920].

Druhá stratégia – ktorú L. Balcerowicz označil ako „počkajme a uvidíme“ – má miesto pri dominancii názoru, že rýchle plnenie maastrichtských konvergenčných kritérií by bolo spojené so zbytočne vysokými adaptačnými nákladmi, resp. so spomalením reálnej konvergencie.

Je zrejmé, že načasovanie zapojenia do ERM II a následne do eurozóny je zložitá vec. Okrem menovej politiky tieto kroky súvisia aj s rozpočtovou disciplínou verejného sektora a rýchlosťou štrukturálnych zmien a reálnej konvergencie.

Európska komisia vo svojich pravidelných hodnotiacich správach varovala všetky pristupujúce štáty vrátane Slovenskej republiky, že snahy o predčasné prijatie eura (t. j. skôr, ako dosiahnu vysoký stupeň nominálnej a reálnej konvergencie) môžu byť pre ne značne škodlivé. Stratégia zameraná na urýchlené plnenie maastrichtských kritérií a prijatie eura môže viesť k spomaleniu rastu a tým aj reálnej konvergencie.¹³

Na potenciálne výhody rýchleho vstupu (ČR – pozn. V. G.) do eurozóny, ale aj na riziká predčasného prijatia eura poukazuje vo svojom článku aj S. Janáčková [5]. Okrem iného zdôrazňuje, že vzdať sa vlastnej meny a vlastnej menovej politiky predstavuje značný zásah do adaptačných mechanizmov ekonomiky [5, s. 764]. Platí to zvlášť v situácii, keď eurozóna (nateraz) nepredstavuje optimálnu menovú oblasť a nedisponuje účinnými flexibilnými mechanizmami trhovej adaptácie v prípade vzniku asymetrických šokov.

Janáčková upozorňuje aj na prekážky rýchleho prijatia eura spojené s niektorými opatreniami a pravidlami stanovenými Európskou úniou. Ide predovšetkým o obmedzenie voľného pohybu pracovných síl a podnikateľských aktivít a o pakt fiškálnej stability a obmedzenosť fiškálnych transferov v rámci eurozóny. V tejto súvislosti vyslovuje názor, že pokiaľ nebudú nové členské štáty

¹³ Na riziká skorého prijatia eura poukazujú viaceré stanoviská zo strany EÚ, ECB či MMF. Napríklad (bývalý) komisár EÚ pre hospodárske a menové záležitosti Pedro Solbes na konferencii *Prijatie eura v pristupujúcich krajinách* (Praha, 2. 2. 2004) prízvukoval, že vstup do ERM II krátko po vstupe do EÚ nemusí byť optimálnou stratégiou, zvlášť ak nebude dostatočne potlačená inflácia, alebo pokiaľ nevyváženosť fiškálnej politiky narušá makroekonomickú stabilitu. A ďalej zdôraznil, že pre úspech akejkoľvek stratégie ohľadne menového kurzu je nevyhnutné uskutočniť štrukturálne reformy a skonsolidovať verejné financie. Tak sa zabezpečia stabilné a vyvážené makroekonomické podmienky a obmedzí sa potreba menového kurzu ako nástroja regulácie [17].

(rovnoprávne) využívať všetky slobody jednotného trhu (vrátane voľného pohybu pracovných síl a podnikateľských aktivít), nemali by uvažovať o vstupe do eurozóny [5, s. 767].

7. K prístupovému procesu Slovenskej republiky do ERM II a eurozóny

V súvislosti s perspektívnou účasťou Slovenskej republiky v systéme ERM II sú relevantné tri otázky:

1. kedy vstúpiť do ERM II,
2. ako dlho zotrvať v ERM II,
3. na akej úrovni stanoviť centrálnu paritu slovenskej koruny voči euru pri vstupe do ERM II (a následne konverzný pomer pri nezvratnom fixovaní koruny voči euru pri vstupe do eurozóny).

Otázka termínu vstupu SR do ERM II sa odvíja od široko pertraktovanej otázky vstupu krajiny do eurozóny, čo je logické, pretože prijatiu eura musí predchádzať minimálne dvojročné zotrvanie v systéme ERM II.

