Stati

EVROPSKÁ MĚNOVÁ UNIE A RIZIKA PRO REÁLNOU KONVERGENCI

Kamil JANÁČEK, Komerční banka, a.s., Stanislava JANÁČKOVÁ, Kancelář prezidenta republiky, Praha

Po vstupu České republiky do Evropské unie 1. 5. 2004 nepochybně ožijí diskuse o dalším našem závazku, a to přistoupení do Evropské měnové unie – EMU (vstupu do eurozóny). Přistoupení ČR k eurozóně navazuje dle evropské legislativy na vstup země do EU. ČR musí splňovat maastrichtská konvergenční kritéria[1)] dříve než požádá o vstup do eurozóny. Na rozdíl od Velké Británie a Dánska v případě nových členských zemí neexistuje tzv. „opt-out" doložka (výjimka), což znamená, že ČR již nemůže vstup do eurozóny jednostranně odmítnout. Smlouva o přistoupení k EU pouze neurčuje, kdy má vstup proběhnout.

Neexistence „opt-out" doložky pro nové členské země nutně neznamená, že eurozóna sama bude mít zájem na svém rychlém rozšíření. Od doby, kdy se o udělení či neudělení výjimky z členství v eurozóně kandidátským zemím diskutovalo, se v Evropské unii mnohé změnilo. Navíc existují již prvé zkušenosti s fungováním eurozóny jako klubu 12 zemí – zkušenosti, které příliš nehovoří pro rychlé přijímání dalších členů.

Diskuse o tom, v jakém časovém horizontu vstoupit do EMU, je velmi významná pro českou ekonomiku, která dohání vyspělejší země EU, podstupuje zásadní strukturální změny a zároveň se adaptuje na často značně komplikované podmínky, plynoucí z evropské legislativy („acquis communnautaire").

1. Je eurozóna optimální měnovou zónou?

Evropská měnová unie byla implementována ve třech etapách na základě Maastrichtské smlouvy. Nejdůležitější etapou byla třetí, ve které došlo od roku 1999 v jedenácti (později dvanácti) členských státech EMU k zavedení bezhotovostního oběhu měny euro a k počátku fungování jednotné měnové politiky Evropské centrální banky (ECB). Proces měnové integrace byl završen zavedením eura do hotovostního oběhu v lednu roku 2002.

Podmínkou pro vytvoření jednotné měny je – z pohledu ekonomické teorie – to, aby tento prostor splňoval podmínky optimální měnové zóny (OCA). Těmito podmínkami jsou:

– mobilita (či spíše vysoký stupeň mobility) práce, zboží, kapitálu a služeb;
– vysoký stupeň synchronizace hospodářského cyklu členských zemí;

1) Jsou to: kritérium cenové stability, kritérium dlouhodobých úrokových sazeb, kritérium deficitu veřejných financí, kritérium veřejného dluhu a kurzové konvergenční kritérium (tzn. minimální dvouletá účast v mechanismu ERM II.).

– symetrie exogenních šoků, resp. reakce na ně;

– existence dostatečně silného vyvažujícího fiskálního mechanismu (resp. společné fiskální politiky) (viz Mundell, 1961; Horvath, 2003).

Jak píše Bofinger, „teorie optimálních měnových zón je téměř všeobecně přijímána jako hlavní kritérium výhod EMU a jako teoretická základna všech empirických testů v této oblasti“ (1994, s.). Splňuje EMU ve své dnešní podobě výše uvedená kritéria teorie OCA:

– jednotný trh Evropské unie dnes umožňuje volný pohyb zboží. Pokud jde o volný pohyb služeb, existují prozatím velmi silné bariéry, které EU začala odstraňovat (postupně, pomalu a s velkými obtížemi) u finančních služeb, telekomunikací (a energií). Složité podmínky národního licencování znesnadňují (či znemožňují) volný přeshraniční pohyb u mnoha služeb (právní služby, marketingové, realitní, služby architektů atd);

– volný pohyb pracovních sil je také reglementován a stupeň reglementace se ještě zvýší po vstupu nových členů 1. 5. 2004;

– jednotná měnová politika nemá oporu v jednotné fiskální politice: fiskální politika je v pravomoci jednotlivých členských zemí EMU. Pakt stability a růstu, který definoval určité mantinely pro národní fiskální politiky, dočasně zkolaboval v listopadu 2003 poté, kdy jeho pravidla více let porušovaly dvě největší (a zakládající) země EU: Německo a Francie.

Pokud jde o synchronizaci cyklu a reakci na asymetrické šoky, dává částečnou odpověďnejnovější studie Evropské centrální banky, zabývající se příčinami inflačních diferenciálů v eurozóně (viz Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications. European Central Bank, Frankfurt, September 2003). Podle této studie se od zavedení jednotné měny v roce 1999 inflační diferenciály mezi členskými zeměmi eurozóny nesnížily, naopak během roku 2000 mírně vzrostly a od té doby se udržují zhruba stabilní. Problém však ECB vidí spíše v jejich persistenci u jednotlivých zemí: vytvořila se skupina zemí s trvale kladnými inflačními diferenciály proti průměru eurozóny (Řecko, Španělsko, Irsko, Nizozemsko a Portugalsko) a proti nim stojí další skupina, která měla inflaci trvale nižší než průměr (Německo, Francie, Rakousko). Země s nejvyšší inflací měly zároveň nejrychlejší růst HDP a největší pozitivní „mezeru outputu“ a naopak (viz tabulka 1 a 2), což naznačuje, že o synchronizaci cyklu se v eurozóně ještě zdaleka nedá hovořit. Různá míra otevřenosti jednotlivých ekonomik eurozóny také vedla k jejich různé citlivosti na vnější šoky (zatímco rozdílný stupeň konkurenčnosti domácího prostředí vysvětluje jejich různou reakci na symetrické šoky v rámci eurozóny). K inflačním diferenciálům však přispěly i dlouhodobě působící faktory: zejména u Řecka, Irska a Portugalska hrála roli konvergence cenových hladin a ekonomických úrovní, spojená s Balassovým-Samuelsonovým efektem. Studie vede k závěru, že „vzhledem k heterogenitě národních ekonomických struktur a jejich různé citlivosti na asymetrické šoky je pravděpodobné, že rozdíly v mírách inflace budou v budoucnu přetrvávat“ (Inflation… 2003, s. 9).

Tabulka 1
Inflace ve vybraných zemích eurozóny (v %)

	1999	2000	2001	2002	2003[1)]
Eurozóna	1,1	2,3	2,3	2,3	(2,1)
SRN	0,7	2,1	1,9	1,3	(1,0)
Francie	0,6	1,8	1,8	1,9	(2,1)
Itálie	1,7	2,6	2,3	2,6	(2,8)

Španělsko	2,2	3,5	2,8	3,6	(3,1)
Portugalsko	2,2	2,8	4,4	3,7	(3,2)
Irsko	2,5	5,3	4,0	4,7	(4,0)
Finsko	1,3	2,9	2,7	2,0	(1,3)
Rakousko	0,5	2,0	2,3	1,7	(1,2)
Nizozemsko	2,0	2,3	5,1	3,9	(2,3)

1) Předpověď
Pramen: IMF, Deutsche Bank Research.

