

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2010

Radek Londýn

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra měnové teorie a politiky

Studijní obor: Bankovníctví a pojišťovnictví



Měnová politika Maďarské národní banky a možnost zavedení eura v Maďarsku

Autor diplomové práce:

Bc. Radek Londýn

Vedoucí diplomové práce:

doc. Ing. Jaroslava Durčáková, CSc.

Rok obhajoby:

2010

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma Měnová politika Maďarské národní banky a možnost zavedení eura v Maďarsku vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

v Praze dne 17. listopadu 2009

Radek Londýn

Poděkování

Tímto bych chtěl poděkovat vedoucí své diplomové práce paní docentce Jaroslavě Durčákové za mnohé cenné rady a připomínky, které přispěly ke zkvalitnění práce. Současně bych chtěl poděkovat svým rodičům za neúnavnou podporu během mého celého studia.

Obsah

Úvod.....	8
Teoretická východiska.....	11
1 Optimální měnová zóna vs. Nominální konvergence.....	11
1.1 Proč měnová unie v Evropě? Logika zprávy Delorsova výboru.....	11
1.2 Proč měnová unie? Logika teorie optimální měnové zóny.....	12
1.3 Přínosy a náklady zemí zapojených do měnové unie.....	14
1.4 Konvergenční problematika.....	15
1.5 Indikátory sladění.....	18
1.6 Vzdělání inflace po vstupu do měnové unie.....	24
1.7 Míra růstu produkce v eurozóně a zemích OECD.....	26
2 Pakt stability a růstu.....	27
2.1 Platné zásady.....	27
2.2 Koordinace fiskální a měnové politiky.....	27
2.3 Otázka fiskální disciplíny.....	28
2.4 Nefunkčnost Paktu stability a růstu.....	29
3 Eurosystem.....	30
3.1 Strategie měnové politiky.....	31
3.2 Cenová stabilita a inflační cíl.....	33
3.3 Transparentnost a odpovědnost.....	34
4 Rosův efekt.....	34

Měnová politika Maďarská národní banky.....	36
5 Historie Maďarské národní banky.....	36
6 Cíle měnové politiky.....	37
7 Inflační cílování.....	38
8 Inflační cíl vs. vývoj inflace.....	40
9 Maďarský transmisní mechanismus.....	42
10 Celkový obraz transmisního mechanismu.....	43
11 Kanály měnové transmise.....	45
11.1 Kanál úrokové míry.....	46
11.2 Kanál měnového kurzu.....	48
11.3 Kanál cen aktiv.....	50
11.4 Úvěrový kanál.....	51
11.5 Kanál očekávání.....	52
12 Agregátní poptávka.....	54
12.1 Spotřeba.....	54
12.2 Investice.....	54
12.3 Čisté exporty.....	55
12.4 Reakce na neočekávané zvýšení úrokových sazeb v obrázcích.....	56
Národní účty, vládní finanční statistika a perspektiva Mezinárodního měnového fondu...58	
13 Národní účty.....	58
13.1 Reálné tempo růstu HDP Maďarska a průměru eurozóny.....	58
13.2 Vývoj HDP na obyvatele podle standardu PPP.....	60
13.3 Produktivita práce na jednoho zaměstnance.....	61
13.4 Produktivita práce na 1 odpracovanou hodinu.....	62

13.5	Otevřenost ekonomiky.....	64
13.6	Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.....	66
14	Vládní finanční statistika.....	67
14.1	Daně na produkci a dovozy.....	68
14.2	Veřejná bilance (přebytek/schodek veřejného rozpočtu).....	69
14.3	Veřejný dluh.....	71
15	Perspektiva IMF: Maďarsko uspělo v brzkém návratu k tržnímu financování.....	72
 <i>Závěr.....</i>		 75
<i>Seznam literatury včetně internetových zdrojů.....</i>		77
<i>Seznam tabulek a obrázků.....</i>		80
<i>Seznam použitých zkratk.....</i>		82

Úvod

Problematika přičleňování zemí k měnové unii není novým tématem. Diskuze týkající se této ekonomické oblasti se začaly odvíjet již od počátku 60. let 20. století¹. Snahou této práce však není historické zmapování vývoje názorů na tuto problematiku, protože to by vyžadovalo velmi podrobnou analýzu překračující stanovený cíl i rámec. Místo toho je jejím cílem aplikace klíčových poznatků z oblasti konvergence na konvergenční proces maďarské ekonomiky k ekonomice Evropské měnové unie. Na základě současného maďarského konvergenčního procesu je vyhodnoceno, do jaké míry je maďarská ekonomika připravena pro začlenění do Evropské měnové unie a zároveň, jaké přínosy a náklady v sobě začlenění skýtá. Z důvodu co nejkomplexnějšího obrázku o maďarské ekonomice je Maďarsko analyzováno z několika úhlů. Zkoumání, které následující text obsahuje, vychází z empirických dat, která byla získána z mnoha zdrojů, a pro práci s těmito daty je používána analytická metoda, která vychází z rozložení problému na dílčí jednodušší kroky, jejichž řešení umožňuje lepší pochopení samotného celku. Práce je logicky členěna do tří částí, kdy každá z nich přináší informace z jiného pohledu.

První část přináší teoretická východiska jako vhodný odrazový můstek pro podrobnější analýzu. Zkoumány jsou zejména záležitosti týkající se optimální měnové zóny, která jako taková v sobě zahrnuje celou řadu témat, která jsou podrobně rozebírána. Podstatné kritice je podroben Pakt stability a růstu a také současný eurosystém². V závěru je krátká pozornost věnována poznatku profesora Andrewa Rose z Univerzity Berkeley, tzv. Rosův efekt. Ve druhé části je odkryta měnová politika Maďarské národní banky. Důraz druhé části je kladen jak na základní působení Maďarské národní banky včetně historie, cíle měnové politiky a transmisního mechanismu, tak na hodnocení úspěšnosti a účinnosti měnové politiky. V závěrečné části je maďarská ekonomika důsledně rozebrána z pohledu národních účtů, vládní finanční statistiky, je nastíněna perspektiva Mezinárodního měnového fondu a shrnutí práce pak naznačuje současné možnosti maďarské ekonomiky a reálnost přistoupení k eurozóně...

¹ Mundell (1961) jako první zavádí a definuje optimální měnovou zónu, zabývá se otázkou, které oblasti mohou být vnímány jako měnově optimální a které nikoli

² Eurosystémem rozumíme měnovou autoritu eurozóny, souhrn členských států Evropské unie, které přijaly euro jako svou jedinou oficiální měnu. Skládá se z Evropské centrální banky, která rozhoduje o měnové politice a jednotlivých centrálních bank členských států, které ji aplikují. Primárním cílem ECB je cenová stabilita, druhotným finanční stabilita a integrace. Evropský systém centrálních bank zahrnuje i centrální banky členských států mimo eurozónu.

V únoru 1987 došlo k poslednímu významné úpravě vzájemných parit měnových kurzů v rámci systému ERM. Ten už se v té době potýkal s řadou problémů, mezi nejvážnější patřila dominantní role německé marky, což se ukazovalo jako stále méně politicky přijatelné. Možnost vzniku evropské měnové unie se tak začala stávat stále více reálnou. Prezident Evropského výboru Jacques Delors ustanovil výbor, který měl za úkol ověřit proveditelnost měnové unie. Výsledkem byla zpráva Delorsova výboru z roku 1988, která v sobě obsahuje nástin akcí, které následovaly. Klíčové body Delorsovy zprávy se odrážejí v Maastrichtské smlouvě (1992). V roce 1990 přichází výbor s publikací One Money, One Market, často uváděnou i v opačném pořadí One Market, One Money. Jde o první studii, která se zabývá otázkou nákladů a přínosů zavedení společné měny. Do studie bylo zapojeno mnoho ekonomů již o 2 roky dříve, ale až rozpad Sovětského svazu podnítil její uveřejnění. Dá se říci, že uveřejnění studie nastalo příliš pozdě na to, aby mohl následovat seriózní výzkum, místo toho se Delorsova zpráva transformovala do Maastrichtské smlouvy, aniž by byly vzaty v potaz mnohé externí výzkumy, které by tak mohly ovlivnit podobu Maastrichtské smlouvy. Většina amerických vědců považovala vznik EMU za bizarní koncept, který se nikdy neuskuteční, naopak většina evropských vědců to považovala za reálné. Klíčovým aspektem analýz se stala teorie optimální měnové zóny (angl. The Optimum Currency Area, OCA). Tato teorie se snaží ohodnotit celý projekt, nehrála však žádnou roli při uzavírání Maastrichtské smlouvy. Maastrichtská smlouva obsahuje řízení nadměrného fiskálního deficitu (angl. The Excessive Deficit Procedure, EDP), což bylo všeobecně ignorováno, dokud Německo nevyvinulo iniciativu, jejímž výsledkem bylo uzavření Paktu stability a růstu (The Stability and Growth Pact, SGP) v roce 1997. Pakt obsahuje 2 hlavní zásady: roční veřejný schodek nesmí být vyšší než 3% ročního HDP a veřejný dluh nesmí překročit 60% ročního HDP. Často je však Pakt považován za špatný a nefunkční. Problémem bylo, že velká část představitelů vlády se sama aktivně nesnažila snižovat schodek, ale spíše docházelo k politickoekonomickým analýzám, je – li to záležitost Evropské unie nebo jednotlivých členských zemí. Nakonec byl Pakt uznán za nezpůsobilý v roce 2003 a v roce 2005 byl pozměněn – registruje ale pouze malé změny. Po přijetí eura (1.1.1999) se diskuze přesunuly od tématu, zda bude eurosystém fungovat, na jak bude fungovat. Celkem vzato eurosystém funguje – je vykazována stabilní nízká inflace, růst je sice slabý, nemusí to ale být vina vlastního eurosystému. Nejvíce kritiky sklízí Evropská centrální banka (ECB) za zastaralou měnově – politickou strategii a neprůhlednost. Stejně jako Rezervní systém USA eurosystém nepřijal moderní strategii inflačního cílení, namísto toho je stále užíváno staré pravidlo cílování růstu peněžního agregátu a potažmo peněžní zásoby. Vzhledem k velkému množství kritiky ECB redefinovala 2pilířovou strategii, začala vydávat publikace a uveřejňovat inflační prognózy.

Současná ekonomická situace přináší velmi specifické podmínky, nyní ekonomiky nejsou ohrožovány inflací, klíčovým ukazatelem se ukazuje prostá výkonnost ekonomiky jako taková. Výsledkem je mnohostranná podpora potácejících se ekonomik ze strany veřejného

sektoru na úkor rostoucích veřejných výdajů a klesajících daňových příjmů. Proto se stále více podstatným faktorem při hodnocení zdraví ekonomiky ukazuje míra veřejného zadlužení a perspektiva vývoje tohoto ukazatele v budoucnosti. Mimo jiné tento faktor sehraje v případě hodnocení zdraví maďarské ekonomiky dosti zásadní roli.

Teoretická východiska

Než bude přistoupeno k samotné analýze, která vyústí v závěr, jenž shrnuje pro Maďarsko výhody a nevýhody ze zavedení eura, je třeba uvést zásadní dosavadní poznatky, které se podařilo ekonomům shromáždit v oblasti přičlenění se ekonomiky k měnové unii. Smyslem této části je uvést čtenáře do problematiky měnové unie, problematiky optimální měnové oblasti a konvergence. Ve druhé části je pak věnován prostor Paktu stability a růstu, eurosystému a Rosovu efektu.

1 Optimální měnová zóna vs. nominální konvergence

Teorie optimální měnové zóny si klade jednoduchou otázku: „Kdy (za jakých podmínek) budou jednotlivé země ekonomicky těžit ze společné měny?“

1.1 Proč měnová unie v Evropě? Logika zprávy Delorsova výboru¹

Delorsova zpráva popisuje měnovou unii jako přirozenou, v podstatě nevyhnutelnou. Jedním z argumentů je nemožnost tzv. *trojího principu* (trinity principle). Tento princip popisuje propojenost 3 veličin. Jde o toto: plná kapitálová pohyblivost spolu s fixací měnového kurzu znemožňují centrální bance provádět nezávislou měnovou politiku. Tento postulát spočívá na 2 předpokladech:

- a) škodlivost volatility měnového kurzu,
- b) pevně ustálený měnový kurz nemůže jednotlivé centrální banky donutit provádět disciplinovanou měnovou politiku.

Názor škodlivosti volatility měnového kurzu se opírá o bohaté historické zkušenosti a koncem 40. let byl upevněn v souvislosti se zavedením brettonwoodského měnového systému. Škodlivost volatility měnového kurzu byla ekonometricky prokázána, otázkou je, o kolik (viz dále Rosův efekt). Z druhého předpokladu vyplývá, že domácí měny by neměly být zachovány. Tomuto druhému předpokladu odporuje například zkušenost v Holandsku, kdy

¹ podrobnější informace přináší Wyplosz (2006)

došlo k naprosto efektivnímu zavěšení holandského guldenu na německou marku při respektování trojího principu. Nasnadě je otázka, proč nestačil systém ERM? Odpověď je dvojí:

- a) problémy jednotlivých zemí s dodržováním přesných kurzových relací a zároveň neschopnost čelit nahodilým silným šokům,
- b) přijetí německé marky respektive Bundesbanky jako centrální banky Evropy je politicky nepřijatelné.

1.2 Proč měnová unie? Logika teorie optimální měnové zóny

Argumenty Delorovy zprávy můžeme chápat jako defenzivní – masivní proudy kapitálu mohou výrazně nabourávat ERM systém a stabilitu měnových kurzů. Právě této hrozbě čelí společná měna. Logikou teorie optimální měnové oblasti se až na náznaky Delorova zpráva ani výbor ve svém díle *One Money, One Market* nezabývají. „*Teorie optimální měnové oblasti poskytuje užitečné postřehy, ale nemůže být považována za komplexní rámec, ve kterém mohou být analyzovány náklady a přínosy EMU. Empirické aplikace jsou vzácné a stěží přesvědčivé.*“ (Evropská komise, 1990, s.46). De facto však výbor ve svém *One Money, One Market* vytáhl jeden ze svých argumentů právě z teorie optimální měnové oblasti – jde o argument snížení transakčních nákladů, tedy pro společnou měnu. Tato redukce transakčních nákladů by měla zvýšit evropský produkt o 0,5% (v dokumentu je popsána kalkulace, kdy hodnota 10 000 ECU v belgických francích je směněna do 10 měn jednotlivých členských zemí a poté zpět do franků). Otázku nákladů zavedení společné měny však dokument nijak nezohledňuje.

Teorie optimální měnové oblasti nebyla nikdy formálně rozvinuta, za jejího duchovního otce může být označen kanadský ekonom Robert Alexander Mundell. Ten si položil otázku, proč mají USA a Kanada vlastní měny, když pohyb zboží, kapitálu a práce mezi USA a Kanadou je mnohem intenzivnější než kupříkladu mezi východními a západními provinciemi Kanady. Tedy z ekonomického hlediska by západní část Kanady měla spíše používat vlastní měnu vzhledem k její nízké hospodářské integraci s východní Kanadou. Oficiální kanadskou měnou by pak nemohl být kanadský dolar v celé Kanadě, západní i východní oblast by používaly vlastní měny a rovněž by bylo ekonomicky oprávněné zavedení americké dolarizace Do Kanady.

Předpokládejme hypotetický příklad: země A se specializuje na automobilový průmysl, zatímco země B vyniká ve výrobě obuvi. Země se dohodly na používání jednotné měny. Následně dojde k poptávkovému šoku, který způsobí růst poptávky po automobilech a

pokles poptávky po botách. V případě, že by země A a B používaly své původní měny, růst poptávky po automobilech v zemi A by způsobil vyšší vývoz automobilů a apreciaci měny A, což by zdražilo vývoz země A, který by pak opět poklesl. Analogicky pokles poptávky po botách v zemi B by způsobil nižší vývoz bot a depreciaci měny B, což by zlevnilo vývoz země B, který by pak opět vzrostl. Oproti tomu v situaci, kdy země A a B používají společnou měnu, může být dopad na kurz společné měny neutrální nebo nepatrný, protože se jednotlivé účinky navzájem vyruší. Vzhledem k tomu, že zde nebude fungovat kurzový vyrovnávací mechanismus jako v případě samostatných měn, vyrovnání nastane skrze pohyb cen. Znamenalo by to inflaci v zemi A a deflaci v zemi B. Zatímco změny nominálního kurzu jsou rychlé a pružné, změny cen zboží a služeb jsou pomalé a těžkopádnější, především směrem dolů (mluvíme o nominálních cenových a mzdových rigiditách). Větší problém by nastal u země B, protože tlak na deflaci je zároveň spojen s rostoucí nezaměstnaností a potažmo potřebami migrace za prací. Problém je umocněn (lépe řešeno neřeší se), když vláda subvencuje postiženou oblast B. V takovém případě nemusí dojít k poklesu cen a problém nízké poptávky po dané komoditě může přetrvávat.

Mundell zavádí pojem optimální měnová zóna, což je oblast, v jejímž rámci jsou výrobní faktory dostatečně mobilní. Přesněji optimální měnová zóna je definována jako ekonomický prostor, který je charakterizován vnitřní mobilitou faktorů (včetně meziregionální a meziodvětvové mobility) a vnější mobilitou faktorů (Mundell, 1961). Daná oblast se musí vyznačovat cenovou i mzdovou flexibilitou.

K teorii optimální měnové zóny významně přispěl McKinnon, který se zabýval úlohou zahraničního obchodu ve vztahu k měnovým zónám. McKinnon (1963) došel k závěru, že čím větší míry otevřenosti ekonomiky vykazují, tím menší mají užitek z plovoucího kurzu jako nástroje obnovujícího rovnováhu běžného účtu platební bilance. Tento závěr je zdůvodněn faktem, že změna kurzu přinese těmto ekonomikám i změny v cenách importu, které se budou vyvíjet protisměrně. Mundellův koncept optimální měnové zóny byl také doplněn Keanem (1969), který poukázal na vliv diverzifikace produktu. Čím vyšší bude diverzifikace produktu v ekonomice, tím nižší bude pravděpodobnost asymetrického šoku a nižší dopad na celou ekonomiku.

Další významný rozvoj zaznamenala teorie optimální měnové zóny až v 90. letech. O něj se zasloužili Bayoumi, Ricci, Wyplosz, de Grauwe, Vanhaverbeke, Eichengreen, Alesina, Barro a další. Z výše uvedeného vyplývají 3 klíčová kritéria optimální měnové zóny:

- a) mobilita pracovních sil,
- b) otevřenost obchodu = neexistence celních a jiných překážek volné směny,
- c) diverzifikace produktu.

Na tato témata se postupně začala rozvíjet řada studií: Blanchard a Katz (1992) studovali mobilitu pracovních sil ve Spojených státech, Decresin a Fatas (1995) poukázali na nesourodost evropského pracovního trhu a možnost negativních dopadů asymetrických šoků atd. Velmi rychle se ukázalo, že otevřenost obchodu je jediným neoddiskutovatelným kritériem, které eurozóna splňuje. Kritérium pracovní mobility však není splněno ani vzdáleně, čemuž také nepřispívá vysoký stupeň cenových a mzdových strnulostí. Na základě tohoto poznatku můžeme prohlásit, že Evropa není optimální měnovou zónou. V roce 2003 definovali Baldwin a Wyplosz 3 další kritéria optimální měnové zóny²:

- d) existence fiskálních transferů pro případ asymetrických šoků,
- e) homogenita preferencí ohledně uplatňování měnové politiky – nebezpečí, že jediná centrální banka nezohlední asymetrické šoky v určité zemi,
- f) vnímání společné měny euro jako součást širšího projektu - pokud ano, pak náklady plynoucí z faktu, že Evropa není OCA, budou tolerovány.

Nedá se říci, že by eurozóna splňovala tato další kritéria, nejbližší ke splnění má zřejmě kritérium f), zatímco kritéria d) a e) nejsou zdaleka splňována v dostatečné míře.

1.3 Přínosy a náklady zemí zapojených do měnové unie³

Za hlavní přínosy lze považovat:

- a) pokles transakčních a administrativních nákladů spojených s existencí více měn,
- b) snížení nákladů spojených s řízením měnových a úrokových rizik více měn,
- c) zjednodušení kalkulací očekávaných výnosů, nákladů a cen v mezinárodním srovnání,
- d) zvýšení stability měnového kurzu společné měny oproti stabilitě měnových kurzů jednotlivých národních měn v důsledku zvýšení velikosti devizového obrátu (větší hloubka devizového trhu),
- e) větší síla centrální banky měnové unie ve srovnání s národními centrálními banky při kontrole vnitřní a vnější stability měny,

² podrobněji Wyplosz (2006)

³ více Mandel a Tomšík (2008)

- f) snížení dopadu změn měnového kurzu na cenovou hladinu a reálný růst ve srovnání s malými otevřenými ekonomikami,
- g) možnost využívání společné měny ve funkci mezinárodní obchodní a rezervní měny (možnost financování deficitů běžného účtu měnové unie prostřednictvím vlastní měny).
- h) možnost využívání společné měny ve funkci mezinárodní obchodní a rezervní měny (možnost financování deficitů běžného účtu měnové unie prostřednictvím vlastní měny).

Za hlavní náklady lze považovat:

- a) ztrátu autonomní měnové politiky,
- b) ztrátu kurzové politiky (absence kurzového vyrovnávacího procesu platební bilance),
- c) snížení autonomie fiskální politiky z důvodu nutnosti přizpůsobení se pravidlům měnové unie,
- d) obrovské náklady v případě kolapsu celého projektu měnové unie.

1.4 Konvergenční problematika

Měnová unie má smysl u zemí s kompatibilní úrovní produktu na hlavu. Po vstupu země do měnové unie dochází k rostoucím obchodním interakcím, což zpravidla má u zaostalejší země dvojí efekt:

- a) růst produktu
- b) růst cen

Je proto nutné, aby tempo růstu reálného produktu země zamýšlející vstoupit do měnové unie bylo vyšší, než je průměr eurozóny. Problematika konvergence je dobře patrná na reálném měnovém kurzu: $ER_R = ER_N * (P_F/P_D)$, kde

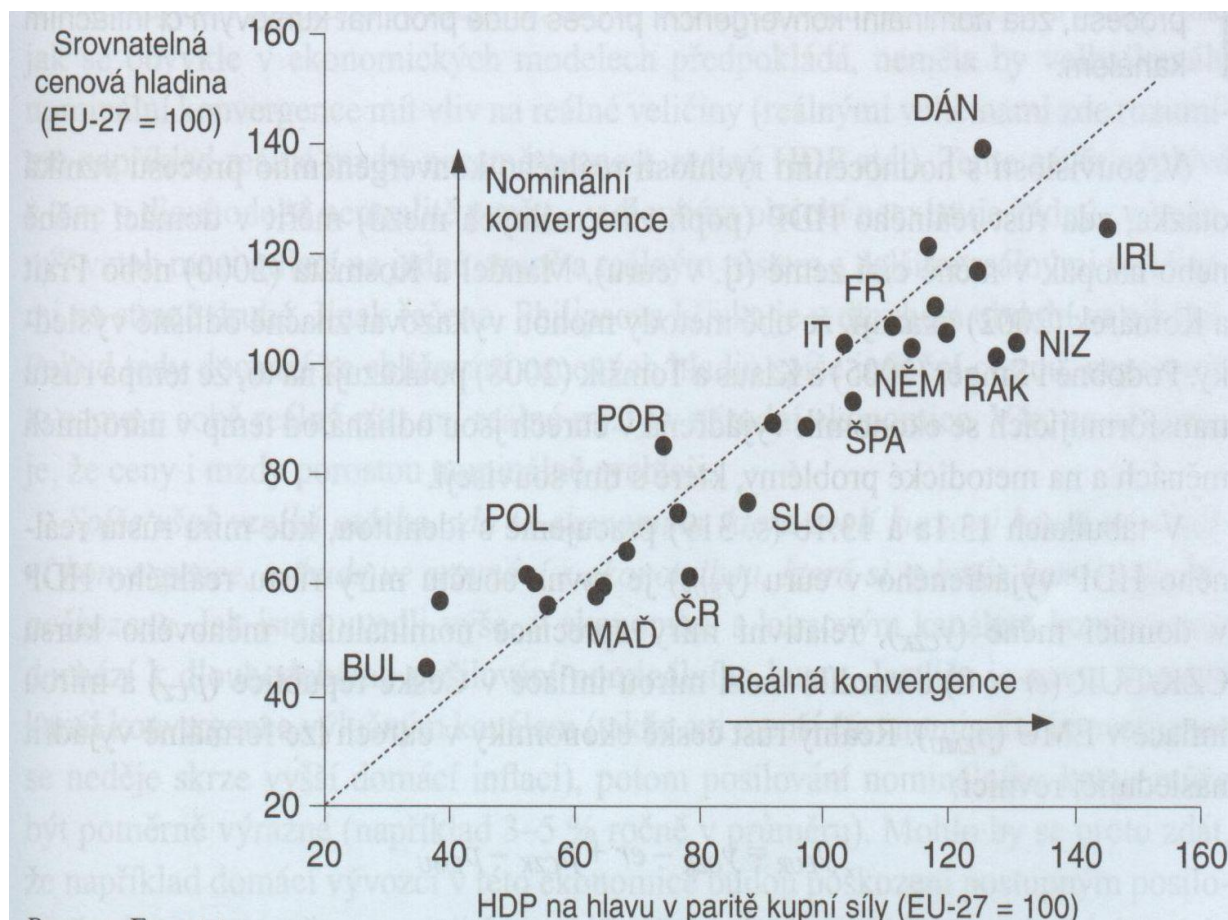
ER_R je reálný měnový kurz,

ER_N je nominální spotový měnový kurz,

P_F je zahraniční cenová hladina (cenová hladina eurozóny vyjádřená v eurech),

P_D je domácí cenová hladina (vyjádřená v domácí měně).

Rostoucí produkce ekonomiky (reálná konvergence) má za následek apreciaci reálného měnového kurzu, která může mít příčinu v kurzovém kanálu (apreciace nominálního spotového měnového kurzu) nebo inflačním kanálu (nominální konvergence). Pro ekonomiku je vždy méně bolestná změna měnového kurzu než cenové změny, proto u konvergujících ekonomik je vždy nebezpečí růstu cen po začlenění do unie, protože země ztratí kurzový kanál. Žádoucí je proto co největší sladěnost národní ekonomiky s měnovou unií, aby bylo zabráněno nákladům v podobě vysoké inflace.



