



# KRIZE EURA – TEORIE A EMPIRIE

MOJMÍR HELÍSEK

## Abstrakt

Příspěvek zkoumá vývoj kurzu eura a mezinárodní postavení eura z hlediska možných krizových projevů. Je aplikováno pojetí měnové krize jako 25% znehodnocení kurzu, nebo jako dlouhodobá depreciace kurzu. Zkoumány jsou podíl eura v devizových rezervách, význam eura na finančních a devizových trzích, rozšíření eura jako národní měny i používání eura jako referenční měny v kurzových systémech. Zkoumání dochází k závěru, že žádný z těchto ukazatelů nesvědčí o krizi eura. Případná budoucí krize eura však může být vyvolána dluhovou krizí eurozóny, pokud povede k dostatečně silným fundamentálním příčinám nedůvěry investorů.

## Abstract

The paper examines the exchange rate development of the euro and the international status of the euro in terms of possible crisis manifestations. The concept of a currency crisis as a 25% depreciation of the exchange rate, or as a long-term depreciation of the exchange rate is applied in paper. The share of the euro in foreign exchange reserves, importance of the euro on the financial and foreign exchange markets, the expansion of the euro as the national currency and the use of the euro as a reference currency in the foreign exchange systems are examined. The examination concludes that none of these indicators points to a crisis of the euro. Possible future crisis of the euro may be triggered by the euro area debt crisis, if it leads to sufficiently strong fundamental causes of investors' distrust.

## Klíčová slova

měnová krize, euro, měnový kurz, devizové rezervy, euroizace, eurozóna, dluhová krize

## Keywords

currency crisis, euro, exchange rate, foreign exchange reserves, euroization, euro area, debt crisis

**JEL classification:** E 52, F 36

## Úvod

„Krise eura, ani zdaleka nepolevující, prochází v posledních měsících obratem k horšímu“, tvrdí významný finančník G. Soros;<sup>1</sup> obdobně se o „krizi eura“ vyjadřuje řada dalších ekonomů. Tento příspěvek zkoumá vývoj eura z několika aspektů, které jsou výstižné pro posouzení, zda měna prochází krizí. Nejprve jde o užší pojetí měnové krize z pohledu kritérií Mezinárodního měnového fondu (první část), poté o dlouhodobý vývoj kurzu USD/EUR

---

<sup>1</sup> Soros, 2012.

(druhá část) a dále o postavení eura v mezinárodních vztazích (třetí část). Nakonec je zkoumána souvislost mezi krizí eura a dluhovou krizí eurozóny (čtvrtá část).

Cílem příspěvku je pomocí analýzy řady ukazatelů vyhodnotit vývoj eura z hlediska „krizovosti“ tohoto vývoje a dojít k závěru, zda euro prochází či neprochází krizí, a dále nalézt možné (potenciální) příčiny této krize.

## 1 Měnová krize

Výchozím pojetím měnové krize, zavedeným Mezinárodním měnovým fondem (MMF), je vývoj kurzu sledované měny, vyjádřeného jako cena USD, a to roční průměr a jeho meziroční srovnání. V tomto pojetí jde k měnové krizi, pokud:

- dojde k minimálně 25% meziročnímu znehodnocení kurzu dané měny,
- a to současně při minimálním ročním nárůstu tohoto ukazatele o 10 p. b.<sup>2</sup>

Vývoj kurzu EUR/USD je zachycen v Tabulce č. 1.

**Tabulka č. 1: Vývoj kurzu EUR/USD (roční průměry)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>EUR/USD</b>	0,939	1,085	1,117	1,061	0,885	0,805	0,805
<b>% změna</b>	-	15,5	2,9	- 5,0	- 16,6	- 9,0	0,0
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>EUR/USD</b>	0,797	0,730	0,684	0,720	0,755	0,719	0,778
<b>% změna</b>	- 1,0	- 8,4	- 6,3	5,3	4,9	- 4,8	8,2

Zdroj: OECD (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=169>). Výpočty vlastní.

