Stati

RIZIKA A VÝZVY MĚNOVÉ STRATEGIE K PŘEVZETÍ EURA

Oldřich DĚDEK, Institut ekonomických studií Fakulty sociálních věd Univerzity Karlovy

1. Úvod

Ustanovení maastrichtské smlouvy, která po každém zájemci o členství v eurozóně vyžadují splnění čtyř konvergenčních kritérií, jsou považována za samozřejmost, s níž nemá význam příliš polemizovat a kterou nezbývá než respektovat. Např. první kritérium cenové stability požaduje, aby roční průměrná míra spotřebitelské inflace se neodchylovala o více než 1,5 procentního bodu od průměru inflací ve třech členských zemích Evropské unie (EU) s nejlepšími výsledky cenové stability. Druhé kritérium úrokové stability žádá, aby roční průměrná výnosová míra desetiletého vládního dluhopisu nepřesahovala o více než 2 procentní body průměr téže veličiny vypočítaný za země vystupující v předchozím inflačním kritériu. Třetí kritérium kurzové stability předpokládá, že kandidátská země, minimálně po dobu dvou let, absolvuje účast v kurzovém mechanismu ERM-II bez mimořádného pnutí a devalvace centrální parity. A konečně čtvrté kritérium rozpočtové stability se rozpadá na dva požadavky: podíl deficitu veřejných rozpočtů na hrubém domácím produktu (HDP) nesmí překročit referenční hodnotu 3 % a podíl veřejného dluhu referenční hodnotu 60 %.[1)] Teorie hospodářské politiky s jejími doporučeními pro řízení ekonomiky bývá vesměs pokládána za měkkou vědní disciplínu. V kontrastu s tímto obecně sdíleným pocitem mohou maastrichtské požadavky vyznívat neobvykle stroze a jednoznačně.

Nové členské země EU, které pomýšlejí na vstup do eurozóny, tak mají poměrně přímočaré zadání zakomponovat své hospodářské strategie do citovaných maastrichtských konstant.[2)] Akademická diskuze by mohla být vedena i obráceným směrem, jmenovitě snahou uzpůsobit konvergenční kritéria hospodářským poměrům nových členů EU. Koneckonců nejeden argument, vytýkající maastrichtským kritériím zastaralost a dobovou podmíněnost, by určitě ve věcné diskuzi obstál. Ekonomická logika však v tomto případě ustupuje logice právníků a politiků, nebo• tato kritéria odvozují svůj název od multilaterální maastrichtské smlouvy a navazu-

*) Podpořeno z prostředků Výzkumného záměru IES „Rozvoj české společnosti v EU: výzvy a rizika“.

1) Přesné legislativní znění maastrichtských kritérií spolu s interpretací, kterou Evropská centrální banka (ECB) uplatňuje při jejich aplikaci, lze nalézt v Konvergenční zprávě za rok 2004 nebo na www.cnb.cz.

2) Podle tzv. Eurostrategie české vlády a ČNB „... lze očekávat přistoupení ČR k eurozóně v horizontu let 2009 – 2010.“ Za realističtější je nicméně považován rok 2010. Se stejným termínem počítají např. Polsko a Maďarsko. Ostatních sedm účastníků poslední velké vlny rozšíření EU uvažují s termínem dřívějším.

jících protokolů, kam byla zapsána. V tomto ohledu, mezní užitek z domněle vylepšené dikce konvergenčních kritérií se zdá být nesouměřitelný a nicotný s riziky, k nimž by vedlo znovuotevření obtížně vyjednané dohody. Jednoznačně spolehlivější způsob jak dospět ke společné měně, pokud o ní uchazečská země upřímně stojí, proto vede pouze jedním směrem, a to zakomponováním hospodářských strategií do maastrichtských konstant.

2. Faktická versus fiktivní nekonzistence maastrichtských kritérií

Obtížnost a netriviálnost úkolu zaměřit měnovou politiku na plnění maastrichtských cílů pramení podle některých autorů již z jejich vzájemné nekonzistence či předeterminovanosti. V obecné rovině bývá poukazováno na tzv. Tinbergenovo počítací pravidlo, podle něhož k dosažení daného počtu cílů hospodářské politiky je zapotřebí minimálně stejného počtu nástrojů hospodářské politiky (viz např. Viktorová, 2005). V tomto ohledu skutečně jednoduchým součtem zjistíme, že měnová politika ucházející se země by musela být vystavena stavu silného přetížení, kdyby mířila hned na tři kvantitativní cíle: na zadanou velikost inflace; na předepsanou hladinu dlouhodobých úrokových sazeb a na zafixovanou hodnotu měnového kurzu. A měla přitom k dispozici pouze jeden spolehlivější nástroj a to měnově-politickou úrokovou sazbu při obecně malé důvěře v účinnost devizových intervencí. Principiální výhrady by mohly být uplatněny i z pohledu cílování inflace, mezi jehož teoretickými postuláty nalezneme požadavek, aby cíl pro inflaci nebyl kompromitován cílením kurzové hladiny. Jako učebnicová ukázka konfliktu, který by mohl být dualitou cílů vyvolán, bývají zmiňovány turbulence maďarského forintu v roce 2003 (viz Box 1). Vzhledem k tomu, že se kurzový režim ERM-II z povahy své konstrukce nalézá někde mezi kurzovým plováním a kurzovou strnulostí, zaznívá kritika i z řad těch ekonomů, kteří podobná mezilehlá řešení považují za nestabilní systémy.

Jsou však uvedené výhrady skutečně natolik opodstatněné, aby z úspěšného splnění maastrichtských kritérií učinily, ani ne tak záležitost promyšleného přístupu, jako spíše dílo š•astné náhody? Podobný závěr by nebyl korektní. Nahlížíme-li na problém konzistence maastrichtských požadavků prostřednictvím standardních paradigmat monetární teorie, pak jako podstatné se ukazují být dvě skutečnosti: za prvé, uvedené cíle vykazují svojí vazbou na společný instrument měnově politické sazby mnohem více vlastnost vzájemné závislosti než nezávislosti a za druhé nejsou konstruovány jako bodové veličiny, ale jako vždy jedním směrem otevřené intervaly. Pouze ve směru vyšších hodnot je zastropována míra inflace a dlouhodobá úroková sazba, kdežto ve směru nižších hodnot se žádná formální omezení neuplatňují. Podobnou vlastností asymetrie je vybaveno i kurzové kritérium. Zatímco depreciační tlaky, které by vyústily do devalvace centrální parity fluktuačního pásma ERM-II, patří mezi diskvalifikační úkony, apreciační tíhnutí kurzu, které ústí do případné revalvace centrální parity mezi diskvalifikační úkony nepatří. A co je podstatné, rostoucí měnově politická sazba centrální banky navádí všechny cílované veličiny konzistentně k otevřeným koncům těchto polootevřených intervalů. Lze si proto představit takovou dostatečně vysokou hladinu úrokových sazeb, která by jak kanálem „dlouhé inflace“ (působením na domácí poptávkové tlaky), tak i kanálem „krátké inflace“ (působením na kurz a zprostředkovaně na dovozní ceny) udržovala index spotřebitelských cen pod limitní hodnotou maastrichtského inflačního kritéria. Toto nastavení sazeb by současně prostřednictvím úrokového diferenciálu zabraňovalo oslabování nominálního kurzu, popř. by vedlo k jeho posilování, čímž by bylo plněno maastrichtské kurzové kritérium. A tr-

vale nízké hladině inflace by se nakonec přizpůsobily i dlouhodobé úrokové sazby. V teoretické rovině je tudíž pouze jen otázkou, zda měnově politická sazba je nastavena dostatečně vysoko, aby synchronizovala souběžné plnění všech tří cílů.

Problém tedy nespočívá v tom, že by maastrichtské konvergenční požadavky byly již v samém zárodku poznamenány jakýmsi prvotním hříchem vnitřní nekonzistence. Jedná se o problém praktický, který by nastal teprve tehdy, kdyby hladina úrokových sazeb, nutná k souběžnému plnění maastrichtských cílů, vytvářela natolik restriktivní měnové prostředí, že by zakládala konflikt s tzv. reálnou konvergencí, čili s prioritou dohánění ekonomicky vyspělých členů EU prostřednictvím rychlejšího hospodářského růstu. Uchazečským zemím sice žádné růstové kritérium jako kvalifikační předpoklad pro převzetí eura předepsáno nebylo, na druhé straně veřejnosti neprodejná by byla taková hospodářská politika, která by méně vyspělým členům EU značně komplikovala růstovou výkonnost. Faktické dilema měnové politiky zakomponované do maastrichtských konstant tak spočívá v tom, zda proces nominální konvergence, což je jen jiné označení pro plnění maastrichtských kritérií, zakládá hlubší konflikt s konvergencí reálnou či zda lze oba tyto procesy sledovat souběžně. Na rozdíl od sporu na téma faktické či fiktivní nekonzistence maastrichtských kritérií však nelze na takto položenou otázku poskytnout univerzální odpověď, která nepřihlíží k jemnějším znalostem ekonomického prostředí jednotlivých uchazečských zemí.

Box 1
Turbulentní rok 2003 maďarského forintu

V roce 2001 byla maďarská měnová politika oblečena do nového kabátu, který jakoby „nanečisto“ institucionalizoval plnění maastrichtských požadavků. Dosavadní kurzový režim posuvného zavěšení byl nahrazen oscilačním pásmem se šířkovým rozměrem ERM-II (rozpětí ±15 % v obou směrech od stanovené centrální parity) a zavedeno bylo cílování inflace s jasným dezinflačním zadáním směřovat k parametrům cenové stability eurozóny. Praktický výkon hospodářských politik však postupně dostával tuto dualitu kurzového a inflačního cíle do obtížné situace. Vláda prováděla proinflační rozpočtovou a mzdovou politiku, kterou centrální banka korigovala protiinflační politikou silného forintu. V lednu 2003 takto rozhádaný mix politik narazil na bariéru. Posilující kurz forintu dospěl k apreciační hraně fluktuačního pásma. Centrální banka následně čelila dilematu, zda spíše snižovat sazby s cílem zamezit dalšímu zhodnocování forintu, a nebo zda i nadále využívat silný forint v boji s nepolevujícími inflačními tlaky, což by znamenalo sazby nesnižovat. Maastrichtská logika by velela revalvovat centrální paritu. Přijato bylo ale rozhodnutí rázně a soustředěně bránit stávající fluktuační pásmo. Základní sazba pro dvoutýdenní depozita byla výrazně snížena (z 8,5 % na 6,5 %), koridor depozitní sazby do druhého dne byl podstatně rozšířen (z ± 100 b. b. na ± 300 b. b.) a uskutečněny byly masivní devizové intervence (viz nákup 5,3 mld. eur během dvou dnů).