Dosavadní podoba Evropské měnové unie má tedy značně daleko ke splnění parametrů optimální měnové zóny. Úvahy tohoto typu ostatně ani nehrály při jejím založení roli. Koncem 80. a v 90. letech minulého století „hnací silou evropského měnového sjednocování je a vždy byla výlučně politická, nikoli ekonomická motivace… Euro bylo vždy považováno za užitečný nástroj pro vytvoření Evropské politické unie“ (Klaus, 2003). To ostatně potvrzují i čelní představitelé EU. Prezident Evropské komise Romano Prodi prohlásil: „Zavedení eura vůbec není ekonomickým krokem. Je to zcela politický krok… Historickým významem eura je vytvořit ve světě bipolární ekonomiku“ (2002).

Tabulka 2
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny (v %)

	1999	2000	2001	2002	2003[1)]
Eurozóna	2,5	3,4	1,6	0,9	(0,4)
SRN	1,6	3,1	0,8	0,2	(0,0)
Francie	3,0	3,1	2,1	1,2	(0,1)
Itálie	1,4	2,8	1,7	0,4	(0,4)
Španělsko	4,0	4,0	2,9	2,0	(2,4)
Portugalsko	3,0	2,8	1,7	0,4	(-0,5)
Irsko	9,8	10,5	6,2	6,9	(2,5)
Finsko	4,2	5,4	1,2	2,2	(1,1)
Rakousko	2,5	3,4	0,7	1,0	(0,6)
Nizozemsko	3,9	3,9	1,3	0,2	(-0,5)

1) Předpověď
Pramen: IMF, Deutsche Bank Research.

Společná měna tudíž po pěti letech své existence nemohla splnit optimistická očekávání o rychlejším ekonomickém růstu. Naopak, společná měnová politika pro tuto heterogenní skupinu zemí představovala zatím spíše náklad než přínos. A to je nutno zdůraznit, že 12 členů EMU tvoří sice heterogenní země, ale přece jen země s přibližně stejnou ekonomickou úrovní. To ovšem vůbec neplatí pro nové členy EU, kteří mají do EMU vstupovat: průměrná ekonomická úroveň přistupujících zemí činila v roce 2002 pouze 47 % průměru EU (viz Eurostat…, 2003).[2)]

2) Propočteno v paritě kupní síly.

Závěrem je vhodné poznamenat, že literatura uvádí, že v USA trvalo 150 let než byla vytvořena homogenní měnová unie, tzn. než její výhody začaly převažovat nad jejími náklady (nevýhodami). S vysokou pravděpodobností v dnešním globalizovaném světě to EMU nebude trvat tak dlouho, nicméně tato doba homogenizace bude určitě delší než jedno desetiletí.

2. Oficiální stanoviska nových členských zemí

Jak je uvedeno výše, nové členské země musí vstoupit do EMU, ale smlouvy o přistoupení neurčují datum jejich vstupu. Zároveň je od nich požadováno, aby ve fiskální politice plnily závazky Paktu stability a růstu; nicméně neplnění parametrů paktu nemá pro ně (prozatím) důsledky v podobě sankcí.

Postoj středoevropských nových členských zemí (Polsko, Maďarsko, Slovensko, Česká republika) prošel určitými modifikacemi. V druhé polovině minulého desetiletí zejména Polsko a Maďarsko se vyslovovalo pro pokud možno okamžitý vstup do EMU po vstupu do EU. Někteří polští ekonomové (dokonce i vládní) vážně uvažovali o myšlence jednostranného přijetí eura bez plnění kritérií nominální konvergence a setrvání v ERM II po nezbytné dva roky. Teprve striktní postoj ECB a komise EU proti návrhům na jednostranné přijetí eura tyto návrhy zabrzdil. Slovensko se v této době nevyslovovalo k načasování vstupu do EMU, neboť nebylo ještě rozhodnuto, zda bude v „první vlně" přistoupivších států. Postupně se Slovensko přidalo k Polsku a Maďarsku a jeho oficiální stanovisko je též „co nejdříve do EMU".

Oficiální postoj centrálních bank Polska, Maďarska a Slovenska ohledně brzkého vstupu do EMU má jeden nezanedbatelný vnitropolitický rozměr: slouží jako nástroj nátlaku centrálních bank na vlády, aby realizovaly strukturální reformy a snižovaly tak velké deficity veřejných financí. Cílem by mělo být splnění maastrichtských kritérií v letech 2006 (Slovensko) či 2007 (Polsko, Maďarsko) a vstup do EMU v roce 2008. Nejpregnantněji tuto pozici vyjádřil Leszek Balcerowicz, guvernér Polské národní banky: „Stanovit si jako cíl co nejbližší datum vstupu do EMU je pro přistupující země tou nejlepší strategií" (2003).

Oficiální pozice České republiky nebyla dlouho známa, nebereme-li v úvahu obecné výroky některých politiků. V bankovní radě ČNB se vytvořily dvě názorové skupiny: jedna zastávající urychlený vstup do EMU, druhá propagující zdrženlivější stanovisko (blíže viz Dědek, 2003). Diskuse tak v ČR probíhala po několik let spíše na odborné, akademické úrovni.

Teprve po dokončení přístupových jednání a podepsání smlouvy o přistoupení k EU akcelerovala jednání mezi vládou, resp. Ministerstvem financí ČR a Českou národní bankou, které vyústilo 30. září 2003 v přijetí společného dokumentu vlády ČR a ČNB „Strategie přistoupení České republiky k eurozóně". V materiálu se konstatuje, že „za předpokladu plnění maastrichtských kritérií včetně úspěšné konsolidace veřejných financí, dosažení dostatečného stupně reálné konvergence a přiměřeného postupu strukturálních reforem zajišťujících dostatečnou ekonomickou sladěnost se zeměmi EU lze očekávat přistoupení k eurozóně v horizontu let 2009 – 2010" (Strategie…, 2003, s. 7).

Česká republika tak ve spektru středoevropských nových členských zemí zastává zdrženlivější a realističtější stanovisko, pokud jde o datum možného vstupu. Strategie zvažuje přínosy a možná rizika vstupu do eurozóny a zabývá se zejména problémem fiskální konsolidace jako nezbytné podmínky přijetí jednotné měny euro.

3. Proč spěchat se vstupem?

Zastánci rychlého vstupu ČR do Evropské měnové unie argumentují následujícími výhodami tohoto postupu:

– dojde k završení integračního procesu a ČR se bude moci podílet na utváření a implementaci společné měnové politiky EMU;

– sníží se riziko měnových krizí a turbulencí;

– z eliminace kurzového rizika budou profitovat české podniky, obchodující se zeměmi eurozóny;

– klesnou transakční náklady;

– česká ekonomika by měla profitovat z nižších úrokových sazeb eurozóny (byť tento faktor vzhledem k vývoji v poslední době ztrácí na významu).

Argument, že nutnost plnit ustanovení Paktu stability a růstu povede k disciplinovanosti v oblasti rozpočtové politiky, byl posledním vývojem poněkud oslaben. I když pravděpodobně ne zcela, neboť krize paktu stability ukázala, že zatímco malé země (Portugalsko, Irsko) byly nuceny striktně Pakt dodržovat, velkým (Francie, Německo) dlouhodobé nedodržování jeho kritérií je tolerováno. Též v klubu zvaném EU jsou země sobě rovné a ještě rovnější.