Obr. 1.1: Stav reálné a nominální konvergence v roce 2006

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 315

Obrázek 1.1 zachycuje reálnou a nominální konvergenci vybraných zemí v roce 2006. HDP na hlavu v paritě kupní síly je počítáno podle vzorce $HDP \text{ p. c. (PPP)} = HDP \text{ p. c.} * P_F/P_D$ a srovnatelnou neboli komparativní cenovou hladinou je myšlena zkratka CPL (comparative

price level), přičemž $CPL = ER_{PPP}/ER = (P_D/P_F)/ER$. V ideálním případě dokonalé konvergence vykazuje ekonomika hodnotu 100% jak u reálné tak i nominální konvergence. V roce 2006 vykazuje Česká republika HDP p. c. (PPP) na úrovni 71% ekonomické úrovně průměru zemí eurozóny (resp. 78% úrovně EU – 27) a cenová hladina se pohybovala pouze na 60% průměru EU – 27. Přesto jsou tato čísla výrazně vyšší než v roce 2000, kdy bylo HDP p. c. (PPP) na úrovni 60% a CPL byla na úrovni 48%. O CPL lze také říci, že jde o převrácenou hodnotu hojně používaného ERDI indexu, který je při dokonalé konvergenci roven 1, v roce 2000 ho však ČR měla vyšší než 2. Hlavní důraz klade tato práce na Maďarsko, a tak stojí za povšimnutí, že maďarská ekonomika vykazuje jak nižší hodnoty reálné (zde je rozdíl vyšší než 10 procentních bodů), tak i v případě nominální konvergence než ČR (zde je však jen nepatrný rozdíl).

Pokud jde o Delorovu zprávu, nejsou v ní vůbec uvedena základní kritéria, tedy pracovní mobilita a flexibilita pracovního trhu, otevřenost obchodu a diverzifikace produkce. Logika Delorovy zprávy místo toho přešla do Maastrichtské smlouvy v podobě Maastrichtských konvergenčních kritérií, jimiž jsou:

- a) cenová stabilita = průměrná roční inflace nesmí překročit o více než 1,5% průměrnou roční inflaci tří zemí s nejnižší inflací,
- b) stabilita měnového kurzu = měnový kurz musí být zafixován v rámci mezinárodních měnových kurzů alespoň 2 roky před vstupem do unie,
- c) konvergence dlouhodobých úrokových sazeb = dlouhodobá nominální úroková míra nesmí překročit o více než 2% průměr tří zemí s nejnižší úrokovou mírou,
- d) veřejné finance = veřejný dluh/HDP nesmí překročit 60%,
veřejný deficit/HDP nesmí překročit 3%,
 - poslední 2 kritéria týkající se veřejných financí jsou zakotveny v Paktu stability a růstu.

Mezi kritérii chybí kritéria týkající se stability vývoje produktu jako takového a také stability vývoje nezaměstnanosti, která jsou velmi podstatná pro teorii optimální měnové zóny.

Od samého začátku se vyvinul spor o potřebě konvergenčních kritérií jako takových, jak mezi politiky tak ekonomy. Pro tento spor se ujal název ekonomové vs. monetaristé. Tábor ekonomů byl reprezentován Německem, které chtělo dlouhý konvergenční proces bez jakéhokoli fixního data zavedení společné měny. Tábor monetaristů byl reprezentován Francií. Francie tvrdila, že konvergenční proces vůbec není nutný a je možné euro přijmout okamžitě. Logika ekonomů byla přednesena v Evropské komisi roku 1991, tato teorie je často

označována jako „korunovační teorie“ – společná měna je posledním krokem dlouhého procesu, během kterého se stále více sladují jednotlivé měnové politiky. V momentě, kdy jsou jednotlivé měnové politiky natolik sladěné a identické, že je stěží možné rozeznat národní měny, tak spontánně splynou úrokové sazby i národní měny a tak přirozeně vznikne měnová unie. Argumentace pro tento postup spočívá ve snaze zabránit dovozu inflace ze zemí s vysokou mírou inflace. Monetaristé argumentovali tím, že nemůžeme očekávat stabilní nízkou inflaci, místo toho je třeba si přivyknout na nové podmínky. Tento postup však snižuje důvěryhodnost centrální banky jakožto instituce vytvářející očekávání – centrální banka má za úkol zabezpečit nízkou inflaci ve všech zemích, bez ohledu na minulé výsledky. Ve skutečnosti zvítězil ekonomický, tedy německý přístup. Monetaristé alespoň získali finální datum počátku fixování kurzů. Ovšem když přišel čas na rozhodnutí, které země se připojí k eurozóně, z 11 zemí jen Lucembursko splňovalo všechna kritéria.

Jak je patrné, kritéria nejsou šťastně nastavená, což je zřejmé z faktu zmíněného v předchozí větě. Řada zemí má tak problémy s dlouhodobým plněním kritérií a je – li cílem kritérií kompletně podchytit makroekonomickou oblast ve smyslu teorie optimální měnové zóny, pak evidentně chybí výše zmíněná kritéria stability vývoje produktu jako takového – klíčové kritérium, jednoznačně čitelné v současném období a rovněž kritérium stability vývoje nezaměstnanosti, které s předchozím kritériem úzce souvisí. Obecně lze říci, že jde o jakási „zastaralá kritéria“, které nereflektují současný ekonomický výzkum a potřeby.

1.5 Indikátory sladění⁴

Členství země v měnové unii má jak výhody, tak nevýhody. Jednou z klíčových otázek, jak již bylo zmíněno v části 1.4, je otázka sladění ekonomiky ucházející se o vstup do měnové unie s měnovou unií. Tento přístup důsledně analyzuje ČNB, z čehož vychází také toto pojednání. Indikátory jsou rozděleny do tří částí a z předchozího textu vyplývá, že žádný z těchto indikátorů není obsažen v Maastrichtských konvergenčních kritériích, neboť tato nereflektují potřeby teorie optimální měnové zóny. Jde o následující indikátory:

- a) indikátory sladění hospodářského cyklu,
- b) indikátory synchronizace ekonomických šoků
- c) indikátory integrace finančních trhů

⁴ Tomuto tématu se důsledně věnují Mandel a Tomšík (2008)

Otázka sladění hospodářského cyklu

Tato charakteristika je primární sledovanou veličinou, co se týče sladění národní ekonomiky a ekonomiky měnové unie. Otázku potřeby sladění hospodářského cyklu objasním na příkladu. Uvažujme, že národní ekonomika se nachází v recesi, zatímco ekonomika měnové unie je v konjunkturu. Vzhledem k tomu, že národní ekonomika se stala členem měnové unie, přišla o svou měnovou politiku a její úrokové sazby jsou shodné jako úrokové sazby eurozóny. Co bude následovat? Kvůli možnému přehřívání ekonomiky eurozóny pravděpodobně Evropská centrální banka rozhodne o zvýšení úrokových sazeb. Toto zvýšení úrokových sazeb zbrzdí růst v celé oblasti a přispěje tak k prohloubení recese v národní ekonomice. Nákladná by byla i opačná situace, při které by národní ekonomika procházela konjunkturou a evropská ekonomika recesí. V tom případě by Evropská centrální banka snižovala úrokové sazby, čímž by ještě umocnila tempo růstu národní ekonomiky. To by vedlo k příliš nízké nezaměstnanosti, nezdravě optimistickým očekáváním a růstu cen.

Nejsnadnější metodou, jak určit sladění hospodářského cyklu, je určit korelační koeficienty temp růstu reálného HDP v národní ekonomice a ekonomice měnové unie. Čím více bude hodnota korelačního koeficientu blíže 1, tím větší je synchronizace, hodnoty kolem 0 indikují nezávislost obou cyklů a hodnoty blízké (-1) indikují opačný průběh cyklu, což je obzvláště nebezpečné. Následující tabulka podává údaje o korelačních koeficientech mezi vybranými zeměmi a eurozónou.

Země	1997 - 2001	2002 – 2007
Česká republika	(-0,09)	0,62
Rakousko	0,69	0,85
Německo	0,93	0,96
Maďarsko	0,74	(-0,13)
Polsko	0,55	0,69
Slovinsko	0,46	0,87
Slovensko	(-0,28)	0,81

Tabulka 1.1: Korelační koeficienty temp růstu reálného HDP vybraných zemí a eurozóny

Poznámka: Hodnoty v závorkách nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 328

Drtivě nejvyšší korelaci ze všech zemí v obou obdobích vykazuje Německo, což je mimo jiné částečně dáno jeho velkým podílem na HDP eurozóny. Maďarsko vykazuje poměrně vysokou korelaci v období 1997 – 2001, zatímco v období 2002 – 2007 máme co dočinění s hodnotou (-0,13), což lze bez nadsázky považovat za varovný signál. Přesto tento ukazatel není 100% směrodatný, důvod je dvojitý. Zaprvé se může stát, že náhodný souběh událostí vychýlí korelační koeficient určitým směrem. Kupříkladu může v jedné ze sledovaných oblastí dojít k růstu potenciálního produktu, což předznamenává růst HDP. To se stalo v České republice v roce 2003. Tento fakt uměle zvyšuje hodnotu korelačního koeficientu.

Existuje ještě jedna zásadní námitka a totiž, že tempo růstu reálného HDP nemusí dobře odrážet fázi hospodářského cyklu. Je třeba vzít v potaz navíc úroveň potenciálního produktu. Kupříkladu Česká republika zaznamenala v roce 2004 výrazný reálný růst 4,5%, zároveň však operovala dosti hluboko pod svým potenciálem (velikost produkční mezery byla dle odhadu OECD asi 2%). Produkční mezera je mnohem podstatnější údaj, než pouhé tempo růstu. Přes vysoké tempo růstu HDP v roce 2004 by nebylo správné výrazně zvyšovat úrokové sazby, protože ekonomika byla pod potenciálem a růst tak nezpůsobil inflační tlaky. Z toho plyne, že i přes synchronizovaná tempa růstu je možné, že ekonomiky nejsou ve stejné fázi cyklu, protože nebyla brána v potaz produkční mezera. Z tohoto předpokladu vychází konstrukce dalšího a přesnějšího ukazatele, kterým je logicky *korelační koeficient produkční mezery v národní ekonomice s produkční mezerou v eurozóně*. O stejné fázi cyklu v tomto případě informují hodnoty korelačního koeficientu blízké 1, o opačné fázi hodnoty blízké (-1). Nevýhodou tohoto ukazatele je fakt, že potenciální produkt je třeba odhadovat, stále se v čase mění, proto je hodnota ukazatele produkční mezery trochu nepřesná. Následuje tabulka, která využívá nově zavedených korelačních koeficientů.

Země	1997 - 2001	2002 – 2007
Česká republika	(-0,19)	(-0,15)
Rakousko	0,71	0,81
Německo	0,98	0,98
Maďarsko	0,89	(-0,06)
Polsko	-0,7	(-0,20)

Tabulka 1.2: Korelační koeficienty mezery produkce od potenciálu ve vybraných zemích a eurozóně

Poznámka: Hodnoty v závorkách nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 329

Použitím tohoto zpřesňujícího ukazatele nastala podstatná změna v případě České republiky a Polska, Maďarsko zaznamenalo jen nepatrnou změnu.

Klíčová je otázka, jak bude vstup národní ekonomiky do eurozóny působit na sladěnost národní ekonomiky s eurozónou včetně vývoje synchronizace hospodářského cyklu. Na tuto otázku odpovídají 2 hypotézy. Zaprvé je to teorie vnitroodvětvového obchodu (intra-industry trade). Pojem vnitroodvětvový obchod se vztahuje ke směně produktů, které přísluší ke společnému odvětví. Tento pojem se nejčastěji používá v mezinárodním obchodě, kdy jsou stejné produkty dováženy i vyváženy. Hypotéza je založena na názoru, že s pokračující integrací se snižuje divergence hospodářských cyklů (De Grauwe, 1997). Tuto optimistickou teorii zastává pro Českou republiku také Dědek (2003). Podle něj je možné očekávat synchronizaci hospodářského cyklu ČR a eurozóny. Důvodem je vysoká integrace českého zahraničního obchodu do eurozóny a dá se předpokládat, že po vstupu ostatních kandidátských zemí ještě vzroste. Dále investoři z eurozóny mají dominantní 80% podíl na přílivu přímých zahraničních investic v ČR, český bankovní sektor je téměř plně v rukou bank eurozóny a restrikce uvnitř EU jsou minimální. Alternativní hypotézu přináší Krugman (1993). Je založená na teorii výrokové specializace, která předpokládá, že úzká specializace je příčinou divergence hospodářských cyklů.

Otázka asymetrických šoků

Tato otázka patří k nejvíce diskutovaným, protože představuje podstatné riziko. Nejjednodušším typem šoku je pohyb kurzu společné měny. Logika věci spočívá v tom, že různé země mají různé kurzové elasticity exportu a importu. To znamená, že apreciacie kurzu třeba o 10% vyvolá různou míru poklesu exportu a růstu importu, čímž je ovlivněna výkonová bilance i produkt různou měrou v různých členských zemích. Podobné problémy vyvolá také pouhá změna úrokové sazby. Růst úrokové míry nahrává zemím nacházejícím se ve věřitelském postavení, zatímco znevýhodňuje dlužnické země.

Jedním z klíčových šoků jsou šoky způsobené pohybem cen klíčových komodit, především ropy. U exportérů ropy znamená nárůst cen zlepšení bilance a disponibilního důchodu, u importérů pak zhoršení. V eurozóně jsou všichni současní členové importéři ropy, asymetrie by nastala v případě vstupu ropného exportéra Velké Británie. Každopádně se však liší struktura exportu a importu jednotlivých zemí. Proto při změně cen dochází také ke změně zahraničních směnných relací příslušné ekonomiky. Pro index zahraničních směnných relací platí $I_{TT} = P_{EX}/P_{IM}$. Na zhoršující se směnné relace samostatná ekonomika běžně reaguje depreciací, to však platí pouze při systému volně směnitelného kurzu. Při společné měně však žádná změna kurzu nenastane, protože se jednalo pouze o asymetrický šok (směnné relace jiných zemí se naopak zlepšily).

Otázka stupně integrace finančních trhů

Toto je další podstatná záležitost. Stejně jako změny kurzu společné měny působí odlišně na změnu produktu v jednotlivých ekonomikách, tak i změna společné úrokové míry má různé dopady na agregátní poptávku i nabídku v různých ekonomikách. Jde o to, že působení transmisního mechanismu se v ekonomikách liší. V některých ekonomikách už malá změna úrokových sazeb působí silně, jinde je zapotřebí změna razantnější. V některých zemích nemusí mít například snížení úrokových sazeb tolik stimulačních účinků z toho důvodu, že mnoho domácností je zde ve věřitelském postavení a snížení úrokových sazeb jim snižuje výnosy a klesne tak i poptávka domácností. Obvyklé je však dlužnické postavení, kde snížení úrokových sazeb poptávku stimuluje. Důležité je, je – li postavení domácností v jednotlivých ekonomikách synchronizované. Pokud není, znamená to odlišný průběh transmisních mechanismů.

Kromě postavení domácností (věřitelské vs. dlužnické) má podstatný vliv také struktura majetku domácností. V případě, že majetek je uložen na bankovních účtech, pak s poklesem úrokových sazeb klesají příjmy i poptávka. Pokud je ovšem velká část majetku domácností uložena ve formě investic do cenných papírů (např. akcií), pak pokles úrokové míry znamená růst cen akcií a tedy růst agregátní poptávky.

Nejsilněji působí úvěrový transmisní mechanismus – jak na agregátní poptávku, tak i nabídku. Zaměříme se na stranu nabídky. Pokles úrokové sazby zlevňuje úvěry a zvyšuje agregátní nabídku firem. Síla toho transmisního mechanismu se však bude v jednotlivých ekonomikách lišit v závislosti na míře dluhového financování. Obecně lze říci, že vyspělé ekonomiky se více dluhově financují než tranzitivní ekonomiky. S růstem HDP tak roste míra dluhového financování. Proto ovšem ve vyspělých ekonomikách působí úvěrový transmisní mechanismus rychleji, zaostalejší země budou potřebovat silnější stimulaci. S růstem HDP roste také míra finančního zprostředkování a to rychleji, než HDP jako takové. V méně vyspělých ekonomikách není výjimkou při 10% růstu HDP zaznamenat 20% nárůst úvěrů – zde tedy 10% růst HDP znamená 10% nárůst podílu úvěrů na HDP. S neustálým růstem HDP pak elasticita růstu úvěrů na HDP postupně klesá.

Úrokový transmisní mechanismus bude v jednotlivých ekonomikách tím podobnější, čím více sladění bude fungování finančních trhů v daných zemích. Kromě výše diskutované hloubky finančního zprostředkování (podílu úvěrů na HDP) je podstatná také sladěnost úrokových spreadů mezi kreditními a debetními úroky. O míře integrace finančních trhů podává podstatnou informaci vývoj úrokových diferenciálů a korelace vývoje měnových kurzů. Následující dvě tabulky dokládají integraci v této oblasti: 1. tabulka dokládá sladění úrokových diferenciálů ve vybraných zemích, 2. tabulka potvrzuje korelaci vývoje kurzů národních měn a eura proti americkému dolaru.

Země	1998	2001	2004	2007
Česká republika	10,37	0,91	0,25	-1,18
Maďarsko	13,99	6,61	9,42	3,58
Polsko	16,49	11,81	4,09	0,46
Slovinsko	6,36	6,61	2,55	-
Slovensko	17,15	3,51	2,57	0,06

Tabulka 1.3: Vývoj tříměsíčních úrokových diferenciálů vybraných zemí vůči eurozóně na bázi tříměsíčních úrokových sazeb peněžního trhu

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 335

Jak je z tabulky patrné, tranzitivní ekonomiky prošly od roku 1998 výrazným snižováním úrokových sazeb, které také korespondují s vysokými inflacemi v tranzitivních ekonomikách. Zatímco Česká republika a Slovensko dokázaly již v roce 2001 výrazně snížit své úrokové sazby, Maďarsko, Polsko a Slovinsko tak rychlé nebyly. Poslední údaje z roku 2007 dokumentují, že všechny země dokázaly přijatelným způsobem „srazit“ své úrokové sazby. Nejhuře si však v roce 2007 počíná Maďarsko – vzhledem k vysoké míře ekonomické integrace hodnota úrokového diferenciálu ve výši 3,58 dává varovné signály signalizující možnosti dramatičtější finanční krize. Z tabulky 1.4 je čitelné, že tranzitivní ekonomiky (zvláště však Slovinsko) vykazují silnou korelaci svých měn s americkým dolarem především od roku 2004, což potvrzuje rostoucí úlohu amerického dolaru. V budoucnu však vzhledem k současnému vývoji lze očekávat spíše ustupující roli dolaru coby vůdčí světové měny.

Země	1998	2001	2004	2007
Česká republika	0,71	0,92	0,75	0,88
Maďarsko	0,67	0,7	0,82	0,85
Polsko	-0,02	0,03	0,82	0,93
Slovinsko	0,96	0,99	0,89	1
Slovensko	0,07	0,97	0,97	0,92

Tabulka 1.4: Vývoj korelačních koeficientů měn vybraných zemí vůči americkému dolaru

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 335

1.6 Vzrůst inflace po vstupu do měnové unie

Při diskutování reálného kurzu vychází najevo, že vstupem do měnové unie ekonomika ztrácí kurzový konvergenční kanál, zbývá proto kanál inflační, což je vždy nebezpečné. Pro konvergující ekonomiku totiž platí, že vzhledem k podhodnocenému kurzu národní měny vůči euru země vstupuje do měnové unie s relativně nižší cenovou hladinou, která zákonitě musí růst. To se promítá do vyšší inflace, než je průměr eurozóny. To dokládají následující tabulky.

Země	Inflace v %, roční průměr 1999 - 2007	Inflační diferenciál vůči Německu v %, kumulativně 1999 – 2007
Belgie	2	3,8
Finsko	1,5	0
Francie	1,8	2
Irsko	3,4	17,2
Itálie	2,3	6,7
Německo	1,6	0
Nizozemí	2,4	7,7
Portugalsko	2,9	12,7
Rakousko	1,7	1,5
Řecko	3,2	15,5
Španělsko	3,1	14,6

Tabulka 1.5: Rozdíly v tempech růstu cen v jednotlivých členských státech měnové unie

Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 336

Země	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Česká republika	2,56	2,18	2,03	1,86	1,87	1,87	1,78	1,68
Maďarsko	2,26	2,13	2,03	1,83	1,77	1,7	1,64	1,72
Polsko	2,25	1,94	1,73	1,82	2,04	2,08	1,83	1,75
Slovensko	2,42	2,33	2,32	2,27	2,08	1,91	1,82	1,73
Slovinsko	1,33	1,39	1,39	1,35	1,33	1,37	1,37	1,37
Bulharsko	3,95	3,19	3,04	2,9	2,86	2,75	2,72	2,66
Rumunsko	3,82	2,8	2,72	2,72	2,71	2,6	2,22	1,94
Estonsko	2,58	1,91	1,8	1,77	1,75	1,74	1,72	1,62
Lotyšsko	2,97	1,99	1,95	1,97	2,07	2,03	1,99	1,86
Litva	3,81	2,17	2,15	2,08	2,07	2,05	2,02	1,94
Chorvatsko	1,81	1,81	1,73	1,7	1,69	1,65	1,64	1,53
Makedonie	2,31	2,69	2,65	2,63	2,64	2,68	2,64	2,64
Rusko	3,46	3,12	2,74	2,77	2,84	2,52	2,11	1,8
Ukrajina	5,97	5,47	4,88	4,97	5,52	5,39	4,44	3,82

Tabulka 1.6: Hodnoty koeficientů ERDI národních měn proti euru za období 1995 – 2006

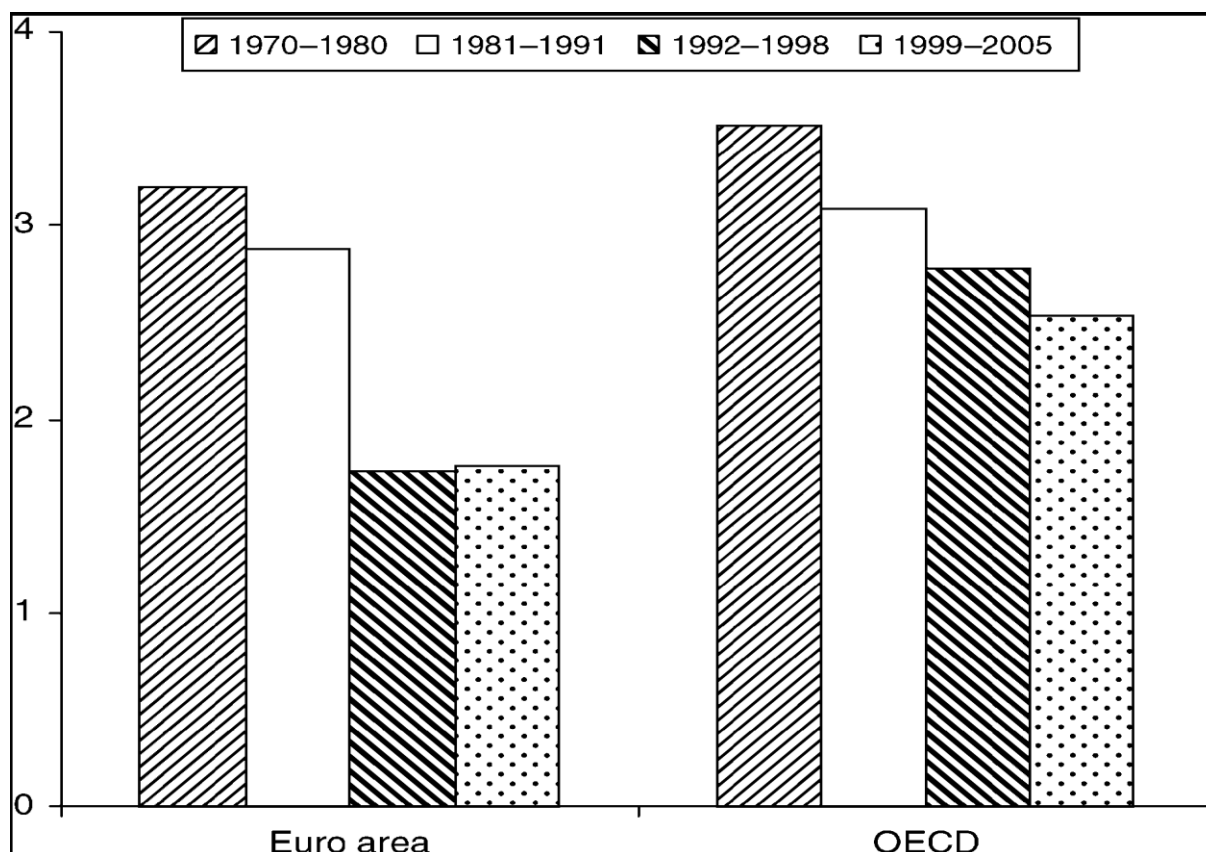
Pramen: Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008, s. 337

Nutnost nominálního konvergenčního procesu je možno posoudit pomocí komparativní cenové hladiny CPL respektive pomocí její převrácené hodnoty indexu ERDI. O dokonalé sladění svědčí hodnoty indexu ERDI blízké 1. V Maďarsku byla poslední naměřená hodnota v roce 2006 rovna 1,72, ČR na tom s hodnotou 1,68 není o mnoho lépe. Z toho vyplývá vyšší budoucí inflace jak v Maďarsku, tak v ČR. Pro ČR odhadli Klaus a Tomšík (2008) inflaci mezi 2,5 – 3,5 procentními body. Z tohoto hlediska vyplývá jednoznačná strategie oddalování vstupu do měnové unie, dokud se hodnota ERDI indexu co nejvíce nepřiblíží 1.

Jiný pohled na věc přináší odlišná a v dnešní době zřejmě objektivnější hypotéza, která kurz získaný pomocí poměru cenových hladin nepovažuje za objektivní a „správný“ kurz. Je to z toho důvodu, že na tržní hodnotu kurzu působí v dnešní době liberalizace kapitálových plateb celá řada faktorů, které mají mnohdy mnohem silnější efekt, než hodnota kurzu stanovená pomocí logiky teorie parity kupní síly. Proto hodnota indexu ERDI nebo analogicky CPL nemusí v řadě případů přinášet objektivní informace.

1.7 Míra růstu produkce v eurozóně a zemích OECD

Je rozumné zjistit, jak si eurozóna stojí v růstu produktu za dlouhé období. Smyslem existence eurozóny je přece mimo jiné pokračování v růstu produktu. Následuje graf, který porovnává růst produktu v eurozóně a zemí OECD za období 1970 - 2005.