Pozn.: + znamená depreciaci, - znamená apreciaci

K nejvyšší depreciaci v dosavadním vývoji kurzu eura došlo v roce 2000, a to téměř 16 %. Z tohoto hlediska nelze hovořit o krizi eura.

## 2 Dlouhodobý vývoj kurzu USD/EUR

Ve volnějším pojetí lze za krizový vývoj určité měny označit dlouhodobou depreciaci jejího kurzu, jako výraz nedůvěry investorů v danou ekonomiku a její měnu. Obrázek č. 1 vyjadřuje celkový dosavadní vývoj kurzu USD/EUR.

Dlouhodobě dochází k apreciaci kurzu eura:

- počáteční hodnota: 1,179 USD/EUR,
- konečná hodnota: 1,307 USD/EUR;

i když se značnými výkyvy:

<sup>2</sup> International Monetary Fund, 1998. Kromě toho existují i sofistikované indexy tlaků na devizových trzích, obsahující nejčastěji kromě vývoje měnového kurzu také vývoj devizových rezerv a úrokových sazeb v dané zemi, a to v určitém relativním vyjádření (k určité referenční hodnotě). Blíže viz Helísek, 2004.

- maximální hodnota: 1,592 USD/EUR (22. 7. 2008)
- minimální hodnota: 0,825 USD/EUR (26. 10. 2000)

Ani tato dlouhodobá apreciacie kurzu eura nesevídčí o krizi této měny.

**Obrázek č. 1: Kurz USD/EUR 4. 1. 1999 – 30. 4. 2013 (denní kurzy)**



Zdroj: Evropská centrální banka

([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A#top](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A#top))

### 3 Euro v mezinárodních vztazích

Postavení eura v mezinárodních vztazích lze vyjádřit následujícími způsoby.

Euro je součástí oficiálních devizových rezerv centrálních bank. Držba eura má od svého vzniku rostoucí trend. V posledních letech se tento podíl stabilizoval okolo  $\frac{1}{4}$  (Tabulka č. 2).

**Tabulka č. 2: Měnové složení devizových rezerv (koncem roku, mld. USD a %)**

	1999	2012
<b>Celkové rezervy</b>	1 379,7	6 082,8
<b>Podíl USD</b>	71,0	61,9
<b>Podíl EUR</b>	17,9	23,9

Zdroj: Mezinárodní měnový fond (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>)

Pozn.: Celkové rezervy = rezervy evidované MMF, u kterých je specifikováno měnové složení. 2012 = předběžné údaje. Výpočty vlastní.

Euro vykazuje rostoucí podíl v mezinárodních finančních transakcích (Tabulka č. 3).

**Tabulka č. 3: Postavení eura na mezinárodních finančních trzích (stav koncem roku)**

	celkem (mld. USD)		podíl EUR (%, běžný kurz)	
	2000	2011	2000	2011
<b>nesplacené mezinárodní dluhopisy</b>	35 491	98 388	20,8	26,5
<b>nesplacené mezinárodní úvěry</b>	1 852	5 967	14,4	21,8
<b>mezinárodní depozita</b>	1 930	6 526	18,6	22,4

Zdroj: European Central Bank, 2012, pp. 58, 69, 70.

Pozn.: Včetně mezinárodních dluhopisů, úvěrů a depozit v domácí měně (euro). Úvěry a depozita 2011: koncem 3Q.

Také podíl eura na obratu devizových trhů je mírně rostoucí (Tabulka č. 4).

**Tabulka č. 4: Podíl měn na obratu devizových trhů (v %)**

	2001	2004	2007	2010
<b>Podíl USD</b>	90,3	88,7	86,3	84,9
<b>Podíl EUR</b>	37,6	36,9	37,0	39,1

Zdroj: Goldberg, 2011, p. 24.

Pozn.: Celkový součet všech podílů činí 200 %, protože každá transakce je zachycena jako nákup a prodej.