Aj na Slovensku prebehla diskusia k načasovaniu vstupu SR do eurozóny.¹⁴ Východiskom diskusie bol spoločný dokument NBS a MF SR *Stratégia vstupu SR do Európskej menovej únie* (máj 2003), v ktorom sa prezentuje záver o potrebe čo najrýchlejšieho vstupu SR do eurozóny. V stratégii sa odporúča vstup do ERM II čo najskôr (2005); a ako možný termín vstupu do eurozóny sa uvádza rok 2008 [18]. Zástancovia stratégie čo najrýchlejšieho vstupu zdôrazňujú výhody takéhoto kroku – zníženie nebezpečenstva menových turbulencií, zvýšenie prílevu zahraničných investícií, zvýšenie rastu ekonomiky o jeden percentný bod a pod.

Oponenti skorého vstupu (napr. P. Gonda) poukazovali na náklady a riziká skoršieho vstupu SR do ERM II a eurozóny. Upozorňovali, že vstupom do ERM II sa Slovensko vzdá flexibility kurzu a manévrovací priestor kurzovej politiky sa zmenší. V prípade príliš skorého vstupu (napr. v roku 2005) reálne hrozí riziko, že stanovenie parity kurzu koruny k euru bude na nevýhodnejšej (napr. reálne nedostatočne zhodnotenej) úrovni oproti jej neskoršej úrovni. Za žiaduce považujú dosiahnuť vyššiu úroveň štruktúrnej, a najmä reálnej konvergencie slovenskej ekonomiky [16].¹⁵

¹⁴ Napríklad seminár *Slovensko v EÚ – kedy prijať euro?*, konaný dňa 10. 7. 2003 v Bratislave.

¹⁵ Podľa analytika Konzervatívneho inštitútu M. R. Štefánika Petra Gondu by mala vláda svoje rozhodnutie o zavedení eura odložiť na neskôr. Uvažovať o vstupe do ERM II a do eurozóny má pre Slovensko význam, keď bude ekonomika Slovenska na to viac pripravená – tzn. nielen po udržateľnom plnení maastrichtských konvergenčných kritérií, ale aj po výraznejšom priblížení sa k ekonomickej a cenovej úrovni priemeru v Únii, skončení prechodného obdobia, ktoré limituje voľné zamestnanie našich obyvateľov a napríklad po dokončení štruktúrnych reforiem. Vstup do

Vstup do eurozóny nemožno chápať ako nejaké preteky typu „kto skôr“. Otázka nestojí tak, za aké najkratšie obdobie je možné splniť maastrichtské kritériá a vstúpiť do eurozóny. Zohľadňovať treba aj inú stránku – čo to bude stáť. Pretože pri jednostrannej orientácii na plnenie nominálnych konvergenčných kritérií môže „zaostať“ reálna konvergencia, čo sa ekonomike pri vstupe do eurozóny (s jej jednotnými pravidlami menovej a fiškálnej politiky pre všetkých členov) vráti ako bumerang.

Podobnú pozíciu zastáva B. Schmögnerová, výkonná tajomníčka Európskej hospodárskej komisie OSN, ktorá v rozhovore pre Ekonomický časopis [15] uviedla, že „rýchlosť vstupu do EMU by sa nemala postaviť ako prestížna záležitosť a nemalo by sa súťažiť s ostatnými štátmi, kto bude prvý... Predpokladaný dátum vstupu by sa mal určiť na základe zváženia všetkých dôsledkov... Zvažovať treba výhody (zníženie kurzových rizík, zníženie transakčných nákladov a pod.), ako i nevýhody (strata možnosti určovať bázickú úrokovú sadzbu a pôsobiť na kurz Sk, zvlášť ak je stupeň synchronizácie národného hospodárskeho cyklu s hospodárskym cyklom v štátoch eurozóny nízky, ak je trh práce nedostatočne flexibilný atď.). Neprimerane rýchle znižovanie rozpočtového deficitu môže zabezpečiť nominálnu, ale oddialiť reálnu konvergenciu. Dôležitým faktorom je vývoj kurzu Sk... Treba si uvedomiť, že po vstupe do ERM II nebude možná korekcia kurzu Sk zo strany NBS, a preto by mala vláda starostlivo zvážiť, pri akom nastavení kurzu sa staneme členmi ERM II“ [15, s. 131].