Nejvážnějším argumentem zastánců rychlého vstupu do eurozóny zůstává omezení rizika měnových krizí. Česká ekonomika již zažila v r. 1977 měnovou krizi nebo turbulenci. Můžeme nicméně diskutovat o tom, zda pro ekonomiku byla škodlivější sama tato krize nebo cesty, jakými byla řešena (viz dále). Vstup do eurozóny by riziko měnových krizí pro dnešní kandidátské země omezil na případy, kdy by měnová krize postihla samotné euro, což je méně pravděpodobné. Nebezpečí prudkých zvratů kapitálových toků s potenciálními destabilizujícími účinky by pro českou ekonomiku přetrvávalo, ale nemohlo by již mít extrémní vyústění do podoby krize české měny.

K výraznému omezení nebezpečí měnové krize by nicméně měl stačit již samotný vstup do EU, od kterého se všeobecně očekává růst důvěryhodnosti české ekonomiky pro investory. Navíc, právě příprava na vstup do eurozóny – členství v kurzovém mechanismu ERM II – může na českou ekonomiku novou měnovou turbulenci přivolat. Znovuzavedení hranic fluktuačního pásma spolu s povinností intervenovat proti jejich překročení vytvoří opět příznivé podmínky pro případný spekulativní útok. Vědomí tohoto nebezpečí je ostatně též důvodem, proč se ČNB brání setrvávat v ERM II déle než maastrichtské podmínky vyžadují.

Rychlý vstup do eurozóny má také nemalá rizika, která s vysokou pravděpodobností v nejbližším období značně převáží uváděné výhody. Jak bylo uvedeno výše, Evropskou měnovou unii tvoří 12 ne zcela identických zemí, které jsou na víceméně podobné ekonomické úrovni. Nově přistupující země EU včetně ČR se však nacházejí na rozdílném stupni ekonomického rozvoje. V této situaci vzdávat se předčasně výhod samostatné měnové politiky (tzn. možnosti určovat úrokové míry) a kurzové flexibility je nevýhodné a potenciálně podvazující dlouhodobý růst. Nové členské země EU potřebují disponovat maximem flexibility pro udržení rychlého ekonomického růstu a dohánění „starých" členů EU.

Ekonomická úroveň České republiky (HDP na hlavu v paritě kupní síly) činila v roce 2002 pouze 62 % průměru EU; u Maďarska to bylo 53 %, u Slovenska 47 %, u Polska 41 % (viz Eurostat…, 2003). Jejich proces dohánění až dosud – v období transformace, prudkých strukturálních změn a snahy absorbovat legislativu EU – neprobíhal příliš příznivě. Mezi rokem 1999 a 2002 se průměrná ekonomická úroveň 10 přistupujících zemí zvýšila ze 45 % průměru EU na 47 %. Po absorbci změn spojených se vstupem do EU by se proces dohánění teoreticky mohl urychlit. Vyžadovalo by to ovšem dosáhnout většího předstihu v růstu produktivity, což se –

mimo jiné předpoklady – neobejde bez poskytnutí většího prostoru pro reálnou apreciaci měny. Reálná apreciace, ať už probíhá cestou většího inflačního diferenciálu nebo nominálního zhodnocení měny, je však v rozporu s plněním maastrichtských kritérií a členstvím v systému ERM. Koliduje tedy s přípravou na vstup do EMU, k níž se všechny tyto země zavázaly. Také po vstupu do měnové unie by pro reálnou apreciaci existoval jen omezený prostor – tím spíše, že by pak už mohla probíhat jen cestou inflačních diferenciálů (blíže viz Janáčková, 2002). Předčasné směřování k cílům předepsaným maastrichtskými kritérii se v některých kandidátských zemích již podílelo (a podílí) na zužování prostoru pro růst produktivity, a tedy na pomalém růstu ekonomické úrovně. Snaha o rychlý vstup do EMU se z těchto hledisek jeví jako spíše kontraproduktivní.

4. Ztráta samostatné měnové politiky

Náklady, spojené se ztrátou samostatné měnové politiky, lze posuzovat z řady hledisek. Standardním hlediskem jsou kritéria optimální měnové oblasti. Studie pokoušející se analyzovat, nakolik by nové země tvořily se stávajícími členy eurozóny optimální měnovou oblast, dávají dosti rozporuplné výsledky. Existují názory, že úvahy tohoto typu nejsou příliš relevantní: ani dosavadní členové eurozóny netvoří optimální měnovou oblast, nicméně lze doufat, že k ní budou postupně směřovat. Proč se tedy obávat o nové členy? Uveďme však závěry alespoň jedné aktuální studie, provedené na půdě Evropské centrální banky pro středoevropské přistupující ekonomiky (viz Süppel, 2003). Tyto ekonomiky za prvé, v průměru rostou rychleji než stávající země EU, což je dáno doháněním a je třeba počítat s tím, že jejich rychlejší růst potrvá po několik desetiletí. Za druhé, tyto ekonomiky mají sklon k větším cyklickým výkyvům, což souvisí mimo jiné s vyššími podíly investic na jejich HDP – investiční výdaje vykazují zpravidla cykličtější vývoj než ostatní složky agregátní poptávky. Třetím poznatkem studie je, že tyto ekonomiky jsou a budou s vyšší pravděpodobností vystaveny asymetrickým šokům.

To vše ukazuje na vysoké potenciální náklady rychlého vstupu do eurozóny. Větší cyklické výkyvy vyžadují variabilnější měnové podmínky oproti eurozóně – a reakce na asymetrické šoky mohou dokonce vyžadovat, aby se oficiální úrokové sazby měnily v opačném směru než sazby eurozóny.

Je jasné, že společná měnová politika ECB nebude moci brát na takovéto potřeby dohánějících zemí zřetel. Mezi stávajícími zeměmi eurozóny může alespoň teoreticky působit náhradní vyrovnávací mechanismus asynchronního cyklu v podobě volného pohybu pracovních sil. Novým členům však stávajících 15 zemí EU tuto jednu ze svých fundamentálních svobod zatím odpírá či omezuje. Noví členové by proto vůbec neměli uvažovat o vstupu do eurozóny, ani do ERM II, dokud právo volného pohybu pracovních sil nezískají v plném rozsahu (při uvažovaném sedmiletém omezení tedy ne před rokem 2011). Již vstup do ERM II by je totiž nutil úzce přizpůsobovat svou měnovou politiku politice ECB.

Také pro urychlení procesu dohánění se společná měnová politika může ukázat jako příliš restriktivní. Většina analytiků má ovšem spíše opačný názor – obávají se, že by politika ECB byla pro nové členy eurozóny příliš permisivní a tedy neefektivní v krocení jejich domácí inflace. Odpověď na tento rozpor trochu paradoxně zní, že politika ECB by byla poloefektivní: pro určitý typ inflace by byla efektivní málo, pro jiný až příliš.

Přestavme si situaci po rozšíření eurozóny, kdy noví členové vykazují sklon k značně vyšší než 2 % inflaci. Nejsou přitom sami – sklon k inflaci převyšující 2 % vykazují i země s tradičně kladným inflačním diferenciálem jako Irsko, Řecko, Španělsko a Portugalsko. ECB se bude snažit tuto vyšší inflaci brzdit, aby udržela průměrnou inflaci eurozóny pod 2 %. Společné oficiální úrokové sazby

nebudou schopny zcela odstranit inflační diferenciál nových členů a dalších zemí, nicméně dokáží ho snížit. Společná měnová politika bude poloefektivní: nebude zcela účinná, ale ani zcela bezzubá.