Obr. 1.2: Průměrné roční tempo růstu v eurozóně a zemích OECD

Pramen: Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, April 2006, s. 223

Z grafu je patrné celkové snížení růstu jak v eurozóně, tak v rámci zemí OECD. Přesto, zvláště v 90. letech po roce 2000 výrazně růst Evropské měnové unie zaostává za zeměmi OECD. Hlavním důvodem je nízký růst v Německu, Francii a Itálii, které tvoří přibližně 64% celkového evropského HDP. Otázkou je, jak by se změnil růst za předpokladu, že by nebyla přijata Maastrichtská konvergenční kritéria. Je dobře možné, že růst se mohl snížit z jiných důvodů. Panuje všeobecná shoda, že v minulosti byla uplatňována především restriktivní fiskální i měnová politika, přesto ještě začátkem 90. let země dosahovaly vysokých inflací a rostoucích veřejných dluhů. Proto je nasnadě otázka, čeho se dosáhlo zavedením Maastrichtských konvergenčních kritérií.

2 Pakt stability a růstu¹

Formálně je Pakt stability a růstu implementací EDP přijatou v Maastrichtské smlouvě a uvedenou už v Delorsově zprávě. Vyjednávání ohledně přijetí Paktu trvalo několik měsíců, přesto jeho odsouhlasení vyvolalo rozsáhlé polemiky. Jednoznačným spouštěčem pro vyjednání Paktu se stal fakt, že vlády prokázaly svou náchylnost k tvorbě veřejných deficitů.

2.1 Platné zásady

Logika Paktu spočívá ve faktu, že vysoké inflace jsou vždy následkem vysokých deficitů, které nemohly být financovány klasickými veřejnými půjčkami vlády. Z tohoto důvodu pak zoufalé vlády využívají své centrální banky, kdy sama centrální banka nakupuje vládní dluhopisy a emituje tak peníze do ekonomiky. Ve snaze zabránit tomuto inflačnímu financování bylo třeba garantovat, že centrální banky nebudou nikdy vtaženy do tohoto inflačního procesu. Z pohledu politické ekonomie se jedná o problém černého pasažéra (free-rider), jehož výsledkem bývá default celé ekonomiky. Ve snaze zabránit nutnosti tohoto financování byla stanovena 2 výše zmíněná kritéria týkající se schodku a dluhu veřejných financí. EDP je tak logickým pokračováním konvergenčních kritérií, která přesto nejsou dodržována.

V případě, že centrální banky mají zakázáno financovat veřejné deficity, protože nesmějí operovat na primárním dluhovém trhu, mohou se dokumenty jako Excessive deficit procedure a Pakt stability a růstu jevit jako nadbytečné. Celý problém však spočívá ve vynutitelnosti dodržování stanovených pravidel.

2.2 Koordinace fiskální a měnové politiky

Jednoznačně je zapotřebí koordinace fiskální a měnové politiky, tato podmínka se objevuje už v Delorsově zprávě. Vzhledem k faktu, že v eurozóně je plně centralizována měnová politika, vyplývá z toho nutnost koordinovat jednak měnovou a fiskální politiku uvnitř jednotlivých států a navíc fiskální politiky členských států navzájem. Přesto zde vyvstává několik otázek.

Je koordinace vždy výhodná? Teorie her napovídá, že koordinace je výhodná jen za předpokladu, neexistuje informační asymetrie a strategické chování subjektů. Proto koordinace fiskálních politik může, ale nemusí být výhodná. Pro stanovení smyslu této

¹ O této otázce důsledně pojednává Wyplosz (2006)

koordinace by bylo třeba porovnat její náklady a přínosy. Druhý potenciální problém spočívá v možnosti, že fiskální politiky ovlivněné potřebou koordinace mohou generovat problémy v platební bilanci, což by okamžitě mělo vliv i na vývoj eura.

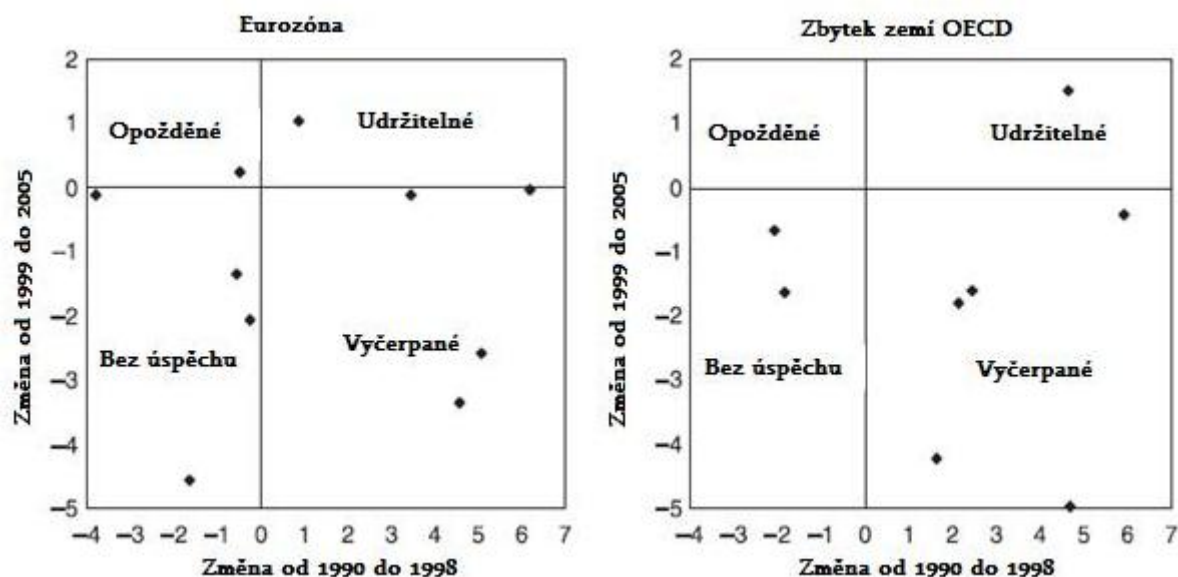
Zatřetí je třeba říci, že veřejný deficit v jedné zemi zvyšuje úrokovou míru v celé eurozóně. Pravdou je, že v tomto případě nebude fungovat vytěšňovací efekt (crowding out effect), protože ten je odvozen pro uzavřenou ekonomiku. Přeneseme – li záležitost veřejného deficitu v jedné zemi na eurozónu, pak bude mít skutečně minimální dopad, protože se soutěží o světové úspory. Nastane – li schodek ve velké zemi jako např. Německu, bude to mít vliv na úrokové míry eurozóny. Schodek v malé zemi však úrokové míry eurozóny ovlivní jen zanedbatelně.

2.3 Otázka fiskální disciplíny

Ukazuje se, že pojem fiskální disciplína je velmi podstatný. Jedná se o kolektivní záležitost. Ekonomická teorie nezná tento pojem, místo toho operuje pouze s pojmem rozpočtové omezení. Aby vláda dokázala vyrovnat svůj rozpočet i dluh, je zapotřebí zajistit, aby současná hodnota jejich příjmů byla alespoň tak velká jako existující dluh + současná hodnota jejich výdajů.

Tato definice je ovšem problematická a to z toho důvodu, že není operativní. Ve skutečnosti totiž budoucí příjmy a výdaje nejsou přesně kontrolovatelné, kromě toho je třeba věrohodnost zaúčtování závazků vlády a v neposlední řadě je zde nutnost nějakým způsobem určit diskontní úrokovou míru.

Ústředním problémem při testování fiskální disciplíny je volba referenční periody. V následujícím obrázku jsou zvoleny 2 periody (1990 – 1998 a 1999 – 2005) a jsou porovnávány země eurozóny se zbytkem zemí OECD.



Obr. 2.1: Úsilí rozpočtové stabilizace: před a po euru, eurozóna vs. výběr OECD

Pramen: Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, April 2006, s. 231 (vlastní překlad z anglického originálu)

Z obrázku 2.1 jsou patrné 4 zóny. Země vyskytující se vpravo dole odpovídají předpokladu, podle kterého se rozpočtová bilance zlepšila během let maastrichtské konvergence a zhoršila po zavedení eura. Jsou označeny jako vyčerpané. Zhoršení disciplíny lze vysvětlit působením automatických stabilizátorů vzhledem k nízkému růstu HDP v období 2001 – 2005. Levý dolní roh informuje o zemích s trvale špatnou fiskální disciplínou, levý horní roh je protikladem pravého dolního, tedy špatná fiskální disciplína před zavedením eura a její zlepšení po zavedení eura. Konečně, pravý horní roh informuje o trvalé fiskální disciplíně. Obrázek 2.1 poukazuje na uvolnění rozpočtu nejen v eurozóně, ale také v zemích OECD. Rozhodně lze na základě obrázku prohlásit, že Pakt stability a růstu nepřispívá ke zlepšení fiskální disciplíny.

2.4 Nefunkčnost Paktu stability a růstu

Koncem roku 2003 byla platnost Paktu stability a růstu pozastavena a v roce 2005 spatřil světlo světa Pakt nový. Dá se však říci, že i nový Pakt reflektuje pouze malé změny. Problémy ohledně SGP je možné shrnout do několika bodů.

Problematické je už měření fiskální disciplíny na základě veřejného deficitu. Je nesporné, že hospodářský cyklus může výrazně zamávat velikostí deficitu, a v tom případě

vláda ztrácí nad schodkem kontrolu. Téměř vždy dochází ke zhoršení schodků právě v případě, kdy nastává recese a ekonomika potřebuje oživit expanzivní fiskální politikou.

Schodek je počítán na roční bázi a zabezpečení fiskální disciplíny je dlouhodobý proces. Nastavená pravidla jsou příliš rigidní na to, aby byla životaschopná. Proto dává větší smysl báze veřejného dluhu, který se kumuluje za dlouhé období.

Dalším problémem je vestavěná asymetrie. Jak už bylo naznačeno ve 2. odstavci, v obtížných časech malého růstu HDP by země potřebovaly oživit ekonomiku správnými vládními výdaji, ale nemohou, protože musí dodržovat 3% pravidlo Paktu. Naopak v období expanze, kdy vlády nemají problémy se schodky, je nic nenutí k fiskální disciplíně.

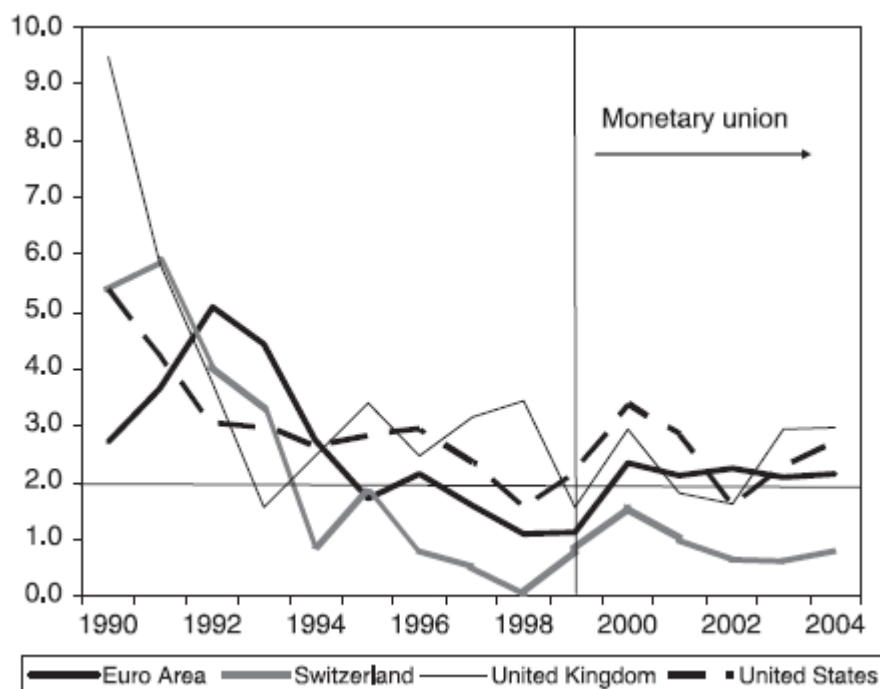
Vzhledem k tomu, že pravidla v tomto ohledu obtížně fungují, lepší se zdá být ustanovit speciální nezávislé výbory, které by dohlížely na fiskální disciplínu, ať už na úrovni EU nebo na národní úrovni. Další problém nastává v situaci, kdy Brusel vydá určitá doporučení, se kterými však zvolení představitelé určitých ekonomik nesouhlasí.

V roce 2005 byl tedy Pakt pozměněn, byla v něm zpracována většina výhrad – hospodářský cyklus, úroveň veřejného dluhu, výdaje na oživení ekonomiky. Tím se dá říci, že byla zvýšena flexibilita Paktu, ale mnoho neformálních klauzulí přináší nový prostor pro fiskální nedisciplínu prostřednictvím šikovného obcházení pravidel.

3 Eurosystém¹

Současný eurosystém velmi dobře zvládl svou hlavní úlohu – zabezpečil cenovou stabilitu. To lze přičíst faktu, že za posledních 20 let udělaly systémy řízení měnové politiky obrovský pokrok. ECB úspěšně zabezpečila nízkou inflaci a stabilní měnu, jak dokládá následující obrázek. Velkou zásluhu na tak stabilním vývoji má Evropský měnový institut (EMI), předchůdce dnešní ECB.

¹ Významnou kritiku fungování současného ekosystému přináší mimo jiné Wyplosz, (2006), eurosystém byl definován v úvodu práce



Obr. 3.1: Roční míry inflace měřené indexem CPI ve vybraných zemích

Pramen: Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, April 2006, s. 239

3.1 Strategie měnové politiky

Evropská měnová politika klade hlavní důraz na cenovou stabilitu, jak bylo stanoveno Maastrichtskou smlouvou. Evropský měnový institut přijal německou dvoupilířovou strategii a je vždy připraven použít operace na volném trhu tak, aby zajistil zamýšlenou výši O/N sazby.

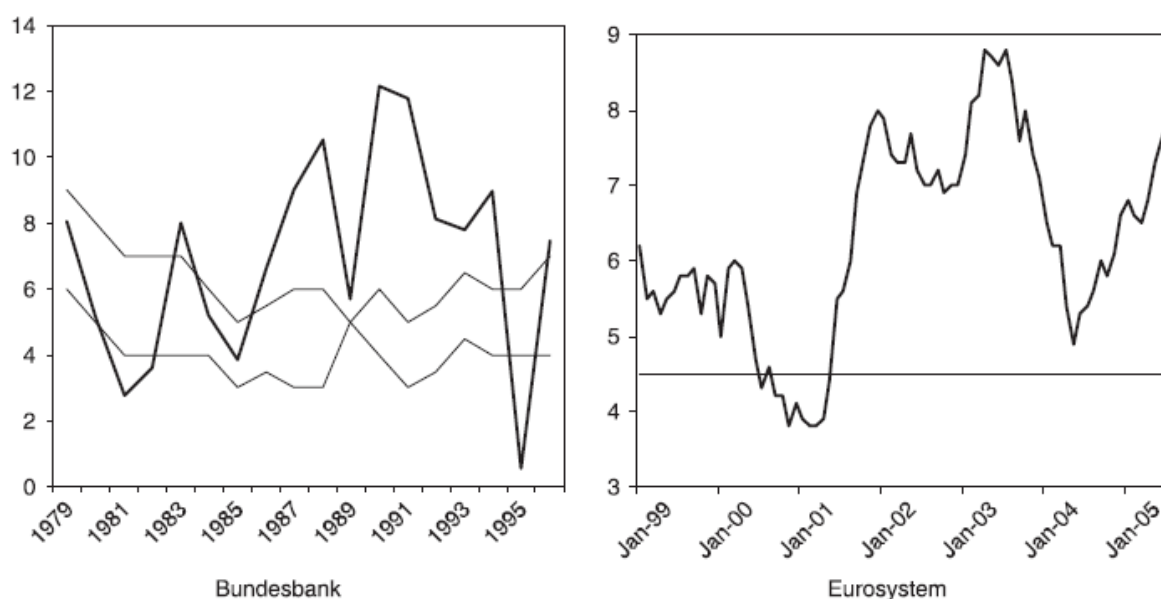
1. pilíř se nazývá měnový a bývá stručně definován jako klíčová role peněz. Tento pilíř je založen na vývoji peněžního agregátu M3, který je cílován.

2. pilíř zahrnuje všechny relevantní indikátory, aby zajistil co nejsprávnější odhad ostatních veličin ovlivňujících inflaci.

Z výše uvedeného vyplývá, že ECB ignoruje inflační cílování, což je pouze jednopilířová strategie, kde tímto jediným pilířem je očekávaná míra inflace. Dá se říci, že současná vágní dvoupilířová strategie je značně neprůhledná oproti přímému inflačnímu cílování. Druhým podstatným bodem kritiky je užití měnových agregátů jako takových. Ty hrály důležitou úlohu během období snižování inflace v 80. letech. S přispěním rozvoje IT technologií se staly peněžní agregáty dosti nestabilní a ukazují se tedy jako slabé veličiny pro řízení inflace.

Z tohoto důvodu působí měnový mechanismus ECB jako překonaný a staromódní. Tyto výtky mohou podkopávat důvěryhodnost ECB, zvláště když ECB přímo nepůsobí na tvorbu inflačních očekávání jako v případě inflačního cílování. Už samotné přijetí měnové strategie Bundesbanky je pokus o zvýšení důvěryhodnosti, protože německá Bundesbanka je považována za jednu z nejdůvěryhodnějších centrálních bank na světě.

Na základě svého měnového pilíře ECB oznamuje svůj cíl pro růst M3. Tato hodnota byla stanovena na úrovni 4,5% ročně, což bylo odvozeno na základě růstu potenciálního produktu ve výši 2 – 2,5% ročně. Skutečnost vypadá následovně.



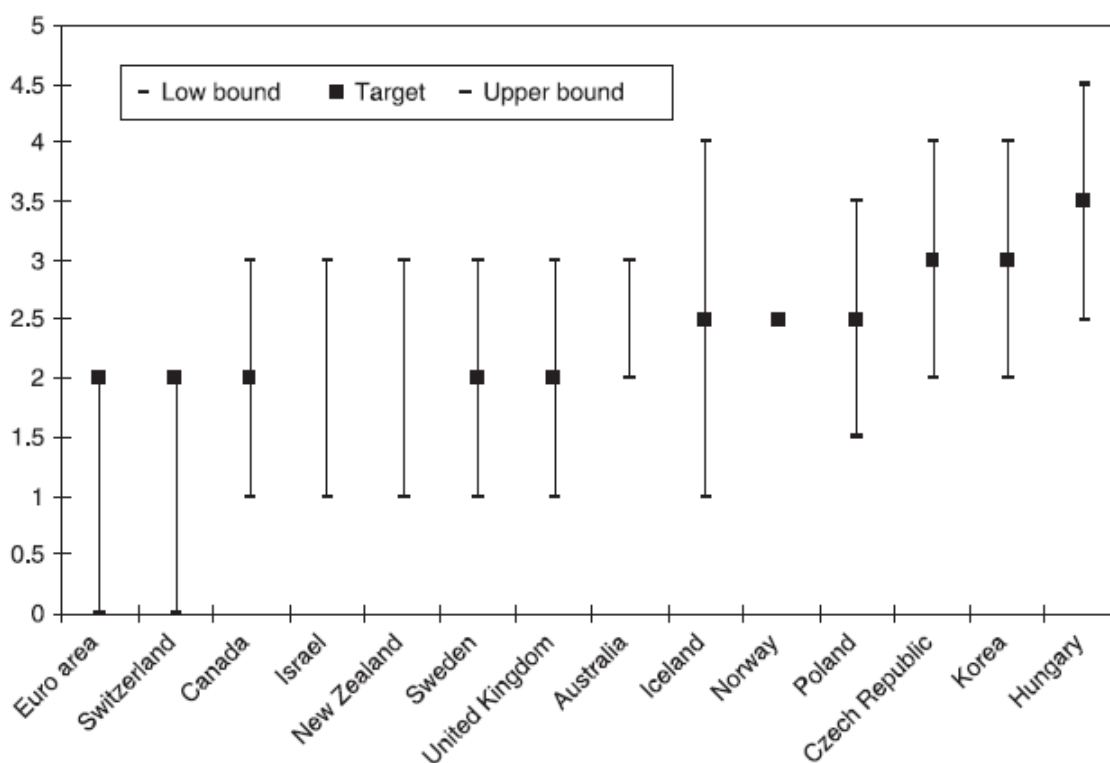
Obr. 3.2: Míry růstu peněžního agregátu M3 Bundesbanky a ECB

Pramen: Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, April 2006, s. 244

Rozdíl mezi systémem Bundesbanky a eurosystému spočívá v tom, že Bundesbanka oznamovala dolní a horní hranice, ve kterých měl peněžní agregát fluktuovat (Bundesbanka přecházela na M3 v roce 1987 a cílované období bylo vždy říjen - říjen). ECB místo toho stanovuje referenční hodnotu, ale M3 roste evidentně rychleji, než je cíl ECB. Bundesbanka v tomto ohledu nebyla nikterak úspěšnější, po roce 1985 se „netrefila“ ani jednou. Tento rozdíl mezi proklamacemi a skutky vede k tomu, že proklamovaná strategie ECB přestává být brána vážně a ECB se záměrně snaží o neprůhlednost své politiky

3.2 Cenová stabilita a inflační cíl

Eurosystém tvrdí, že nemá inflační cíl, místo toho je zavázán zajistit cenovou stabilitu, kterou si určuje sama ECB. Evropský měnový institut definoval cenovou stabilitu jako meziroční zvýšení harmonizovaného indexu spotřebních cen (HICP) pro eurozónu pod 2%. Tím pádem nebyla vyloučena ani možnost deflace. Proto byla potom podmínka upravena a za přijatelnou inflaci byla stanovena inflace v rozmezí 0 – 2%. Následující obrázek ukazuje inflační cíle ve vybraných zemích OECD. Zajímavá je nepřítomnost USA, které se zatím nerozhodly přejít na inflační cílování a také nepřítomnost Japonska, které se dlouhodobě potýká s deflací. Dle nastaveného inflačního cíle lze tvrdit, že největší problémy s inflací jsou patrné právě v námi sledovaném Maďarsku.



Obr. 3.3: Inflační cíle zemí OECD

Pramen: Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, April 2006, s. 242

Jak vidno, některé země nestanovily přímý inflační cíl a pásmo oscilace, některé země zvolily pouze pásmo oscilace, Norsko naopak zvolilo pouze inflační cíl bez oscilačních pásem.

3.3 Transparentnost a odpovědnost

Formálně ECB posílá pravidelné čtvrtletní zprávy Evropskému parlamentu, ale toto nezaručuje přílišnou transparentnost. Evropský parlament nemá žádnou přímou moc zasahovat do činnosti eurosystému, což zaručuje ECB vysokou nezávislost, což má ale i své nevýhody projevující se ve výše zmíněné nízké transparentnosti měnové politiky. Většina studií potvrzuje fakt, že vyšší transparentnost podporuje efektivnost měnové politiky centrální banky.

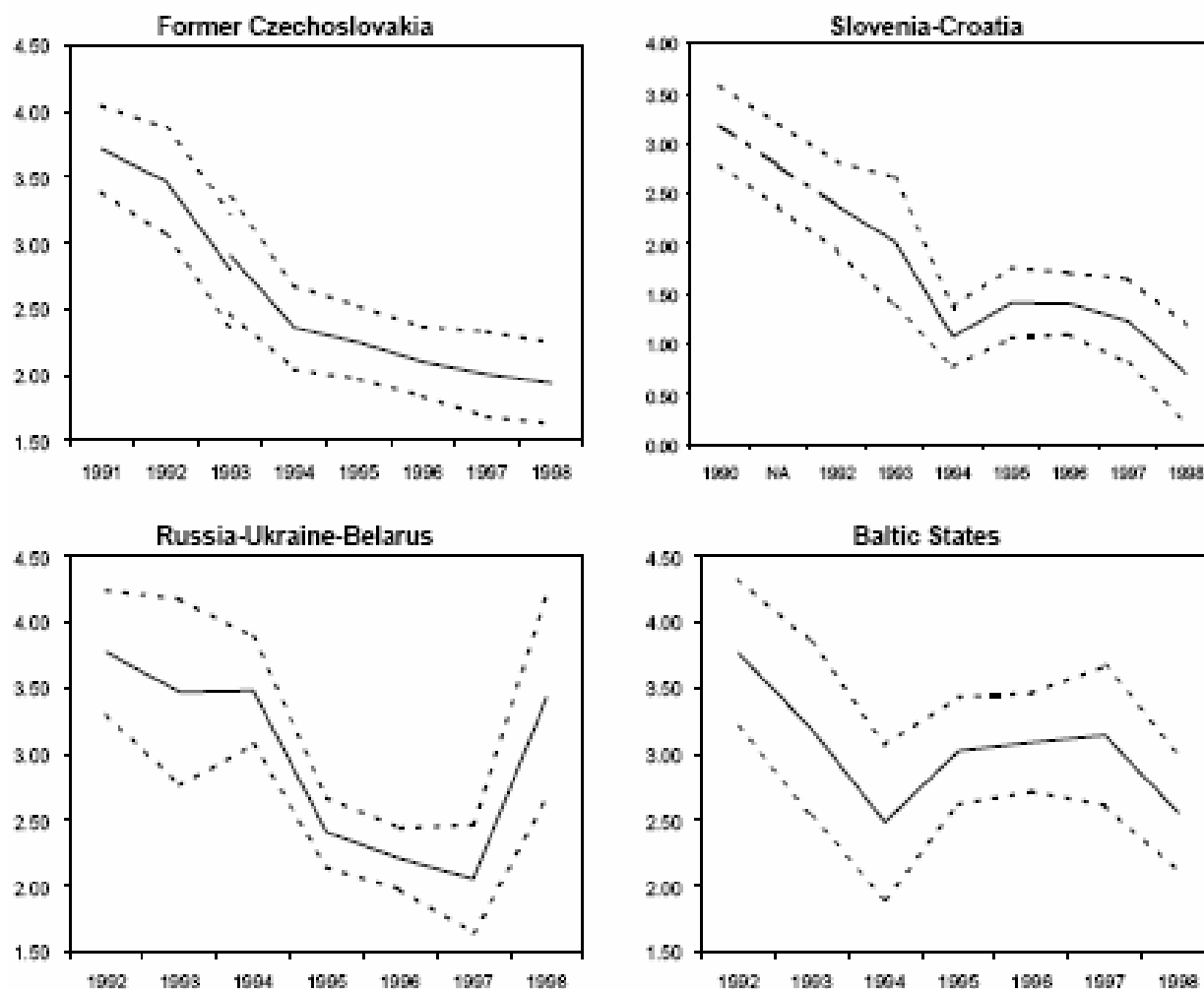
4 Rosův efekt¹

Profesor Andrew Rose z Univerzity Berkeley otevřel novou kapitolu mezinárodní ekonomie, když si položil jednoduchou otázku: „Jaký je dopad používání jednotné měny na mezinárodní obchod v dané měnové unii?“ Odpověď je – obrovský. V postatě Rose (2000) tvrdil, že měnová unie zvýší obchod o 200%, tedy trojnásobně a z toho vyplývá obrovské riziko volatility eura. Už laický odhad naznačuje, že určité změny v mezinárodním obchodu je možné očekávat, otázkou samozřejmě je, které oblasti (jaké měnové unie) máme na mysli.