Pre zapojenie SR do ERM II a eurozóny je relevantné, že ČR (z dôvodu veľkého rozpočtového deficitu) odsúva vstup do eurozóny na koniec dekády – najčastejšie sa spomína rok 2010. Podobne Poľsko prehodnotilo Balcerowiczovu pozíciu (2006) a už uvažuje s neskorším horizontom zapojenia (2008 – 2010). To má však vplyv aj na Slovensko, keďže stratégiou NBS od začiatku bolo vstúpiť do eurozóny súčasne (alebo skôr) ako naši susedia, ale rozhodne nie neskôr ako okolité krajiny (členovia V 4).

V decembri 2003 NBS zverejnila materiál *Stratégia prijatia eura v SR* a v septembri 2004 vláda SR schválila (uznesenie vlády č. 862/2004) dokument *Konkretizácia stratégie prijatia eura v SR*.¹⁶ Predmetný dokument uvažuje s alternatívnou možnosťou vstupu do eurozóny – k 1. januáru 2009, resp. v prípade nezapočítavania nákladov dôchodkovej reformy do deficitu verejných financií

ERM II a eurozóny by mal byť navyše podmienený takým vývojom v EÚ, ktorý nebude smerovať k väčšej politickej centralizácii, osobitne k fiškálnej a následne k politickej únii. V prípade takejto centralizácie Únie by Slovensko, podľa neho, malo ostať mimo eurozóny a zvažovať aj zotrvanie v EÚ.

¹⁶ Predmetné uznesenie vlády SR určuje Ministerstvo financií SR za národného koordinátora procesu zavedenia eura v SR a ukladá podpredsedovi vlády a MF SR vypracovať *Národný plán zavedenia eura v SR* do 30. júna 2005. Zároveň poveruje podpredsedu vlády SR a ministra financií v spolupráci s guvernérom NBS rokovať s Radou EÚ o vstupe SR do ERM II a v súčinnosti s orgánmi EÚ určiť centrálnu paritu slovenskej koruny voči euru.

ešte o jeden rok skôr. Slovensko by podľa stratégie malo v roku 2007 splniť všetky konvergenčné kritériá.

Vzhľadom na rozhodnutie Eurostatu a následne Rady ministrov financií ECOFIN, že fiškálne náklady dôchodkovej reformy sa do fiškálneho deficitu započítavajú, bolo v novembri 2004 definitívne rozhodnuté, že vstup SR do eurozóny sa bude plánovať jednoznačne na rok 2009. Od tohto dátumu sa odvíja spätné harmonogram medzikrokov na dosiahnutie tohto cieľa.

Dokument *Konkretizácia stratégie prijatia eura v SR* rámcovo vymedzuje jednotlivé *etapy* prístupového procesu do eurozóny a ich vecný obsah: *prvá etapa* – od súčasnosti (od septembra 2004) po vstup do ERM II; *druhá etapa* – od vstupu do ERM II do rozhodnutia Rady EÚ o členstve v eurozóne; *tretia etapa* – prechodné obdobie od rozhodnutia Rady po členstvo v eurozóne; *štvrtá etapa* – od vstupu do eurozóny, zavedenia eura do bezhotovostného a hotovostného platobného styku pri súčasnom sťahovaní slovenskej koruny z obehu [7, s. 4]).

V otázke dĺžky zotrvania v mechanizme ERM II panuje, v podstate, zhoda. Mnohí ekonómovia účasť v ERM II považujú za rizikovú. Empíria hovorí, že naviazanie meny na inú menu v úzkom pásme nemusí byť dlhodobo úspešné. Nemožno vylúčiť špekulačné útoky, ktoré môžu viesť až ku kolapsom. Väčšina ekonómov je preto názoru, že členstvo v ERM II by malo trvať čo najkratšie, teda len požadované dva roky. Z tohto dôvodu sa javí ako najvhodnejšie riešenie vstúpiť do mechanizmu ERM II až vtedy, keď bude v horizonte dvoch rokov možné splniť všetky maastrichtské kritériá.