Samostatná měnová politika jednotlivých zemí by mohla diferencovat mezi příčinami vyšší inflace. Mohla by účinněji než společná politika brzdit tu inflaci, která ekonomiku ohrožuje, tedy inflaci způsobenou příliš rychlým růstem mezd, fiskální expanzí, poptávkovým boomem či nepříznivým vývojem nákladových faktorů. Vůči takto vzniklé vyšší inflaci bude ECB příliš slabá (jen poloefektivní), společné oficiální úrokové sazby budou příliš nízké s nepříznivými důsledky pro ekonomiku.

Inflační diferenciál nových zemí však může být v budoucnu vyvoláván rychlejším růstem produktivity oproti průměru EU, tedy růstem jejich relativní ekonomické úrovně a relativní cenové hladiny. Tento inflační diferenciál by plynul nejen z často citovaného Balassova-Samuelsonova efektu, ale i z dalších procesů, souvisejících s doháněním. Proti takovému inflačnímu diferenciálu nemá smysl bojovat – bylo by to naopak kontraproduktivní. Tato inflace by se vyznačovala specifickými rysy, byla by vyšší v neobchodovatelném sektoru než v obchodovatelném. Obsahovala by také vyšší podíl tzv. fiktivní inflace než v doháněných zemích: máme-li dohánět v kvalitě a technické úrovni, musí být růst kvality u nás vyšší než průměrný. (Fiktivní inflace plyne z nedokonalosti cenových indexů, které zobrazují část růstu kvality jako zdánlivý růst cen.)

Samostatná měnová politika by tomuto neškodnému typu vyšší inflace mohla a měla poskytnout volnou cestu. Na tom nic nemění fakt, že to měnová politika kandidátských zemí až dosud příliš nedělala – spíše se zaměřovala na předčasné plnění Maastrichtských kritérií pro inflaci. Společná politika ovšem takto diferencovat nemůže – bude muset zasahovat i v této situaci. Bude tím brzdit i produktivitu v ČR a naše dohánění, sice jen poloefektivně, ale brzdit bude. Zároveň bude zcela zbytečně tlačit země s tradičně nižší než průměrnou inflací (země typu Německa, Francie a Rakouska) směrem k deflačním situacím.

Měnová politika typu „jedna velikost pro všechny" může škodit všem – svou poloefektivností a svou neschopností diferencovat mezi příčinami inflačních diferenciálů jednotlivých zemí. Projevuje se to již v současné eurozóně 12 členů. Viděli jsme, jak se Německo dostalo v roce 2003 na pokraj deflace a přitom průměrná inflace v eurozóně setrvávala nad 2 %. Vstup skupiny zemí s výrazně nižší relativní ekonomickou úrovní by tento problém ještě vyostřil, a to i přesto, že jejich váha v celkovém harmonizovaném cenovém indexu eurozóny by byla malá. Země s trvale kladnými inflačními diferenciály by mohly být obviňovány z problémů zemí, tlačených k deflaci. Řešením by mohla být modifikace cíle ECB (cílování vyšší než 2 % inflace). To se však jeví být v rozporu s ambicemi udržet euro jako pevnou měnu, která má dlouhodobě ve světové ekonomice konkurovat dolaru ve všech jeho funkcích včetně funkce rezervní měny.

Problematické je i tvrzení, že vstup do eurozóny přinese dohánějícím zemím výhodu v podobě nižších reálných úrokových sazeb. Např. pro českou ekonomiku lze tento argument v současné době těžko považovat za relevantní. I když budeme počítat s většími inflačními diferenciály po vstupu do eurozóny, nemusí být pravdou, že naše reálné úrokové sazby budou díky jednotné oficiální sazbě ECB nižší než kdybychom zůstali vně eurozóny. Na celý problém je nutno nahlížet strukturovaně. Ze specifického charakteru inflace v dohánějící ekonomice plyne, že reálné úrokové sazby po přijetí eura budou v těchto zemích jinak působit na domácnosti a jinak na firmy, jinak na úspory a jinak na investice, jinak v neobchodovatelném sektoru a jinak ve výrobě obchodovatelného zboží.

Podle jednoduchého kritéria vykázané (případně očekávané) CPI inflace se orientují pouze **domácnosti,** nikoli firmy. Domácnosti, pokud o reálných sazbách vůbec uvažují, je počítají skutečně pouhým odečtením CPI inflace od nominálních úrokových sazeb z depozit (úspor) a ze spotřebitelských úvěrů.

Firmy inflace vyjádřená v CPI zajímá jen v tom směru, jak se zprostředkovaně promítá do růstu mezd. Jinak je pro ně – vedle dovozních cen – rozhodující míra inflace vyjádřená v PPI, tedy v cenách, za které nakupují a prodávají. PPI inflace ovšem bude při předpokládaném rychlejším růstu produktivity v obchodovatelném sektoru nižší než CPI inflace. Dalším faktorem, který stlačuje PPI inflaci pod úroveň inflace CPI, je otevřenost řady těchto ekonomik, v nichž značná část obchodovatelné produkce jde na export (v otevřené ekonomice cenové okruhy PPI a CPI neodděluje jen sféra maloobchodu; jsou to dva zcela různé světy, protože pracují s teritoriálně odlišnými okruhy zákazníků; ceny výrobců se musí orientovat nejen na domácí, ale i na zahraniční zákazníky). Z těchto důvodů bude rozdíl mezi např. českou PPI inflací a průměrem PPI inflace v eurozóně podstatně menší než u CPI inflace. **Odečtou-li čeští výrobci od nominální úrokové sazby očekávanou PPI inflaci, nebudou jejich reálné sazby zdaleka tak nízké oproti průměru eurozóny.** To je prvý argument proti očekávání nízkých až záporných reálných úrokových sazeb v sektoru firem.

Druhý argument souvisí s doháněním v kvalitě a technické úrovni výrobků. Pokud k němu bude docházet, bude část inflace (CPI i PPI) de facto inflací fiktivní, zdánlivou, plynoucí jen z nedokonalosti cenových indexů. V dohánějících ekonomikách by měl růst kvality být rychlejší, čemuž by odpovídala i vyšší fiktivní složka inflace. Neexistuje žádný teoretický důvod, proč by se při výpočtu reálných úrokových sazeb měla od nominální sazby odečítat tato fiktivní inflace, která inflací není (a na růst kvality, umožňující zvýšení ceny, musí firmy vynaložit náklady). Prakticky ovšem spotřebitelé ani výrobci nedokáží fiktivní inflaci odlišit, takže reálná úroková sazba se jim jeví opticky nižší. **Také v mezinárodním srovnání bude fiktivní inflace v dohánějících zemích reálné sazby opticky snižovat, avšak pouze opticky.**

Třetím argumentem proti nízkým až záporným reálným sazbám v sektoru firem jsou **rozdíly v klientských sazbách**. Od jednotné oficiální nominální úrokové sazby v eurozóně nemůžeme mechanicky odvíjet také jednotnost bankovních sazeb z úvěrů v různých členských zemích. Klientské sazby se liší ještě i podle rizikovosti jednotlivých firem. Ekonomiky i firmy nových členů budou po určitou dobu vnímány jako celkově rizikovější. Budou muset počítat s vyššími klientskými nominálními sazbami z úvěrů. Úměrně tomu budou pro ně vyšší i reálné úrokové sazby.

