DYNAMIKA KONVERGENCE CENOVÉ ÚROVNĚ ČR A STRATEGIE PŘISTOUPENÍ K EUROZÓNĚ*

Michal Pazour, Vysoká škola ekonomická v Praze

1. Úvod

Při vstupu do Evropské unie v roce 2004 se Česká republika společně s dalšími devíti zeměmi zavázala, že se bude účastnit projektu hospodářské měnové unie a bude usilovat o ekonomické reformy, které následně umožní nahrazení české koruny eurem. Vstupenkou do eurozóny bude mimo jiné splnění Maastrichtských kritérií, které jsou příbližnou kvantifikací sladění hospodářského cyklu a stability ekonomického vývoje. Česká ekonomika se nyní nachází ve fázi dynamické konvergence k průměrné úrovni ekonomické výkonnosti zemí eurozóny. Vzhledem k tomu, že tento reálný ekonomický vývoj je spojen s relativně intenzivnějšími inflačními tlaky v porovnání se členskými ekonomikami eurozóny, vyvstává otázka, zda jsou Maastrichtská kritéria nominální konvergence (zejm. kursové a cenové stability) vhodným měřítkem stabilního cenového vývoje a zda snaha o jejich simultánní plnění nevytváří v případě nových členských zemí překážky ekonomického rozvoje.

Existence tohoto „Maastrichtského dilematu“, na které upozorňuje například De Broeck, Sløk (2001), De Grauwe, Schnabl (2004) nebo Viktorová (2005), vyvolala úvahy o zmírnění inflačního kritéria a jeho aplikaci pouze na odvětví obchodovatelného zboží tak, aby byl vyloučen vliv růstu cenové hladiny v důsledku zvyšování produktivity spojené s ekonomickým doháněním¹ (např. Buiters, Grafe, 2002). S ohledem na závazek Evropské centrální banky na uplatňování rovného přístupu ke všem zemím při hodnocení plnění Maastrichtských kritérií (viz ECB, 2006), však nelze přepokládat, že pro nové členské země EU budou tato kritéria upravena a je tedy nutné hledat cesty k jejich naplnění s minimálními negativními dopady na dynamiku reálné konvergence.

Tento příspěvek upozorňuje na některá rizika pro vývoj české ekonomiky spojená s plněním kursového a inflačního kritéria v procesu cenového dohánění a zároveň hledá inspiraci pro stanovení vhodné strategie vstupu do mechanismu ERM II a následně do eurozóny ve vývoji Řecka a Slovinska. Další části příspěvku jsou rozvrženy následovně. Druhá část po krátkém exkursu do pojetí pojmu nominální konvergence upozorňuje na nesoulad dynamiky reálné a nominální konvergence české ekonomiky a na potenciální rizika, která může tento vývoj vyvolat při vstupu české koruny do ERM II. Třetí část je věnována základním hospodářsko-politickým přístupům k dosažení Maastrichtského kritéria cenové stability v podmínkách systému měnových kursů ERM, které byly aplikovány přistupujícími zeměmi v první vlně začlenění do eurozóny. V navazující části je přiblížena strategie vstupu Řecka do eurozóny založená na pozvolné depreciaci tržního

* Příspěvek byl vypracován v rámci projektu GA ČR č. 402/06/1370.

1 Tzn. zohlednění Balassa-Samuelsonova efektu.

kursu v období pobytu řecké drachmy v ERM II. Popis strategie vstupu slovinského tolaru do ERM II a její dosavadní výsledky jsou obsahem páté části příspěvku. V závěru jsou shrnuty hlavní prvky procesu přistoupení Řecka a Slovinska k eurozóně, které mohou do určité míry poskytnout inspiraci pro českou ekonomiku při simultánním plnění inflačního a kursového kritéria.

2. Dynamika reálné a nominální konvergence ČR

Zatímco pojem reálná konvergence je napříč ekonomickou veřejností interpretován většinou shodně jako regionální snižování rozdílu (v čase) mezi úrovní reálného HDP na obyvatele měřeno v paritě kupní síly, používání pojmu nominální konvergence se vyskytuje v různých rovinách. Obecně lze nominální konvergenci definovat jako regionální sblížování nominálních veličin (v čase). Pojetí nominální konvergence se však liší mezi různými autory ve výběru nominálních veličin popisujících tento proces. V souvislosti s evropským integračním procesem se pojem nominální konvergence hojně používá pro označení Maastrichtských kritérií nominální konvergence. V obecnějším pojetí je nominální konvergence ztotožňována s konvergencí cenových hladin mezi srovnávanými zeměmi. V dalším textu je termín nominální konvergence používán v obecnějším smyslu, tedy jako sblížování cenových hladin.