Dôležitou otázkou bude nájdenie optimálnej (rovnovážnej) centrálnej parity slovenskej koruny voči euru pri vstupe do ERM II a konverzného pomeru pri pristupovaní k euru. Nadhodnotenie či podhodnotenie koruny voči euru by malo negatívne dôsledky. Nadhodnotená centrálna parita by oslabovala konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky a mohla by nepriamo podporiť špekulačné útoky na korunu a ohroziť plnenie kurzového konvergenčného kritéria. Naopak, podhodnotená centrálna parita by mohla viesť k prehriatiu ekonomiky a generovať rast inflácie, čo by ohrozilo plnenie inflačného kritéria.

Záverom treba poznamenať, že rozhodnutia o centrálnej parite a o konverznom kurze SKK/EUR budú oddelené, budú sa prijímať v rôznych časových obdobiach a budú výsledkom rôznych rozhodovacích procesov.

Záver

Načasovanie zapojenia SR najskôr do ERM II a potom do eurozóny je zložitá otázka, o ktorej sa veľa diskutuje. Vhodný čas vstupu do ERM II bude závisieť od pripravenosti dlhodobo dodržiavať podmienky tohto systému. Bude potrebné

plniť maastrichtské kritériá vo všetkých požadovaných oblastiach udržateľným spôsobom, teda nie umelým zrýchlením konvergencie (jednorazovo a účelovo).

Všeobecne panuje zhoda v názore, že SR by mala zotrvať v mechanizme ERM II čo najkratšie možné obdobie tesne pred vstupom do eurozóny, ktorý sa predpokladá 1. 1. 2009. Táto pozícia korešponduje aj (v súčasnosti) s opatrnejším postojom okolitých krajín – členov V4, ktorí reálne hovoria o neskoršom termíne vstupe do eurozóny (ku koncu dekády).

Účast' krajiny v ERM II by mala prispieť k väčšej kurzovej stabilite, ale zároveň aj k väčšej zodpovednosti domácich autorít pri uskutočňovaní a koordinácii jednotlivých politík.

Literatúra

- [1] DĚDEK, O.: Česká ekonomika a euro. Politická ekonomie, 50, 2002, č. 3, s. 361 – 376.
- [2] FRAIT, J.: Mezinárodní peněžní teorie. Ostrava: Vysoká škola báňská – Technická univerzita 1996.
- [3] GONDA, V.: Pohľad na menovú integráciu v Európe cez prizmu teórie optimálnej menovej oblasti. Medzinárodné vzťahy, 1, 2003, č. 2, s. 9 – 20.
- [4] IŠA, J.: Slovensko na ceste do Európskej menovej únie. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 50, 2002, č. 6, s. 899 – 925.
- [5] JANÁČKOVÁ, S.: Rozšiřování eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. Politická ekonomie, 50, 2002, č. 6, s. 759 – 779.
- [6] KOMÍNKOVA, Z.: K prekladovým zmätkom okolo významu najfekventovanejších skratiek európskej integrácie: anglické EMU nie je po slovensky EMÚ, hoci anglické EU je po slovensky EÚ. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 51, 2003, č. 6, s. 763 – 766.
- [7] Konkretizácia Stratégie prijatia eura v SR. Bratislava: NBS/Ministerstvo financií SR 2004.
- [8] KOPŘIVA, J.: ECB neschválí Poľsko a Maďarsko. Hospodárske noviny, 21. októbra 2004.
- [9] Kurzový mechanizmus ERM II a kurzové konvergenčné kritérium. [Materiál k informácii pro vládu ČR.] Praha: Česká národní banka 15. 7. 2003; <www.cnb.cz> .
- [10] LISÝ, J. – MUCHOVÁ, E.: Formovanie a fungovanie európskej menovej únie ako otvorený teoretický problém. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 52, 2004, č. 4, s. 429 – 448.
- [11] MANDEL, M. – TOMŠÍK, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha: Management Press 2003.
- [12] NĚMEČEK, E.: Mezinárodní měnový systém: Otázka konvertibility, stability a likvidity. Praha: Karolinum 2000.
- [13] OUTRATA, R. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti vstupu SR do EÚ – prínosy a riziká. [Monografia.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2002.
- [14] PIKORA, V. – ŠICHTAŘOVÁ, M.: Zavedení eura a jak ho načasovat. Bankovníctví, 11, 2003, č. 2, s. 10 – 11.
- [15] Riziká očakávaného ekonomického rastu a výsledkov reforiem v Slovenskej republike – Rozhovor s Brigitou Schmögnerovou, výkonnou tajomníčkou Európskej hospodárskej komisie OSN. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 52, 2004, č. 2, s. 123 – 132.
- [16] Slovensko v EÚ – kedy prijať euro? [Seminár.] Bratislava 10. 7. 2003; <www.nbs.sk> .
- [17] SOLBES, P.: Přijetí eura v přistupujících zemích – příležitosti a výzvy. <www.agris.cz> .
- [18] Stratégia vstupu SR do Európskej menovej únie. Bratislava: NBS/Ministerstvo financií SR máj 2003.
- [19] Stratégia prijatia eura v SR. Bratislava: NBS/Ministerstvo financií SR december 2003.