Vše závisí na tom, jaké reálné sazby chceme posuzovat. Vyjdeme-li z nominálních klientských sazeb z úvěrů, které odrazí i rizikovost firem, a očistíme-li je o očekávanou PPI inflaci sníženou o její fiktivní složku, je sporné, zda vůbec lze uvažovat o fakticky nižších reálných sazbách pro firmy, zejména v obchodovatelném sektoru.[3)] Opticky se tyto sazby skutečně jako nižší mohou jevit, což sice podpoří aktivitu firem, ale nikoli nutně i jejich ziskovost. Domácnosti, které se rozhodují podle neočištěné CPI inflace, by se po vstupu ČR do eurozóny mohly skutečně setkávat s nízkými (zčásti opticky nízkými a možná i zápornými) reálnými sazbami z depozit (úspor) i ze spotřebitelských úvěrů. To by snižovalo motivy pro spoření s nepříznivými dopady na tvorbu domácích investičních zdrojů.

5. Ztráta kurzové flexibility

Stejně vážným problémem může být předčasná ztráta kurzové flexibility. Podle teorie optimálních měnových zón zůstává flexibilní kurz nezbytným nástrojem pro absorbci šoků, pokud ekonomika nevykazuje dokonale flexibilní ceny a mzdy. Jinak hrozí značné výkyvy reálného produktu, který musí tyto šoky absorbovat bez pomoci vyrovnávacích kurzových pohybů. Nové země budou vzhledem ke své menší ekonomické zralosti vystaveny asymetrickým šokům s vyšší pravděpodobností, než dosavadní členové eurozóny, což potvrzuje i studie ECB (viz Inflation…, 2003). O dokonalé flexibilitě cen a mezd zde přitom rozhodně nelze hovořit. Proto by se tyto země neměly předčasně vzdávat kurzové flexibility. Příklad Irska v 90.

3) V neobchodovatelném sektoru lze očekávat reálné sazby vyšší než v obchodovatelném, což může ovlivňovat váhu obou sektorů v ekonomice.

letech dvacátého století dokazuje, že inteligentní použití flexibilního kurzu může pomoci rychlému hospodářskému růstu.

Česká ekonomika začala určité míry kurzové flexibility využívat až po květnu 1997, kdy byla opuštěna stabilní centrální parita stanovená v prosinci 1990.[4] Kurzové flexibilitě však ani potom nikdy nebyl poskytnut zcela volný prostor. Vždy šlo o tzv. řízené plování kurzu. Proto také nikdy nedošlo k velkým odchylkám od původní centrální parity z prosince 1990: během 13 následujících let fluktuace kurzu československé a české koruny vůči USD nepřekročila pásmo ± 25 % a vůči DEM (a později EUR) ± 15%. Od prosince 1990 ČR nikdy nevyužila postupných devalvací k podpoře konkurenceschopnosti, jak to dělalo např. Maďarsko a Polsko, kterým to přinášelo vyšší inflaci, ovšem také hospodářský růst byl rychlejší než v ČR. Včasné uvolnění kurzu mohlo v ČR zabránit měnové krizi z května 1997. Ani během této krize nebyl povolen větší kurzový výkyv: ČNB použila všech prostředků, aby kurz nepoklesl o více než 10 % a aby se co nejdříve vrátil k původní úrovni.

Měnová politika byla až do února 1996 založena na kombinaci nominální kotvy fixního kurzu s řízením peněžní zásoby. Při stabilním nominálním kurzu probíhala reálná apreciace, která kolem roku 1993 vyprázdnila původní „polštář" konkurenceschopnosti a poté přispívala k růstu deficitu obchodu. Rubem deficitu obchodu byl příliv kapitálu s rostoucím podílem spekulativních krátkodobých toků. Přes narůstající vnější nerovnováhu ČNB váhala s opuštěním fixního kurzu. Obávala se, že uvolnění kurzu by jen přelilo vnější nerovnováhu do inflace. V únoru 1996 byl konečně režim pevného kurzu nahrazen, ovšem pouze úzkým fluktuačním intervalem 7,5 %, v němž mohl kurz oscilovat. Tento krok se ukázal jako příliš opožděný a nedostatečně razantní. Nedokázal již zastavit spekulativní tlaky a odradit krátkodobé investory, lákané vysokým úrokovým diferenciálem. Na počátku roku 1997 překvapila Českou národní banku silná vlna zahraničních emisí obligací denominovaných v české měně, která pomohla vyhnat kurz koruny k apreciačnímu limitu fluktuačního pásma. V květnu 1997 následovala měnová krize s rychlým útěkem kapitálu.

V mezinárodním srovnání byla měnová krize české koruny v květnu 1997 relativně mírná. ČNB jí čelila prudkým zvýšením úrokových sazeb, nesterilizovanou intervencí na kurz a repo operacemi zaškrcujícími likviditu. Část devizových rezerv byla ztracena ve snaze udržet kurz. Až dvanáctý den krize se ČNB rozhodla změnit kurzový režim na řízené plování (s DEM jako referenční měnou). Po tomto kroku se kurz v krátké době stabilizoval přibližně 10 % pod dřívější centrální paritou.

Cenou za rychlou stabilizaci kurzu bylo kruté přiškrcení likvidity, které bylo předávkováno a udržováno po zbytečně dlouhou dobu. Růst peněžní zásoby (M2) byl snížen z 20 % v roce 1996 na 10 % v roce 1997 a na 5 % v roce 1998. Během prvých tří měsíců po květnové měnové krizi centrální banka postupně snižovala úrokové sazby, ale udržovala je stále nad úrovní, kterou měly před krizí (repo sazba 15 % ještě v červnu 1998). Až ve druhém pololetí 1998, více než rok po krizi, začala být repo sazba pravidelnými malými kroky snižována k výrazně nižší hladině. Nicméně i toto snižování sazeb jen následovalo za poklesem meziroční inflace, která po měnové krizi kulminovala na 13,4 % v březnu 1998, ale klesla na 6,8 % do konce roku 1998. Výsledkem bylo, že reálné úrokové sazby zůstávaly velmi vysoké. Ekonomický růst přešel do negativních hodnot (z +4,3 % růstu HDP v roce 1996 na -0,8 % v roce 1997, na -1,2 % v roce 1998 a -0,4 % v roce 1999).

Při takové cestě k likvidaci vnější nerovnováhy je otázkou, nakolik byla rychlá opětovná stabilizace kurzu vítězstvím. Způsob, jakým ČNB reagovala na měnovou krizi, možná přinesl české ekonomice větší náklady než krize samotná, kterou ostatně s odstupem času většina odborníků označuje spíše jen za mírnou turbulenci (viz např. Mandel, Tomšík, 2003).

Po zavedení řízeného plování kurzu se ČNB i nadále snažila nepřipustit větší kurzovou flexibilitu. V prvých letech cílování inflace (1998 – 2000) ČNB raději dopustila opakované a velké „podstřelení" svých stanovených cílů než by nechala

4) Předchozí rozšíření fluktuačního intervalu na 7,5 % od centrální parity bylo pouze malým nakročením k pružnější kurzové politice. K zavedení řízeného plování kurzu přiměla centrální banku až měnová krize z května 1997.

kurz depreciovat a přivést tak inflaci do cílového pásma.[5] Dalo by se hovořit o předimenzované dezinflační politice, která měla za následek výpadek růstu HDP. V této době byl v české ekonomice kurz jednou ze dvou nejdůležitějších determinant míry inflace; druhou byl vývoj světových cen komodit. V situaci tzv. zamrznutí úvěrů totiž ekonomika nereagovala na snižování úrokových sazeb růstem úvěrové emise.[6] Centrální bance zůstal v rukou jediný nástroj, kterým mohla inflaci dostat do stanoveného cílového pásma – depreciace měnového kurzu a následný růst dovozních cen. ČNB se mohla pokusit kurz ovlivnit dalším snižováním úrokových sazeb. Této možnosti však nebylo využito. Kurzová politika, naplněná obavami z „přestřelování" kurzu, se podřizovala snaze vyhnout se jakýmkoli větším kurzovým výkyvům a nikoli snaze pomoci dodržet inflační cíl a zabránit zbrzdění ekonomického růstu.