Po uveřejnění Rosovy publikace se ozvala řada ekonomů, kteří kritizovali trojnásobné zvýšení obchodu, a následovala řada případových studií. Autorem jedné z nich je Jan Fidrmuc (2003), který na základě rozpadů měnových unií ve střední a východní Evropě zkoumá dopady na obchod mezi těmito oblastmi. Výsledky jsou patrné z obrázku 4.1. Na horizontální osu jsou naneseny jednotlivé roky a na vertikální ose procenta vyjádřená desetinným číslem, tedy například údaj 3,5 na vertikální ose značí 3,5násobek hodnoty 1 na téže ose. Závěr Fidrmuce je jednoduchý: rozpad měnové unie vedl k dramatickému poklesu bilaterálního obchodu mezi příslušnými oblastmi, což potvrzuje poznatky Andyho Rose. Nicméně Fidrmuc rovněž uvádí, že nelze oddělit efekt měnové separace od politické desintegrace, neboť oba efekty působí současně.

Celkový pokles obchodu byl v případě České republiky a Slovenska menší než Rosův odhad 200%, šlo o propad o 100% (ukazatel párový dummy mezi ČR a SR se snížil přibližně ze 4,0 na 2,0). Ve skutečnosti je bezpochyby třeba brát v potaz celkové faktory, které generují obchod mezi zeměmi, společná měna je jen jednou z mnoha proměnných. Ve studii autorů De Sousa a Lamotte (2006) se na příkladu analýzy bývalé Jugoslávie ukazuje, že po rozpadu měnové unie došlo pouze k mírnému polesu obchodu.

¹ Podstatným způsobem se otázkou tzv. Rosova efektu zabývá Baldwin (2006)



Obr. 4.1: Obchodní kolapsy ve střední a východní Evropě

Pramen: Baldwin, R.: In or out: does it make a difference?; an evidence based analysis of the trade effects of the euro, May 2006, s. 23

Podle studií speciálně vytvořených pro eurozónu jsou analyzovány párové efekty v oblasti 15 zemí eurozóny v období 1992 – 2002. Byl zaznamenán Rosův efekt, ovšem pouze ve velikosti 6%. Došlo tedy pouze k 6procentnímu zvýšení obchodu mezi zeměmi eurozóny – to je pádný argument proti těm, kteří by očekávali výrazný Rosův efekt v rámci eurozóny.

Měnová politika Maďarská národní banky¹

Cílem této části práce je podrobit Maďarsko analýze z pohledu měnově – ekonomického. Nejprve je pozornost věnována Maďarské národní bance jako takové. Stručně je nastíněna její historie a pak už je důraz kladen na vlastní maďarskou měnovou politiku, kde je pozornost věnována cílům měnové politiky a transmisním mechanismům. V práci se logicky objevuje hodnocení úspěšnosti měnové politiky, zejména při analýze vývoje inflace, úrokových sazeb a částečně měnového kurzu, jehož vývoj je podrobněji analyzován v závěru práce.

5 Historie Maďarské národní banky

Na počátku 19. století bylo území dnešního Maďarska součástí Rakouského císařství. Nad měnovými záležitostmi celého impéria dohlížela Rakouská národní banka, založená 1. července 1816. Během revolučního období 1848 – 1849 ustanovila první nezávislá maďarská vláda Komerční banku Pešti² centrální bankou. Ta ovšem také nepůsobila dlouho, protože za vlády Rakouska – Uherska³ se měnovou autoritou stala Rakousko – uherská banka, založená 30. září 1878. Ta fungovala na základě rovných práv dodržování zájmů Rakouska i Uher.

Výsledkem První světové války bylo mimo jiné rozpuštění Rakousko – uherské centrální banky, jejíž funkce a odpovědnost pro území Maďarska převzala Maďarská královská státní banka, která vznikla 11. července 1921. První skutečně nezávislou centrální bankou v Maďarsku se stala 24. června 1924 **Národní banka Maďarska**, která k výše zmíněnému datu zahájila své oficiální operace jakožto akciová společnost. Prvním prezidentem Maďarské národní banky byl Sándor Popovics. Banka dokázala stabilizovat tehdejší měnu korunu, která byla postižena inflací od 1. světové války a začala emitovat novou měnu, tzv. **pengo**. Kromě zabezpečování cenové stability a měnové rovnováhy Maďarská národní banka vedla účty státu a spravovala státní dluh a skrze úrokovou a úvěrovou politiku kontrolovala tok peněz v zemi.

¹ Maďarská národní banka je v anglickém překladu známá jako Hungarian National Bank, maďarský oficiální název je MAGYAR NEMZETI BANK.

² Pešť je území Budapešti nacházející se na levém břehu Dunaje.

³ Rakousko – Uhersko existovalo od 8. června 1867 do 31. září 1918 a vzniklo přeměnou Rakouského císařství (Habsburské monarchie) na základě tzv. rakousko – uherského vyrovnání z února 1867.

Světová ekonomická deprese z roku 1929 zasáhla Maďarsko v červenci 1931. Během Druhé světové války byla národní měna pengó znehodnocena inflací a pengó tak zaznamenalo největší depreciaci v historii země. To vedlo k založení nové měny, **forintu**, který Maďarsko používá až do současných dní.

S nástupem komunismu s rostoucí nacionalizací došlo k významné restrukturalizaci (tak jako například v tehdejší Československu) maďarského bankovního systému. K 1. srpnu 1946 byly komerční banky a spořitelny zlikvidovány a dvouúrovňový (dvoupilířový) bankovní systém byl nahrazen systémem jednoúrovňovým (jednopilířovým), přičemž Maďarská národní banka přišla o svou nezávislost a stala se přímo odpovědná vládě.

Od 1. ledna 1987 se Maďarsko vrací k původnímu dvouúrovňovému bankovnímu systému. Zákon o Maďarské národní bance z října 1991 znovu vrací Maďarské národní bance nezávislost a znovuobnovuje její plnou škálu kompetencí i odpovědnosti.

Podle zákona č. 58 z roku 2001 o Maďarské národní bance se vláda a Maďarská národní banka navzájem dohodly o parametrech kurzového režimu forintu vůči euru. Centrální parita byla stanovena na 282,36 EUR/HUF (v období 4. května 2001 – 4. června 2003 byla centrální parita 276,1 a oscilační pásmo bylo užší) a fluktuace byla přípustná o +/- 15%. Ukázalo se však, že Maďarská národní banka nebyla schopná čelit trvalému posilování forintu a od 26. února 2008 je forint volně plovoucí měnou, přičemž jeho hodnota je determinována pouze v závislosti na tržních silách poptávky a nabídky. Velkou nestabilitu forint prokázal zvláště v nedávném období, kdy se z hodnoty v červenci 2008 228,11 EUR/HUF propadl za necelý rok až na březnovou hodnotu letošního roku 316,44. To znamená propad o 38,72%.

6 Cíle měnové politiky

Stejně jako Česká národní banka i Maďarská národní banka vykazuje jediný hlavní cíl a tím je **cenová stabilita**. Z kapitoly 5 vyplývá, že tak tomu stejně jako v případě České republiky nebylo vždy, neboť Maďarsko dlouhou dobu využívalo systém pevného kurzu forintu vůči euru, který se ukázal jako neudržitelný, a od 26. února 2008 Maďarská národní banka nezasahuje do vývoje kurzu forintu vůči euru. Je pochopitelné, že Maďarská národní banka nemůže usilovat o dosažení cíle cenové stability za všech okolností, je třeba zároveň provádět anticyklickou měnovou politiku (což není dobře možné v systému pevného kurzu, který má ovšem řadu dalších nevýhod, především nedostatečnou výši devizových rezerv pro boj proti spekulantům).

Klíčovým cílem Maďarské národní banky a ekonomiky jako celku je zabezpečit stabilní hospodářský růst, který je udržitelný v dlouhém období. Z tohoto důvodu se Maďarská

národní banka snaží udržovat inflaci na nízké úrovni prováděním důvěryhodné a predikovatelné měnové politiky. Inflace je v Maďarsku stejně jako v České republice cílována na bázi indexu spotřebních cen CPI. Pro vyspělé země je inflační cíl stanoven obvykle na úrovni 2 – 2,5%, Evropská centrální banka ho stanovila na úrovni 2%. Podle představitelů maďarské měnové politiky je ideální úroveň inflace pro Maďarsko v rozmezí 2,3 – 3,2% (Kiss, Krekó, 2004). Autoři vysvětlují rozdíl mezi ideálním inflačním cílem pro eurozónu a Maďarsko tím, že Maďarsko je konvergující ekonomika, což má za následek vyšší ceny obchodovatelných i neobchodovatelných statků a služeb. Proto v roce 2007 vláda a Maďarská národní banka stanovily průměrný **3%** růst indexu CPI ve středně dlouhém období jako optimální míru inflace a zároveň jako inflační cíl Maďarské národní banky.

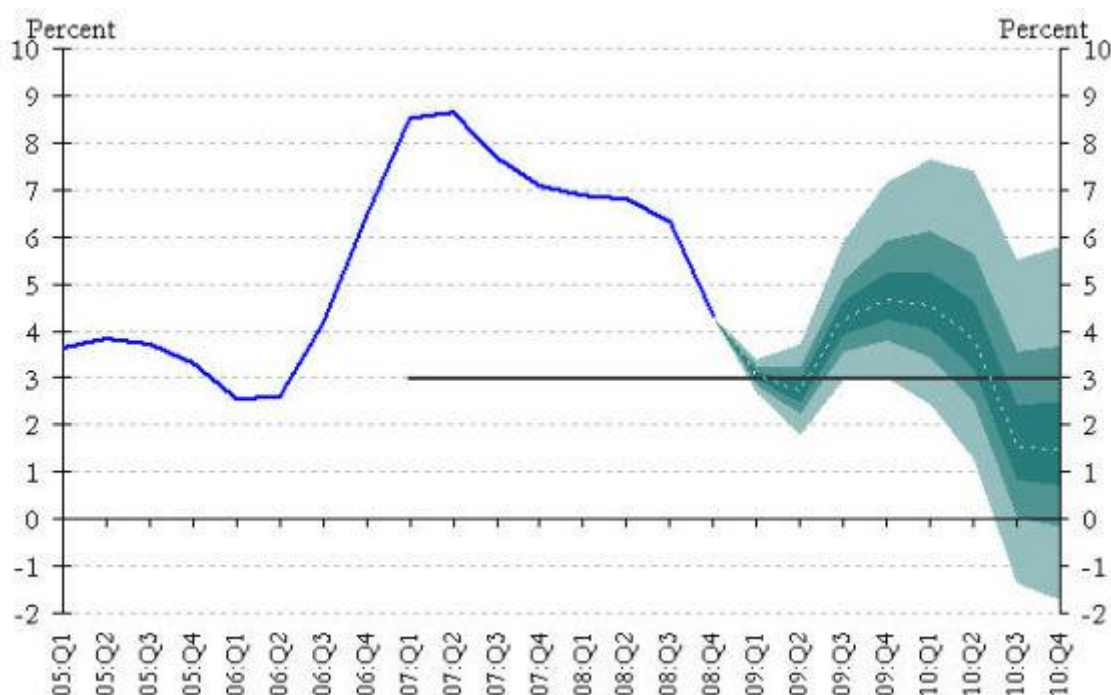
7 Inflační cílování

Pro zajištění cenové stability využívá Maďarská národní banka inflační cílování, na které přešla v létě 2001. V transmisním mechanismu hraje podstatnou roli kanál inflačních očekávání, který se obecně snaží posílit všechny centrální banky využívající politiku inflačního cílování. Pro posílení tohoto kanálu se Maďarská centrální banka snaží vyznačovat transparentností a zúčtovatelností svých aktivit.

Klíčovým nástrojem jsou základní úrokové sazby, které má v rukou maďarská bankovní rada. Svolávání bankovní rady nastává dle okolností, minimálně však dvakrát do měsíce. Při druhém pravidelném svolání bankovní rady se vždy diskutují nové informace, které mohou mít vliv na změnu nastavení aktuální úrovně úrokových sazeb. Bankovní rada hlasuje podle principu prosté většiny přítomných členů, při remíze má rozhodující hlas guvernér, není – li přítomen, pak zástupce guvernéra. Bankovní rada pravidelně vysvětluje své důvody pro změnu sazeb, po každém sezení bankovní rady jsou pravidelně k dispozici zkrácené informace o jednání. Publikovány jsou i jednotlivé hlasy členů bankovní rady. Smyslem těchto dokumentů je maximálně zvýšit transparentnost a tím i důvěryhodnost centrální banky. V pravidelných čtvrtletních zprávách o inflaci jsou k dispozici aktuální inflační prognózy, které mají za cíl zpřístupnit měnovou politiku co nejširší veřejnosti a posílit kanál inflačních očekávání. V pravidelné čtvrtletní zprávě je publikován vějířový graf¹, ukazující vztah mezi inflačním cílem, inflační prognózou včetně rizik přestřelení nebo podstřelení cíle. Z grafu jsou patrné určité inflační pásy, kde jednotlivé inflační cesty upozorňují na možnosti odlišností prognózovaného vývoje a nastoupené skutečnosti. Centrální prognózovaný vývoj je dán přerušovanou čarou, čím širší pruh je zohledněn, tím

¹ viz obr. 7.1, analogické vějířové grafy užívají i ostatní centrální banky, například ČNB

více nejistoty je zahrnuto v inflační prognóze.



Obr. 7.1: Inflační prognóza při zohlednění nejistoty

Pramen: web Maďarské národní banky, 2009

Ekonometrické metody berou v úvahu míru nejistoty stejně jako směr potenciálních rizik. Přesto je ekonomické prostředí mnohem více komplexní a není možné se při rozhodování o měnové politice rozhodnout jednostranně na základě ekonometrického inflačně – prognostického modelu. Kromě inflačních předpovědí je třeba nazírat na další komplexní faktory, proto kompetence tvořit měnovou politiku je vyhrazena bankovní radě. Inflační prognózy očekávají nezměněnou řadu důležitých proměnných, mimo jiné klíčových úrokových sazeb a měnových kurzů.

Maďarsko přešlo na politiku inflačního cílování v červnu 2001 s cíli stanovenými pro prosinec 2001 a 2002. Inflační cíle byly postupně stanovovány každý rok až do roku 2006 s minimálním výhledem dvou let. V srpnu 2005 zvolily explicitně vláda a centrální banka nový střednědobý inflační cíl ve výši 3% pro období začínající v roce 2007. Cílovaná hodnota je meziroční růst indexu CPI publikovaného maďarským centrálním statistickým úřadem. Následující tabulka shrnuje vývoj inflačních cílů v Maďarsku.

Inflační cíl	Referenční období	Datum přijetí
7 +-1 procentní bod	konec prosince 2001	v červnu 2001
4,5 +-1 procentní bod	konec prosince 2002	v červnu 2001
3,5 +-1 procentní bod	konec prosince 2003	v prosinci 2001
3,5 +-1 procentní bod	konec prosince 2004	v říjnu 2002
4 +-1 procentní bod	konec prosince 2005	v říjnu 2003
3,5 +-1 procentní bod	konec prosince 2006	v listopadu 2004
3 procentní body	do současnosti	v srpnu 2005

Tabulka 7.1: Vývoj inflačních cílů v Maďarsku

Pramen: web Maďarská národní banky, 2009

Střednědobým obdobím se obvykle myslí období trvající 3 – 5 let. Je možné, že po uplynutí tohoto období bude inflační cíl opět změněn, nabízí se možnost, že současná krize by jej mohla snížit o půl či jeden procentní bod. Maďarský inflační cíl bude recenzován také tehdy, až se Maďarsko rozhodne vstoupit do Evropského mechanismu směnných kurzů II².

Maďarsko provádí recenzování inflačního cíle každé 3 roky, poslední proběhlo v srpnu 2008, při kterém se Maďarská národní banka ve spolupráci s vládou rozhodli ponechat současný stav.

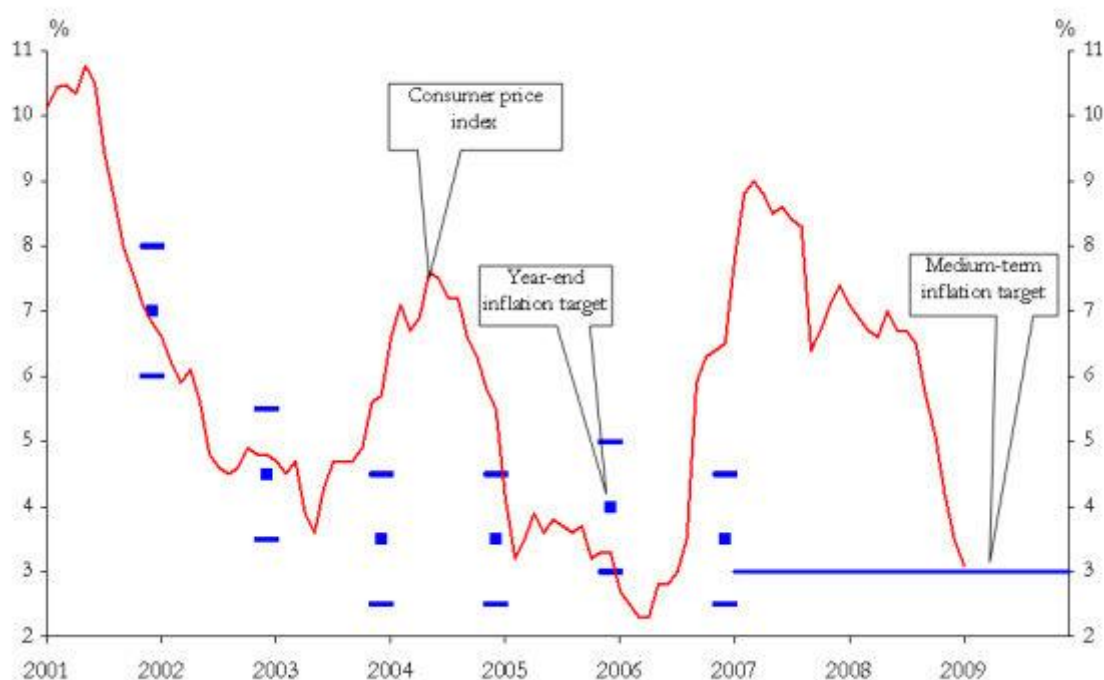
8 Inflační cíl vs. vývoj inflace

Klíčovým ukazatelem pro každou centrální banku (minimálně většinu centrálních bank, jejichž konečným cílem je cenová stabilita) je vývoj domácí inflace. Dá se říci, že důvěryhodnost centrální banky se primárně odvíjí právě od toho, jak dobře dokáže cílovat inflaci ve své zemi. Vývoj skutečné inflace je však v obrovské míře ovlivňován externími převážně nákladovými šoky (typické jsou ropné šoky). Nyní je vývoj inflace ve všech zemích světa podstatným způsobem ovlivněn finanční krizí, která ve všech zemích tlačí inflaci dolů, proto mají centrální banky v současném období při cílování mnohem snazší úlohu, než je

² Evropský mechanismus měnových kurzů neboli systém ERM II vznikl 1. ledna 1999 jako nástupce Evropského mechanismu měnových kurzů (ERM). Země zapojené do ERM II musí kurzy svých měn udržovat v povoleném flukтуаčním pásmu +- 15% od stanoveného středního kurzu (centrální parity) k euru. Zároveň nesmí dojít k devalvaci centrální parity, revalvace centrální parity přípustná je. Alespoň dvouleté setrvání v ERM II za výše uvedených podmínek je jedno z konvergenčních kritérií, jejichž splnění je nutnou podmínkou pro přijetí země do eurozóny. Systémem ERM II prošlo v současné době pět zemí, které byly po minimálně dvouletém setrvání v ERM II nahrazeny eurem. Jsou to Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta a Slovensko. Dobrovolné udržování centrální parity vůči euru v Maďarsku poukazuje na fakt, že Maďarsko má eminentní zájem na zavedení eura ve své zemi.

tomu v období konjunktury. Finanční krize vyvolává pokles produktu a nezaměstnanost, firmy musí jít s cenami svých výrobků a služeb dolů, roste konkurence mezi uchazeči o práci, což snižuje také mzdy stejně jako fakt, že firmy se snaží minimalizovat své náklady.

Následující graf porovnává vývoj indexu spotřebních cen s inflačním cílem centrální banky v Maďarsku.



Obr. 8.1: Vývoj inflace vs. inflační cíl v Maďarsku

Pramen: Maďarská národní banka, 2009

Červená čára poukazuje na vývoj indexu spotřebních cen, modré čtverečky představují inflační cíle a modrá pásma ve vzdálenosti 1 procentního bodu představují tolerovanou mez vývoje inflace. Z tohoto pohledu se Maďarské národní bance dařilo dostat své důvěryhodnosti hned na počátku svého cílování mezi lety 2001 a 2003, dále pak mezi lety 2005 a 2006. Jinak ovšem, jak je z grafu patrné, inflace v Maďarsku výrazně fluktuuje a z tohoto grafu nelze usuzovat, že Maďarská národní banka inflaci výraznějším způsobem ovlivňuje, což ji nestaví do role důvěryhodné instituce. V současné době se sice inflace významně přiblížila inflačnímu cíli stanoveného Maďarskou národní bankou, tento vývoj však může být považován pouze za součást současného ekonomického cyklu.

Maastrichtská konvergenční kritéria definují tolerovanou inflaci velmi přísně (viz část 1.4) a vzhledem k tomu, že Maďarsko vykazuje všechny známky konvergující tranzitivní ekonomiky, nelze předpokládat, že je reálné udržení nízké inflace v Maďarsku v dlouhém období, zvláště, přihlédneme – li k cyklickému vývoji inflace podle obrázku 8.1. Zavedením eura by Maďarsko ztratilo kurzový kanál a konvergence by probíhala cenově. Z tohoto pohledu (nemá – li Maďarsko zájem na destabilizaci ekonomiky) nelze přijetí společné měny doporučit. Toto je pouze jeden z úhlů pohledu na problematiku přijetí eura, je však zásadní. Další pohledy byly už nastíněny v první části práce a pokračují i v jejích následujících částech.

9 Maďarský transmisní mechanismus¹

Do začátku roku 2004 bylo provádění měnové politiky v Maďarsku postaveno především na intuitivním chápání makroekonomických vztahů. To znamená, že chyběl kvantitativní výzkum vztahů mezi proměnnými a provádění měnové politiky tak nebylo opřeno o tyto kvantitativní vztahy, bylo tedy poměrně nepřesné. S podobnými problémy se potýkala i ČNB. Během posledních několika let však kvantitativní ekonometrické metody obrovským způsobem pokročily, časové řady jsou nyní delší, dochází k větší mezinárodní spolupráci a tak jsou současné používané modely mnohem kvalitnější než v minulosti. Například inflační modely v sobě zpravidla obsahují desítky rovnic, které důsledně přenášejí mikroekonomické vztahy do makroekonomické perspektivy².

Počátkem roku 2004 odstartovala Maďarská národní banka výzkumný projekt pro zkoumání kvantitativních vztahů a vytvoření celkového komplexního obrazu. Byly použity časové řady z období 1995 – 2004. Výsledek studie prokázal, že většina makroekonomických fluktuací přicházela z nabídkové, nikoli poptávkové strany. Protože monetární politika ovlivňuje poptávkovou stranu, bylo nejprve zapotřebí odlišit měnovou politiku od ostatních zdrojů šoků. Při hodnocení celkového obrazu transmisního mechanismu je třeba vzít v úvahu 2 podstatná fakta.

¹ O maďarském transmisním mechanismu důsledně pojednává zejména Vonnák (2007).

² I v případě České republiky se velmi vyvíjí ekonomický výzkum. Ekonometrický aparát, který v současnosti používá Česká národní banka, je nesrovnatelný s jejími předchozími modely. Důkazem může být model, který je používán pro inflační modelování v ČR. Je označován jako g3 a za hlavního autora je považován Michal Andrle. Je používán od roku 2007 a vzhledem k otevřenosti české ekonomiky je hlavní důraz stejně jako u maďarského modelu kladen na zahraniční obchod, vývoj měnového kurzu a jeho efekty. Z hlediska ekonomické torie se jedná o druh dynamického, stochastického modelu všeobecné rovnováhy inspirovaného novou neoklasickou syntézou, která spojuje teorii reálného hospodářského cyklu s nominálními strnulostmi nové keynesovské teorie. Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání a jejich interakce s měnovou politikou a strukturálními ekonomickými šoky. Základním rozdílem oproti dosud používanému modelu QPM je větší ukotvenost modelu mikroekonomickými předpoklady.

- a) Vzhledem k tomu, že Maďarsko je analogicky jako Česká republika malá otevřená ekonomika, úrokové sazby a měnový kurz jsou silně ovlivňovány rizikovými preferencemi mezinárodních hráčů. Často je obtížné rozlišit, kdo má změny kurzu a úrokových sazeb vlastně na svědomí. Je to vývoj reálné ekonomiky, prováděná měnová politika, nebo jsou tyto změny spíše výsledkem mezinárodních a dalších faktorů? Proto je třeba položit si otázku, je – li možné identifikovat podstatné změny klíčových makroekonomických proměnných, které jsou výsledkem měnové politiky.
- b) Který kanál dominuje transmisnímu mechanismu? Je to kanál měnového kurzu? Předpokládalo se, že právě kanál měnového kurzu je nejvýznamnější, pokud ne jediný efektivní kanál transmise v Maďarsku. Bylo pozorováno, že ceny mezinárodně obchodovatelného zboží (tradables) jsou velkou měrou determinovány vývojem měnového kurzu, což ovlivňuje příjmy, mzdy i ostatní ceny.

Pro klasifikaci transmisních kanálů je použita Mishkinova klasifikace³. Mishkin rozlišuje úrokový kanál, kurzový kanál, kanál cen aktiv a úvěrový kanál. K tomu Maďarská národní banka přidává kanál očekávání, který závisí na transparentnosti a důvěryhodnosti měnové politiky⁴.

Po klasifikaci transmisních mechanismů se práce zabývá chováním agregátní poptávky, především vývoje soukromé spotřeby, soukromých investic, exportu a importu.