Razantní zásah centrální banky na jedné straně způsobil mnoha spekulantům citelné ztráty, na straně druhé však začal odrazovat zahraniční investory od držení maďarských aktiv. Kurz forintu začal oslabovat, což zpochybňovalo kredibilitu inflačního cíle. Poslední ránu již tak nevěrohodnému mixu politik zasadila maďarská vláda v červu 2003, poté co prosadila devalvaci centrální parity o 2,26 %. Následovalo prudké oslabování forintu, na které maďarská centrální banka zareagovala zvýšením základní sazby o 300 bazických bodů na 9,5 %. Ani potom však depreciační tlaky nepolevovaly, naopak byly přiživovány rostoucími deficity běžného účtu a laxním přístupem k fiskální konsolidaci. V listopadu 2003 proto centrální banka přikročila k navýšení základní sazby o dalších 300 bazických bodů na výsledných 12,5 %. Během jednoho roku tak měnově politická sazba provedla impozantní zpřísnění o 6 procentních bodů.

Jaká poučení vyvodit z popsaných turbulencí? Za prvé, nebyl podán praktický důkaz nekonzistence maastrichtských kritérií. Kdyby tato kritéria byla plněna naostro, stačilo by aktivovat asymetrii kurzového systému ERM-II a centrální paritu revalvovat. Asi by se však nepodařilo obhájit, že maďarský forint absolvoval účast v ERM-II bez nadměrného pnutí. Maastrichtská kritéria by tak jenom potvrdila nekonzistenci politik vlády a centrální banky. Nepříjemné turbulence, které postihly maďarskou ekonomiku v roce 2003, proto nelze připisovat dualitě maastrichtských cílů, nýbrž „dualitě“ mezi ambiciózní deklaratorní částí a rozporuplnou realizační částí tehdejší strategie k převzetí eura.

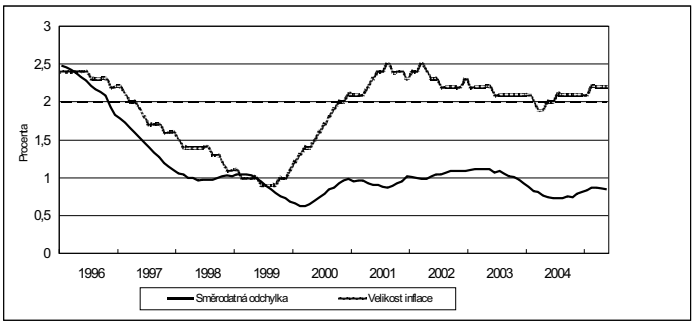
A ještě jedno ponaučení by nemělo uniknout zevšeobecňující pozornosti. Kurzová nestabilita, která byla vyprovokována devalvací centrální parity v květnu 2003, je jednou z názorných ilustrací iluzornosti představ, že s kurzem v malé otevřené ekonomice lze svobodně manipulovat podle záměrů tvůrců hospodářské politiky. Na začátku byl patrně lákavý úmysl nadělit řízeným oslabením domácí měny domácím vývozcům trochu cenové konkurenceschopnosti. Faktickou nadílkou, kterou podnikový sektor během půl roku inkasoval, byly rekordně nejvyšší sazby v Evropě!

3. Nenaplňované hrozby inflačního kritéria

Potřeba sblížit národní inflace, která stála za zformulováním inflačního kritéria, byla akutní v období devadesátých let minulého století, kdy se Evropská unie připravovala na zavedení eura. Bez zřetelného pokroku v této oblasti by jednotná měnová politika vytvářela značně roztříštěné měnové podmínky. V zemích s vysokou inflací by se projevovala expanzivně a v zemích s nízkou inflací naopak restriktivně. Výrazně odlišné inflace a s tím související výrazné dopady do vnější cenové konkurenceschopnosti by patrně způsobily zafixování evropských měn na fundamentálně pochybných hodnotách a pozdní lítost nad ztrátou kurzového nástroje. ECB by se obtížně a za vysokých nákladů ujímala mandátu cenové stability, což by citelně poškozovalo kredibilitu nově se konstitující měny.

Graf 1

Inflace v eurozóně a směrodatná odchylka národních inflací



Poznámka: Jako podkladové údaje byly použity časové řady dvanáctiměsíčního průměru harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP). Směrodatná odchylka je počítána z nevážených národních inflací. Údaje za Lucembursko a Irsko jsou k dispozici až od roku 2007.

Pramen: Eurostat, vlastní propočty.

V polovině prvního desetiletí tohoto století, kdy je připravováno rozšíření eurozóny o nové členy EU z bývalého bloku plánovaných ekonomik, se situace v mnohém změnila. Tou nejdůležitější změnou je konstatování, že období trvání eura se již rozprostřelo na střednědobé období, během něhož idea společné měny prokázala svoji životaschopnost. Koncentrovaným vyjádřením poměrně konsolidovaného inflačního prostředí eurozóny je nejen vcelku zdařilé dosahování cíle cenové stability (což má být meziroční růst cen nepřekračující 2 %), ale i relativně malý rozptyl národních inflací (viz graf 1).[3)] V současné době tak již byly odstraněny mnohé nejistoty, které v přípravném období rozhodovaly o úspěchu eura a které vyžadovaly spíše předávkování než oslabení obezřetnosti tvůrců této zásadní institucionální proměny EU.

K podstatným okolnostem náleží též omezená schopnost nových členských zemí ovlivňovat inflační poměry eurozóny. Jak uvádí práce Schadlera et al (2005), celkové HDP nových členů dosahovalo v letech 2000 – 2002 přibližně 10 % HDP eurozóny. Je-li jako indikátor ekonomické síly použit peněžní agregát M3, budou nové členské země reprezentovány pouhými 1,6 %. Podle ukazatele finálních vý-

3) Zevrubnému hodnocení strukturálních aspektů inflace v eurozóně se věnuje studie ECB (2003). Hodnocením mezinárodního postavení eura se zabývá studie ECB (2005).

dajů domácností na spotřebu, kterými se váží příspěvky národních inflací do souhrnného harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP), činí zastoupení nových členů řádově 5 – 6 %. Při vědomí těchto nevýznamných proporcí lze usuzovat, že velikost inflace nových členů EU se prakticky neprojeví v agregovaných údajích za eurozónu.[4)]

Uvedené dvě skutečnosti navozují úvahu, jak striktní by měl být důraz kladený na plnění inflačního kritéria. Na jedné straně původní optika, která sledovala zdařilý start a rychlé vybudování důvěryhodnosti nové měny, již ztratila svoji naléhavost. K tomu se přidávají zájmy nových členských zemí, které upřednostňují dohánění ekonomické úrovně vyspělých členů EU. Otázka nestojí tak, že zpochybňován by byl obecný význam cenové stability pro udržitelný hospodářský růst. Panují spíše obavy, zda nastavené parametry inflačního kritéria nezakládají neúměrně tvrdé požadavky na cenovou stabilitu, a zda tím nevyvolávají kolizi s prioritou hospodářského růstu. Pokud by takové riziko skutečně hrozilo, bylo by nespravedlivé, aby noví členové měli povinnost ho podstupovat, když stávající členové ho mohou ignorovat.[5)]

Jak reálná pro reálnou konvergenci je tudíž hrozba, kterou vytváří plnění maastrichtského inflačního kritéria? Ve snaze odpovědět na tuto otázku, je často o radu žádán tzv. Balassův-Samuelsonův model (BS). Stylizovaný svět tohoto modelu přiznává uchazečským zemím statut dohánějící ekonomiky, která dosahuje vyššího růstu produktivity oproti zemím doháněným. K výchozím předpokladům patří jednak vyšší růst produktivity v sektoru obchodovatelného zboží oproti neobchodovatelnému sektoru a za druhé silný konkurenční tlak na vyrovnávání mzdových hladin mezi oběma sektory. Zatímco však v obchodovatelném sektoru je růst mezd podložen růstem produktivity (v opačném případě by vývozci ztráceli cenovou konkurenceschopnost), v neobchodovatelném sektoru s nižším růstem produktivity se stejný růst mezd nutně přelévá do vyšších cen. Čím vyšší bude rozdíl v produktivitě mezi oběma sektory, tím rychlejší bude vzlínání celkové cenové hladiny. A pokud popsané kauzalitě přiznáme i opačný chod, pak nelze než akceptovat tvrzení, že čím pomalejší má být vzlínání cenové hladiny (vynucované např. plněním maastrichtského inflačního kritéria), tím sevřenější prostor je poskytován růstu produktivity.

Do modelové historky BS modelu patří též platnost parity kupní síly, jejímž prostřednictvím se domácí ceny obchodovatelných statků utvářejí pod tlakem zahraniční cenové úrovně a tržního kurzu. Závěr o souvislosti vyšší produktivity a vyšší inflace se pak modifikuje na souvislost vyšší produktivity a vyššího reálného zhodnocování.

---

4) Např. Gern et al (2004) odhadují, že pokud by průměrná inflace v nových členských zemích EU převyšovala inflaci v eurozóně o 3 procentní body, dopad do celkové inflace eurozóny by činil pouhých 0,2 procentních bodů. Přesto se někteří autoři domnívají (viz Janáčková, 2002; Janáček a Janáčková, 2004), že k vyšší inflaci inklinující noví členové EU mohou za přispění inflačně nadprůměrných stávajících členů eurozóny zvýšit inflační očekávání do té míry, že ECB bude nucena zpřísnit měnovou politiku, což by následně poškozovalo reálnou konvergenci hospodářsky slabších členů. Uvedená argumentace však není přesvědčivá i z toho důvodu, že noví členové mohou mít příležitostně inflaci dokonce pod inflačním průměrem eurozóny (např. Česká republika, Litva) a také stávající členové s dlouhodobě nadprůměrnou inflací mohou výrazně snížit své odchylky od průměru eurozóny (viz např. Irsko, Portugalsko).