- [20] ŠIKULA, M. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie. [Monografia.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV 2003.
- [21] ZAHRADNÍK, P.: Vstup do Európskej únie – prínosy a náklady konvergence. Praha: C. H. Beck 2003.
- [22] Bankovníctví, roč. 21, 2003 a roč. 22, 2004.
- [23] <www.banky.sk/> .
- [24] <www.nbs.sk/> .
- [25] <www.cnb.cz/> .

Príloha

Tabuľka 1

Počiatočná paritná mriežka (*parity grid*) európskeho menového systému
(bilaterálne stredné kurzy – *central rates*; intervenčné body – *intervention limits*)

Mena		100 BEF (=100 LUF)	100 DKK	100 DEM	100 FRF	100 ITL	100 IEP	100 NLG
BEF a LUF	horný bod	–	569.500	1607.40	696.000	3.64900	6090.20	1483.25
	stredný kurz	–	556.852	1571.64	680.512	3.43668	5954.71	1450.26
	dolný bod	–	544.450	1536.65	665.375	3.23650	5822.25	1418.00
DKK	horný bod	18.3665	–	288.660	124.985	0.655300	1093.65	266.365
	stredný kurz	17.9581	–	282.237	122.207	0.617161	1069.35	260.430
	dolný bod	17.5585	–	275.960	119.490	0.581300	1045.55	254.645
DEM	horný bod	6.50800	36.2350	–	44.2850	0.232200	387.500	94.3750
	stredný kurz	6.36277	35.4313	–	43.2995	0.218668	387.866	92.2767
	dolný bod	6.22100	34.6450	–	42.3350	0.205900	370.500	90.2250
FRF	horný bod	15.0290	83.6900	236.21	–	0.536200	894.950	217.960
	stredný kurz	14.6948	81.8286	230.95	–	0.505013	875.034	213.113
	dolný bod	14.3680	80.0100	225.81	–	0.475600	855.550	208.380
ITL	horný bod	3089.61	17 204.5	48 557.6	21 025.2	–	183 978.0	44 807.4
	stredný kurz	2909.79	16 203.2	45 731.4	19 801.5	–	173 270.0	42 199.5
	dolný bod	2740.44	15 260.5	43 069.8	18 649.0	–	163 185.0	39 743.4
IEP	horný bod	1.71755	9.56424	26.9937	11.6881	0.0612801	–	24. 9089
	stredný kurz	1.67934	9.35146	26.3932	11.4281	0.0577136	–	24.3548
	dolný bod	1.64198	9.14343	25.8060	11.1739	0.0543545	–	23.8130
NLG	horný bod	7.05200	39.2700	110.825	47.9900	0.251600	419.950	–
	stredný kurz	6.89531	38.3967	108.370	46.9325	0.236970	410.597	–
	dolný bod	6.74200	37.5425	105.960	45.8800	0.223175	401.450	–

Poznámka: Tabuľka ukazuje vstupné vzájomné parity mien platné k 13. 3. 1979 (začatie činnosti EMS) [12, s. 213].

Prameň: IMF Survey. Supplement: The European Monetary System. Washington, DC 19. marca 1979.