10 Celkový obraz transmisního mechanismu

Nejdůležitějším aspektem transmisního mechanismu je způsob, jakým může měnová politika ovlivnit inflaci a celkový produkt. Oficiálním cílem centrální banky bývá cenová stabilita, je ale zřejmé, že banka velmi dbá i o vývoj produktu, přesto je to v první řadě vláda, která nejvíce zodpovídá za vývoj tohoto agregátu. Především od vývoje celkového produktu se totiž odvozuje úspěšnost dané vlády. Cílem části 10 je nastínit specifika maďarského transmisního mechanismu a ozřejmit, čím se liší od transmisních mechanismů velkých ekonomik, jako jsou třeba ekonomika Spojených států nebo eurozóny.

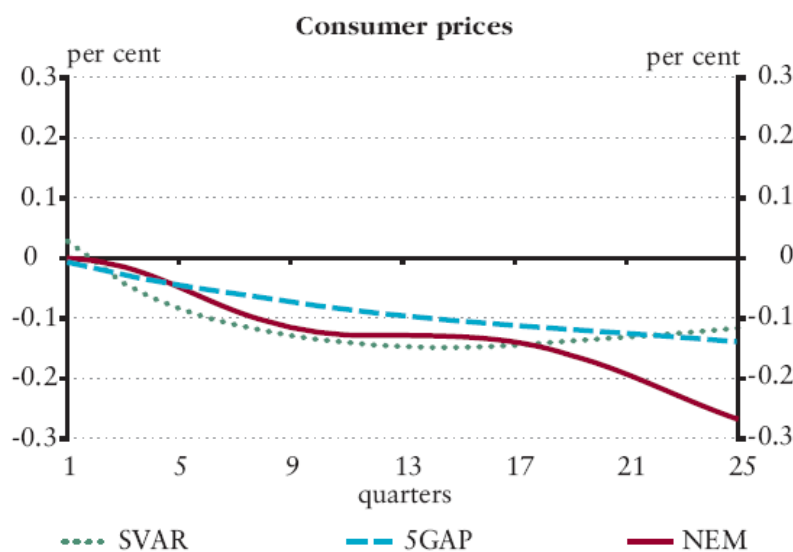
³ více Mishkin (1996)

⁴ Obdobnou klasifikaci používá také ČNB. Patrné je to z řady publikací České národní banky, mimořádně přínosné je zejména pojednání Šmídkové (2002).

Je zkoumáno chování produktu a cen po neočekávaném přiškrcení měnové politiky. Podle Vonnáka (2005) typický měnově – politický šok může být charakterizován zvýšením úrokové sazby o 30 – 40 bazických bodů. To je doprovázeno apreciací měnového kurzu o 0,6 – 0,8%. Obě změny jsou pochopitelně tranzitorní, proměnné se vrací na svůj původní trend za 3 – 4 roky. Pro větší názornost je uveden obr. 10.1, známý jako graf vyjadřující vztah impuls – reakce. Jde o strukturální VAR model¹, publikovaný Jakabem (2006).

CPI responses to an unexpected rate hike

(NEM and 5GAP model simulations from JVV, SVAR estimates from Vonnák 2005)



Obr. 10.1: Reakce CPI na neočekávané zvýšení úrokových sazeb

Pramen: Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Jak je z obrázku patrné, na zvýšení úrokových sazeb reagují ceny poměrně rychlým propadem. Efekt poklesu cen je nejsilnější první 2 roky, přičemž největší sílu má na konci prvního roku.

¹ Strukturální VAR model, nebo zkráceně SVAR model s p zpožděními lze zapsat do tvaru

$B_0 y_t = c_0 + B_1 y_{t-1} + B_2 y_{t-2} + \dots + B_p y_{t-p} + \xi_t$, kde c_0 je vektor obsahující pouze konstantu, B_i je matice $k \times k$ (pro každé $i=0, \dots, p$) a ξ_t je vektor chyby

Cenové reakční funkce jsou však značně odlišné v maďarské otevřené ekonomice a uzavřených rozvinutých ekonomikách, kterými jsou například Spojené státy či eurozóna. Obecně se tyto uzavřené ekonomiky dají charakterizovat nižší cenovou dynamikou než je tomu v případě malých otevřených ekonomik. Reakce vyspělých zemí na neočekávané zvýšení úrokových sazeb zpravidla není tak rychlá jako v případě Maďarska. K poklesu cen dochází později, tento efekt však trvá déle než v Maďarsku. Proto je maďarská ekonomika výrazně dynamičtější.

Reakce produktu však není zdaleka tak jasná, jako tomu bylo v případě cen. Vysvětlení spočívá ve složení komponent maďarského produktu, kde výrazně klíčovou složku představuje soukromá spotřeba, která není příliš citlivá na měnově – politické šoky. Věřitelům přináší zvýšení sazeb vyšší příjmy, což je faktor působící proti poklesu soukromých investic daného vyššími úrokovými náklady. Celkově produkt po měnové kontrakci o něco klesne, reakce produktu je však nižší než cenová. Naopak v eurozóně a dalších vyspělých ekonomikách je reakce produktu mnohem citelnější. Proto lze shrnout, že ve vyspělých ekonomikách produkt vévodí cenám, v Maďarsku naopak cenová reakce zastíňuje změnu produktu. Vysvětlení lze nalézt v nové keynesovské ekonomii, která učí o cenových rigiditách. Ty jsou však více patrné právě ve vyspělých ekonomikách, proto ceny reagují se zpožděním. Naopak v případě Maďarska jsou ceny mnohem více pružné.

V zájmu Maďarska, které chce vstoupit do eurozóny, je však obdobný transmisní mechanismus, jaký je právě v eurozóně, protože v opačném případě čekají Maďarsko asymetrické šoky způsobené bruselskou měnovou politikou.

11 Kanály měnové transmise

Mechanismus měnové transmise může být rozdělen do dvou fází. V první fázi ovlivňuje Maďarská národní banka změnami základní úrokové sazby tržní úrokové sazby, měnový kurz, ceny aktiv, nabídku peněz bankovního sektoru a očekávání. Ve druhé fázi dochází k reakcím agregátní poptávky, agregátní nabídky a také trhu práce.

V této části je podrobnějším způsobem rozebírána první fáze transmisního mechanismu na základě výše zmíněné Mishkinovy klasifikace kanálů transmisního mechanismu. Ke kanálům uvedeným v Mishkinově práci je přiřazen navíc kanál očekávání. Někdy je obtížné striktně odlišovat jednotlivé kanály, přesto pro výklad toto rozlišení kanálů poskytuje vhodný rámec.

11.1 Kanál úrokové míry

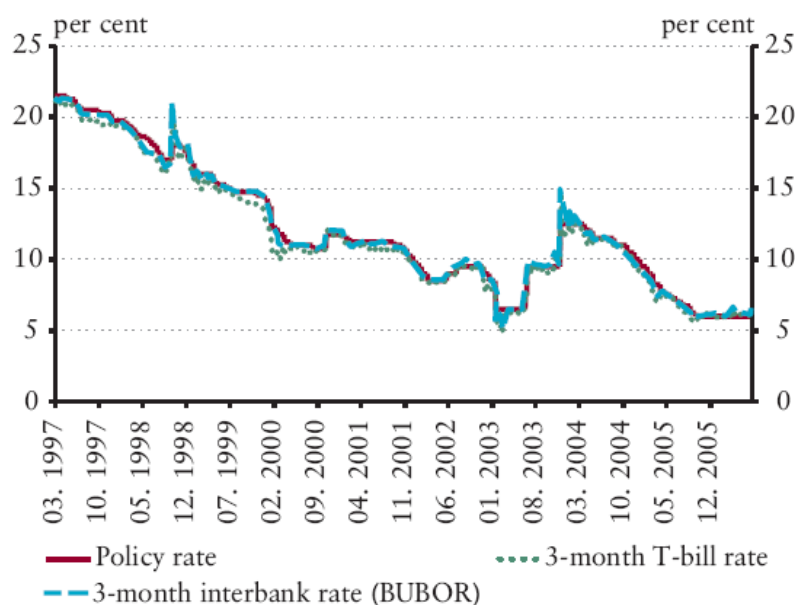
Kanál úrokové sazby lze chápat jako dvoufázový proces. V první fázi reagují komerční banky na úrokové sazby nastavené centrální bankou tak, že nastavují krátkodobé depozitní a úvěrové sazby pro domácnosti a korporace. Následně ve druhé fázi dochází k reakci domácností a korporací ohledně výše spotřeby a investic. Tento článek klade důraz na první fázi, která je mnohem jednodušší.

Měnová politika má schopnost determinovat velmi krátký konec výnosové křivky. Děje se tak prostřednictvím poskytování nebo naopak stahování likvidity typicky se splatností O/N (over night = přes noc), dvoutýdenní nebo měsíční. Sazba nastavená centrální bankou představuje pro komerční banky náklady obětované příležitosti, a proto ovlivňuje velmi efektivně úrokové sazby peněžního trhu. Do roku 1997 byla splatnost 1 měsíc, od roku 1997 až do současnosti jde o 2týdenní sazbu, analogicky jako v České republice.

Jakou hraje roli, je – li splatnost stanovena jako dvoutýdenní nebo měsíční? Vysvětlení spočívá v kanálu očekávání budoucího vývoje úrokových sazeb. Pokud je zvýšení úrokových sazeb vnímáno jako krátkodobé, měnová politika bude účinnější, když bude splatnost pouze čtrnáctidenní, naopak pokud je očekáváno, že zvýšení úrokových sazeb vydrží delší dobu, pak je účinnější delší splatnostní perioda.

Maďarská národní banka používá jakožto klíčovou cílovanou úrokovou míru tříměsíční sazbu peněžního trhu nebo také T – bill sazbu, nikoli svou depozitní a úvěrovou úrokovou míru. Důvod je dvojitý. V první řadě jsou tříměsíční sazby častěji odhadovány (měsíčně nebo ještě častěji), lépe tedy zobrazují měnící se měnově – politické stanovisko bankovní rady. Zadruhé lze říci, že tříměsíční sazby v sobě zachycují více informací, protože jsou v nich zakomponována očekávání o jejich pohybu v brzké době. Pokud nechá kupříkladu bankovní rada svou úrokovou sazbu nezměněnou, ovšem zveřejní záměr o provádění restriktivní měnové politiky, tříměsíční úrokové sazby v důsledku těchto očekávání vzrostou. Pohyby úrokových sazeb zachycuje následující obrázek.

3-month money market, T-bill rates and the policy rate



Obr. 11.1: Vývoj úrokových sazeb v Maďarsku

Pramen: Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Přestože u předchozího grafu týkajícího se vývoje maďarské inflace jsme měli k dispozici časovou řadu počínající rokem 2001, je patrné, že graf vývoje úrokových sazeb výrazně koreluje s grafem vývoje inflace, což potvrzuje známý empirický fakt. Přesto může čtenáře zarazit vysoko položená úroveň úrokových sazeb, která má za cíl přilákat zahraniční kapitál.

Rezessy (2005) odhadoval okamžitý efekt výnosové křivky na neočekávané zvýšení základní úrokové sazby Maďarské národní banky. Byla zjištěna silná reakce tržní úrokové sazby na změnu základní úrokové sazby a to po celé šíři výnosové křivky. Dokonce desetiletá výnosová křivka zaznamenala vzrůst o 10 bazických bodů při neočekávaném zvýšení základní úrokové sazby o 100 bazických bodů. Přestože se transmise mezi krátkodobými a dlouhodobými úrokovými sazbami zdá být uspokojivá, kanál úrokové míry přesto nemusí fungovat efektivně. Co je příčinou? Oproti vyspělým zemím je splatnost depozit i úvěrů v Maďarsku typicky kratší než je tomu právě ve vyspělých zemích. I v případě delších splatností, kterými se vyznačují například korporátní úvěry, jsou úroky navázané na tříměsíční mezibankovní úrokovou sazbu (BUBOR¹) a toto navázání dělá ve své podstatě

¹ BUBOR = Budapest Interbank HUF (Hungarian Forint) Offered Rate

z dlouhodobých úvěrů úvěry krátkodobé s častým přeceňováním. Celkově je možno říci, že úrokový kanál funguje dobře ve své první fázi. Otázkou však je, jestli pohyby úrokových sazeb mají za následek přímé dopady na agregátní poptávku. Kanál úrokových sazeb může být efektivní především v případě investičního rozhodování.

11.2 Kanál měnového kurzu

Prvním a velmi podnětným krokem při analýze významu kanálu měnového kurzu je zjištění vztahu mezi pohyby úrokové míry a změnámiměnového kurzu. Nejjednodušším přístupem pro modelování tohoto vztahu je využití nekryté úrokové parity (NÚP). Pro nekrytou úrokovou paritu v přírůstkovém tvaru platí vztah

$$IR_{D,t} = IR_{F,t} + E_t(s_{t+1}) - s_t^2, \text{ kde}$$

- $IR_{D,t}$ je domácí úroková míra,
- $IR_{F,t}$ je zahraniční úroková míra,
- $E_t(s_{t+1})$ je očekávaná hodnota měnového kurzu v čase $t+1$ a
- s_t je aktuální hodnota měnového kurzu v čase t .

V Dornbuschově modelu (1976) způsobuje neočekávané zvýšení domácí úrokové sazby při nezměněné zahraniční úrokové sazbě apreciaci spotového kurzu nebo depreciaci budoucího kurzu v čase $t+1$. Ekonometrické metody však neodhalily přílišnou funkčnost tohoto mechanismu. Vysvětlení je možno nalézt v existenci rizikové premie (r_p). Při existenci rizikové premie přechází původní rovnice na tvar

$$IR_{D,t} = IR_{F,t} + E_t(s_{t+1}) - s_t + r_p.$$

V tomto případě žádají investoři při investování do domácích aktiv kompenzaci nejen za očekávanou depreciaci, ale i za držbu domácích aktiv jako takových. Tímto způsobem lze mimo jiné vysvětlit vysokou úroveň maďarských úrokových sazeb. Částečně je to tedy způsobeno rizikovou averzí investorů. Růst rizikové premie tedy vede k růstu domácích úrokových sazeb, depreciaci spotového kurzu a následné apreciaci budoucího kurzu. Pokud šoky způsobené rizikovou premií dominují měnovému transmisnímu mechanismu, pak je

² Mandel a Tomšík (2008) používají pro analogickou rovnici ovšem v klasickém tvaru vztah $(1+IR_{D,t;t+n}) = (1+IR_{F,t;t+n}) * (E_t(SR_{t+n}) / SR_t)$, kde $(1+IR_{D,t;t+n})$ a $(1+IR_{F,t;t+n})$ je domácí a zahraniční úroková míra pro období t až $t+n$, $(E_t(SR_{t+n}))$ je očekávaná hodnota spotového kurzu v čase t pro čas $t+n$ a SR_t je spotový kurz v čase t

závěr takový, že vzájemný vztah měnového kurzu a úrokové míry bude přesně opačný, než jak uvádí čistá verze teorie nekryté úrokové parity. Je zřejmé, že právě toto je případ Maďarska. Přítomnost šoků v rizikové prémii způsobuje obtížné měření dopadů měnové politiky na měnový kurz. Pokud bychom se spoléhali pouze na korelaci mezi měnovým kurzem a úrokovou mírou, mohli bychom dojít k absurdním závěrům, že restriktivní měnová politika povede k depreciaci měny. Proto je kritické rozlišení šoků způsobených rizikovou premií a měnově – politických šoků.

Proto byly provedeny studie na zjištění vztahu mezi měnově – politickými šoky a měnovým kurzem. Rezessy (2005) odhadoval okamžité dopady měnově – politických šoků na kurz. Použil denní data, která začínala v půli roku 2001, v době, kdy Maďarská národní banka využívala časté intervence a začínal režim inflačního cílování. Zjistil, že největší změny měnového kurzu se odehrály den po stanovení základní úrokové sazby Maďarské národní banky. Vonnák (2005) odhadoval dynamický efekt měnově – politických šoků na průmyslovou produkci, spotřební ceny, krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz. Použil desetiletou časovou řadu, která začínala rokem 1995. Ze závěru studie vyplynulo, že neočekávané zvýšení úrokové sazby o 25 bazických bodů způsobuje apreciaci kurzu o půl až 1 procento. Karádi (2005) přišel s myšlenkou, že existují dva kanály ovlivňující měnový kurz. V první řadě je to tradiční úrokový mechanismus, dále ovšem mají také vliv očekávání, která jsou v Maďarsku historicky zakořeněna od doby, kdy Maďarská národní banka používala jako svou měnovou politiku systém crawling peg.

Je zřejmé, že pokud by centrální banka hypoteticky plně ovládala kanál očekávání, pak by bylo možné řídit spotový kurz bez změny úrokové sazby. Při konstantních domácích a zahraničních úrokových mírách jednoprocentní očekávaná změna budoucího kurzu posune stejným směrem a také o jedno procento spotový kurz. Proto je možné při důvěryhodnosti centrální banky řídit spotový kurz prostě oznámením kurzového cíle.

Druhým krokem v kurzovém kanálu je vztah mezi měnovým kurzem a domácí cenovou hladinou. Tento vztah platí v Maďarsku tradičně za nejsilnější transmisní kanál. Měnová politika byla v Maďarsku vždy založena právě na síle tohoto transmisního kanálu. Vzhledem k tomu, že Maďarsko je malá otevřená ekonomika, dochází k tomu, že změny měnového kurzu jsou těsně doprovázeny změnami cen obchodovatelného zboží (tradables). Proto se dá tvrdit, že úroveň měnového kurzu reprezentuje lépe měnově – politické stanovisko Maďarské národní banky než výše úrokových sazeb. Proto se také Maďarská národní banka v minulosti tolik koncentrovala na cílování měnového kurzu.

11.3 Kanál cen aktiv

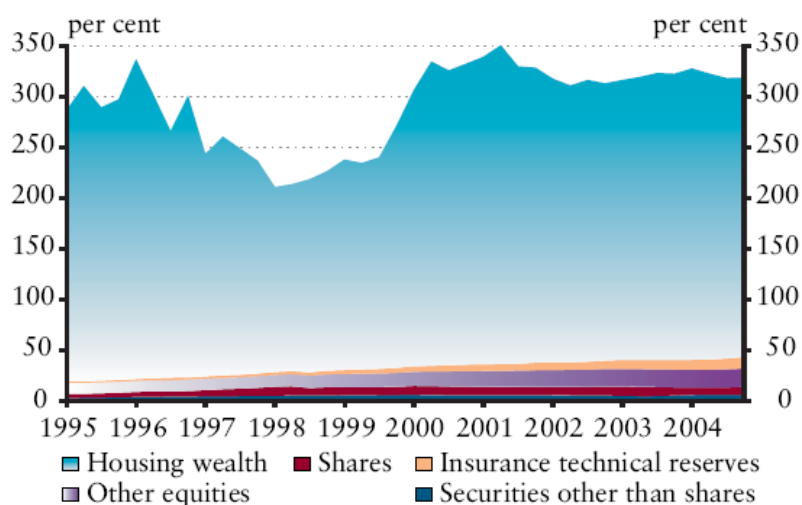
Podle monetaristických i keynesovských teorií klesají ceny aktiv po měnové restrikci. Zvýšení úrokové sazby má za následek vyšší požadovanou výnosnost, což snižuje ceny aktiv.

Domácnosti na to mohou reagovat prodejem akcií, což následně ovlivňuje soukromou spotřebu. Mishkin (1996) vysvětluje tento kanál prostřednictvím cen akcií. Jeho první příklad vychází z teorie známé jako Tobinovo q (Tobin, 1969). Pokud jsou akcie levné vzhledem k nákladům kapitálu (firmy potřebují nahrazovat opotřeбенý kapitál investicemi do nového kapitálu), pak firmy nechtějí emitovat nové akcie a investice klesají. Druhý kanál funguje přes spotřebu – nižší ceny akcií znamenají redukci příjmu domácností, a tedy pokles soukromé spotřeby.

V Maďarsku je však kanál cen aktiv pokládán za irelevantní. V první řadě neexistuje žádný empirický důkaz, že měnová politika ovlivňuje ceny akcií. Rezessy (2005) nezjistil žádnou souvislost mezi měnovou restrikcí a vývoj budapeštského akciového indexu BUX. Oproti tomu Rigobon, Roberto a Brian Sack (2004) zaznamenali významné snížení cen amerických akcií po neočekávané měnové restrikci. Vzhledem ke schopnosti akciových trhů bleskově akomodovat nové informace, nelze předpokládat, že by reakce byla patrná v budoucnosti, pokud nebyla takřka okamžitá v současnosti.

Zadruhé platí, že akcie představují pouze zanedbatelnou část celkového bohatství maďarských domácností. Za posledních 10 let představovaly pouze 10% všech finančních aktiv a totéž se dá říci i o ostatních cenných papírech, například vládních dluhopisech. Informace o bohatství domácností v Maďarsku přináší následující obrázek.

Households' wealth as a percentage of GDP



Obr. 11.2: Bohatství domácností vyjádřené jako podíl na HDP

Pramen: Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Kanál cen aktiv by mohl hrát významnou roli, pokud by tržní hodnota akcií činila alespoň trojnásobek hodnoty finančních aktiv. Toto však není maďarský případ. Z pohledu na obrázek 11.2 je patrné, že vliv kanálu cen aktiv je jednoznačně zanedbatelný.

11.4 Úvěrový kanál

Úvěrový kanál má schopnost ovlivňovat jak peněžní poptávku, tak i nabídku. O ovlivňování nabídky peněz pojednává mimo jiné současný guvernér amerického FEDu Ben Bernanke (1995). Měnová restrikce spočívající ve zvyšování úrokové sazby zvyšuje informační asymetrii mezi bankéři a žadateli o úvěr v neprospěch bankéřů. Tímto dochází k morálnímu hazardu a nepříznivému výběru – je pravděpodobné, že o úvěr požádají i subjekty, které nemají v úmyslu jej splácet, nebo se nakonec dlužníci při vidině nutnosti splácet vysoké úroky zkrátka rozhodnou úvěry nesplácet. Proto samy banky budou více obezřetní a nenabídnou žadatelům tak vysoké množství úvěrů.

Ve stejném směru pracuje i ovlivňování peněžní poptávky, neboť je logické, že vysoké úroky odrazují většinu racionálních žadatelů o úvěr a dochází z toho důvodu k poklesu soukromých investic. Proto je třeba úvěrový kanál chápat jako směs těchto dvou kanálů, které se vzájemně posilují.

Bernanke a kol. (1995) rozlišují bankovní a bilanční kanál. Bankovní kanál lze charakterizovat tím, že růst úrokové sazby nutí samotné banky zvyšovat úrokové sazby na depozita, popřípadě emitovat dluhopisy s vyššími kupony. Bilanční kanál způsobuje snižování bohatství firem vzhledem k nárůstu úrokových nákladů.

Nicméně tuto modelovou situaci nelze chápat dogmaticky pro všechny ekonomiky a už vůbec ne pro ekonomiku maďarskou. Určitý úvěrový kanál v Maďarsku existuje, kvantitativně je však zanedbatelný. Obrovské množství maďarských komerčních bank stejně tak jako nefinančních institucí je vlastněno velkými zahraničními korporacemi. Mateřské společnosti poskytují dcerám úvěry za „normální ceny“, proto měnová restrikce ani expanze neovlivňuje významným způsobem poptávku po úvěrech. To platí pro nefinanční i finanční sféru. Z těchto poznatků je možné vyvodit závěr, že úvěrový kanál není klíčovým pilířem měnové politiky Maďarské národní banky. To však není typické pro většinu zemí, proto je třeba opět vzít v potaz možná nebezpečí asymetrických šoků v případě maďarského přijetí eura. Zatímco úvěrový kanál tvoří integrální součást transmisního mechanismu vyspělých zemí, v Maďarsku je zanedbatelný. Proto není od věci položit si otázku, jaký kanál transmisního mechanismu vlastně Maďarsku po ztrátě kurzového kanálu a autonomní měnové politiky zůstane.

11.5 Kanál očekávání

V jednoduchém modelu, kde centrální banka provádí měnovou politiku na základě Taylorova pravidla³, je dlouhodobá inflace determinována cílem centrální banky. Racionálně se chovající subjekty proto očekávají takové úrokové sazby, které jsou spojené se stanoveným inflačním cílem a jejich inflační očekávání odpovídají v dlouhém období inflačnímu cíli centrální banky. V případě externího šoku reaguje centrální banka podle svého inflačního cíle a nikdo nepochybuje, že inflace se vrátí na svůj rovnovážný stav neboli inflační cíl. V případě změny inflačního cíle a důvěryhodnosti centrální banky může kanál očekávání dopomoci centrální bance dosáhnout nově stanovený cíl.

V realitě obvykle dochází k tomu, že skutečná výše inflace není dána pouze explicitní snahou centrální banky a zároveň se centrální banky často potýkají s nízkou důvěryhodností. Oba tyto faktory oslabují kanál očekávání. Centrální banka může signalizovat, že prognózovaný inflační vývoj je nad nebo pod inflačním cílem (přestřelení či podstřelení

³ Taylorovo pravidlo lze formalizovaně zapsat pomocí této rovnice: $i_t = \pi_t + r^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - y_t^*)$, kde i_t je nominální úroková míra, π_t je míra inflace, π_t^* je inflační cíl, r^* je reálná rovnovážná úroková míra, y_t je tempo růstu produktu a y_t^* je přirozené tempo růstu produktu podle centrální banky (John B. Taylor, 1993).

inflačního cíle). Signál může mít podobu oznámení prognózovaného vývoje, který se liší od cíle, nebo v případě absence důvěryhodnosti demonstrativní změny svých instrumentů.

Důležitým příkladem, jak očekávání determinují nastavení cenové a mzdové hladiny, je tzv. Taylorova hypotéza (Taylor, 2000). Taylor předpokládá nízkou inflaci a nízkou inflační volatilitu. Argumentuje fakt, že výrobci při svém stanovování cen nenásledují cenové šoky přicházející na straně vstupů, protože tyto cenové šoky jsou při daných podmínkách a důvěryhodnosti centrální banky považovány za tranzitorní. Proto by mělo být snahou každé centrální banky dosáhnout maximální důvěryhodnosti a nízké inflace a posilovat takto kanál očekávání.

Očekávání nehrají roli pouze v případě samotné inflace, ale hrají svou roli i v případě výše analyzovaných kanálů, především kanálu cen aktiv a kanálu měnového kurzu.