5) V říjnu 2004 publikovala Evropská centrální banka konvergenční zprávu, jejíž součástí bylo orientační hodnocení maastrichtských kritérií v nových členských zemích EU. Limitní hodnota inflačního kritéria, počítaná jako přirážka 1,5 procentního bodu k průměru tří nejnižších inflací EU, byla stanovena ve výši 2,4 %. Tuto hodnotu by v daném okamžiku ze stávajících členů eurozóny překračovalo Řecko (3,0 %), Irsko a Portugalsko (2,6 %), Itálie (2,5 %). S výjimkou Řecka se nejedná o významné překračování, nicméně např. irská inflace se v letech 2001 – 2003 nacházela v intervalu 4 – 5 %, na stejných hodnotách se pohybovala holandská inflace od poloviny roku 2001 do konce roku 2002. Dobovou podmíněnost inflačního kritéria připomíná fakt, že mezi třemi zeměmi, jež vstoupily do výpočtu limitní hodnoty (Dánsko, Finsko, Švédsko), figurují dvě země EU, které stojí mimo eurozónu.

Řečeno jinými slovy, ekonomika, jejíž kurz nemá možnost dostatečně rychle reálně zhodnocovat (např. v důsledku souběžného plnění maastrichtského inflačního a kurzového kritéria), si vytváří sevřený prostor pro zvyšování produktivity (podrobnějšímu hodnocení Balassova-Samuelsonova modelu se věnuje Box 2).

Jedna věc je akceptovat neprůstřelnou logiku určité modelové konstrukce, druhá pak ocenit její praktickou váhu v reálném fungování ekonomiky. Uvedenou otázkou se zabývá řada ekonometrických studií, jejichž poznatky jsou shrnuty např. v práci Schadler et al (2005). Podle citované studie lze za robustní závěr považovat prokázanou existenci BS efektu, kvantitativní velikost tohoto efektu však není nijak dramatická (viz Tabulka 1). Jeho příspěvek k reálnému zhodnocování, resp. k velikosti domácí inflace (v závislosti na pružnosti kurzového režimu) je odhadován ve výši 1 – 2 procentního bodu. S tímto rozsahem jmenovaného efektu, pokud by i do budoucna kopíroval svoji minulost, se pak lze vměstnat do maastrichtských konstant.[6)]

Tabulka 1
Porovnání reálné apreciace a BS efektu

	BS efekt	Reálné zhodnocení
Česká republika	1,6	5,6
Maďarsko	1,9	6,1
Polsko	1,2 – 1,5	4,6
Slovensko	1,0 – 2,0	6,2
Slovinsko	0,7 – 1,4	2,1

Poznámka: Srovnání za období 1996 – 2003 je prováděno vůči Německu, reálná apreciace je měřena na bázi CPI.

Pramen: Schadler et al (2005).

Tabulka 2
Růst a inflace před vstupem do eurozóny

	T – 5	T – 4	T – 3	T – 2	T – 1	T
Portugalsko	0,1 5,0	8,2 4,0	3,6 2,9	4,2 1,9	4,7 2,2	3,9 2,2
Španělsko	2,4 4,6	2,8 4,6	2,4 3,6	4,0 1,9	4,3 1,8	4,2 2,2
Řecko	2,4 7,9	3,6 5,4	3,4 4,5	3,4 2,1	4,5 2,9	4,3 3,7

Poznámka: Okamžik T značí rok vstupu do eurozóny. Pro Portugalsko a Španělsko T = 1999, pro Řecko T = 2001. V prvním řádku se nalézá tempo růstu HDP, v druhém průměrný meziroční růst inflace.

Pramen: Eurostat (HDP v cenách a kurzech roku 1995).

---

6) Orientační propočet „na zadní straně obálky“ může vypadat následovně. Plnění inflačního kritéria povoluje roční inflační diferenciál v přibližné výši 0,5 procentního bodu (cca 2,5 % je nejvyšší přípustná česká inflace a 2 % je cílená inflace v eurozóně). Kurzové kritérium ve své užší interpretaci připouští nominální zhodnocení o 2,25 % vůči centrální paritě. Během dvouletého pobytu v ERM-II tak rozsah přípustného reálného zhodnocení koruny činí 3,25 %. S tímto údajem je dle Tabulky 1 souměřitelná velikost dvouletého BS efektu 3,2 %. Při širší asymetrické interpretaci kurzového kritéria, kdy koruna může nominálně posílit až o 15 % bez nutnosti hýbat centrální paritou, se ohled braný na akomodaci BS efektu stává prakticky bezpředmětným. Převzatá Tabulka 1 je také inspirativní provedeným srovnáním BS efektu s podstatně větším rozsahem faktického reálného zhodnocování. Jakoby prostředí existujících národních měn vystavovalo dohánějící ekonomiky mnohem vyšší míře restrikce, než jaká by byla podložena rozdíly v růstu produktivity.

Robustnost ekonometrických odhadů lze podpořit souzněním s přímo pozorovatelnými fakty. Jako užitečný pramen podpůrných informací mohou sloužit zkušenosti dohánějících stávajících členů eurozóny, pro které byla ve své době rovněž aktuální otázka, zda plnění maastrichtských kritérií nepovede prostřednictvím BS efektu ke střetu s reálnou konvergencí. Jak dokládá Tabulka 2, ze srovnání růstových temp a klesajících měr inflace se nedá vyvodit, že by finišující nominální konvergence poškozovala v uvedených ekonomikách konvergenci reálnou.

Povzbuzující jsou i údaje za samotnou českou ekonomiku, i když i v tomto případě platí výhrada, že budoucí chování nemusí být kopií chování současného. Stylizovaný obrázek (podložený údaji Tabulky 3) vypovídá, že v první polovině tohoto desetiletí česká ekonomika dohání hospodářskou úroveň eurozóny a současně míra inflace se nalézá nezvykle pod průměrem eurozóny. V agregovaných datech se tak ani v náznacích nepřipomíná Balassův-Samuelsonův příběh o rostoucí produktivitě povzbuzující mzdami tlačenou inflaci. Obchodní bilance se vyvíjí příznivě, což znamená, že nízká inflace není dosahována na úkor vnější nerovnováhy. Měnově politická sazba ČNB je ponechávána na nízké úrovni a vůči referenční sazbě ECB si udržuje střídavě nepatrně kladný a záporný úrokový diferenciál, z čehož lze vyvodit, že příznivé výsledky v oblasti vnitřní a vnější rovnováhy nejsou uměle docilovány restriktivní měnovou politikou. Kritičtější výhrady by mohly být vzneseny k liknavějšímu tempu fiskální konsolidace, které nicméně sleduje dohodnuté konvergenční závazky, a proto se ani nestává zdrojem předvídatelných makroekonomických rizik.

Tabulka 3
Růst a inflace v ČR a eurozóně

		2001	2002	2003	2004	2005p	2006p
Česká republika	HDP	2,6	1,5	3,2	4,4	4,0	4,0
	HICP	4,5	1,4	-0,1	2,6		
Eurozóna	HDP	1,7	0,9	0,7	2,0	1,6	2,1
	HICP	2,3	2,3	2,1	2,1		

Poznámka: Údaje v letech 2005 a 2006 jsou očekávané hodnoty.
Pramen: Eurostat (HDP v cenách a kurzech r. 1995).

Oficiální bruselská rétorika by současný makroekonomický obraz české ekonomiky mohla vydávat za praktickou ukázku souladu a nikoli protikladu cílů reálné a nominální konvergence. Hospodářská politika by měla pečovat o dosaženou kombinaci obou dvou konvergencí, která v perspektivě délky období zbývajícího do převzetí eura staví českou ekonomiku do příznivějšího výchozího postavení, než v jakém se nalézala ve stejném časovém odstupu od převzetí eura řada stávajících členů eurozóny. Mnohé tak nasvědčuje tomu, že je zbytečně, aby maastrichtské požadavky na výši inflace byly v českém prostředí vnímány jako korzet škrtící růstové vyhlídky národního hospodářství. Jejich praktická role se spíše soustředí na potvrzení schopnosti rozvíjet se v konsolidovaném nízkoinflačním prostředí.

Box 2

Zveličovaná historka Balassova-Samuelsonova modelu

Existuje mnoho ztvárnění BS modelu, od jednoduchých verzí po důmyslněji propracované struktury (viz např. Holub, Čihák, 2003). Ke sdělení základního poselství zde postačuje jednoduchá prezentace s těmito vztahy:

$P_D = \breve{a}P_T + (1 - \breve{a})\, P_N$, kde domácí cenová hladina P_D je vyjádřena jako vážený průměr cenových hladin v obchodovatelném sektoru P_T a v neobchodovatelného sektoru P_N, koeficient $\breve{a}$ značí váhu T sektoru ve spotřebním koši;

$P_T = E \times P_F$, což je rovnice parity kupní síly odvozující cenovou hladinu v T sektoru od tržního kurzu E a zahraniční cenové hladiny P_F;

$P_T \quad \frac{w}{a_T}, P_N \quad \frac{w}{a_N}$ jsou cenové rovnice T sektoru a N sektoru propojující veličiny cenové hladiny, společné mzdové hladiny w a produktivity práce a_T, resp. a_N;

$R \quad \frac{P_D}{P_F} \; \frac{1}{E}$ je definice reálného kurzu.

Jednoduchými úpravami lze dospět ke vztahu

$R \qquad (1 \quad) \frac{a_T}{a_N}$.