Euro je používáno jako peněžní jednotka nejen ve členských zemích eurozóny. Je přebíráno i nečlenskými zeměmi eurozóny, které nemají možnost podílet se na utváření společné měnové politiky. Jde o tzv. euroizaci resp. jednostrannou euroizaci. S postupným rozšiřováním eurozóny doposud rostl počet zemí, používajících euro místo své bývalé národní měny, 6 dalších zemí převzalo euro tzv. euroizací. Euro je tedy používáno celkem ve 23 zemích.

Přehled zemí používajících euro je v Tabulce č. 5.

**Tabulka č. 5: Euro jako národní měna**

	<b>Země</b>
<b>Členské země eurozóny</b>	17 zemí
<b>Euroizace</b>	Vatikán, San Marino, Monako, Andorra
<b>Jednostranná euroizace</b>	Kosovo, Černá hora

Zdroj: European Central Bank, 2012, p. 57.

Pozn.: Od 1. 1. 2014 se dá očekávat přistoupení Lotyšska.

Dalším ukazatelem mezinárodní pozice určité měny je jeho využití jako referenční měny v kurzovém režimu. Celkově jde o 29 zemí, které navazují kurz své národní měny k euro.

Tyto vazby na euro vyjadřuje Tabulka č. 6.

**Tabulka č. 6: Kurzové režimy napojené na euro (k 1. 5. 2011)**

Kurzový režim	Země
Účast v ERM II	Dánsko ( $\pm 2,25\%$ ), Lotyšsko ( $\pm 1\%$ ), Litva (currency board)
Currency board	Bulharsko, Bosna a Hercegovina
Řízený floating	ČR, Rumunsko, Chorvatsko, Makedonie
Fixní kurz (peg)	20 zemí v Africe a Polynésii (zejména zóna CFA franku)
Další	Od 6. 9. 2011 stanovilo Švýcarsko min. kurz 1,2 CHF/EUR (Švýcarská národní banka provádí neomezené intervence).

Zdroj: European Central Bank, 2012, p. 57.

Poznámka: Dalších 14 zemí vztahuje kurz své měny k měnovým košům, ve kterých má euro podíl.

Uvedený vývoj postavení eura v mezinárodních vztazích, vyjádřený výše uvedenými ukazateli, nesvědčí o krizi eura.

## 4 Dluhová krize eurozóny

Potenciálním ohrožením eura se může stát dluhová krize některých zemí eurozóny.

Za dluhovou krizi budeme považovat stav, kdy vlády dotčených zemí eurozóny požádají o finanční pomoc některý ze stabilizačních mechanismů eurozóny (bilaterální pomoc, Evropský nástroj finanční stability EFSF, Evropský stabilizační mechanismus ESM, který převzal agendu EFSF), případně úvěry Mezinárodního měnového fondu (MMF). Doposud k tomu došlo v následujících případech (Tabulka č. 7):

**Tabulka č. 7: Země eurozóny postižené dluhovou krizí**

	mechanismus	počátek pomoci
<b>Řecko</b>	bilaterální – země EZ (převedeno do EFSF) + MMF	duben 2010
<b>Irsko</b>	EFSF + MMF	listopad 2010
<b>Portugalsko</b>	EFSF + MMF	květen 2011
<b>Španělsko</b>	ESM	červen 2012 *
<b>Kypr</b>	v jednání ESM	duben 2013

Zdroj: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>, <http://www.esm.europa.eu/index.htm>

Pozn.: \* První operace ESM (rekapitalizace španělských bank)

Ohrožení platební schopnosti zadlužených vlád těchto zemí vede k nedůvěře mezinárodních investorů k těmto ekonomikám. Tato nedůvěra může být přenášena dál, a to na ekonomický vývoj eurozóny **jako celku** a tudíž i na její měnu (euro). Pokud se tato nedůvěra mezi investory rozšíří (tzv. stádový efekt investorů), začnou se investoři eura zbavovat. Půjde jednak o tzv. opatrné (zklamané) investory, jednak o tzv. spekulanty (zejm. hedgové fondy).