Můžeme tedy shrnout, že využívání kurzové flexibility jako nástroje pro řešení nerovnováh a pro zamezení velkých výkyvů outputu nemá v ČR zatím velkou tradici. Proto též ztráta kurzové flexibility není silně vnímána jako nevýhoda, spojená se vstupem do ERM II a do eurozóny. Přitom flexibilní adaptace kurzu měny nového členského státu EU může napomoci při udržení jeho exportu do „starých" zemí v době, kdy tyto země procházejí útlumem hospodářské dynamiky. Mírné oslabení kurzu v takové situaci podporuje exporty, udržuje vyšší míru hospodářského růstu a urychluje proces dohánění. Ostatně zkušenost ČR z roku 2003 to potvrzuje.

6. Problém vstupní výše kurzu

Společný materiál vlády a ČNB o strategii přistoupení k EMU zmiňuje (byť pochopitelně jen zběžně) též jeden důležitý ekonomický problém, prozatím šíře nediskutovaný ani v odborné, ani v novinářské obci. Tímto problémem je jak určení centrální parity CZK vůči EUR při vstupu do ERM II, tak zafixování kurzu CZK při vstupu do EMU.

Jde však o problém velmi závažný, který má a může mít hluboké ekonomické konsekvence – ať již blahodárné či fatální. Přitom to nebude poprvé, kdy bude nutno fixovat paritu národní měny vůči zahraničnímu měnovému etalonu. Stanovení měnového kurzu československé koruny vůči USD koncem prosince 1990 – před zahájením ekonomické reformy, liberalizace cen a vnějších ekonomických vztahů bylo takovým případem. Tehdy federální ministr financí Václav Klaus (podle tehdejší legislativy odpovědný za stanovení měnového kurzu) nepodlehl líbivým návrhům některých ekonomů a tlaku části tisku a veřejnosti, aby stanovil kurz československé koruny na nereálné hodnotě 10 či 14 CSK/USD. Jeho volba nebyla snadná – další doporučované úrovně kurzu se v té době pohybovaly od CSK 17 – 24 (vláda) přes CSK 28 – 32 (SBČS) a CSK 34 (experti IMF) až po CSK 45 (Státní plánovací komise, hrozící zhroucením obchodní bilance po liberalizaci zahraničního obchodu). Přitom situace v průběhu roku 1990 – před definitivním stanovením měnového kurzu pro spuštění programu ekonomických reforem – byla do jisté míry turbulentní a ukázala již tehdy jasně, jak destabilizující roli mohou mít očeká-

5) Připomeňme, že v okamžiku zavádění inflačního cílování v lednu 1998 byla CPI inflace 10 % a čistá inflace 6,8 %. Inflační cíl pro prosinec 1998 byl stanoven jako čistá inflace v intervalu 6 % 0,5 proc. bodu. Ve skutečnosti klesla čistá inflace na 1,7 %, což představovalo dezinflaci 5,1 bodu za rok, „naordinovanou" ekonomice, která se nacházela v depresi. Pro prosinec 1999 byl stanoven cíl čisté inflace 4,5 % 0,5 bodu, skutečná čistá inflace byla 1,5 %. Cíl pro rok 2000 byla čistá inflace 4,5 % 1 bod. Také tento cíl byl „podstřelen".

6) Provedené snižování repo sazby (z 15 % v červnu 1998 na 9,5 % v prosinci 1998 a dále na 5,25 % v listopadu 1999) nenašlo prakticky žádnou odezvu v růstu objemu úvěrů. Nedostatek úvěru začal v roce 1998 a trval po celý rok 1999. Když poté peněžní zásoba začala růst, bylo to díky vnějšímu faktoru – silnému přílivu kapitálu, zejména přímých investic.

vání předem ohlášených změn kurzového režimu, provázené spekulací na budoucí úroveň autoritami (netržně) stanoveného kurzu.

Již v lednu 1990, na úplném počátku transformace, byla československá koruna (CSK) devalvována pro obchodní účely o 18,6 % (na úroveň 17 CSK/USD) se záměrem podpořit export. V diskusích o postupu transformace se otevřeně hovořilo o tom, že před spuštěním konvertibility koruny pro residenty a před liberalizací zahraničního obchodu bude nutná další devalvace.

V květnu 1990 se vláda dohodla na první verzi transformačního programu, který měl začít v roce 1991. Program (mimo jiné) avizoval konec centrálního stanovování cen a liberalizaci zahraničního obchodu. Potvrdil také možnost další devalvace na konci roku 1990 (předběžně se hovořilo o možném kurzu 17 – 24 CSK/USD). Nový kurz měl být podpořen dočasnou dovozní přirážkou. Volný přístup dovozních firem k devizám měl být provázen povinnou směnou deviz získaných exportem.

Diskuse o transformačním programu byly v dané situaci politickou nezbytností. Pro podniky to však otevřelo možnost „sázky na jistotu" – sázky na růst cen během roku 1991 (po cenové liberalizaci) a na devalvaci koruny na konci roku 1990. Podniky zahraničního obchodu i podniky závislé na dovozech začaly doplňovat a zvyšovat své zásoby; dovoz v konvertibilních měnách začal silně narůstat. Objevily se spekulativní posuny plateb (předplácení dovozů, odklad inkasa za vývozy). V nových podmínkách to byla prvá lekce o roli expektací v chování podniků. Rozpad trhu RVHP a vliv války v Perském zálivu byly reálné faktory zhoršování obchodní bilance, které byly spekulačním chováním posíleny.

Výsledkem byl přechod obchodní bilance v konvertibilních měnách do deficitu. Také běžný účet platební bilance v konvertibilních měnách skončil v r. 1990 deficitem (1,1 mld. USD). Na kapitálovém účtu se objevil určitý příliv přímých zahraničních investic (především do hotelů). Byl však provázen značnými odlivy krátkodobého kapitálu v důsledku chování domácích podniků i zahraničních bank, které repatriovaly svá depozita. Celkově skončila platební bilance v konvertibilních měnách za rok 1990 deficitem 700 mil. USD, rezervy SBČS poklesly téměř o 600 mil. USD a rezervy bankovního sektoru o 1,1 mld. USD. Tato čísla, která se dnes zdají malá, byla v té době pro čs. ekonomiku velmi povážlivá a nepříznivý vývoj nezvrátila ani urychleně provedená devalvace koruny v říjnu 1990 o 55,4 %.

V prosinci 1990, před spuštěním liberalizace zahraničního obchodu a zavedením částečné konvertibility měny, stál ministr financí před obtížným úkolem: stanovit kurz pro transformační program. Nemohl stavět jen na krátkodobém vývoji platební bilance ovlivněném spekulačním chováním. Bylo třeba najít takovou úroveň kurzu, která by byla udržitelná z dlouhodobějšího hlediska. Přitom expertní odhady „dlouhodobě rovnovážné" úrovně se pohybovaly v pásmu od původních vysoce optimistických 10 CSK/USD až do pesimistických 34 CSK/USD či dokonce 45 CSK/USD.