Je-li odvozený vztah interpretován „zprava doleva“, dostáváme tvrzení, že čím více předstihuje růst produktivity v T sektoru růst produktivity v N sektoru, tím vyšší bude reálné zhodnocování domácí měny (v režimu pevného kurzu lze očekávat tím vyšší domácí inflaci). Interpretace vedená „zleva doprava“ je pak klíčová v úvahách o potenciálně škodlivé restrikci maastrichtských kritérií: omezováním prostoru pro reálnou konvergenci (prostřednictvím požadavků na nízkou inflaci a kurzovou stabilitu) bude v dohánějící ekonomice omezován prostor pro růst produktivity.

Povšimněme si časové nekonzistence dvou problémových okruhů. Zatímco manévr hospodářské politiky cílený na plnění maastrichtských kritérií je ze své povahy úlohou krátkého až střednědobého období, výpověď BS modelu je podmíněna splněním jistých rovnovážných podmínek, což bývá záležitost (pokud vůbec) dlouhého období. Ústřední místo zaujímá předpoklad vysoce pružného trhu práce (jak vzdálený převažujícím kritikám aktuálních poměrů!), který vyrovnává velikost mezd mezi oběma zúčastněnými sektory. V krátkém období jsme však svědky mnoha rigidit trhu práce, které citelně zpomalují rychlost BS přizpůsobovacího mechanismu. Vystopovat by se možná mohl i jakýsi reverzní BS efekt, kdy nižší mzdová hladina v převládajícím N sektoru tlumí mzdové požadavky v T sektoru. Mzdová vyjednávání v N sektoru možná ani nejsou tak ambiciózní, jestliže spíše usilují o udržení reálné kupní síly mezd, než aby se domáhala stejného platu jako v lépe situovaném T sektoru.

Druhý dlouhodobý prvek rovnovážného uvažování BS modelu, kterým je parita kupní síly, se ještě více prosazuje pouze jako dlouhodobý vztah než jako zákonitost krátkého období. Je proto dost obtížné z krátkodobého potlačování výkyvů reálného kurzu v průběhu plnění maastrichtských kritérií cokoli vyvozovat pro trendový růst produktivity. Dlouhodobé hledisko vede spíše k zamyšlení, zda s rostoucí integrací poměrně rychle neklesá váha tradičně chápaného N sektoru jako ekonomického segmentu izolovaného od konkurenčního tlaku zahraničních cen (tíhnutí koeficientu $\breve{a}$ k jedné stlačuje velikost BS efektu k nule). Stejným směrem působí i četné příklady výrazného růstu produktivity ve vybraných „neobchodovatelných“ službách (např. bankovnictví), které relativizují výkonnostní zaostávání N sektoru. V krátkém období může BS efekt sám sebe i umrtvovat, jestliže očekávaný růst produktivity vyvolává posilování kurzu, které zpomaluje růst mezd v T sektoru a proto i v N sektoru, což se projeví v nižší inflaci, a tím i v pomalejším reálném zhodnocování.

Nabídnuto bylo několik tezí na podporu empirického svědectví, které dokládá relativně omezený význam klasického BS efektu v úvahách, do jaké míry může plnění maastrichtských kritérií omezovat hospodářský růst. Jestliže však již BS model jednou obrátil explicitní pozornost na fundamentální vazbu mezi reálným zhodnocováním a růstem produktivity, měla by být jeho popularita využita ke kritice jevů, které jmenovanou vazbu závažným způsobem porušují. Do skupiny „falešných“ BS efektů patří např. snahy o rychlé dotahování mzdové úrovně vyspělých členů EU, které by byly odtrženy od podkladového růstu produktivity (v dramatických rozměrech se negativa cenového a mzdového dohánění odtrženého do podkladové produktivity projevily při sjednocování Německa). Patří sem i nadměrná nominální apreciace měnového kurzu uchazečské ekonomiky, pokud jejím tahounem není růst produktivity nýbrž spekulační kurzové přestřelování. Při praktickém rozhodování může být obtížné oddělit tyto nepravé BS efekty od pravých, nebo• je často věcí osobního názoru, zda dané zhodnocování kurzu prohlásit za nadměrné, či zda dané mzdové požadavky považovat za nadnesené. Hospodářská politika by nicméně tyto jevy měla vnímat jako reálná rizika, která tím, že neberou zřetel na růst produktivity, reálnou konvergenci ve svém důsledku poškozují.

4. Nástrahy kurzového kritéria

Ekonomika, která zamýšlí neodvolatelně zafixovat kurz své měny vůči peněžní jednotce měnové unie, by měla mít jistotu, že tak učiní s fundamentálně dobře zvoleným konverzním poměrem. V opačném případě se vystavuje riziku bolestivého

přizpůsobovacího procesu v podobě nadměrných deflačních či inflačních tlaků, a to v závislosti na tom, zda chybnou konverzí byl zakonzervován příliš silný, resp. příliš slabý kurz. Maastrichtské kritérium kurzové stability předepisuje povinnou dvouletou účast v kurzovém mechanismu ERM-II, kterou pojímá jako testovací období, během něhož chování kurzu buď potvrdí, že existující parita je způsobilá pro neodvolatelnou fixaci, a nebo naznačí, v jakém směru provést nezbytnou korekci. Uchazečská země ale nemusí toto tréninkové období omezovat na obligatorní dva roky. Přihlášku do ERM-II je oprávněna podat již bezprostředně po vstupu do EU, takže již od tohoto okamžiku má možnost začlenit svoji kurzovou politiku do jmenovaného mechanismu, aniž by nutně musela mít vyjasněnu otázku budoucího členství v eurozóně. Je proto důležité rozlišovat dva účely účasti v ERM-II:

a) účel režimový, který bezprostředně nesouvisí s přípravou na převzetí eura a jehož využití je otevřeno každé členské zemi EU, která zapojení do ERM-II považuje za optimální podobu své kurzové politiky (tato podskupina členů EU je v současné době tvořena pouze Dánskem);

b) účel kvalifikační, který je bezprostředně odvozen od požadavku úspěšného absolvování testu kurzové stability jako jedné z nutných podmínek pro převzetí eura (do této podskupiny členských zemí EU v současné době patří Estonsko, Kypr, Litva, Lotyšsko, Malta a Slovinsko).

Česká republika se rozhodla neuplatnit účel režimový, když v přijaté Eurostrategii vyjádřila určitou skepsi na adresu přínosů ERM-II, a zakotvila úmysl omezit pobyt v tomto kurzovém uspořádání na povinné dvouleté minimum.[7)] Tímto přístupem se poměrně ostře odstínila od postoje řady stávajících členů eurozóny, kteří naopak doporučují brzké zapojení do uvedeného mechanismu. Také Evropská komise a Evropská centrální banka ve svých oficiálních vyjádřeních odmítají nahlížet na ERM-II pouze jako na vstupní bránu, kudy uchazečská země má povinnost projít, by• jí to nepřenáší žádnou hmatatelnou přidanou hodnotu.[8)] Jaké okolnosti mohly vyvolat tyto názorové rozdíly?

Ukazuje se, že osobně prožitá zkušenost bývá tím nejvlivnějším činitelem, který formuje názorové postoje. Pro jednu skupinu stávajících členů eurozóny (např. Portugalsko, Řecko) zůstává zapojení do bývalého ERM spojováno s úspěšnou makroekonomickou politikou. Tyto země učinily z pevného kurzu páteř stabilizačního programu, který vyvedl jejich ekonomiky z nadměrných inflací a z opakovaných tlaků na znehodnocování národní měny. A také který vytvořil argumentační oporu pro nezbytnost fiskální konsolidace. Pro jiné členské země (např. Rakousko) představoval pevný kurz vůči německé marce dlouhodobé a úspěšné uspořádání kurzové politiky, které bylo poměrně snadné zaměnit trvale pevným kurzem při vzniku eurozóny.[9)]Prožitá zkušenost české ekonomiky je ale poněkud jiná. Dosažené nízkoinflační prostředí s důvěryhodnou měnou bylo nastoleno bez pomoci pevného kurzu, aplikovaný režim cílování inflace se naopak opíral o politiku plovoucího kurzu. Makroekonomický rámec, jenž stavěl kurzovou kotvu do středu stabilizačního programu, dnes spíše již jen připomíná vzdálené období počátků hospodářské transformace a také i neslavný konec pevného kurzu během měnových turbulencí v květnu 1997.

---

7) Eurostrategie české vlády a centrální banky k tomuto bodu uvádí: „... je účast v mechanismu ERM II chápána jen jako brána pro přistoupení k eurozóně. Vláda se shoduje s ČNB, že delší než minimálně nutné dvouleté setrvání v ERM II se nejeví jako žádoucí“ (viz ČNB 2003b).

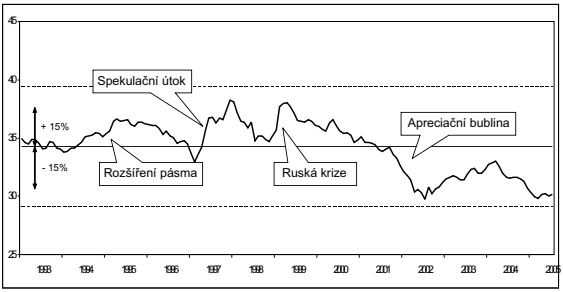
8) Podrobné doložení stanovisek důležitých aktérů lze nalézt ve studii Backé a Thimann (2004).

9) Jsou však i zarputilí kritici povinného zapojení do ERM-II, mezi nimiž vůdčí roli zaujímá Velká Británie. Pro tuto zemi zůstává stále živá vzpomínka na potupné a nákladné opuštění ERM během vrcholící krize Evropského měnového systému v září 1992.

Klást rovnítko mezi dnešním ERM-II a minulými režimy pevného kurzu české koruny by však z řady důvodů nebylo příliš korektní. Jeden z podstatných rozdílů pramení z nesrovnatelně vyšší intervenční síly ECB oproti omezeným možnostem ČNB, což propůjčuje srovnávaným kurzovým režimům kvalitativně rozdílnou kredibilitu. Znamená to tedy, že český obchodovatelný sektor by mohl z vyšší kredibility ERM-II vytěžit vyšší kurzovou stabilitu?