Srovnání ukazatelů ekonomické výkonnosti a úrovně cenových hladin dokazuje, že existuje vzájemný vztah mezi úrovní reálné a nominální konvergence, přičemž tento vztah je oboustranný bez jednoznačného určení směru kauzality. Na závěr tohoto definičního exkursu poznamenejme, že na rozdíl od matematického pojetí pojmu konvergence se v ekonomických kruzích konvergencí zpravidla rozumí dohánění zemí, které jsou na nižší úrovni ekonomické výkonnosti k zemím s vyšší úrovní ekonomické výkonnosti, a to jak v případě reálné tak nominální konvergence.

Jedním z motivů k napsání tohoto příspěvku byl letmý pohled na vývoj české ekonomiky v procesu evropské ekonomické integrace, kde sice dochází k postupné reálné konvergenci k průměrné úrovni EU, avšak tato konvergence není na rozdíl od ostatních nových členských zemí EU doprovázena odpovídajícím sblížováním cenových hladin. Zatímco odchylka skutečné relativní srovnatelné cenové úrovně² (vzhledem k úrovni EU-25) od teoretické hodnoty nepřesáhla v Maďarsku, Polsku a na Slovensku v roce 2004 čtyři procentní body, v České republice dosáhla tato odchylka více než 18 procentních bodů. Rovněž v předchozích letech se relativní cenová úroveň v ČR odchylovala od hodnoty odpovídající relativní ekonomické výkonnosti výrazněji než v ostatních nových členských zemích EU (viz tabulku 1).

2 Srovnatelná cenová úroveň (Comparative Price Level – CPL) vyjadřuje poměr mezi paritou kupní síly a nominálním měnovým kursem.

Graf 1

Srovnání ekonomické výkonnosti a cenové úrovně (rok 2004)

Poznámka: CY – Kypr, CZ – Česká republika, EE – Estonsko, HU – Maďarsko, LT – Litva, LV – Lotyšsko, MT – Malta, PL – Polsko, SI – Slovinsko, SK – Slovensko. Ve srovnání ani ve výpočtu trendu nejsou zohledněny specifické hodnoty Lucemburska; čísla v závorkách vyjadřují odchylky CPL od teoretické hodnoty.

Pramen: vlastní výpočty na základě údajů Eurostatu

Tabulka 1
Odchyly CPL od teoretického trendu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ČR	-21,60	-20,15	-18,98	-15,61	-11,79	-18,54
Estonsko	11,98	7,44	7,62	8,91	13,44	4,86
Kypr	10,65	10,40	8,85	7,96	18,39	9,62
Lotyšsko	9,70	12,58	10,00	9,48	12,26	5,17
Litva	2,12	4,54	2,52	3,90	7,74	-0,68
Maďarsko	-9,36	-10,39	-10,43	-6,82	-0,69	-3,36
Malta	-5,68	-3,72	-0,78	-2,97	2,82	2,25
Polsko	-0,62	2,35	7,85	5,27	4,72	-3,70
Slovensko	0,29	-1,46	-3,00	-1,41	3,28	-4,88
Slovensko	-11,52	-10,09	-11,90	-13,01	-2,21	-3,71

Poznámka: Kladné odchyly znázorňují $CPL^{skuteč.}$ $CPL^{teoret.}$, záporné odchyly pak $CPL^{skuteč.}$ $CPL^{teoret.}$.
Zdroj: vlastní výpočty na základě údajů Eurostatu

Co je příčinou pomalejší nominální konvergence české ekonomiky oproti ostatním ekonomikám střední Evropy? Důvody lze patrně hledat jak v oblasti struktury spotřebitelské poptávky, tak také v oblasti cenových deformací způsobených administrativním stanovením cen. Jak vyplývá ze srovnání spotřeby komodit s administrativně omezenými cenami, Česká republika vykazuje společně se Slovenskem nejvyšší podíl těchto komodit ve spotřebitelském koši. Přibližně 25 % spotřeby českých domácností je vynakládáno na zboží a služby, jejichž ceny jsou legislativně regulovány, což může do určité míry deformovat vývoj celkové cenové hladiny a tím i zpomalovat proces nominální konvergence.