28.12.1990 byla zvolena devalvace o dalších 16 % na kurz 28 CSK/USD, který platil jak pro obchodní, tak pro turistické účely. Koruna byla „zavěšena" na kurzový koš pěti měn. Finanční situace státu se po zahájení transformačního programu (v lednu 1991) rychle uklidnila. Během roku 1991 vzrostly devizové rezervy centrální banky o 900 mil. USD a rezervy bankovního systému o 2,1 mld. USD. Někteří odborníci opět vyslovovali názor, že bez předchozího spekulativního chování podniků a bank mohl kurz pro transformaci být výhodnější (tj. méně CSK za USD). Další vývoj jim však nedal za pravdu. Nově stanovený kurz projevil dostatečnou životaschopnost z hlediska vývoje platební bilance a sloužil jako nominální kotva pro domácí cenovou hladinu.

Stanovení měnového kurzu 28 CZK/USD se ve zpětném pohledu ukázalo jako velmi správné a prozíravé; tento kurz reálně oceňoval pozici měny, podporoval vývozy a výrazně nediskriminoval české dovozy. Vytvořil na určitou dobu kurzový polštář, který umožnil využít stabilní kurz jako nominální kotvu pro domácí inflaci. Výhody pevného kurzu se sice vyčerpaly dříve než v květnu 1997, kdy byl opuš-

těn, ale to, jak bylo zmíněno, byla již zcela jiná kapitola kurzové politiky, probíhající v režii České národní banky.[7)]

V okamžiku vstupu ČR do ERM II a poté do eurozóny budeme stát před obdobným problémem, avšak o to závažnějším, že při vstupu do eurozóny bude fixování kurzu již neodvolatelné. Špatně stanovený kurz již nepůjde napravit. Momentální tržní kurz nebude spolehlivým indikátorem z dlouhodobějšího pohledu (a může být silně ovlivněn předvstupní kurzovou spekulací). Navíc nepůjde o naše samostatné rozhodnutí – stanovení kurzu bude věcí společného zájmu, prakticky rozhodující slovo zde bude mít Evropská centrální banka. Stávající země eurozóny pochopitelně budou především mít zájem na tom, aby náš kurz nebyl příliš podhodnocený. Pokud bychom se však nechali dotlačit k příliš nadhodnocenému kurzu, podkopá to na dlouhá léta naši konkurenceschopnost a zastaví to náš proces dohánění. Najít „rovnovážnou" úroveň kurzu bude nesmírně obtížné. Momentální tržní kurz nemusí odpovídat dlouhodobým potřebám naší ekonomiky. A teorie rovnovážných kurzů není v současnosti na takové úrovni vývoje a obecného konsenzu, aby bylo možno bez výhrad stavět na teoretických propočtech – i když jistě budou jedním z pomocných faktorů (blíže viz Šmídková, Barrell, Holland, 2003).

7. Unifikace fiskální politiky, daní a sociálních standardů

Je velkou otázkou, zda měnová unie může dlouhodobě dobře fungovat bez společné fiskální politiky. Prozatím se o to eurozóna pokouší: zatímco samostatné měnové politiky se vlády vzdávaly celkem snadno, možnosti samostatně určovat „státní" (rozuměj vládní) výdaje se patrně nevzdají bez boje. Logika měnové unie však k jednotné fiskální politice jasně směřuje. Bez ní budou jednotlivé země neustále v pokušení překračovat deficity stanovené Paktem stability a růstu, podrývat tím stabilitu společné měny a tlačit vzhůru úrokové sazby pro všechny členské země. Jak ukázal nedávný příklad Německa a Francie, mohou tyto praktiky velkým a mocným zemím zatím celkem beztrestně procházet. Koncem ledna 2004 Evropská komise varovala, že Francie bude porušovat pravidla Paktu stability až do roku 2007, tedy šest let po sobě. Do budoucna se situace může ještě více vyostřit hrozícím kolapsem důchodových systémů v některých zemích eurozóny. Opakovanému porušování pravidel Paktu stability se ostatní členové budou jistě chtít bránit. Jedním z možných vyústění – a vlastně jediným zcela spolehlivým řešením – je jednotná (společná) fiskální politika, zahrnující i možnost fiskálních transferů, tedy fiskální unie.

Fiskální unie by zamezila, aby jednotlivé země využívaly nadměrné deficity na úkor ostatních. Fiskální transfery, pokud by je veřejnost byla ochotna tolerovat by pomohly řešit např. nesladěnost cyklu mezi členy eurozóny nebo dopady asymetrických šoků. Jednotná fiskální politika by ostatně mohla přinést i určité výhody pro bohaté členy eurozóny. Jednou z nich by byla možnost nadekretovat chudším zemím jednotnou daňovou politiku a jednotné sociální standardy – pochopitelně na úrovni již dosažené v nejbohatších zemích. To by se jistě líbilo těm politikům, kteří rádi hovoří o nižších daních jako o „daňovém dumpingu" a o nižších mzdách a sociálních dávkách v chudších zemích jako o „sociálním dumpingu". Pro dohánějící země leží právě zde velké nebezpečí případné společné fiskální politiky. Jejich ekonomiky by daňové a sociální standardy, nastavené podle bohatých členů, neunesly bez výrazné ztráty konkurenceschopnosti. (Bývalá NDR, tj. nové spolko-

7) Zákonem o SBČs byla v r. 1991 kurzová politika převedena z pravomoci ministerstva financí do pravomoci centrální banky.

vé země, se s nimi těžce potýkají ještě 13 let po sjednocení Německa.) Pravděpodobnost směřování k fiskální unii je další důvod, proč by dohánějící země neměly do eurozóny spěchat, dokud výrazně nezvýší svou relativní ekonomickou úroveň.

Náznaky podobných kroků se již objevují. O vytvoření prostoru pro plíživou unifikaci daní a sociálních standardů se vlivné země eurozóny, zejména Německo a Francie, pokusily v návrhu evropské ústavy, který byl v roce 2003 prozatím shozen s jednacího stolu. Zvláště to vzbudilo pozornost u daní, kde byly do ústavy začleněny některé nejednoznačné pasáže, dovolující v budoucnu výklad omezující právo veta jednotlivých zemí v daňových otázkách. Stejnému výsledku mohly posloužit také tzv. přemosťovací doložky, které otevíraly dveře pro to, aby se v budoucnu představitelé zemí vzdali za své země práva veta, mimo jiné právě v daňových otázkách, aniž by k tomu již byl třeba souhlas národních parlamentů. V návrhu ústavy bychom však našli také mnohá vykročení k unifikaci sociálních standardů. Tyto tendence mohou být signálem narůstajícího – byť zatím v pozadí skrytého – přesvědčení o potřebě směřovat v budoucnu v eurozóně k fiskální unii (viz Návrh evropské ústavy).

8. Stanovisko Evropské Centrální Banky a Evropské komise

Stanovisko ECB a Evropské komise k rychlosti vstupu nových členských zemí do EMU prošlo různými nuancemi. Zprvu se zdálo – před spuštěním třetí etapy EMU – že instituce EU vcelku souhlasí s deklarovaným záměrem Polska, Maďarska a poté i Slovenska (a pobaltských zemí) přijmout euro co nejdříve.

Nicméně tento postoj se v posledním roce změnil. Z obou institucí se množí názory, že vstup do EMU nelze uspěchat. Představitelé ECB i Evropské komise stále častěji zdůrazňují, že při posuzování připravenosti zemí pro vstup do EMU vedle nominálních kritérií konvergence mají a budou mít stejnou váhu tzv. reálná kritéria konvergence (ocenění ekonomické úrovně země, úroveň nezaměstnanosti, produktivity, konkurenceschopnost a stav běžného účtu apod.). Je zřejmé, že zdůrazňování významu kritérií reálné konvergence je zvláštní „coverspeak", je to forma, jak říci, že nové členské země nebudou do eurozóny přijaty brzo.