Odpověď zní, že patrně nemohl. Stávající pravidla opravňují k automatickým intervencím pouze na okrajích fluktuačního pásma, jejichž vzdálenost od centrální parity je nastavena na široké rozpětí ±15 %. Navíc ECB má zákonný mandát k intervencím pouze za předpokladu, že ohrožen nebude základní cíl cenové stability. A jelikož kurzové otázky jsou v EU také věcí společného (avšak i konkurenčního) zájmu všech členských zemí, lze si představit situaci, že směrování kurzu k některé z hran širokého fluktuačního pásma nebude vyhodnoceno jako signál k obraně stávající parity, ale spíše jako signál k hledání parity nové, nevyžadující podporu nákladnými devizovými intervencemi. Takže ERM-II, jehož konstrukce jej řadí (podle klasifikace MMF) mezi fixní kurzové režimy, skýtá natolik rozvolněné prostředí kurzové stability, že vesměs celá a místy i bouřlivá historie kurzových fluktuací české koruny by se dala do takových mantinelů umístit (viz graf 2). Původní aranžmá ERM, které soustřeďovalo kurzové výkyvy do úzkého pásma ±2¼ %, by mohlo představovat zajímavou alternativu pro značně otevřenou a obchodně propojenou českou ekonomiku. Takové kurzové řešení by však pro ECB jako druhou stranu dohody bylo s největší pravděpodobností nepřijatelné, nemluvě o zájmu českých autorit o takovou dohodu vůbec usilovat.

Graf 2
Historické fluktuace české koruny vůči euru



Poznámka: Časová řada je sestavena z průměrných měsíčních kurzů. V období před rokem 1999 jsou použity průměrné měsíční kurzy CZK vůči DEM násobené konverzním poměrem DEM/EUR = 1,95583.
Pramen: Česká národní banka, vlastní propočty.

Vyjmenovat lze i další problémová místa dlouhodobější účasti v ERM-II. K určité politizaci měnové politiky vždy provokuje téma „správného“ nastavení kurzové hladiny. Je pravda, že finanční trhy občas přestřelují ve svém tápání po „rovnovážném“ kurzu. K ještě větším distorzím a pozdním reakcím ale může docházet, mohou-li do stanovení kurzu promlouvat nejrůznější politicko-lobbistické zájmy (viz popsaný příklad turbulencí maďarského forintu). Od účasti v ERM-II se nedá ani očekávat jakási automaticky vyšší průbojnost vlády při provádění fiskálních reforem, kterou podle některých představ vytváří preventivní strach ze zítřejších kurzových krizí při vědomí, že fiskální politika se dnes nechová v souladu s přijatými kurzovými závazky. Zkušenosti ukazují, že podobná negativní motivace bývá neúčinná, chybí-li domácí politické reprezentaci pro konsolidaci veřejných financí

silné pozitivní odůvodnění. A kombinace nevěrohodné reformy veřejných financí s oficiálně deklarovanými kurzovými závazky může být potenciálně velmi výbušná. Shrneme-li, pak opce na členství v ERM-II, kterou česká ekonomika obdržela spolu se vstupem do EU, se skutečně nezdá být natolik lukrativní, aby musela být co nejdříve uplatněna.

K posouzení ale ještě zůstává kvalifikační účel účasti v ERM-II, neboli požadavek, aby po dobu minimálně dvou let před evaluací maastrichtských kritérií uchazečská země absolvovala pobyt v tomto kurzovém systému bez nadměrného pnutí.[10] Podstatný posun oproti režimovému pobytu v ERM-II však spočívá ve výrazném zúžení konceptu tzv. normálních čili kurzovému kritériu vyhovujících fluktuací. Podle názoru Evropské komise, která bude mít při formulaci závěrečného vysvědčení rozhodující slovo, existující právní stav považuje za normální takové fluktuace, které nevybočují z původního úzkého pásma ±2¼ %. A to jakkoli mohla být tato záležitost znepřehledněna událostmi let 1992 – 1993, jež vedly ke zrodu širokého pásma ±15 % (zasazením ERM-II do historických souvislostí se zabývá Box 3).[11]

Přístup ekonoma ke sporu o legislativní čistotu pojmu „normální fluktuace" bude patrně rozpačitý. Na jedné straně by skutečně působilo kontraproduktivně, kdyby měna, jež má v zájmu hladkého včlenění do měnové unie prokázat určitou usazenost, mohla být rozkmitána v pásmu širokém ±15 %. Tento stav by s největší pravděpodobností upozorňoval na fundamentální problémy uchazečské ekonomiky, které by se po převzetí společné měny mohly dále stupňovat. Na druhé straně si lze klást oprávněně otázku, zda požadavek, aby uchazečská země z rodiny malých, plně liberalizovaných a mladých tržních ekonomik jednostranně udržovala kurz své měny v pásmu úzkém ±2¼ %, nepředstavuje opačný extrém. Údaje Tabulky 4 např. naznačují, že česká koruna by mohla mít potíže s plněním požadavků úzkého pásma. Ohlédnutí zpět ukazuje, že v průměru se její kurz sice nacházel uvnitř uvedeného pásma (s fiktivní centrální paritou ve výši průměrného kurzu za dané období), nicméně okamžiky pobývání mimo pásmo existují v obou směrech. Dalšího zhoršení parametrů kolísavosti by bylo dosaženo prodloužením časového horizontu na dva roky.

Tabulka 4

Parametry kolísavosti kurzu české koruny

	2003	2004	2005
Největší kladná odchylka[1)]	+ 3,3	+ 4,5	+ 1,2
Největší záporná odchylka[2)]	- 2,1	- 4,7	- 2,8
Směrodatná odchylka[3)]	± 1,2	± 2,25	± 1,0

Poznámky: 1) Procentuální vzdálenost nejslabší denní hodnoty kurzu EUR/CZK od průměrné denní hodnoty za dané období.

2) Procentuální vzdálenost nejsilnější denní hodnoty kurzu EUR/CZK od průměrné denní hodnoty.

3) Směrodatná odchylka denních kurzů EUR/CZK vztažená k průměrné denní hodnotě (posledním zahrnutým dnem rokem 2005 je 30. srpen).

Pramen: Česká národní banka, vlastní propočty.

10) Pragmatická pružnost při započtení dvouleté lhůty byla použita v případě Finska a Itálie. Tyto země měly „odslouženy" povinné dva roky setrvání v ERM k okamžiku vstupu do eurozóny, nikoli však k okamžiku posuzování způsobilosti ke vstupu do eurozóny. Tomuto řešení určitě napomohl silný a dobově jedinečný politický zájem zapojit do rozjezdu eurozóny co největší počet zemí. Je proto otázka, jak dalece se na tehdejší výjimku mohou jako na precedens odvolávat ty uchazečská země, které zamýšlejí omezit dobu pobytu v ERM-II na maximální minimum.

11) K tomuto tématu může opět jako zajímavý pramen informací sloužit práce Backého a Thimanna (2004).

Úkol stlačovat kurzové výkyvy české koruny do úzkého pásma ± 2¼ % by tak mohl vést k potlačování její normální kolísavosti, což vyvolává otázku, zda se ČNB bude moci vyhnout častým a rozsáhlým devizovým intervencím. A pokud ne, nestane se zesílená intervenční aktivita otevřenou pozvánkou pro destabilizující kurzovou spekulaci? Poučky o rizicích měnové krize v malých otevřených ekonomikách, které používají fixní kurzový režim v podmínkách neomezené kapitálové mobility, před takovým scénářem varují. Uchazečským zemím se dostává ujištění, že hodnocení kritéria kurzové stability nebude mechanickým cvičením, které by nebralo ohled na celkové vnitřní i vnější makroekonomické souvislosti. Jde o racionální přístup, který by mohl tlumit určitou přecitlivělost centrální banky vůči kurzovým výkyvům mimo úzké pásmo (kritické jsou především výkyvy depreciačním směrem). Lze se však zbavit pochybností, zda domácí hospodářská politika bude vždy natolik vzorová, aby bruselské autority nemohly neodůvodnit přestřelování depreciační hrany úzkého pásma výlučně neovlivnitelnými externími poruchami?[12)]

Rýsuje se tak zřejmé dilema. Na jedné straně stojí zadání uspět v kritériu kurzové stability při všech nejasnostech spojených s posuzováním jeho plnění. Na straně druhé je žádoucí nevytvářet lákadla pro spekulační kapitál. Eurostrategie naznačuje, že uvedené dilema hodlá řešit tím, že pobyt v ERM-II jako původci uvedených rizik zkrátí na co nejkratší dobu a že po co nejdelší dobu se přidrží osvědčených postupů cílování inflace.[13)] Uvedený záměr ale otevírá jiné dilema, kterému se věnuje poslední část práce.

Box 3:
Historické peripetie Mechanismu měnových kurzů

Hybným silám, které dovedly Evropskou unii k fungující měnové unii, se mnohem lépe porozumí na pozadí evolučního vývoje v rámci snah učinit z evropského ekonomického prostoru oblast měnové stability. Do této posloupnosti pokusů a experimentování patří účast v bretton-woodském systému pevných kurzů, který byl postaven na vůdčí roli amerického dolaru a který se zhroutil na začátku sedmdesátých let minulého století. Patří sem i navazující neúspěšné fungování tzv. „hada v tunelu“, který měl dodat evropským měnám vyšší komfort kurzové stability v prostředí zvýšené kolísavosti světových měn.