Graf 2
Podíl komodit s regulovanými cenami ve spotřebitelském koši pro výpočet harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP)

Zdroj: World Bank (2006)

Výše nastíněný nesoulad reálné a nominální konvergence české ekonomiky, kdy rychlost sbližování cenových hladin zaostává za doháněním průměrné ekonomické výkonnosti EU, vede k zamyšlení nad možnými implikacemi pro makroekonomický vývoj ČR při zafixování kursu koruny v souvislosti se vstupem do systému měnových kursů ERM II. Nelze totiž očekávat, že dynamika konvergence cenové úrovně české ekonomiky bude dlouhodobě pod úrovní průměrné dynamiky odpovídající reálné konvergenci a je tudíž nezbytné v budoucnu počítat se zesíleným tlakem na růst cenové úrovně v ČR.

Kromě této zjednodušené úvahy lze samozřejmě indikovat také další faktory, které budou v následujících letech přispívat k tlakům na růst cenové hladiny ČR.³ Jedním z rysů reálně konvergujících ekonomik je tlak na růst cenové hladiny prostřednictvím Balassa-Samuelsonova efektu, který ukazuje, že dynamika růstu cenových hladin je ovlivněna inflačním diferencíálem mezi dohánějící a doháněnou ekonomikou v odvětví neobchodovatelného zboží, přičemž existence tohoto diferenciálu (a jeho velikost) je determinována mezerou (a její velikostí) mezi tempy růstu produktivity v odvětví obchodovatelného a neobchodovatelného zboží v dohánějící a doháněné ekonomice. Formalizovaně můžeme BS efekt zapsat jako (v logaritmickém tvaru):

$$p_t - p_t^* = e_t (1 - \alpha_t) - a_t^T - a_t^N (1 - \alpha_t^*) - a_t^{T*} - a_t^{N*},$$

kde je p – cenová hladina, e – nominální měnový kurs, a – produktivita práce, α – podíl obchodovatelného zboží ve spotřebitelském koší, α^* – intenzita pracovních vstupů, α^* – intenzita kapitálových vstupů; * označuje zahraniční veličinu, T a N obchodovatelná, resp. neobchodovatelná odvětví a t je identifikátor času.

Empirickými odhady BS efektu v zemích střední a východní Evropy se zabývá řada studií (např. De Broeck, Sløk, 2001, Mihaljek, Klau, 2003 a jiní, se zaměřením na českou ekonomiku potom např. Holub, Čihák, 2003).⁴ Ze srovnání závěrů těchto studií můžeme obecně konstatovat, že se podařilo existenci BS efektu v ekonomikách střední a východní Evropy prokázat, nicméně vliv tohoto efektu na tempo růstu cenové hladiny byl v těchto zemích spíše marginální (v řádu desetin procentních bodů).

3. Plnění inflačního kritéria v systému ERM

V souvislosti s uplatňováním jednotné měnové politiky na území eurozóny vzniká požadavek na sladění hospodářských cyklů a vývoje cenových hladin tak, aby nástroje jednotné měnové politiky působily na všechny země participující na projektu společné měny žádoucím způsobem. Stabilní vývoj cenové hladiny (měřeno relativně k ostatním zemím měnové oblasti) a jeho udržitelnost v dlouhodobém horizontu se proto staly jedním z požadavků pro přijetí do klubu zemí eurozóny. Z pohledu reálně konvergujících zemí je však plnění tohoto požadavku spojeno s určitými obtížemi.

3 Podrobněji faktory růstu cenové hladiny v ČR diskutuje například Bárta (2005) obecně pak např. Arratibel et al. (2002)

4 Přehled výsledků empirických studií BS efektu v zemích střední a východní Evropy uvádí např. Mihaljek, Klau (2003)

K nominální konvergenci může obecně docházet prostřednictvím kursového kanálu (nominální apreciaci měnového kursu) a/nebo skrze inflační kanál (kladný inflační diferenciál). V případě uzavření (omezení) kursového kanálu nominální konvergence (např. po vstupu do ERM II) dochází ke zvýšení tlaku na konvergenci cenových hladin prostřednictvím inflačního kanálu. Snaha měnové politiky reálně konvergujících zemí udržet relativně stabilní vývoj cenové hladiny (tzn. velikost inflačního diferenciálu ve stanovených mezích) může být v takovém případě příčinou omezení prostoru pro růst produktivity a tím také reálné konvergence ekonomiky. Toto riziko je pro vývoj české ekonomiky o to významnější, že cenová úroveň ČR neodpovídá úrovni reálné konvergence a lze tudíž očekávat silnější tlak na růst cenové hladiny.