Bohužel v případě Maďarska není k dispozici dostatek dat ohledně mzdového a cenového nastavení a jak se mění v čase. Tóth a Vincze (1998) a Tóth (2004) reportovali výsledky výzkumu, ve kterém byly firmy dotazovány na svou cenovou a mzdovou politiku v letech 1998 a 2001. V roce 1998 byla četnost cenového přeceňování typicky nižší než ve Velké Británii, při podobném výzkumu, který prováděl Hall a kol. (1997). Oproti očekávání, že Maďarsko jakožto země s vyšší inflací vykáže častější optimalizaci cen než nízkoinflační Velká Británie, byl závěr opačný: v Maďarsku byla frekvence asi čtvrtletní, ve Velké Británii však téměř měsíční. Další neočekávané zprávy přišly z výzkumu provedeného v roce 2001, kdy byla četnost přeceňování v Maďarsku a Velké Británii již srovnatelná navzdory poklesu inflace v Maďarsku mezi lety 1998 a 2001 ze 14 – 15% na 10%. Relativně nízká četnost přeceňování v Maďarsku může být vysvětlena vysokými náklady přeceňování známými jako náklady jídelníčku tedy známý postulát Nové keynesovské ekonomie menu costs (Mankiw a Reis, 2002). Tyto náklady přeceňování jsou tedy významnější než očekávání.

Ještě méně informací je k dispozici v případě maďarského trhu práce. Pula (1995) podává komplexní popis maďarského trhu práce. Tvrdí, že síla odborů a zaměstnanců je nižší v porovnání se zeměmi Evropské unie. Na druhé straně jiné výzkumy prokázaly rigidity na trhu práce. V případě měnově – politického šoku to trvá nejméně jeden rok, než jsou nominální mzdy změněny. Oproti tomu Rezessy (2005) potvrdil vliv očekávání na úrokové sazby a Karádi (2005) rovněž potvrdil vliv očekávání na vývoj měnového kurzu.

Kanál očekávání se nejobtížněji ze všech kanálů testuje ekonometricky, závěr je však takový, že výrobci nestanovovaly mzdy a ceny na základě inflačního cíle Maďarské národní banky.

12 Agregátní poptávka

V základních modelech maďarského transmisního mechanismu je produkce ovlivňována měnově – politickým šokem především přes stranu agregátní poptávky. Podle Nové keynesovské ekonomie změny v poptávce ovlivňují v první řadě produkt, následně s určitým zpožděním pak ceny. Mechanismus probíhá následovně: měnová restrikce snižuje poptávku po zboží a službách, na což firmy nejprve reagují snížením své produkce, protože přecenění je nákladné, a tudíž je provedeno až následně. Snížení cen stimuluje agregátní poptávku, která se postupně vrací na svou původní úroveň.

12.1 Spotřeba

Při analýze transmisního mechanismu Angeloni a kol. (2003) zjistili, že v transmisním mechanismu Spojených států dominuje reakce spotřeby na neočekávané měnově – politické šoky. Naopak v eurozóně je situace taková, že dominantní změna nastává v případě investic. Přesto je závěr takový, že po neočekávané měnové restrikci se ve Spojených státech i eurozóně spotřeba i investice propadnou, což odpovídá intuitivním předpokladům. Naopak v Maďarsku se nepodařilo empiricky prokázat, že po měnové restrikci dochází k poklesu spotřeby, jeden model dokonce naznačoval nárůst spotřeby.

Paradoxní závěr je možné vysvětlit tímto způsobem: měnová restrikce zvyšuje úrokové sazby, což způsobuje apreciaci měnového kurzu, která má za následek zvýšení majetku obyvatel. Obyvatelé potom mohou přebytný příjem využít na nákup obchodovatelného nebo neobchodovatelného zboží a služeb, což závisí na jejich příjmových elasticitách. Benczúr (2003) prokázal, jak nominální apreciace může stimulovat růst spotřeby. Důležitým faktorem je zde rigidita nominálních mezd a rychlý transmisní mechanismus měnového kurzu.

12.2 Investice

Bylo prokázáno, že právě reakce investic je nejvýznamnějším činitelem maďarské agregátní poptávky. Kátay a Wolf (2004) odhadli investiční funkci na základě pozorování mnoha maďarských firem. Především prokázali silnou reakci investic na změnu nákladů firem. Reiff (2006) navázal na předchozí studii a prokázal, jak firmy reagují na tzv. ziskový šok. Elasticita investic na změnu ziskovosti firem je velmi vysoká, proto už malý pokles ziskovosti má za následek významný pokles investic.

Proto lze shrnout, že investice jsou klíčovou složkou agregátní poptávky a měnová politika ovlivňuje právě především tuto složku agregátní poptávky.

12.3 Čisté exporty

Většina modelů, které testovaly dopady měnové restrikce na čisté exporty, došla k závěru, že vliv je nejednoznačný. Celkově byly vypracovány 3 studie a všechny došly k závěru, že měnová restrikce má za následek propad exportu (důležitý je v tomto ohledu kanál měnového kurzu). Kromě propadu objemu exportu klesají také ceny a to velmi rychle, což dokládá vysokou konkurenci a malé rigidity na mezinárodních trzích.

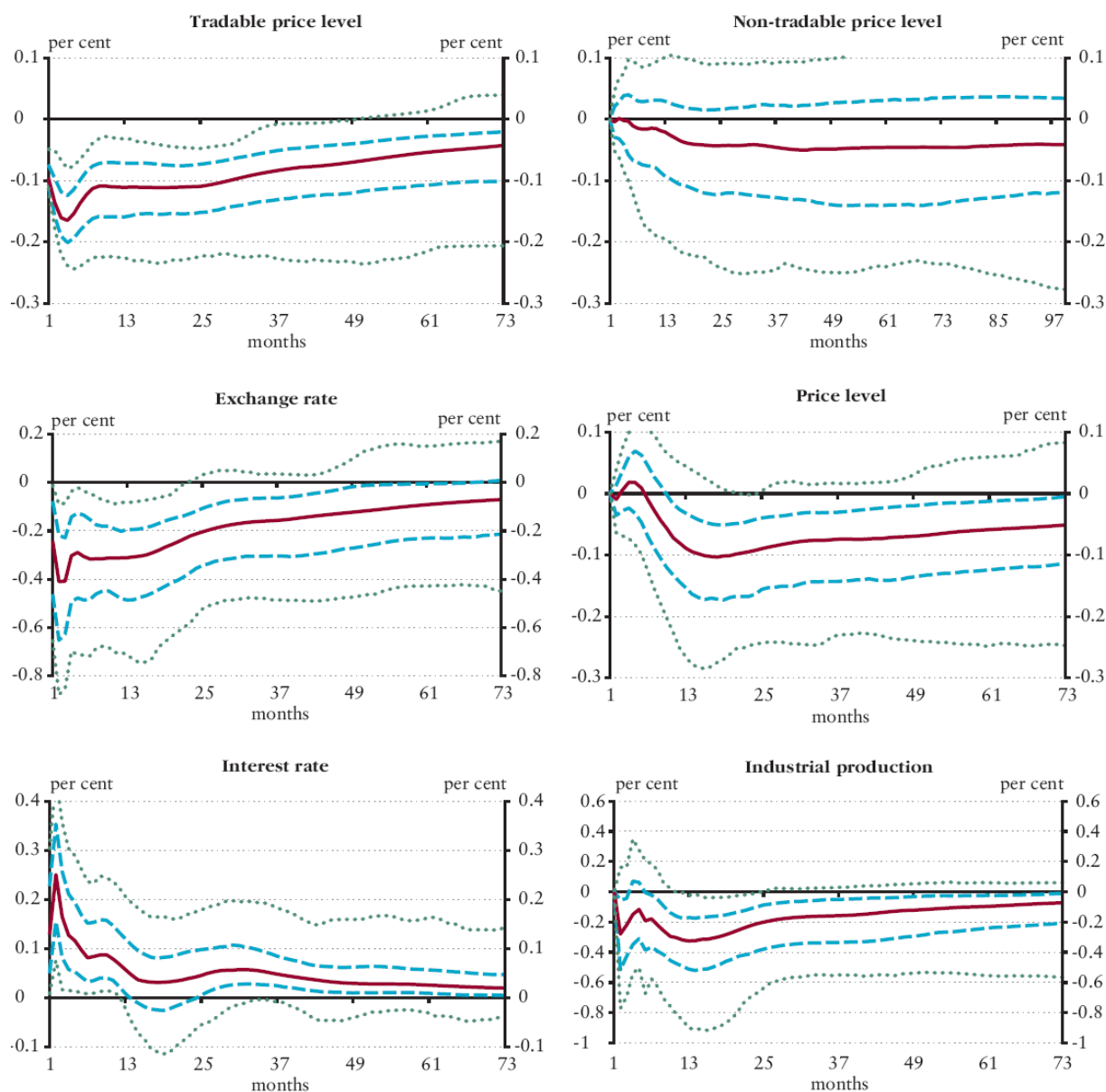
Modely se však neshodují v závěru, jakým způsobem budou na neočekávanou měnovou restrikci reagovat importy. Podle předpokladů Maďarské národní banky budou narůstat. Ovšem jiné 2 studie přicházejí se závěrem, že naopak poklesnou, čímž budou vyrovnávat výkonovou bilanci. Jedním z možných vysvětlení pro tento jev je fakt, že měnová restrikce snižuje agregátní poptávku (zejména přes kanál investic, viz předchozí článek), a proto klesá zájem importérů, což objem importů snižuje.

Proto je závěr spíše neutrální, propad exportů způsobený měnovou restrikcí je kompenzován propadem importů způsobeným poklesem domácí poptávky.

12.4 Reakce na neočekávané zvýšení úrokových sazeb v obrázcích

Response of tradable and non-tradable goods prices to an unexpected rate hike

(SVAR estimates)



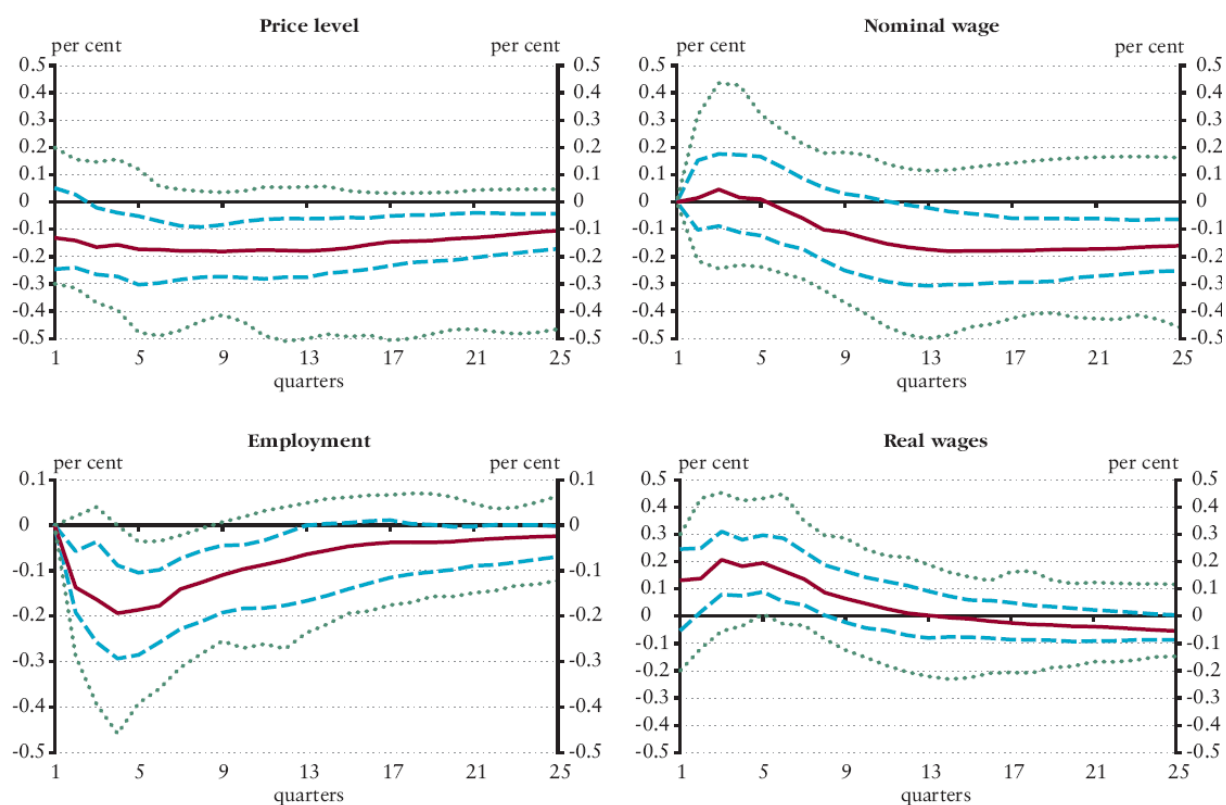
The median estimates and the middle 68 and 95 percent of the Bayesian posterior distributions.

Obr. 12.1: Reakce cen tradables a non-tradables na neočekávané zvýšení úrokových sazeb

Pramen: Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Response of employment and private sector wages to an unexpected rate hike

(SVAR estimates)



The median estimates and the middle 68 and 95 percent of the Bayesian posterior distributions.

Obr. 12.2: Reakce zaměstnanosti a soukromých mezd na neočekávané zvýšení úrokových sazeb

Pramen: Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Národní účty, vládní finanční statistika a perspektiva Mezinárodního měnového fondu

Tato část práce poskytuje nepostradatelné makroekonomické údaje, které umožňují detailnější proniknutí a fundovanější zhodnocení otázky zdraví maďarské ekonomiky včetně perspektiv vývoje do budoucna. Pozornost je věnována klíčovým ukazatelům, jež jsou systematicky rozděleny do 2 bloků. Prvním blokem jsou národní účty, v rámci kterých je pozornost věnována tempu růstu HDP, produktivitě práce, otevřenosti ekonomiky a hrubému provoznímu přebytku. Druhý blok logicky navazuje na blok předchozí a týká se veřejných financí, přesněji vývoje daní na produkci a dovozy, vývoje rozpočtových schodků a vývoje veřejného dluhu. Smyslem této závěrečné části diplomové práce je získat ucelenější obraz o maďarské ekonomice, především v kontextu s ekonomikou eurozóny a českou ekonomikou, navázat na poznatky získané v prvních dvou částech práce a tyto poznatky tímto prohloubit a ucelit.

13 Národní účty

Ukazatele z národního účetnictví poskytují nepostradatelné informace o nejzákladnějších makroveličinách ekonomiky. Jsou analyzovány klíčové ukazatele, které mají bezprostřední vliv na zdraví ekonomiky, produktivitu ekonomiky a investiční příležitosti v dané ekonomice. Ze studie vyplývá, že Maďarsko vykazuje typické známky tranzitivní ekonomiky, která zaostává za vyspělými zeměmi. Patrné jsou také dopady současné krize, která Maďarsko zasáhla výrazně silněji než většinu evropských ekonomik. To vše nahrává k přiřknutí Maďarsku roli nestabilní ekonomiky, kde přijetí jednotné evropské měny je na nanejvýš nejistý a riskantní krok.

13.1 Reálné tempo růstu HDP Maďarska a průměru eurozóny¹ (v %)

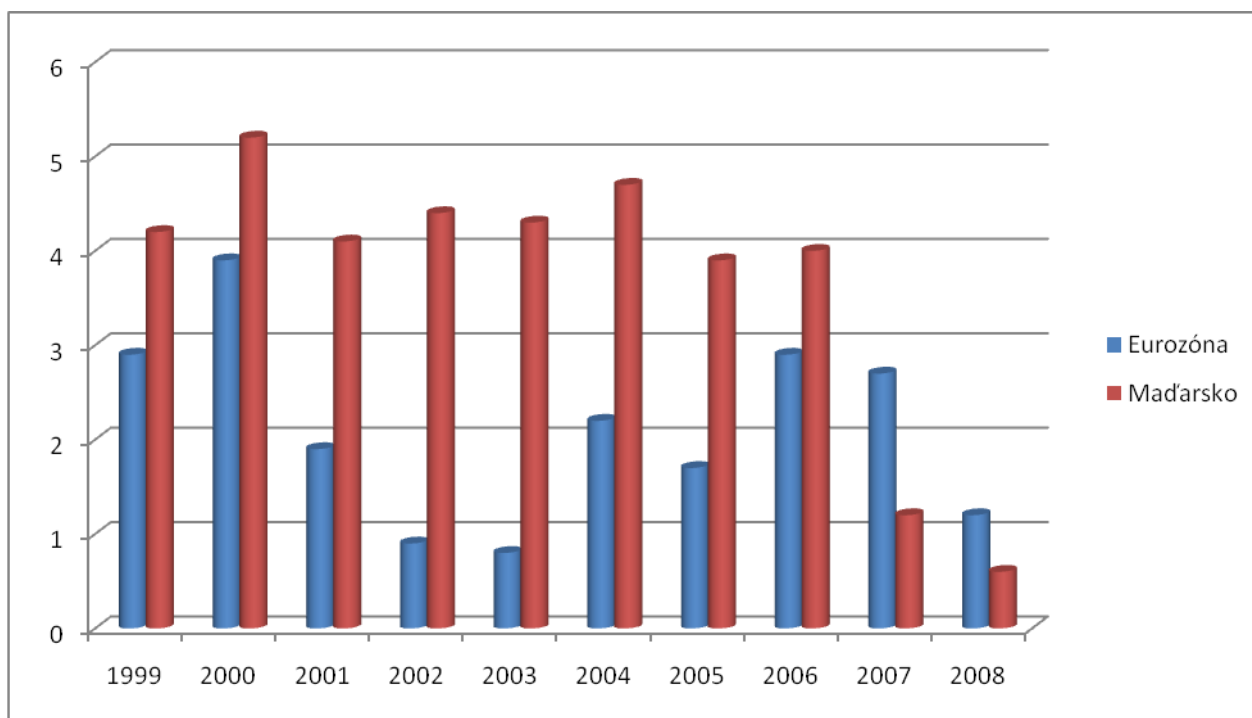
Jde o zřejmě vůbec nejsledovanější makroekonomický ukazatel, který nelze nechat bez povšimnutí.

¹ Eurozónou je v analýzách vždy myšlena aktuální šestnáctka zemí eurozóny: Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Kypr, Lucembursko, Malta, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Slovensko, Slovinsko a Španělsko.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eurozóna	2,9	3,9	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	1,2	-4,0(f)	-0,1(f)
Maďarsko	4,2	5,2	4,1	4,4	4,3	4,7	3,9	4	1,2	0,6	-6,3(f)	-0,3(f)

Tabulka 13.1: reálné tempo růstu Maďarska a eurozóny (v %)

Pramen: Eurostat



Obrázek 13.1: reálné tempo růstu eurozóny a Maďarska (v %)

Pramen: Eurostat

Maďarsko dosahovalo stabilně vyššího růstu reálného produktu než je průměr 16 zemí eurozóny. To signalizuje reálnou konvergenci maďarské ekonomiky k zemím eurozóny. Tak tomu však bylo v minulosti (významné rozdíly v tempech růstu jsou patrné především v letech 2002 a 2003), problémem je však současnost, kdy se v Maďarsku silně projevuje měnová krize. Už v roce 2007 Maďarsko výrazně přibrzdilo a dostalo se pod eurozónu, vezmeme – li v potaz aktuální prognózy Eurostatu, výhled především pro rok 2009 vypadá značně drasticky. Česká republika má pro současný rok prognózován reálný pokles o 2,7% (ČNB prognózuje dokonce propad o 3,8% (prognózováno v srpnu 2009)), což je nepříjemné, je na tom však v tomto ohledu stále lépe než eurozóna a Maďarsko. Tyto skutečnosti

přisuzují Maďarsku roli vrtkavé a nestabilní ekonomiky, značně citlivé na vývoj mezinárodní situace.

13.2 Vývoj HDP na obyvatele podle standardu PPP

Tento ukazatel přepočítává sílu dosaženého HDP na obyvatele podle standardu purchasing price power, tedy kupní cenové síly. $PPP = P_d/P_f$. Za vztažnou veličinu (P_f) je brán průměr 27 zemí EU² – ten odpovídá 100%.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	115,5	115,0	113,5	112,6	111,8	110,6	110,6	110,2	109,7	108,9
Maďarsko	53,5	56,0	58,7	61,3	63,2	63,1	63,2	63,5	62,8	62,9

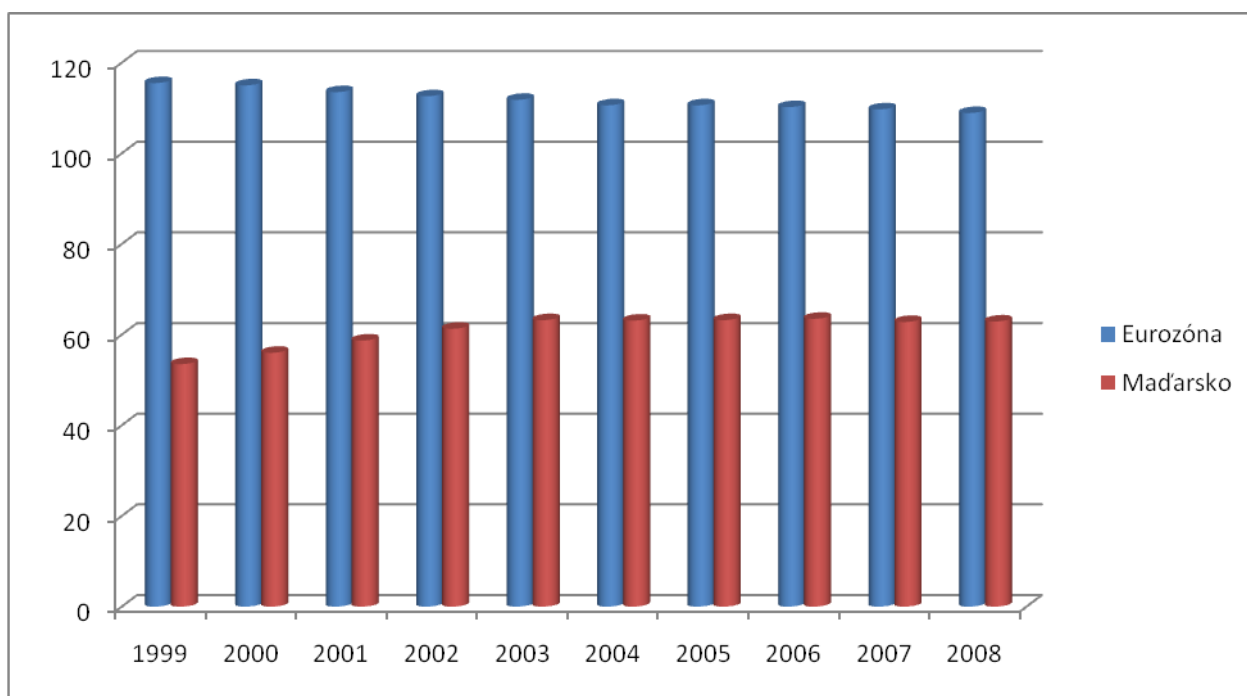
Tabulka 13.2: HDP p.c. (PPP) v eurozóně a Maďarsku

Pramen: Eurostat

Z analýzy tohoto ukazatele (obr. 13.2 na následující straně) je patrné, že také přes téměř dvakrát nižší reálnou životní úroveň obyvatel Maďarska oproti 16 zemím eurozóny dochází k postupnému, nikoli však významnému sblížování ukazatele HDP/PPP. Za 10 let zlepšilo Maďarsko svou absolutní úroveň HDP na obyvatele dle standardu PPP o necelých 10%, což nepředstavuje nikterak závratnou konvergenci, zvláště tehdy, až se naplní prognózy o vývoji maďarského produktu pro rok 2009, kdy maďarskou ekonomiku čeká rekordní propad.

Pro bližší zkoumání maďarské ekonomiky velmi dobře poslouží další 2 komparativní ukazatele, které se týkají produktivity práce. Ukazatel produktivity práce na jednoho zaměstnance se významově dosti blíží ukazateli HDP na 1 obyvatele, rozdíl spočívá v tom, jaká část obyvatel tvoří pracovní sílu. Velmi zajímavý je ukazatel produktivity práce na 1 odpracovanou hodinu, ze kterého lze vyčíst, jak je oceňována odpracovaná hodina v dané zemi v porovnání s jinou zemí.

² Evropská sedmadvacítka jsou tyto země: Belgie, Bulharsko, Česko, Dánsko, Estonsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Kypr, Litva, Lotyšsko, Lucembursko, Maďarsko, Malta, Německo, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Rakousko, Rumunsko, Řecko, Slovensko, Slovinsko, Spojené království, Španělsko a Švédsko.



Obr.13.2: HDP p.c. (PPP) v eurozóně a Maďarsku

Pramen: Eurostat

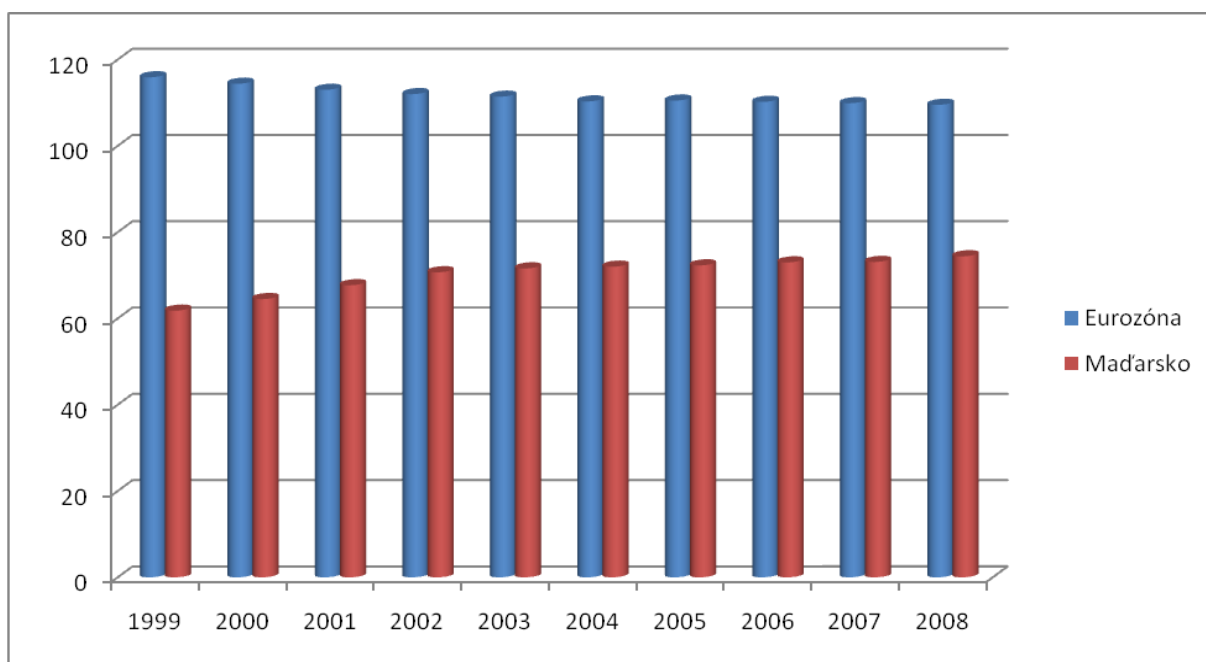
13.3 Produktivita práce na jednoho zaměstnance

100% opět odpovídá průměr 27 zemí Evropské unie, následující data odhalují situaci v Maďarsku a eurozóně (HDP opět počítáno dle standardu PPP).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	115,9	114,4	113,0	112,0	111,4	110,3	110,5	110,2	109,9	109,5
Maďarsko	61,8	64,5	67,7	70,7	71,6	72,0	72,3	73,0	73,1	74,4

Tabulka 13.3: produktivita práce (PPP) na jednoho zaměstnance v eurozóně a Maďarsku

Pramen: Eurostat



Obr. 13.3: produktivita práce (PPP) na jednoho zaměstnance v eurozóně a Maďarsku

Pramen: Eurostat

Maďarská produktivita práce sílí oproti mírně slábnoucí produktivitě eurozóny. Rozdíl mezi produktivitou práce v eurozóně a Maďarsku je stále markantní, přesto je absolutní hodnota tohoto ukazatele i jeho růst vyšší než v případě prostého vývoje HDP na hlavu. Čím je to způsobeno? Odpověď je jednoznačná – v Maďarsku je menší zastoupení pracujícího obyvatelstva než v eurozóně. Vzhledem k tomu je také maďarské obyvatelstvo více heterogenní z hlediska příjmů, než jsou obyvatelé eurozóny, jejichž příjmy jsou mnohem více homogenní. Tato heterogenita je však faktorem, který nenahrává stabilnímu ekonomickému klimatu. Ještě zajímavější je vývoj následujícího ukazatele – produktivity práce na 1 odpracovanou hodinu.