V březnu 1979 byl spuštěn Evropský měnový systém (European Monetary System, EMS), k jehož základním součástem patřil Mechanismus měnových kurzů (Exchange Rate Mechanism, ERM). Každá měna, která se do uvedeného mechanismu zapojila, měla v rámci tzv. paritní mřížky stanovenu centrální paritu vůči všem ostatním účastnickým měnám a kolem této úrovně byla vytyčena (jako obecné pravidlo připouštějící výjimky) úzká fluktuační pásma ±2¼ %. Za připomenutí stojí i další vlastnosti ERM:

a) automatická a symetrická intervenční povinnost centrálních bank zaměřená na obranu úzkých pásem (např. na slábnoucí francouzský frank a sílící německou marku byla povinna reagovat nejen Banque de France ale i Bundesbanka);

12) Konvergenční zpráva ECB (2004), věnovaná orientačnímu posouzení konvergenčních kritérií si v případě České republiky (a podobně i dalších nečlenů ERM-II formálně nezpůsobilých k vyhodnocení kritéria kurzové stability) vypomáhá srovnáním s průměrnými hodnotami kurzu české koruny vůči euru z října 2002. Ze zprávy lze citovat (český překlad ČNB): „Po většinu sledovaného období česká koruna k euru postupně oslabovala, přestože tento trend se v posledních měsících částečně obrátil. Celkově vzato se česká měna v prostředí značné volatility devizových kurzů soustavně obchodovala na nižší úrovni, než činil průměrný devizový kurz k euru, který se na základě dohody učiněné v předchozích zprávách používá pro ilustrativní účely při absenci centrální parity mechanismu ERM II.“ Z uvedené citace vane zaujetí oslabující korunou, které může předznamenávat hrozbu neplnění kritéria. Zpráva ale již neuvádí, že pozorovaným oslabováním v průběhu hodnotícího období koruna vesměs jen korigovala předchozí škodlivou apreciační bublinu. Doporučení českým autoritám tudíž zní: nepodceňovat formální kontrolní znaky kritéria a nepřeceňovat přesvědčovací sílu vlastního ekonomického příběhu.

13) Eurostrategie české vlády a centrální banky v měnové části uvádí: „Samostatná česká měnová politika bude do doby završení měnového integračního procesu i nadále realizována prostřednictvím strategie cílování inflace“. Pro připomenutí, v režimu cílování inflace ke společné měně dospěly Finsko a Španělsko.

b) uznání faktu, že některé měny vyžadují širší „normální“ fluktuační rozpětí (italské liře bylo přiznáno pásmo ± 6 %, které zpočátku využily později vstupující španělská peseta, britská libra a portugalské escudo);

c) provádění tzv. přenastavení parit (realignments) pouze na základě společné dohody členů ERM.

Za dobu svého trvání prošel kurzový systém ERM několika významnými epizodami. Počáteční poměrně turbulentní období se vyznačovalo častým přenastavením parit (o celkovém počtu 12) a také obecně nízkou úrovní koordinace hospodářských politik. Následovalo úspěšné pětileté období, během kterého se do systému zapojily všechny členské měny EU (kromě Řecka). Fluktuační pásma byla sjednocena na úzkém rozpětí ±2¼ % a zaznamenáno nebylo ani jedno přenastavení centrální parity (s výjimkou Itálie při přechodu do úzkého pásma). Uvedené skutečnosti mohly vyvolávat iluzi, že EU prakticky dospěla do stádia stínové měnové unie, kterou bude snadné transformovat na unii faktickou. Tyto optimistické plány však v roce 1992 rozmetala hluboká krize, která dala průchod pochybnostem finančních trhů o schopnosti EU dovést projekt společné měny k úspěšnému konci. Pod náporem kurzové spekulace ze systému vypadly italská lira a britská libra, zavěšení na ECU opustila švédská koruna, slabší měny jako španělská peseta a portugalské escudo musely několikrát devalvovat. Útok spekulantů odrážela dánská koruna a francouzský i belgický frank.

Totálnímu zhroucení ERM zabránilo v srpnu 1993 instalování širokých fluktuačních pásem ±15 %. Řada komentátorů si tehdy kladla otázku po smyslu takto rozvolněného ERM, jestliže vzájemné výkyvy kurzů účastnických měn měly povolen tak velký rozkmit. Postupem času se však vyjevovala racionalita přijatého řešení. Široká pásma na jedné straně nebránila ve sledování přísnějších nároků na kurzovou stabilitu, což ukázal vývoj po roce 1996, kdy všem měnám, jež v ERM setrvaly, se dařilo udržovat kurzové výkyvy uvnitř „starých“ úzkých rozpětí. Na druhé straně byla široká pásma vnímána jako účinná pojistka proti spekulačnímu kapitálu, který dostal méně příležitostí testovat kredibilitu oficiálních kurzových závazků.

Na začátku roku 1999 systém prodělal nezbytnou adaptaci reagující na zrod eurozóny. Pod názvem ERM-II bylo přijato uspořádání, ve kterém roli kotevní měny převzalo euro a roli protistrany národních centrálních bank převzala ECB. Rozpětí fluktuačních pásem byla ponechána na pokrizové hodnotě ±15 % (Dánsko si vyjednalo původní rozpětí ±2¼ %). Ponechána byla též povinnost intervenovat na okrajích pásma s novým dodatkem, že intervence ECB nesmějí ohrožovat cenovou stabilitu eurozóny. Současná úprava vyšla také vstříc pobaltským republikám operujícím v režimu měnového výboru a pevného kurzu. Tyto země mohou praktikovat novodobého „hada v tunelu“, tj. v rámci širokého pásma jednostranně provozovat dosavadní fixní kurzové režimy.

Obecně se také mělo za to, že pravidla ERM-II vyšla vstříc i uchazečským ekonomikám používajícím plovoucí kurzové režimy, a to v domnění, že měnové turbulence v letech 1992 –1993 pohřbily úzké pojetí „normálních“ fluktuací ±2¼ % a nahradily ho širokým pásmem ±15 % skýtajícím dostatek prostoru pro volné plování. O to s větším rozhořčením zapůsobila prohlášení představitelů EK zdůrazňující, že pro účely hodnocení kritéria kurzové stability zůstává v platnosti původní úzké pásmo. Naproti tomu od ECB obdobné jednoznačné výroky nezazněly, což jenom umocňuje dohady, podle jakého metru bude kurzová stabilita posuzována. Tato atmosféra určité nejistoty, pro níž je typické, že „případné problémy budou řešeny až jestli nastanou“, tak zřejmě bude patřit k jedné z doprovodných kulis lemujících pozadí měnové strategie k převzetí eura.

5. Kdy vystoupit z litery i ducha cílování inflace?

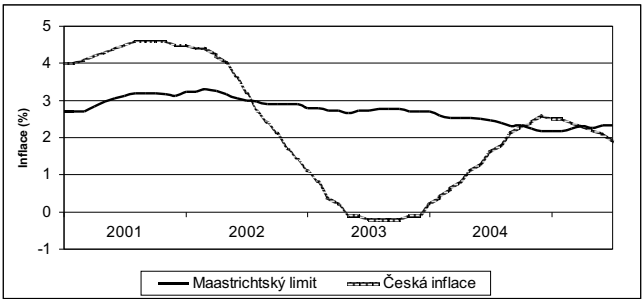
Česká ekonomika není jediná, která svým úmyslem zakotvit v eurozóně bude muset obstát v plnění všech čtyř maastrichtských kritérií. V podobné situaci se nalézá dalších devět zemí z poslední velké vlny rozšíření EU a stejné zadání v minulosti řešilo dvanáct stávajících členů eurozóny. Existuje tak bohatá zásoba praktických zkušeností, ze které se dá pohotově čerpat a podle potřeby i opisovat. Nejcennější však bývají zkušenosti vlastní, nebo• jsou prožívány se znalostí jemných detailů a jejich podoba se optimalizuje v neustálé konfrontaci s řešením praktických úkolů. Měnová strategie soustředěná na dosažení maastrichtských cílů by proto měla začít vyhodnocením funkčnosti stávajícího rámce měnové politiky a zodpovědět otázku, do jaké míry nahromaděné know-how obstojí ve světle nových požadavků.

Aktuálním režimem měnové politiky ČNB je cílování inflace. Tento přístup ve zkratce po centrální bance požaduje, aby vyhlásila inflační cíl a aby své nástroje používala konzistentně se snahou o dosahování takto veřejně deklarovaného závazku. A víceméně o stejný obsah půjde při plnění maastrichtského inflačního kritéria, které rovněž předpokládá, že užití nástrojů měnové politiky, bude soustředěno na dosažení jistých kvantitativních požadavků na velikost inflace. Podobnost cílování inflace s plněním maastrichtského inflačního kritéria je tudíž vysoká,

a proto i otázka použitelnosti první procedury pro účely procedury druhé, je zcela legitimní.

Při hodnocení cílování inflace v České republice zaujmou dvě skutečnosti. Tou první je poměrně časté a výrazné neplnění inflačního cíle, tou druhou pak ustálení nízkoinflačního prostředí.[14] První hledisko, které se zaměřuje na porovnávání zamýšleného a dosaženého, by podle některých modelových úvah mělo snižovat důvěryhodnost současného způsobu cílování inflace a projevovat se v nestabilitě inflačních očekávání a ve zvýšených rizikových přirážkách. Uvedené nelichotivé hodnocení však není potvrzováno reálnými daty. Současný režim měnové politiky netrpí měřitelnými projevy ztráty důvěry, objektivní hodnocení zaměřená na výsledky nemohou nepřehlédnout dosaženou kombinaci nízké inflace a uspokojivého růstu. Česká ekonomika se nalézá na dráze reálné konvergence a přitom má vytvořeno ideální předpolí pro plnění maastrichtského inflačního kritéria (viz graf 3). Pokud by tudíž nějaké okolnosti měly vyzývat k revizi stávající podoby cílování inflace, k hlavním důvodům by určitě nepatřila nespokojenost s dosaženými parametry cenové stability. A prokázal-li stávající rámec měnové politiky funkčnost při konsolidaci inflace, zcela jistě by zvládl i maastrichtské zadání, které požaduje existující stav víceméně jen udržovat.

Graf 3
Česká versus „maastrichtská“ inflace



Poznámka: Křivka maastrichtského limitu zobrazuje limitní hodnotu maastrichtského inflačního kritéria za předpokladu, že v daném měsíci by proběhlo vyhodnocení. Křivka české inflace zachycuje vývoji českého HICP (dvanáctiměsíční průměry).

Pramen: Eurostat, vlastní propočty.