Přestože zásadní změna měnového uspořádání a měnové politiky země při vstupu do eurozóny je pro každou zemi jedinečnou záležitostí spojenou se specifickými riziky, můžeme získat určitou inspiraci a poučení pro formulaci strategie přistoupení ČR, zejména pro řešení „Maastrichtského dilematu“, ze zkušeností reálně konvergujících zemí, které vstoupily do eurozóny v roce 1999 (např. Portugalsko, Španělsko) nebo v roce 2001 (Řecko). Vzhledem k tomu, že tyto země (zejména Řecko) procházely před vstupem do eurozóny vývojem rychlé reálné konvergence, musely při nastavení strategie převzetí eura spojené s dodržáním stability cenového a kursového vývoje zohlednit nebezpečí zpomalení ekonomického růstu v důsledku reálné apreciace kursu měny způsobené mimo jiné kladnými rozdíly ve vývoji produktivity v domácí ekonomice a ekonomikách ostatních přistupujících (v případě přistoupení Řecka již členských) zemí.

Obecně při omezení volatility nominálního měnového kursu v systému ERM I (resp. ERM II) a zároveň požadavku na splnění kritéria cenové stability roste význam restriktivní měnové a fiskální politiky. Uplatnění restriktivní hospodářské politiky je nezbytné zejména tehdy, když přistupující země zvolí strategii úzkého pásma fluktuace měnového kursu v období před vstupem do eurozóny, tedy v případě úplného (či téměř úplného) uzavření kursového kanálu nominální konvergence. Důraz na aplikaci fiskální a měnové restrikce jako nástroje udržení stabilní cenové hladiny a zároveň měnového kursu zvolila většina zemí první vlny vstupu do eurozóny. Nelze však vyloučit, že tento přístup do určité míry vedl ke zpomalení reálné ekonomické výkonnosti přistupujících ekonomik.

Alternativním přístupem k dosažení cenové stability (plnění inflačního kritéria) v podmínkách ERM I (resp. ERM II) je plné využití stanoveného fluktuačního pásma kolem centrální parity kursu měny, případně upravení centrální parity v testovacím období režimu ERM I (resp. ERM II), tedy určité uvolnění (pootevření) kursového kanálu. Alternativní strategii vstupu do eurozóny aplikovaly Irsko a Řecko, které v průběhu setrvání v režimu ERM I, resp. ERM II, přistoupily k revalvací původně nastavené centrální parity nominálního měnového kursu o 3 %, resp. o 3,5 %. Jak je patrné z následujícího grafu Irsko a Řecko zaznamenalo ve dvouletém testovacím období před vstupem do eurozóny výraznější odchylky měnového kursu od úrovně konverzního poměru než ostatní ekonomiky.

Graf 3

Odchylyky nominálního kursu od konverzního poměru (odchylka v %, t – vstup do eurozóny)

Zdroj: IMF IFS, vlastní výpočty

Výhodou výše uvedeného alternativního přístupu je především částečná absorpce tlaků na cenovou hladinu plynoucích z předstihu tempa růstu produktivity v reálně konvergujících ekonomikách prostřednictvím kursového kanálu nominální konvergence. Zároveň nominální apreciace vede ke změně relativních cen v odvětvích obchodovatelného a neobchodovatelného zboží, což se projeví ve změně struktury agregátní poptávky (ve prospěch neobchodovatelného zboží), nikoliv v jejím celkovém poklesu. Riziko reálného dopadu na snížení výkonnosti ekonomiky je proto v případě strategie „volnějšího“ kursového režimu v podmínkách ERM I (resp. ERM II) nižší než v případě uplatnění úzkého pásma fluktuace společně s přísnou měnovou a fiskální restrikcí.

4. Řecká strategie vstupu do eurozóny

Přistoupení Řecka do systému měnových kursů ERM II předcházela účast řecké drachmy v systému ERM I, do kterého vstoupila v polovině března 1998. Centrální parita kursu drachmy v systému ERM I, která byla stanovena na úrovni 353,109 drachmy vůči tehdejší směnné jednotce ECU, zahrnovala předpoklad devalvace o 12,3 % oproti tržnímu kursu. V září 1998 projevila řecká vláda zájem zapojit se do systému ERM II s flukтуаčním pásmem $\pm 15\%$ a od ledna 1999 se Řecko účastnilo mechanismu směnných kursů ERM II s centrální paritou drachmy na úrovni 353,109 za euro.⁵ Stanovení centrální parity na slabší úrovni než byl tržní kurs ovlivnilo tržní očekávání a tržní kurs drachmy postupně deprecioval uvnitř flukтуаčního pásma směrem ke stanovené centrální paritě. Po roce pobytu drachmy v ERM II, během kterého tržní kurs deprecioval pomaleji než byla původní očekávání tvůrců měnové politiky, došlo v lednu 2000 k úpravě centrální parity na konečných 340,750 drachmy za euro. Tento krok přispěl k hladkému přizpůsobení tržního kursu následnému konverznímu poměru, který byl stanoven na úrovni upravené centrální parity.