13.4 Produktivita práce na 1 odpracovanou hodinu

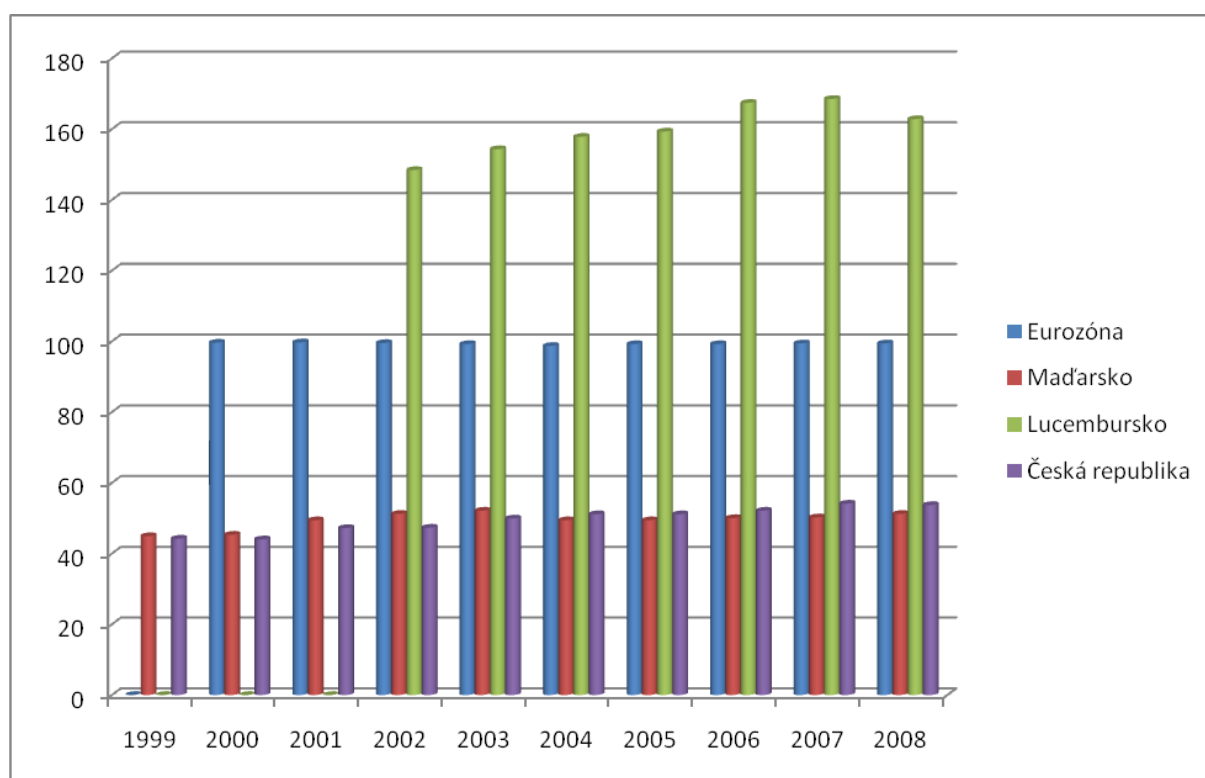
Metodika je analogická, 100% odpovídá průměru 27 zemí Evropské unie, HDP je měřeno dle standardu PPP. K eurozóně a Maďarsku je pro zajímavost přiřazeno Lucembursko (kterému patří nejvyšší hodnota produktivity práce v Evropě) a Česká republika (protože se výrazně blíží Maďarsku). Vysoká hodnota tohoto ukazatele informuje o 2 faktorech – vysoké úrovni HDP a malému počtu odpracovaných hodin. Proto vysoká hodnota tohoto ukazatele

vyjadřuje vysoké ocenění lidské práce – taková země je proto velmi zajímavá z hlediska možností pracovního uplatnění.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	:	99,6	99,7	99,5	99,2	98,7	99,2	99,2	99,4	99,4
Maďarsko	44,9	45,3	49,4	51,2	52,1	49,4	49,4	50,0	50,2	51,2
Lucembursko	:	:	:	148,4	154,3	157,8	159,3	167,4	168,5	162,8
Česká republika	44,2	44,0	47,2	47,3	49,9	51,1	51,1	52,1	54,1	53,7

Tabulka 13.4: Produktivita práce (PPP) na 1 odpracovanou hodinu v eurozóně, Maďarsku, Lucembursku a České republice

Pramen: Eurostat



Obr. 13.4: Produktivita práce (PPP) na 1 odpracovanou hodinu v eurozóně, Maďarsku, Lucembursku a České republice

Pramen: Eurostat

Při porovnání grafů 13.3 a 13.4 je vidět, že v Maďarsku (ale také v České republice) se pracuje výrazně více hodin než je průměr eurozóny, protože maďarská produktivita práce na 1 odpracovanou hodinu je relativně menší než maďarská produktivita práce na 1 zaměstnance oproti eurozóně. Podobná data platí i pro Českou republiku. Znamená to, že máme málo zaměstnanců (málo lidí v produktivním věku) a naopak hodně důchodců a ostatních nepracujících. Demografické prognózy neslibují nikterak lepší výhled. Proto málo zaměstnanců pracuje hodně hodin (u nás a v Maďarsku dokonce 3krát tolik hodin, aby vyrobili stejný produkt jako v Lucembursku a téměř 2krát tolik, aby se vyrovnali eurozóně). Přitom je pravdou, že nejde o nejaktuálnější data, přesto při pohledu na trend grafu je zřejmé, že výrazná změna v současnosti nemohla nastat. Významnou roli zde samozřejmě hraje strategická orientace jednotlivých odvětví – produktivita Lucemburska je dána především jeho orientací na finančnictví, které prosperuje více než průmyslová a jiná odvětví.

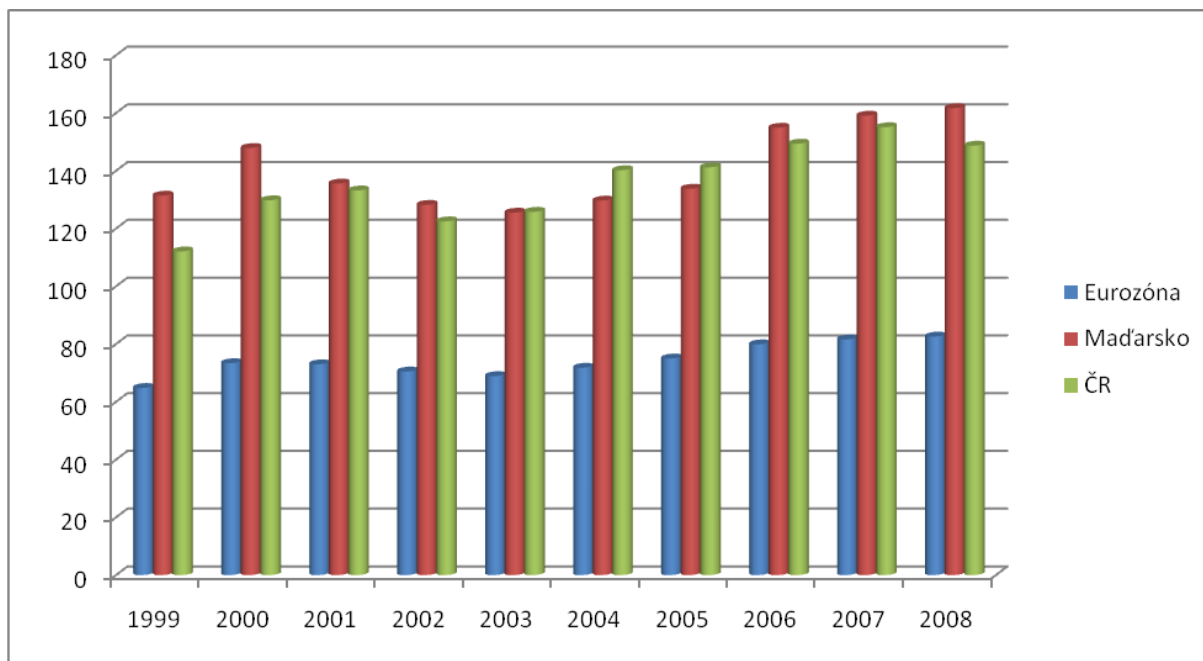
13.5 Otevřenost ekonomiky

Otevřeností ekonomiky rozumíme procentuálně vyjádřený podíl součtu exportu a importu zboží a služeb na HDP. Velikost tohoto ukazatele informuje o míře otevřenosti ekonomiky, tedy citlivosti ekonomiky na vývoj mezinárodní situace. Vzhledem k tomu, že u otevřených ekonomik tvoří export a import tak významnou část celkového produktu, tak už malá změna produktu cizích zemí, změna měnového kurzu a dalších ukazatelů má signifikantní vliv na změny exportu a importu a tedy produktu dané ekonomiky. Vysoká otevřenost ekonomiky je dalším typickým znakem tranzitivních ekonomik a svědčí o urychlující se integraci. Pro srovnání je analyzována otevřenost 3 ekonomik: eurozóny, Maďarska a České republiky. Následující tabulka a graf přinášejí potřebné informace.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	64,8	73,4	73,0	70,5	68,9	71,8	75	79,9	81,6	82,6
Maďarsko	131,4	147,9	135,6	128,2	125,5	129,7	133,8	154,9	159,1	161,7
ČR	112,1	129,8	133,2	122,5	125,8	140,2	141,2	149,4	155,1	148,7

Tabulka 13.5: (export + import)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat a vlastní výpočty



Obr. 13.5: (export + import)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat a vlastní výpočty

Je patrné, že Maďarsko a Česká republika jsou výrazně otevřenější než eurozóna. Z toho také plyne značná závislost na dění v okolních státech, v našem případě především Německu, které je hlavním obchodním partnerem České republiky. Proto takto z vysoké míry otevřenosti můžeme nepřímě usuzovat o vysoké volatilitě makroekonomických proměnných, ať už se jedná o HDP, inflaci, měnový kurz, úrokové sazby či ostatní proměnné. Malé otevřené ekonomiky jsou typicky price takers, tedy přebírají světové ceny. V jejich ústředním zájmu je snažit se tak udržovat co nejlepší poměr zahraničních směnných relací³

³ Problematice směnných relací se věnují například Mandel a Tomšík (2008). Index zahraničních směnných relací (I_{TT}) je definován poměrem indexu zahraničních cen exportu (P_{EX}) k indexu zahraničních cen importu (P_{IM}). Platí $I_{TT} = P_{EX}/P_{IM}$. V otevřené ekonomice není reálný disponibilní domácí důchod (Y_D) totožný s vyrobeným produktem (Y_P), neboť domácí ekonomika může získat nebo ztratit část důchodu v důsledku důchodového efektu změny zahraničních směnných relací (TT). Platí $Y_D = Y_P + TT$. Dopady vývoje zahraničních směnných relací na výši domácího disponibilního důchodu (Y_D) je možno explicitně vyjádřit vzorcem $TT = NX_N/P_{EX, IM} - (EX_N/P_{EX} - IM_N/P_{IM})$, kde NX_N je nominální saldo výkonové bilance, EX_N je nominální hodnota vývozu zboží a služeb, IM_N je nominální hodnota dovozu zboží a služeb, P_{EX} je cenový deflátor vývozu, P_{IM} je cenový deflátor dovozu a $P_{EX, IM}$ je cenový deflátor výkonové bilance, který je vypočten jako průměr deflátoru vývozu a dovozu.

Následující ukazatel ukončuje makroanalýzu z pohledu národního účetnictví (možnost hloubky analýzy je omezena rozsahem práce, důraz je kladen na vymezení klíčových skutečností). Tento ukazatel informuje o možné lukrativnosti ekonomiky pro potenciální investice a hraje tak podstatnou roli.

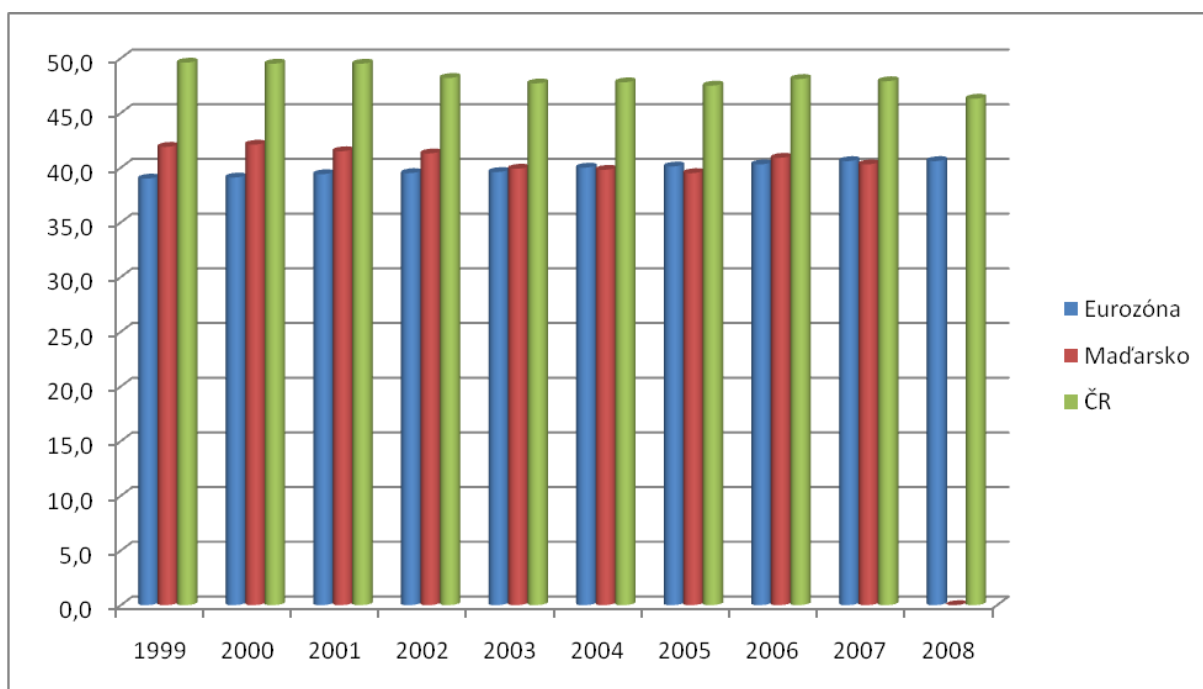
13.6 Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod

Provozní přebytek = produkce - placené úroky - placené náhrady zaměstnancům - (placené poplatky za využívání aktiv - přijaté poplatky za využívání aktiv). Z této definice je zřejmé, že provozní přebytek v podstatě odpovídá ziskům firem. Pro potenciální investory hraje ukazatel hrubého provozního přebytku klíčovou roli, snaha je o maximalizaci tohoto ukazatele. Smíšený důchod je peněžní odhad užitku, který má jedinec z toho, že si danou věc (statek, službu,...) opatří sám. Oba ukazatele jsou zpravidla uváděny jako vzájemný součet těchto ukazatelů. Vzhledem k tomu, že úroveň smíšeného důchodu se v jednotlivých ekonomikách liší minimálně, nebrání sumární údaj analýze. V tabulce 13.6 je uveden ukazatel (hrubý provozní přebytek + smíšený důchod)/HDP (v procentech).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	39,0	39,1	39,4	39,5	39,6	40,0	40,1	40,3	40,6	40,6
Maďarsko	41,9	42,1	41,5	41,3	39,9	39,8	39,5	40,9	40,3	:
ČR	49,6	49,5	49,5	48,2	47,7	47,8	47,5	48,1	47,9	46,3

Tabulka 13.6: (hrubý provozní přebytek + smíšený důchod)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat a vlastní výpočty



Obr. 13.6: (hrubý provozní přebytek + smíšený důchod)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat a vlastní výpočty

Relativně vysoké zisky firem jsou typickým úkazem u tranzitivních ekonomik. Z tří analyzovaných zemí je z pohledu založení byznysu jedničkou Česká republika. Je logické zaznamenat v případě Česka klesající trend, který je důsledkem postupné konvergence. Eurozóna naopak mírně roste. Ukazuje se, že Maďarsko není pro investora nijak výrazně lákavější než eurozóna, což je s podivem vzhledem k tranzitivní povaze maďarské ekonomiky.

Pro odstartování byznysu v zemi je pro podnikatele důležitý ještě jeden ukazatel a jde logicky o míru zdanění. Tímto se přesouváme z oblasti národních účtů do vládní finanční statistiky.

14 Vládní finanční statistika¹

¹ Vládní finanční statistika je velmi dobře vysvětlena mimo jiné na webu České národní banky. Vládní finanční statistika představuje ucelený statistický systém zachycující ekonomické aktivity vládního sektoru, a to především v oblasti vládních příjmů, výdajů a vládního dluhu, včetně transakcí vlády ve finančních aktivech a pasivech. Viz dále web ČNB.

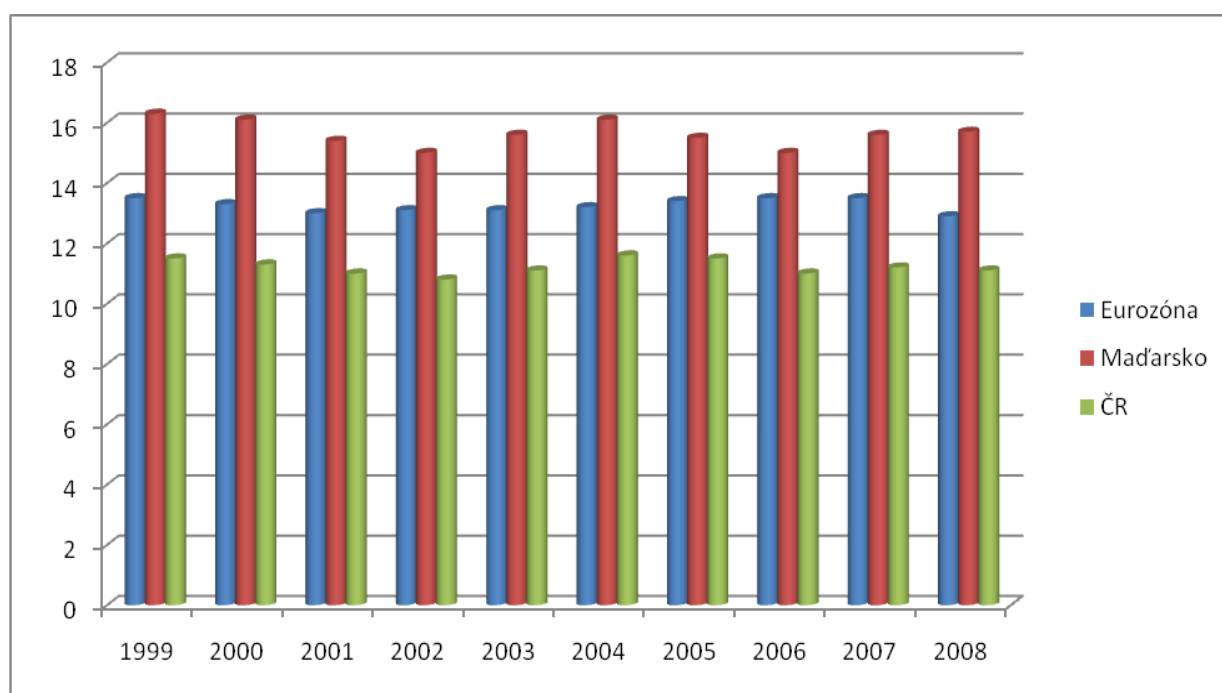
14.1 Daně na produkci a dovozy

Jedná se o další podstatný makroekonomický indikátor, zahrnuje daně za produkci a za dovoz zboží a služeb, dále platby za zaměstnávání pracovníků, vlastnictví půdy, budov a jiných aktiv používaných při podnikatelské činnosti. Jednoduše jde o množství dodatečných nákladů, které musí podnikatel kalkulovat, když se rozhoduje o možnosti podnikání v dané zemi. V následující tabulce jsou uvedeny platby vybírané sektorem všeobecné vlády udávané v % HDP.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	13,5	13,3	13,0	13,1	13,1	13,2	13,4	13,5	13,5	12,9
Maďarsko	16,3	16,1	15,4	15,0	15,6	16,1	15,5	15,0	15,6	15,7
ČR	11,5	11,3	11,0	10,8	11,1	11,6	11,5	11,0	11,2	11,1

Tabulka 14.1: Daně na produkci a dovozy/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat



Obr.14.1: Daně na produkci a dovozy/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat

Z obrázku 14.1 je u všech tří ekonomik patrný obdobný trend – pokles, růst a opět pokles, největší dynamiku lze opět pozorovat v případě Maďarska. Každopádně hladina zdanění je v Maďarsku velmi vysoko položená a v kombinaci s nízkými provozními přebytky² lze jednoznačně konstatovat, že Maďarsko není lákadlem pro investory.

14.2 Veřejná bilance (přebytek/schodek veřejného rozpočtu)

Tento ukazatel odpovídá účtu čisté půjčky/výpůjčky z národních účtů. Ukazuje, jakým způsobem hospodaří veřejný sektor, skládající se ze sektoru centrální vlády, státní vlády, místních vlád a státních fondů. Z hlediska této práce nás budou zajímat pouze schodky celkového veřejného rozpočtu. Jde o jeden z vůbec nejkritičtějších ukazatelů vzhledem k faktu, že veřejný sektor tvoří v dnešních ekonomikách obrovskou část celkového hospodářství. Kumulace schodků veřejného rozpočtu zvyšuje míru veřejného dluhu, proto lze tvrdit, že podstatná je jak úroveň veřejného dluhu³, tak vývoj schodků, které zakládají na vývoj veřejného dluhu do budoucna. Vzhledem k drtivě většině mandatorních výdajů je velmi obtížné a bolestivé likvidovat vzniklé schodky. Následující tabulka a obrázek ilustrují vývoj veřejné bilance jako procentuální podíl na HDP v eurozóně, Maďarsku a České republice.