V rámci strategického záměru ČNB pokračovat s cílováním inflace po zbývající dobu existence samostatné české měny však přeci jen bude nutné vzít v úvahu některé nové skutečnosti. V oblasti technik cílování inflace se bude nutné vypořádat např. s faktem, že cílení maastrichtské inflace je v principu mířením na pohyblivý terč. Dopředu totiž nelze vědět, na podkladě jakých tří národních inflací bude kolem r. 2010 kvantifikována limitní hodnota inflačního kritéria. Přitom důraz na uplatnění inflačního cíle jako kotvy inflačních očekávání nutí mít tuto otázku vyjasněnu zcela jednoznačným způsobem. V praktické rovině se však nemusí jednat o závažný problém, nebo• trendové chování inflace v zemích EU naznačuje (viz opět graf 3), kde se s největší pravděpodobností bude nalézat interval přípustných maastrichtských hodnot. A koneckonců i inflační cíle operují s tolerančními limity.

14) Posouzením vybraných aspektů cílování inflace v české republice se zabývá Dědek (2004).

Do oblasti technických revizí cílování inflace spadá i pravděpodobně nezbytná modifikace inflačního cíle. Platný cíl pro meziroční index spotřebitelských cen (CPI) činí 3 % a doprovázen je „měkkým“ tolerančním limitem ± 1 procentního bodu. Historické chování inflace v zemích EU, měřené průměrným harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HIPC), posazuje limit maastrichtského kritéria pod hladinu 3 %. Uvedené číselné hodnoty se sice vztahují k jiným mírám inflace, nicméně i přes tuto nesrovnatelnost upozorňují na potenciální problém s transparentností měnové politiky. Ten by mohl nastat, pokud by hodnoty indexu CPI měly tendenci mířit do horní poloviny cíle. ČNB by pak na jedné straně regulérně plnila deklarovaná předsevzetí, čímž by implicitně vysílala signál o správném nastavení úrokových sazeb, na straně druhé by však patrně přestřelovala maastrichtský limit, a tím by podporovala spekulace o chybném nastavení úrokových sazeb. A nechat zaparkovat inflační očekávání mimo interval přípustných maastrichtských hodnot by pak zbytečně zvyšovalo pozdější náklady dezinflace. Budou-li proto země EU setrvávat u svých inflačních trendů, ČNB by měla buď snížit střed inflačního cíle (např. polská centrální banka již operuje s cílem 2,5 % ± 1 p.b.) a nebo zvolit asymetrický přístup, který by upřednostňoval pohyb CPI v dolní polovině stávajícího cíle.[15)]

Existují však i závažnější důvody, které si vynutí zásah do ustálených postupů. Důležitá je bezesporu okolnost, že cílení maastrichtské inflace představuje nesrovnatelně tvrdší formu obvyklého cílování inflace ve smyslu zcela odlišných důsledků nedosažení cíle. Při průběžném cílování inflace se minutí cíle stává podnětem ke sebezpytování modelového prognostického aparátu, povinností nabídnout veřejnosti důvěryhodné objasnění a možná i příležitostí vyslechnout si několik uštěpačných poznámek na adresu schopností centrální banky řídit inflaci. Naproti tomu minutí maastrichtského cíle by znamenalo odsunutí vstupu do eurozóny čili fatální neúspěch záměrů vládní hospodářské politiky. Cílování inflace v maastrichtském aranžmá si proto prakticky nemůže dovolit netrefení cíle. To ale znamená, že daný režim měnové politiky již nebude moci být vnímán jako víceméně interní záležitost centrální banky, k níž se kooperativní vláda vyjadřuje maximálně při příležitosti vyhlašování nového cíle. Naopak vláda svými politikami v oblasti rozpočtové, mzdové i cenové se stane aktivním spolutvůrcem inflačního prostředí, vedle již konvenční role měnových nástrojů. A od centrální banky bude vyžadována schopnost koordinovat chování všech důležitých aktérů vybavených schopností inflaci ovlivňovat. Možná, že tyto vysoké nároky na usměrňování inflačních faktorů budou vyžadovat i nějakou institucionální odezvu.[16)]

---

15) Ke sblížení cílů pro českou a maastrichtskou inflaci by se hypoteticky dalo dospět též úpravami maastrichtského inflačního kritéria. K iniciativám s tímto zaměřením patří např. doporoučení, aby odpichová hodnota, jejímž navýšením o 1,5 procentního bodu se obdrží limitní hodnota, nebyla již konstruována jako průměr tří nejnižších inflací v EU, ale jako průměr tří inflací zdola nejbližších inflačnímu cíli ECB. Kvalifikační strop by se tím posunul ke kótě 3,5 %. Odůvodnění tohoto návrhu pokládává za korektní, aby odpichová inflace byla průměrována z inflací těch zemí, které nejlépe naplňují kvantitativní vymezení cenové stability v eurozóně. Ve stejném duchu se nese i druhý návrh, aby při výpočtu odpichové inflace nebyly brány v úvahu velmi nízké kladné inflace (záporné inflace čili deflace se již vylučují). Uvedené „změkčující“ inovace určitě nepostrádají ekonomickou logiku, jelikož vytvářejí větší jistotu, že požadavky inflačního kritéria nebudou vychýleny k extrémně nízkým hodnotám. Mění však doposud uplatňované přístupy, čímž testují legislativní ohebnost maastrichtských formulací.

16) Z řady námětů lze uvést např. požadavek, aby všechny významné cenové deregulace byly dokončeny před začátkem období rozhodného pro odečet maastrichtské inflace. Hledisku dopadů do inflace by mělo být podřízeno během rozhodného období plánování daňových změn. Tripartita by se po vzoru některých zemí mohla zasadit o to, aby se ohledem na inflaci řídily mzdová vyjednávání. Není mnoho inflačních položek, které hospodářské autority mají pod efektivní kontrolou. Bylo by však chybou tyto omezené možnosti nevyužít.

A samozřejmě tím největším „vetřelcem“ bude centrální parita. Stávající režim cílování inflace, do kterého ČNB zasazuje svá měnová rozhodnutí, je doprovázen kurzovou politikou řízeného plování. Utváření kurzu české koruny je ponecháváno tržním silám, zásahy centrální banky jsou odůvodňovány pouze snahou o vyhlazování rychlých a nadměrných kurzových výkyvů. Z pohledu teoretických východisek cílování inflace se jedná o zcela korektní uspořádání. Z pohledu maastrichtského způsobu prokazování kurzové stability se však jedná o uspořádání nepřípustné.[17] Důvod je nasnadě, nebo• jestliže v rámci kurzového plování lze centrální paritu považovat za nepotřebný pojem, v konstrukci ERM-II tento koncept naopak zaujímá zcela výsadní postavení. V prostředí kurzového plování měna může demonstrovat svoji stabilitu tím, že její naměřená kolísavost vykáže dostatečně nízkou hodnotu. Pravidla ERM-II ale vyžadují dosahovat nízkou naměřenou kolísavost kolem předem deklarované kurzové hladiny. ČNB proto bude muset v určitém okamžiku do cílování inflace centrální paritu zakomponovat. Podle litery Eurostrategie se tak stane v nejpozději možném termínu, což jsou dva roky před předpokládaným okamžikem evaluace, v krajním případě dva roky před předpokládaným okamžikem vstupu do eurozóny. Avšak i po tomto termínu zůstává otevřena otázka, co učinit s „duchem“ cílování inflace?

Hodnocení přínosů z „obohacení“ inflačního cílení centrální paritou se totiž musí vypořádat se dvěma protichůdnými momenty. Jedna z možností je pohlížet na vzniklý novotvar jako na nesystémovou komplikaci cílování inflace, která znepřehledňuje měnová rozhodnutí a stává se latentním zdrojem konfliktních situací. Tento úhel pohledu bude chtít využívat značnou volnost povolených fluktuací uvnitř širokého pásma ERM-II, která víceméně umožňuje volné plování kurzu, a proto i provozování technik cílování inflace prakticky v nezměněné podobě.

Existuje však i druhý úhel pohledu. Je třeba se uvědomit, že ke standardním procedurám cílování inflace nepatří jakési cílování s pevným koncem, kdy je přesně naplánován okamžik institucionálního skonu tohoto režimu měnové politiky. Cílování inflace má charakter procedury s volným koncem, která stárnoucí cíle s dostatečným předstihem nahrazuje cíli novými v zájmu zachování kontinuity měnových rozhodnutí. Má-li však uvedený režim ukončit ke stanovenému datu svoji existenci, na významu nutně nabývá to nové, co následuje. A jedním z klíčových „posmrtných“ faktorů cílování inflace bude konverzní poměr, který všechny nominální veličiny denominované v českých korunách přepočítá do peněžních jednotek denominovaných v eurech a který zrealizuje neodvolatelnou fixaci kurzu koruny vůči měně eurozóny. Velikost konverzního poměru ovlivní hospodaření ekonomických subjektů, jelikož nevyhnutelně promluví do zahraniční cenové konkurenceschopnosti. Vyprovokovat může vzedmutí inflace ale i zakořenění deflace. A jako každá velká událost, blížící se terminální konverze bude uvádět do pohybu spekulační síly tím mocnější, čím většími nejasnostmi a dohady bude daný akt obklopen.