To se projeví ve znehodnocení kurzu eura a v oslabení jeho mezinárodního postavení. Pak by bylo mohlo dojít ke krizi eura.

Jaká je pravděpodobnost tohoto scénáře? Odpověď závisí na vyhodnocení následujících otázek:

- bude nedůvěra racionálních investorů v danou ekonomiku (eurozónu) a tudíž i v její měnu (euro) vyvolána skutečně existujícími problémy, tzv. fundamentálními příčinami nedůvěry, vedoucími až k hypotetické měnové krizi?
- nebo budou stačit k nedůvěře investorů pouhá očekávání tohoto nepříznivého vývoje, bez ohledu na faktickou přítomnost fundamentálních příčin jejich nedůvěry, kdy by došlo k tzv. sebenaplňující se měnové krizi?
- bude fungovat zmíněný „stádový efekt“?
- vyskytne se nějaká událost, dostatečně silná jako „spoušť“ krize?
- bude ECB odhodlaná „bránit“ kurs eura a tím odrazovat „útěk“ investorů i „útok“ devizových spekulantů?

Dosavadní vývoj dluhové krize neumožňuje dojít k jednoznačnému závěru o možné krizi eura. Dosavadní opatření Evropské unie však svědčí o intenzivní snaze obavám investorů zabránit, a to jak okamžitými opatřeními (zmíněné stabilizační mechanismy, expanzivní měnová politika ECB), tak i střednědobými projekty (zahájení prací na vytvoření fiskální unie a bankovní unie).

## **Závěr**

Kurz eura (jeho vývoj z hlediska kritéria vypuknutí měnoví krize a jeho dlouhodobá apreciace) i jeho dosavadní postavení v mezinárodních vztazích (zejména stabilně vysoký podíl v devizových rezervách, na finančních a devizových trzích i používání eura jako referenční měny v kurzových systémech) nese svědčí o krizi eura.

Případná budoucí krize eura však může být vyvolána dluhovou krizí eurozóny. Zda k tomu dojde, závisí na existenci fundamentálních příčin nedůvěry investorů, na možnosti tzv. sebenaplňující se měnové krize a také na přesvědčivosti snah Evropské unie o vyřešení dluhových problémů a tím udržení důvěry investorů.

-----

Příspěvek je jedním z výstupů výzkumného projektu „Analýza závazku vstupu ČR do eurozóny – stimul nebo hrozba pro českou ekonomiku?“, podporovaného z prostředků na Specifický vysokoškolský výzkum, přidělených Vysoké škole finanční a správní (č. 7427, 2013-2014).

## Literatura

1. EUROPEAN CENTRAL BANK (2012) *The International Role of the Euro*. ECB, July 2012. [cit. 1. 2. 2013]. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role202107en.pdf>
2. GOLDBERG, L. (2011) *The International Role of the Dollar: Does It Matter if this Changes?* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 522, October 2011. [cit. 1. 2. 2012]. [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr522.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr522.pdf)
3. HELÍSEK, M. (2004) *Měnové krize – empirie a teorie*. Praha, Professional Publishing.
4. INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998) *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*. In: *World Economic Outlook*. Washington D. C., International Monetary Fund, May 1998, pp. 74 – 97.
5. SOROS, G. (2012) *Reversing Europe's Renationalization*. Project Syndicate 11. 4. 2012. [cit. 1. 2. 2013]. <http://www.project-syndicate.org/commentary/reversing-europe-s-renationalization>

Informace z www stránek:

OECD: <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=169>

ECB:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A#top](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A#top)

IMF: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>

EFSF: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>,

ESM: <http://www.esm.europa.eu/index.htm>

## Kontakt

doc. Ing. Mojmír Helísek, CSc.

Vysoká škola finanční a správní

Estonská 500

101 00 Praha 10

Česká republika

[mojmir.helisek@vsfs.cz](mailto:mojmir.helisek@vsfs.cz)