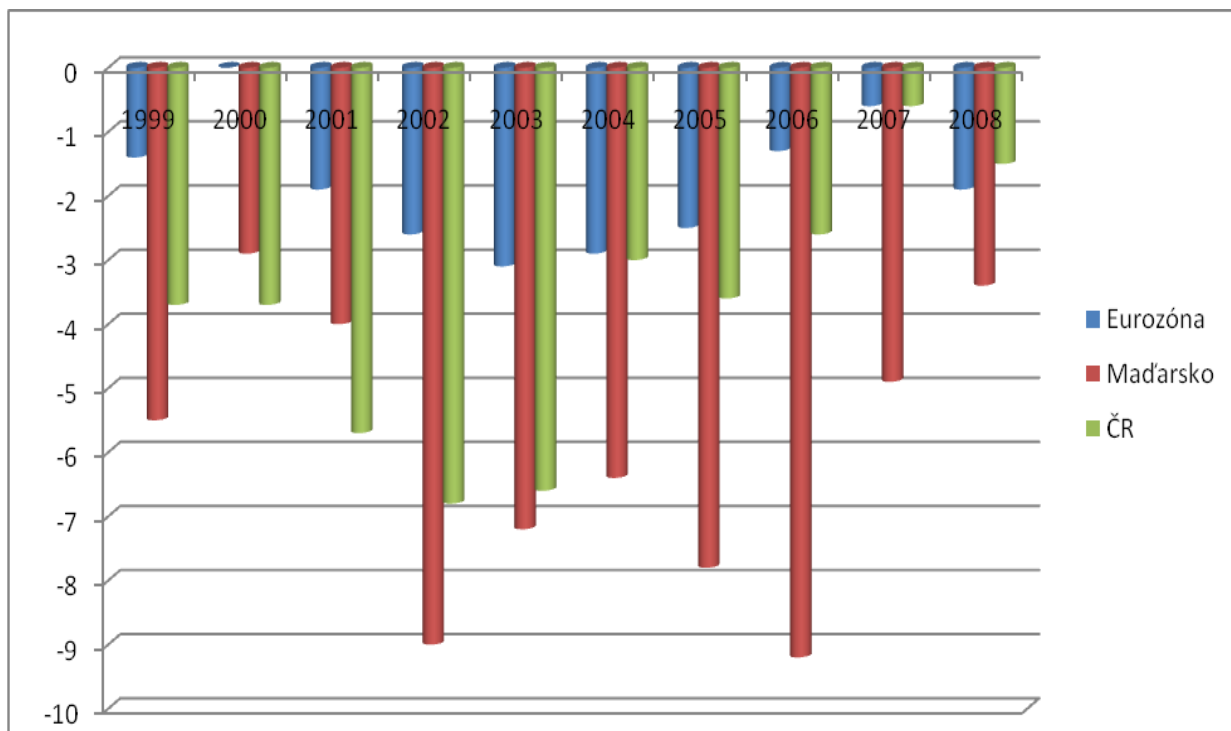
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	-1,4	0,0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,9
Maďarsko	-5,5	-2,9	-4,0	-9,0	-7,2	-6,4	-7,8	-9,2	-4,9	-3,4
ČR	-3,7	-3,7	-5,7	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,6	-1,5

Tabulka 14.2: Veřejná bilance/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat

² viz část 13.6

³ analýza maďarského veřejného dluhu je provedena v následující části 14.3



Obr. 14.2: Veřejná bilance/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat

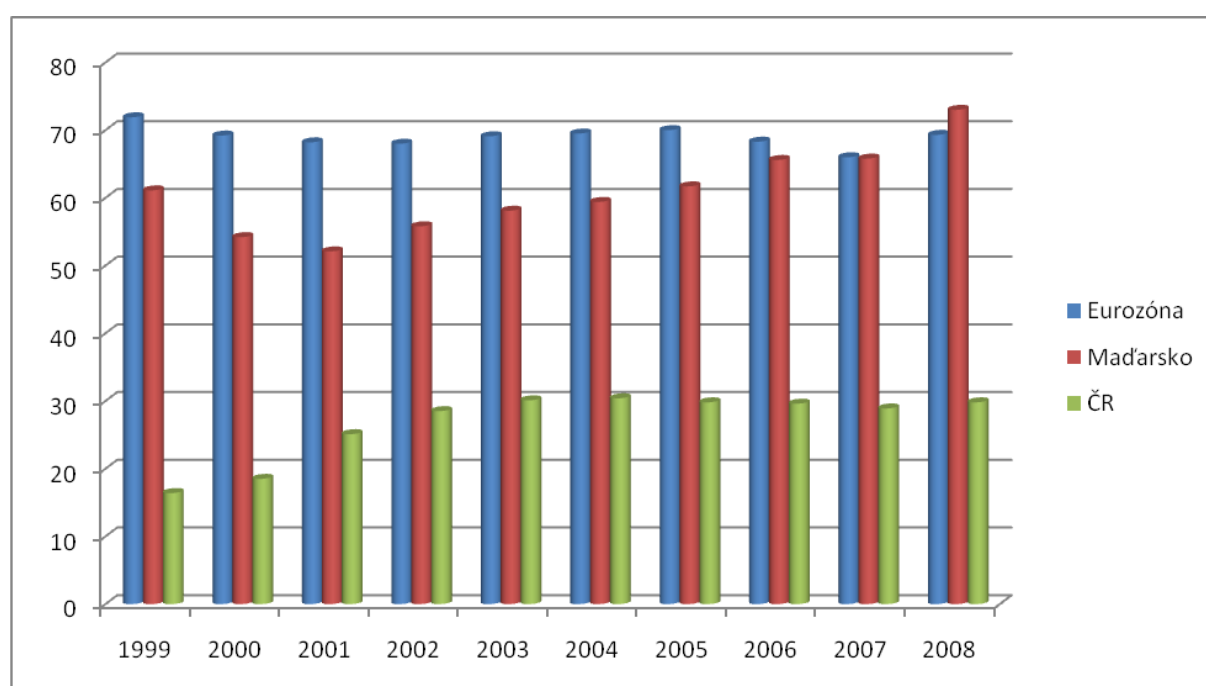
Na první pohled může člověka zarazit, že za sledované desetileté období nebyl zaznamenán ani u jedné ze sledovaných ekonomik přebytek, pouze v roce 2000 eurozóna hospodařila alespoň s vyrovnaným rozpočtem. Nejlépe si počíná eurozóna, která již má značně vysokou úroveň veřejného dluhu a je tedy rovněž v jejím zájmu tvořit minimální schodky. Vezmeme – li v potaz maastrichtské tříprocentní kritérium, lze tvrdit, že vývoj veřejné bilance v České republice je nanejvýš znepokojující, zatímco v Maďarsku je možno jej označit přímo za alarmující. Je samozřejmé, že všechny 3 sledované ekonomiky vykážou v roce 2009 obrovské schodky a minimálně se tak přiblíží svým rekordním hodnotám. Bez nadsázky lze tvrdit, že právě skutečnost dlouhotrvajících obrovských schodků maďarského veřejného rozpočtu je jedním z klíčových spouštěčů aktuální krize v Maďarsku a jde o jednu z nejbolestivějších částí současné maďarské ekonomiky.

14.3 Veřejný dluh

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eurozóna	71,9	69,2	68,2	68,0	69,1	69,5	70,0	68,3	66,0	69,3
Maďarsko	61,1	54,2	52,1	55,8	58,1	59,4	61,7	65,6	65,8	73,0
ČR	16,4	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,8	29,6	28,9	29,8

Tabulka 14.3: Veřejný dluh/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat



Obr. 14.3: Veřejný dluh/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %)

Pramen: Eurostat

Eurozóna i Maďarsko překračují 60% limit stanovený Maastrichtskými konvergenčními kritérii. Dlouhodobě špatný stav eurozóny je způsoben vysokými dluhy, zejména v Itálii, Belgii, Řecku, ale i Německu, Francii, Rakousku či Portugalsku. Rostoucí maďarský veřejný dluh je způsoben obrovskými veřejnými deficity státního rozpočtu, ale je brzděn růstem HDP. V České republice došlo naštěstí po roce 2004 k zastavení rostoucího trendu veřejného dluhu (pochopitelně pouze relativně vzhledem k HDP, absolutně roste nepřetržitě), přesto vyhlídka pro rok 2009 vzhledem ke krizi není příznivá pro ani jednu z 3 sledovaných oblastí, přesto už

při letmém pohledu na obr. 14.3 lze konstatovat, že v nejkritičtější situaci se nachází právě Maďarsko.

Přes alarmující data prezentovaná v této práci existují i relativně optimističtější přístupy, které rovněž rád zmíním. Jeden z těchto přístupů může být reprezentován Mezinárodním měnovým fondem, který Maďarsku poskytl dotaci 25 mld. eur a jehož jedním z mnoha cílů je podpora finanční stability. V tomto kontextu pokládám za rozumné nazírat následující článek.

15 Perspektiva IMF: Maďarsko uspělo v brzkém návratu k tržnímu financování¹

- krizí zasažené Maďarsko se zaměřilo na obnovu fiskálního finančního zdraví
- zesílená politická moc pomohla posílit sebevědomí
- vláda uspěla v emisi dluhopisů v nominální hodnotě 1 miliardy eur

Maďarská vláda emitovala v červenci dluhopisy v hodnotě 1 mld. eur. Tento krok signalizuje zisk důvěry investorů v maďarskou ekonomiku. Maďarsko, jedna ze zemí, které byly nejvážnějším způsobem zasaženy krizí, dostalo záchranný balíček od IMF a dalších institucí v hodnotě 25 mld. eur. Od té doby zrealizovala vláda mnohá opatření zaměřená na obnovu zdraví ekonomiky. Tento úspěch v emisi obligací poukazuje na úspěšnost učiněných opatření, protože se opět podařilo získat důvěru investorů. „Maďarsko znovu získalo přístup k mezinárodním financím, což je svědectvím toho, že maďarské autority učinily správné kroky k odvrácení důsledků krize“, řekl James Morsink, šéf mise IMF v Maďarsku.

Konfrontace s krizí

Maďarsko bylo jednou z prvních zemí, které byly tvrdě zasaženy globální krizí. Maďarsko začalo mít okamžité potíže s financováním. Problémy spojené s financováním z cizích zdrojů začaly být evidentní. Úrokové míry spojené s vládním dluhem rychle rostly, sekundární trh s vládními cennými papíry zamrzl a primární aukce vládních dluhopisů musely být zastaveny.

¹ Autorem článku publikovaného na webu IMF je Carare (2009) a lze jej nalézt na adrese <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/car073009b.htm>

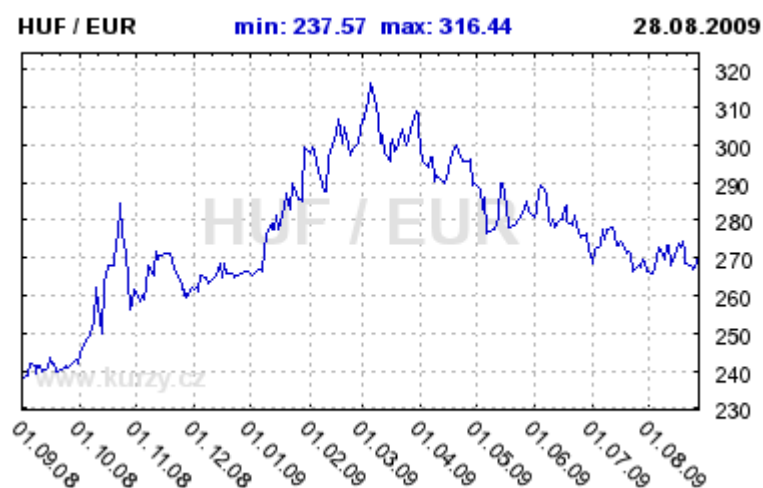
Kurz forintu se rapidně propadl² a swapový trh pro výměnu cizích měn se zastavil. Velké množství bankovních úvěrů bylo denominováno v cizí měně, domácnosti a korporace tratile na depreciaci kurzu forintu.

Politická odpověď

Maďarská vláda se zaměřila do dvou oblastí: fiskální udržitelnosti a finanční stability. Proto se vláda rozhodla snížit své výdaje trvalým způsobem, ale zároveň se politické autority rozhodly poněkud zvýšit fiskální deficit, aby zabránily těžké ekonomické depresi. Očekává se, že v roce 2009 vláda zlepší svou fiskální pozici o 4 procentní body HDP a další 1 procentní bod v roce 2010. To znamená, že v momentě, kdy se ekonomika plně zotaví z krize, navrátí se celkový vládní rozpočet na rovnovážnou úroveň a stane se vyrovnaným.

Maďarská fiskální strategie se zaměřuje na ochranu nízkopříjmových subjektů před dopady krize – např. zachováním nominálních příjmů státních zaměstnanců, nahrazením univerzální podpory v bydlení cílovým schématem zaměřeným více na potřebné, zrušením vyplácení penzí nezpůsobilým a naopak vyplácením podpory pro nejchudší a vytvořením sociálního fondu pro poskytování dočasných úlev osobám aktuálně zasaženým krizí.

² Vývoj kurzu forintu je patrný z následujícího ročního grafu, získaného na webu www.kurzy.cz. Z grafu je čitelný jak obrovský propad, který vrcholil v březnu 2009, tak pozvolné posilování kurzu, které stále pokračuje. Nezdá se však, že by byla tendence k posílení kurzu HUF/EUR až k rekordní hodnotě 237,57 HUF/EUR. Je patrná určitá stabilizace kurzu, budoucnost však zůstává nejistá.



Obr. 15.1: Vývoj kurzu HUF/EUR

Pramen: www.kurzy.cz

Druhou politickou prioritou bylo zajistit finanční stabilitu udržováním dostatečné likvidity a kapitálu v bankovním systému. Jako klíčové okamžité opatření vláda iniciovala navýšení kapitálu a přímé půjčky zahraničních měn bankám bez zahraničních matek. Maďarská národní banka vytvořila swapové facility pro cizoměnové swapy, které vlivem krize zamrzly. V dlouhém období se vláda také zaměřila na posílení bankovního dohledu a vyztužení bankovního systému.

Tyto politiky byly podpořeny finančním balíčkem IMF schváleným koncem roku 2008. Nejvíce peněz bylo vyplaceno mezi listopadem 2008 a březnem 2009, kdy byly finanční problémy způsobené krizí nejmarkantnější.

Znaky zotavení

Země se vyhnula finančnímu kolapsu. Podmínky dluhového financování se zlepšily, takže Maďarsko bylo schopno emitovat dluhopisy v nominální hodnotě 1 mld. eur. Úrokové míry na vládní dluh klesly a aukce proběhly úspěšně. Kurz forintu po pádu na hodnotu 317 HUF/EUR v březnu 2009 je nyní na hodnotě okolo 270 HUF/EUR. A swapový trh na zahraniční kurzy se vrací do normálu, financování maďarských bank od matek zůstalo stabilní.

Ale i když Maďarsko přečkalo finanční katastrofu, stále není mimo nebezpečí. Maďarsko je úzce integrováno v globální ekonomice: **na konci roku 2008 portfoliové investice nerezidentů v maďarských aktivech činily okolo 38% maďarského HDP, více než dvakrát tolik než v jakékoli jiné členské zemi Evropské unie.** Důsledkem je, že maďarské banky budou bedlivě sledovat, komu půjčují. A maďarským exportům – 80% HDP země – se daří špatně vlivem globálního strmého ekonomického poklesu. Proto se v roce 2009 očekává pokles HDP okolo 7% a 1% v roce 2010.

Ale rizika v tomto výhledu jsou obrovská, řekl Morsink. „Maďarsko zůstává zranitelné a citlivé na zhoršení podmínek globálního a regionálního finančního trhu nebo na opětové zhoršení globální ekonomické situace“, zdůraznil.

Proti těmto rizikům by maďarské autority měly pokračovat v implementaci politiky zaměřené na zlepšení fiskální udržitelnosti a posílení finanční stability. Morsink řekl, že nic než toto neposkytne pevný základ pro silnou hospodářskou obnovu země.

Závěr

Předkládaná práce sestává ze tří bloků, přičemž každý osvětluje jinou část tématu vymezeného názvem práce. Skrze různé úhly pohledu na maďarskou ekonomiku bylo smyslem vyhodnotit připravenost Maďarska na zavedení eura.

V první části jsem se snažil vymezit nejpodstatnější teoretická východiska a uvést tak čtenáře do poměrně širokého ekonomického okruhu, který zahrnuje teorii optimální měnové zóny a celkový koncepční rámec Evropské měnové unie a evropské integrace.

Jakákoli země dobrovolně se vzdávající vlastní měny ve prospěch jednotné měny ztrácí kurzový konvergenční kanál a konverguje skrze kanál inflační. Do jaké míry bude inflační kanál „bolestivý“, závisí na aktuální odlišnosti hospodářské úrovně příslušné konvergující ekonomiky a ekonomiky jednotné měnové zóny, v tomto případě eurozóny.

V současné době (tak jako i v minulosti) je možné pozorovat řadu nefunkčních struktur na úrovni Evropské unie i Evropské měnové unie. Mezi nejvýznamnější nedostatky patří nefunkčnost Paktu stability a růstu spočívající v přílišné rigiditě nastavených pravidel a tím pádem jejich nízké životaschopnosti. Problematická je rovněž práce Evropské centrální banky, která stále cíluje peněžní agregáty a její měnová politika proto působí poněkud neprůhledně a nedůvěryhodně.

Maďarsko jsem v první části práce analyzoval v kontextu zmíněných okruhů konvergence a teorie optimální měnové zóny. Došel jsem k těmto závěrům:

- Maďarsko vykazuje nízké hodnoty nominální i reálné konvergence (nižší hodnoty než Česká republika) vůči eurozóně.
- Průběh maďarského hospodářského cyklu v období 2002 – 2007 byl slabě negativně korelován s hospodářským cyklem v eurozóně, což představuje riziko pro Maďarsko vzhledem k jednotné měnové politice.
- Maďarské úrokové sazby značně převyšují průměr eurozóny, což poukazuje na nízkou integraci maďarských finančních trhů s eurozónou.

Tyto závěry indukují pro Maďarsko v případě jeho potenciálního zavedení eura riziko vysoké inflace vzhledem k nízké úrovni konvergence, šoky maďarskému hospodářství vzhledem k nesladěnosti maďarského hospodářského cyklu s cyklem eurozóny, na druhé straně je pravděpodobné, že přijetí eura by Maďarsku umožnilo urychlit proces snižování úrokových sazeb.

Ve druhé části jsem se úzce zabýval Maďarskou národní bankou. Hlavní pozornost jsem zde věnoval specifikám maďarského transmisního mechanismu a možným komplikacím, ke kterým by mohlo docházet v souvislosti se zavedením eura. Dospěl jsem k závěru, že klíčové problémy v souvislosti s měnovou politikou Maďarské národní banky jsou následující:

- Maďarsko nemá k dispozici dostatečný počet kanálů transmisního mechanismu, jediným prokazatelně funkčním kanálem je kanál měnového kurzu.
- V mnoha ohledech je maďarský transmisní mechanismus odlišný od evropského, od přijetí eura a ztráty autonomní měnové politiky lze z tohoto důvodu očekávat asymetrické šoky maďarskému hospodářství.
- Byly pozorovány vysoké naměřené hodnoty indexu spotřebních cen, proto lze také pochybovat o účinnosti maďarské měnové politiky a důvěryhodnosti Maďarské národní banky.

V závěrečném bloku informuji o maďarské ekonomice z pohledu klíčových makroukazatelů národního hospodářství a vládní finanční statistiky. Podstatné poznatky shrnuji do těchto bodů:

- Maďarsko vykazuje všechny znaky otevřené, tranzitivní ekonomiky, silně závislé na vývoji mezinárodní situace.
- Hlavní problém spatřuji v oblasti veřejných financí, kde se Maďarsko dlouhodobě potýká jak s vysokou výší veřejného dluhu, tak s obrovskými kumulativními schodky veřejných rozpočtů.
- Nestabilita je silně patrná na volatilitě kurzu maďarského forintu a tato celková nestabilita je příčinou, která determinuje, proč Maďarsko zasáhla globální krize nejvíce a nejrychleji ze všech tranzitivních ekonomik.

Na základě své analýzy jsem dospěl k jednoznačnému závěru, že Maďarsko sice může euro přijmout, bude to však znamenat bolestivý inflační proces pravděpodobně spojený s četnými šoky pro tuto ekonomiku. Je jasné, že z dlouhodobého hlediska nemá tak jako Česká republika Maďarsko šanci přijetí eura vzdorovat, ponechá – li si však alespoň ještě několik let svou tuzemskou měnu forint, má minimálně vyhlídku na přijatelnou výši inflace, přirozenější konvergenční proces a možnost využívat k makroekonomické stabilizaci fiskální i monetární kanál, který v Maďarsku stojí právě téměř výhradně na kanálu měnového kurzu.

Seznam literatury

Baldwin, R.: In or out: does it make a difference?; an evidence based analysis of the trade effects of the euro, CEPR, 2006

Carare, A.: Hungary Succeeds in Early Return to Market Financing, IMF Survey Magazine, August 2009

Durčáková, J., Mandel, M.: Mezinárodní finance, Management Press, Praha, 2007

Holman, R.: Makroekonomie, středně pokročilý kurz, CH Beck, Praha, 2004

Kodera, J.: Měnová analýza, Aspi, Praha, 2007

Koderová, J., Sojka, M., Havel, J.: Teorie peněz, Aspi, Praha, 2008

Mandel, M., Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management Press, Praha, 2008,

Mundell, R. A.: Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 1961, No. 3

Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., Dvořák, P., Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press, Praha, 2005

Šmídková, K.: Transmisní mechanismus měnové politiky na počátku 3. Tisíciletí, Finance a úvěr No. 5, 2002.

Vonnák, B.: The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, April 2007

Wyplosz, C.: European monetary union; the dark sides of a major success, Economic Policy , No. 46, 2006

Internetové zdroje

Česká národní banka – měnověpolitické nástroje

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

Česká národní banka – aktuální inflační prognóza

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

Česká národní banka – nový strukturální model g3

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_II/boxy_a_prilohy/zoi_2008_II_box_2.html

Maďarská národní banka <http://english.mnb.hu/Engine.aspx>

Maďarská národní banka – měnověpolitické nástroje

http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=mnben_jegybanki_eszkoztar

Maďarská národní banka – historie

http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_1_jegybankrol&ContentID=2326

Maďarská národní banka – dvoutýdenní základní úroková sazba

http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=mnben_kethetesbetet

Maďarská národní banka – cenová stabilita

http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_monetarispolitika&ContentID=7166

Maďarská národní banka – inflační cílování

http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_monpol_rendszere&ContentID=3027

Maďarská národní banka – kurzový režim

http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_monpol_rendszere&ContentID=3032

Eurostat – HDP v běžných cenách

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00001&plugin=1>

Eurostat – HDP na obyvatele podle standardu PPP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb010&plugin=1>

Eurostat – růst reálného HDP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb020&plugin=1>

Eurostat – produktivita práce na 1 obyvatele podle standardu PPP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb030&plugin=1>

Eurostat – produktivita práce na 1 odpracovanou hodinu podle standardu PPP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb040&plugin=1>

Eurostat – zboží a služby, importy a exporty v běžných cenách

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00110&plugin=1>

Eurostat – hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00015&plugin=1>

Eurostat – daně na produkci a dovozy v procentech HDP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00020&plugin=1>

Eurostat – veřejná bilance v procentech HDP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

Eurostat – veřejný dluh v procentech HDP

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

Mezinárodní měnový fond <http://www.imf.org>

Kurzy <http://www.kurzy.cz/>

Vývoj kurzu HUF/EUR

<http://www.kurzy.cz/kurzy-men/kurzy.asp?A=G&m1=HUF&m2=EUR&T=0&V=2&od=26.10.2008&do=26.10.2009>

Seznam tabulek a obrázků

Obr. 1.1: Stav reálné a nominální konvergence v roce 2006.....	16
Tabulka 1.1: Korelační koeficienty temp růstu reálného HDP vybraných zemí a eurozóny...	19
Tabulka 1.2: Korelační koeficienty mezery produkce od potenciálu ve vybraných zemích a eurozóny.....	20
Tabulka 1.3: Vývoj tříměsíčních úrokových diferencíálů vybraných zemí vůči eurozóně na bázi tříměsíčních úrokových sazeb peněžního trhu.....	23
Tabulka 1.4: Vývoj korelačních koeficientů měn vybraných zemí vůči americkému dolaru...	23
Tabulka 1.5: Rozdíly v tempech růstu cen v jednotlivých členských státech měnové unie...	24
Tabulka 1.6: Hodnoty koeficientů ERDI národních měn proti euru za období 1995 – 2006...	25
Obr. 1.2: Průměrné roční tempo růstu v eurozóně a zemích OECD.....	26
Obr. 2.1: Úsilí rozpočtové stabilizace: před a po euru, eurozóna vs. výběr OECD.....	29
Obr. 3.1: Roční míry inflace měřené indexem CPI ve vybraných zemích.....	31
Obr. 3.2: Míry růstu peněžního agregátu M3 Bundesbanky a ECB.....	32
Obr. 3.3: Inflační cíle zemí OECD.....	33
Obr. 4.1: Obchodní kolapsy ve střední a východní Evropě.....	35
Obr. 7.1: Inflační prognóza při zohlednění nejistoty.....	39
Tabulka 7.1: Vývoj inflačních cílů v Maďarsku.....	40
Obr. 8.1: Vývoj inflace vs. inflační cíl v Maďarsku.....	41
Obr. 10.1: Reakce CPI na neočekávané zvýšení úrokových sazeb.....	44
Obr. 11.1: Vývoj úrokových sazeb v Maďarsku.....	47
Obr. 11.2: Bohatství domácností vyjádřené jako podíl na HDP.....	51
Obr. 12.1: Reakce cen tradables a non-tradables na neočekávané zvýšení úrokových sazeb...	56

Obr. 12.2: Reakce zaměstnanosti a soukromých mezd na neočekávané zvýšení úrokových sazeb.....	57
Tabulka 13.1: reálné tempo růstu Maďarska a eurozóny (v %).....	59
Obrázek 13.1: reálné tempo růstu eurozóny a Maďarska (v %).....	59
Tabulka 13.2: HDP p.c. (PPP) v eurozóně a Maďarsku.....	60
Obr. 13.2: HDP p.c. (PPP) v eurozóně a Maďarsku.....	61
Tabulka 13.3: produktivita práce (PPP) na jednoho zaměstnance v eurozóně a Maďarsku...	61
Obr. 13.3: produktivita práce (PPP) na jednoho zaměstnance v eurozóně a Maďarsku.....	62
Tabulka 13.4: Produktivita práce (PPP) na 1 odpracovanou hodinu v eurozóně, Maďarsku, Lucembursku a České republice.....	63
Obr. 13.4: Produktivita práce (PPP) na 1 odpracovanou hodinu v eurozóně, Maďarsku, Lucembursku a České republice.....	63
Tabulka 13.5: (export + import)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	64
Obr. 13.5: (export + import)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	65
Tabulka 13.6: (hrubý provozní přebytek + smíšený důchod)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	66
Obr. 13.6: (hrubý provozní přebytek + smíšený důchod)/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR...	67
Tabulka 14.1: Daně na produkci a dovozy/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	68
Obr.14.1: Daně na produkci a dovozy/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	68
Tabulka 14.2: Veřejná bilance/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	69
Obr. 14.2: Veřejná bilance/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	70
Tabulka 14.3: Veřejný dluh/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	71
Obr. 14.3: Veřejný dluh/HDP v eurozóně, Maďarsku a ČR (v %).....	71
Obr. 15.1: Vývoj kurzu HUF/EUR.....	73

Seznam použitých zkratek

BUBOR	Maďarská mezibankovní výpůjční úroková sazba
BUX	Budapešťský akciový index
CB	Centrální banka
CPI	Index spotřebitelských cen
CPL	Comparative price level = Komparativní (srovnatelná) cenová hladina = Poměr mezi měnovým kurzem odvozeným podle absolutní verze teorie parity kupní síly a tržním měnovým kurzem = $(P_d/P_f)/ER = 1/ERDI$
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
ECU	Evropská měnová jednotka
EDP	The Excessive Deficit Procedure = Řízení nadměrného fiskálního deficitu (součást Maastrichtské smlouvy)
EMI	Evropský měnový institut (předchůdce dnešní ECB)
EMU	Evropská měnová unie
ERDI	Exchange rate deviation index = Poměr mezi tržním měnovým kurzem a měnovým kurzem odvozeným podle absolutní verze teorie parity kupní síly = $ER \cdot P_f/P_d = 1/CPL$
ERM	Evropský mechanismus měnových kurzů
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EX	Export, vývoz
FED	Federální rezervní systém
HDP	Hrubý domácí produkt

HICP	Harmonizovaný index spotřebitelských cen
HUF	Maďarský forint
IM	Import, dovoz
IMF	Mezinárodní měnový fond
I_{TT}	Index zahraničních směnných relací
MNB	Maďarská národní banka
NÚP	Nekrytá úroková parita
OCA	Optimální měnová zóna
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
O/N sazba	Sazba, za kterou komerční banky ukládají přes noc přebytečnou likviditu u CB, nebo si naopak u CB chybějící likviditu půjčují (liší se O/N sazba bid a ask)
PPP	Parita kupní síly, ve své absolutní verzi daná jako poměr domácí a zahraniční cenové hladiny = P_d/P_f
SGP	Pakt stability a růstu
SVAR model	Strukturální vektorový autoregresní model
TT	Zahraniční směnné relace
T – bill sazba	Tříměsíční sazba peněžního trhu
VAR model	Vektorový autoregresní model