Oba dva nastíněné pohledy mají odlišné vyústění pro chování měnové politiky během dvouleté evaluační účasti v ERM-II. Jeden možný přístup lze nazvat setrváváním u ducha cílování inflace. Měnová politika bude primárně mířit na maastrichtský cíl pro inflaci a stanovení centrální parity bude pojímáno spíše jako kvalifikovaný nástřel, který tržní síly budou moci po zbývající dobu obchodování s korunou korigovat. Volnost kurzového pohybu bude důsledněji monitorována a případně limitována pouze ve slabší polovině pásma, jelikož odtud hrozí přímá

17) Společně s plovoucím kurzem se na „černé listině“ kurzových režimů, které ECB považuje za neslučitelné s pravidly ERM-II, nalézají jednostranná euroizace, posuvné zavěšení (crawling peg) a fixní kurz s jinou paritní měnou než eurem.

diskvalifikace. Na opačné straně centrální parity však bude využíván prostor, který široké pásmo kurzovému plování poskytuje. S tím může souviset i taktická úvaha nastavit výchozí paritu spíše na slabší úrovni, jelikož se tím snižuje pravděpodobnost, že tržní síly budou sunout kurz k ještě slabším hodnotám. Limitujícím faktorem této taktiky se stává dopad slabšího kurzu do inflace. Celkově vzato však tržním silám bude ponechána široká iniciativa při řešení problému, s jakým kurzem by česká koruna měla vstoupit do eurozóny.[18)]

Pro alternativní přístup, který obrazně řečeno opouští ducha cílování inflace, je příznačná obava, že s přibližující se terminální konverzí budou obchody na devizovém trhu poznamenány stále častěji spekulačními motivy než dlouhodobými fundamentálními faktory.[19)] Reálné by proto mohlo být riziko, že česká ekonomika vstoupí do eurozóny s příliš silným kurzem. Důležitou roli při odvrácení uvedeného rizika by pak měla sehrát centrální parita, její gravitační efekt získávající sílu z kredibilního scénáře převzetí eura.[20)] Centrální parita by měla ukotvovat kurzová očekávání finančních trhů, což ale předpokládá, že bude nastavena, ošetřována a komunikována jako robustní předzvěst zamýšleného konverzního poměru. Tomuto účelu pak bude podřízeno i užití nástrojů centrální banky, zejména užití měnově politické úrokové sazby a v případě potřeby i devizových intervencí. Měnová politika se tak dostane do režimu faktického kurzového cílení. Určitě by se neměla přeměnit na kvazifixní kurz české koruny, jenž by operoval v explicitně či implicitně nastavených intervenčních mantinelech. Nicméně při indikaci toho, v jakém kurzu by se česká koruna měla finálně směňovat za euro, by výrazně převládala iniciativa centrální banky.[21)]

Bude úkolem praktické měnové politiky ČNB, aby mezi uvedenými dvěma do jisté míry stylizovanými pohledy nalezla pragmatický kompromis. Jazýček vah se zdá být prozatím vychýlen k určitému upřednostňování cílování inflace i za optimální dobou jeho životnosti. Stanovení konverzního poměru české koruny bude

---

18) Rozsáhlými manévry se vyznačoval řecký pobyt v ERM/ERM2. Při vstupu do ERM v březnu 1998 byla centrální parita umístěna na slabší stranu od aktuálního tržního kurzu, a to v úctyhodné vzdálenosti 12,3 %. Dle očekávání se kurz drachmy od měkce nastavené parity poměrně rychle odpoutal, po překonání částečné nákazy z krize ruského rublu dosáhlo posílení tržního kurzu vůči centrální paritě přibližně 9 %. Se vzrůstající jistotou trhů o přijetí Řecka do eurozóny se začal projevovat gravitační efekt centrální parity, pod jehož vlivem kurz drachmy plynule oslaboval, čímž ale i povzbuzoval inflační tlaky. Ve snaze obstát v plnění inflačního kritéria proto v lednu 2000 bylo působení gravitačního efektu omezeno přiblížením centrální parity k tržnímu kurzu, jmenovitě její revalvací o 3,5 %. A s touto paritou pak o rok později řecká drachma vstoupila do eurozóny. Podrobnější popis řecké cesty k euru lze nalézt v práci Papaspyroua (2004).

19) Uvedené tvrzení má oporu v modelu racionálních očekávání, aplikovaném na případ trhu s dopředu známým skonem. Přijmeme-li předpoklad, že racionálně uvažující ekonomičtí aktéři tvoří svá kurzová očekávání jako vážený průměr fundamentálních faktorů (inflace, platební bilance, aj.) a očekávaného kurzu, potom lze ukázat (viz např. De Grauwe, 2004), že s blížícím se skonem trhu dané měny bude váha složky kurzového očekávání konvergovat k jedné a váha složky fundamentálních faktorů bude konvergovat k nule. Za názornou ukázku souladu praktického jednání a diskutovaného modelového poznatku lze považovat to, že velikost konverzních poměrů mezi národními měnami a eurem byla oznámena v květnu 1998, tj. s půlročním předstihem před faktickým provedením konverzí. Samotný start eura (v první fázi bez fyzického oběhu bankovek a mincí) také proběhl naprosto spořádaně, navzdory mnoha chmurným predikcím o vlivu destabilizující spekulace.

20) Na finální konverzi se dá pohlížet jako na masivní a dokonale účinnou devizovou intervenci, při níž ČNB odkoupí za předem oznámený kurz veškeré korunové zůstatky výměnou za eura. Podstata gravitačního efektu tak spočívá v nemožnosti spekulace sázet od okamžiku konverze na kurz odlišný od konverzního poměru, a proto postupně všechny transakce s dosahem přesahujícím okamžik konverze, se neodvolatelně zafixovanému kurzu přizpůsobují.

21) V diskuzích o „správné“ hodnotě konverzního poměru své slovo zcela jistě dostanou nejrůznější modelové propočty „rovnovážného“ kurzu. Zájemci o tuto problematiku lze doporučit práci Komárka (2005).

patřit ke zcela zásadním hospodářským rozhodnutím, a proto stojí za zvážení, zda neodvíjet budoucí chování měnové politiky právě od tohoto momentu.

Literatura

Backé, P., Thimann, C.: The Acceding Countries´ Strategies towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review. Frankfurt, European Central Bank 2004 (Occasional Paper Series No. 10).

Baldwin, R., Wyplosz, Ch.: *The Economics of European Integration*. The McGraw-Hill Education 2004.

Berndsen, R., Heeringa W., Ullersma C.: Qualifying for Stage Three of EMU. In: Bergeijk, P. A. G. et al (eds.): *The Economics of the Euro Area*. Edward Elgar 2000, s. 39-61.

Bulíř, A., Šmídková, K.: Exchange Rates in the New EU Accession Countries: What Have We Learned from the Forerunners. Praha, Česká národní banka prosinec 2004 (Working Paper Series, No. 10).

Česká národní banka: Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium. Praha, Česká národní banka červen 2003a. www.cnb.cz.

Česká národní banka: Strategie přistoupení České republiky k eurozóně (společný dokument vlády České republiky a ČNB). Praha, Česká národní banka říjen 2003b. www.cnb.cz.

Dědek, O.: Výzvy nominální a reálné konvergence. *Politická ekonomie*, 2001, č. 6, s. 755-769.

Dědek, O.: Česká ekonomika a euro. *Politická ekonomie*, 2002, č. 3, s. 361-375.

Dědek, O.: Převzetí eura: brzda nebo motor reálné konvergence? *Politická ekonomie*, 2003, č. 4, s. 505-515.

Dědek, O.: Čtyři zamyšlení nad cílováním inflace v České republice. *Politická ekonomie*, 2004, č. 2, s. 147-169.

European Central Bank: Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications. Frankfurt, ECB September 2003. www.ecb.int.

European Central Bank: Convergence Report 2004. Frankfurt, ECB October 2004. www.ecb.int.

European Central Bank: Review of the International Role of the Euro. January 2005a. www.ecb.int.

European Central Bank: Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area. *Monthly Bulletin*, May 2005b, s. 61-77.

Gern, K. J., Hammerman, F., Schweickert, R., Souza, L. V.: European Monetary Integration after EU Enlargement. Kiel, Kiel Institute for World Economics September 2004 (*Kiel Discussion Papers* No. 413).

Grauwe, P. De: *Economics of Monetary Union* (5. vydání). Oxford, Oxford University Press 2003.

Holub, T., Čihák, M.: Price Convergence: What Can the Balassa-Samuelson Model Tell Us? Praha, Česká národní banka prosinec 2003 (Working Paper Series, No. 8).

Janáček, K., Janáčková, S.: Evropská měnová unie a rizika pro reálnou konvergenci. *Politická ekonomie*, 2004, č. 4, s. 435-449.

Janáčková, S.: Rozšiřování Eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. *Politická ekonomie*, 2002, č. 6, s. 759-779.

Komárek L.: Kurzové aspekty v procesu přistoupení České republiky k eurozóně. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005 (Výzkumná práce č. 1).

Kučerová, Z.: Teorie optimální měnové oblasti a možnosti její aplikace na země střední a východní Evropy. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005 (Výzkumná práce č. 3).

Mundell, R. A.: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 1961, s. 657-665.

Mundell, R. A.: Updating the Agenda for Monetary Union. In Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments. In: Blejer, M. I. et al (ed.): *International Monetary Fund* 1997, s. 29-48.

Papaspyrou, T. S.: EMU Strategies: Lessons form Past Experience in View of EU Enlargement. Athens, Bank of Greece March 2004 (WP No. 11).

Pelkmans, J.: European Integration: Methods and Economic Analysis. Longman 1997.
Schadler, S., Drummond, P., Kuijs, L., Murgasova, Z., Elkan, R.: Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration. Washington, International Monetary Fund 2005 (Occasional Paper No. 234).
Szapáry, G.: Is Maastricht too Tough? *Central Banking*, 2002, No. 1, s. 75-91.
Viktorová, D.: Nekonzistence cílování inflace a maastrichtských kritérií: Impossible Trinity. *Politická ekonomie*, 2005, č. 1, s. 61-80.

RISKS AND CHALLENGES OF MONETARY STRATEGY FOR EURO ADOPTION

Oldřich DĚDEK, Institute of Economic Studies of Faculty of Social Sciences of Charles University in Prague, Opletalova 26, CZ – 110 00 Prague 1 (e-mail: dedek@fsv.cuni.cz).

Abstract:
The paper evaluates some policy dilemmas the Czech monetary policy will face on the way towards adopting common currency. The assessment of the inflation criterion concentrates on the potential clash with so called real convergence showing that alleged negative influences on the catching-up process seem to be exaggerated. The reasons leading to some scepticism about the ERM-II arrangement are further explained with distinction placed on eligibility and regime selection motives when applying for the ERM-II membership. Finally, the pros and cons of inflation targeting are discussed from the perspective of promoting the fulfilment of Maastricht requirements. Attention is paid to the issue of optimal exit form inflation targeting having in mind the priority of entering Eurozone with a proper conversion rate.

Keywords: euro adoption, Maastricht criteria, nominal and real convergence, inflation targeting, ERM-II membership

JEL Classification: E42, E52, E58