Též diskuse o tom, jaké fluktuační pásmo v systému ERM II bude pro nové kandidáty členství v EMU použito, je výrazem neochoty přijmout nové členské země EU do EMU v nejbližších letech. Pokud by bylo uplatněno úzké fluktuační pásmo ± 2,25 % (namísto obvyklého ± 15 %), je evidentní, že tuto podmínku by v nejbližším desetiletí těžko splnila některá z nových členských zemí.

Postoj ECB – „nespěchejte" – nejotevřeněji vyjádřil J. C. Trichet, nový prezident Evropské centrální banky, když označil strategickou orientaci České republiky na přijetí eura okolo roku 2010 za „vyvážený a rozumný postoj". 12 členů EMU nyní bude řešit problémy vzniklé praktickým zhroucením Paktu stability a růstu. Hledání nových podmínek pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí nebude záležitostí jednoho či dvou let. Přijímání nových členů za této situace by pouze mohlo dále zvýšit nestabilitu eurozóny. Připravenost eurozóny pro přijetí nových členů z řad středoevropských či východoevropských zemí se tak s vysokou pravděpodobností posouvá k roku 2010 či za něj.

Zajímavé byly také signály, vysílané vůči nečlenům eurozóny návrhem evropské ústavy. I když tento návrh nebyl přijat, dává důležité informace o tendencích, které by chtěly prosadit nejsilnější země eurozóny a které se jistě ještě vrátí na jednací stůl. Na jedné straně mělo být euro v ústavě zakotveno jako měna Unie, což by posílilo povinnost všech států usilovat o vstup do eurozóny. Na druhé straně se eurozóna měla stát zvláštním případem tzv. „posílené spolupráce", přičemž návrh ústavy již zacházel s eurozónou de facto jako s „unií v Unii". Ministři členských stá-

tů eurozóny dostávali úkol neformálně se scházet a volit ze svého středu předsedu. Eurozóna měla mít jednotné zastoupení v orgánech a na mezinárodních finančních konferencích. Především však se mělo v eurozóně povolit vytváření nových předpisů a politik, které by nebyly závazné pro nečleny eurozóny – ti by ovšem také byli vyloučeni z rozhodování o těchto změnách (viz Návrh evropské ústavy).

Počítalo se zejména s posilováním koordinace ekonomických politik a rozpočtové disciplíny uvnitř eurozóny nad rámec toho, co se děje v Evropské unii jako celku. „Posílení koordinace a rozpočtové disciplíny" mohlo být chápáno jako synonymum pro směřování k jednotné fiskální a daňové politice eurozóny. Doložka o posílené spolupráci a ustanovení věnovaná samostatným vnitřním politikám v eurozóně mohly v ekonomické oblasti signalizovat přechod k trvale dvoustupňové unii. Pokud by byla ústava přijata, mohla zapůsobit jako katalyzátor Unie trvale ekonomicky rozdělené na jádro a „periferii". Setrvávání některých zemí v „periferní" oblasti by přitom nutně nemuselo být synonymem horší ekonomické pozice.

*

Sledování politiky „nespěchat" s přijetím eura by nesporně bylo pro Českou republiku výhodné z hlediska dlouhodobého procesu dohánění vyspělejších zemí. Využití nezávislé měnové politiky i kurzové flexibility je nezbytné pro reálnou konvergenci, která je stejně důležitá ne-li důležitější jako konvergence nominální. Předběžné posouzení národohospodářských nákladů a výnosů přistoupení České republiky do Evropské měnové unie tak podporuje scénář pozdějšího přistoupení. Fiskální i měnová politika by se po vstupu do EU přednostně měly orientovat na absorbci důsledků tohoto kroku, na posílení a konsolidaci institucionálního a legislativniího prostředí, zvyšování konkurenceschopnosti ekonomiky v rámci jednotného trhu a na fiskální konsolidaci, kterou česká ekonomika potřebuje zcela nezávisle na přípravě k přijetí eura.

Literatura

Balcerowicz, L.: EU Enlargement and Catching Up. Referát na konferenci nových členských zemí From Accession to Adopting the Euro. Waršava, 21. listopad 2003.
Bofinger, P.: Is Europe an Optimum Currency Area? London, CEPR 1994, Discussion Paper Series No. 915.
Couhglan, A.: Some Reasons why Joining the Euro has Been a Mistake for the Republic of Ireland. *The European Journal*, 2003, č. 8, s. – .
Dědek, O.: Převzetí eura: brzda nebo motor reálné konvergence? *Politická ekonomie*, 2003, č. 4, s. 505-514.
Eurostat News Release, 18 December 2003.
Horvath, J.: Optimum Currency Area Theory: A Selective Review. Helsinki, Bank of Finland 2003, Discussion Papers No. 15.
Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications. Frankfurt, European Central Bank 2003.
Janáček, K.: New Member States and EMU. *Economic Trends*, 2003, No. 37 (www.kb.cz).
Janáčková, S.: Rozšiřování eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. *Politická ekonomie*, 2002, č. 6, s. 759-779.
Janáčková, S.: The Chimera of Autonomous Monetary Policy in a Small Open Economy. *Eastern European Economics*, 2001, č. 3, s. – .

Klaus, V.: Euro a jeho budoucnost: pohled z budoucí členské země. Přednáška v CATO Institute. Washington D.C., 2003 (www.klaus.cz).
Mandel, M., Tomšík, V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha, Management Press 2003.
Mundel, R. A..: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 1961, s. 657-665.
Návrh evropské ústavy.
Prodi, R.: Interview pro CNN, 1. leden 2002.
Strategie přistoupení České republiky k eurozóně. Praha, 2003 (www.cnb.cz).
Süppel, R.: Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries. Frankfurt, ECB 2003, Working Paper Series, No. 267.
Šmídková, K., Barrell, R., Holland, D.: Estimates of Fundamental Real Exchange Rates for the Five EU Pre-accession Countries. *Prague Economic Papers*, 2003, č. 4, s. 291-315.

EUROPEAN MONETARY UNION AND RISKS FOR REAL CONVERGENCE

Kamil JANÁČEK, Komerční banka, a.s., Na Příkopě 33, CZ – 114 07 Prague 1 (e-mail: kamil_janacek@kb.cz); Stanislava JANÁČKOVÁ, Office of the President of the Czech Republic, Pražský hrad, CZ – 119 08 Prague 1 – Hrad (e-mail: stanislava.janackova@hrad.cz).

Abstract:
New members of the EU will not form an optimum currency area with the present eurozone member states. The article discusses some costs and benefits of an early EMU entry for the Czech Republic (and other Central-European economies). The authors concentrate on the consequences of loss of country-specific monetary policy, and of exchange-rate flexibility. They also stress the problem of finding the appropriate level at which to fix the exchange rate for both ERM-II and eurozone entry. The importance of both nominal and real convergence is underlined for a successful catch-up. The conclusion is that a „no hurry" policy for euro would be beneficial for a long-term catch-up process of the Czech Republic. Use of country-specific monetary policy is indispensable for real convergence.

Keywords: adoption of euro, optimum currency area, convergence: nominal and real, Maastricht criteria, fiscal consolidation

JEL Classification: E23, E31, E52, F15