5 Tržní kurs se v lednu 1999 pohyboval na úrovni okolo 320,400 drachmy za euro.

Graf 4

Vývoj kursu řecké drachmy k euru v období 1/1999 až 1/2001 (kurs GRD/EUR k poslednímu dni v měsíci)

Zdroj: IMF IFS, vlastní výpočty

Význam stanovení centrální parity na výrazně slabší úrovni oproti tržnímu kursu spočíval především ve zohlednění minulých hodnot inflačních diferenciálů řecké ekonomiky vůči ostatním zemím EU a očekávání budoucího vývoje inflačních diferenciálů v období do vstupu Řecka do eurozóny. Vývoj cenové hladiny řecké ekonomiky v prvních měsících pobytu drachmy v systému ERM II následoval trend nastolený v 2. polovině 90. let, kdy docházelo k postupnému snižování tempa růstu cenové hladiny. V září 1999 inflační diferenciál Řecka a 11 zemí eurozóny dosahoval jen 0,1 p.b. Přestože v dalších měsících se míra inflace řecké ekonomiky zvýšila až na 4 % v listopadu 2000, její vývoj již do značné míry kopíroval vývoj inflace eurozóny. V období účasti Řecka v ERM II došlo jak k dokončení dlouhodobějšího procesu snížení inflačního diferenciálu, tak také k synchronizaci vývoje inflace s ostatními zeměmi eurozóny.

Graf 5

Konvergence řecké míry inflace k průměru eurozóny /EU-11/ (harmonizovaný index spotřebitelských cen – HICP, 12měsíční průměr, změna v %)

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

Zvolená strategie postupné depreciace tržního kursu drachmy v období pobytu v ERM II směrem k stanovené centrální paritě neměla negativní dopad na tempo reálné konvergence ani na dynamiku nominální konvergence řecké ekonomiky k průměru eurozóny. Údaje o vývoji relativní ekonomické úrovně Řecka před vstupem do eurozóny ukazují, že řecká ekonomická úroveň se zvýšila z 63,9 % průměrné úrovně eurozóny v roce 1998 na 66,1 % v roce 2000. Také v následujících letech docházelo k postupnému zvyšování relativní ekonomické úrovně Řecka vzhledem k průměru eurozóny. Z pohledu sblížování cenové úrovně došlo v období pobytu Řecka v ERM II k mírnému pokroku, když se relativní srovnatelná cenová hladina (CPL) Řecka zvýšila z 83,1 % v roce 1998 na 84,1 % v roce 2000. Vývoj srovnatelné cenové hladiny v dalších letech můžeme označit spíše za stagnaci na úrovni okolo 83 % průměru eurozóny.

5. Slovinská strategie vstupu do eurozóny

Slovinsko se účastní mechanismu směnných kursů ERM II od 28. června 2004⁶, kdy byla stanovena centrální parita slovinského tolaru na úrovni 239,64 za euro s vymezeným flukтуаčním pásmem ± 15 % kolem centrální parity. Před vstupem do ERM II uplatňovalo Slovinsko režim pevného měnového kursu s flexibilními úpravami centrální parity (crawling peg), přičemž měnová politika slovinské centrální banky byla zaměřena na zrychlení tempa nominální konvergence, což se odráželo jednak v oslabování kursu tolaru vůči euru, ale také v poměrně rychlém tempu růstu cenové hladiny. Srovnatelná cenová úroveň Slovinska měřená v relaci k evropskému průměru vzrostla v průběhu let 2002 a 2003 o 4,7 p.b. na 77,9 % v roce 2003.⁷ V období od ledna 1999 do dubna 2004 zároveň došlo k znehodnocení slovinského tolaru vůči euru o 26 %. Nominální depreciace měnového kursu představovala účinný nástroj pro snížení očekávaných kapitálových výnosů a umožňovala centrální bance udržovat poměrně vysoký kladný úrokový diferenciál ve vztahu k eurozóně bez existence nadměrného přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu.⁸ Politika slovinské centrální banky v období před vstupem do ERM II byla završena stanovením centrální parity kursu slovinského tolaru na tržní úrovni v době fixace. Klidný průběh postupné depreciace kursu tolaru vůči euru (viz následující graf) napomohl rovněž stabilnímu vývoji reálné ekonomiky před i po vstupu do ERM II.

6 Společně se Slovinskem vstoupily ke stejnému datu do ERM II také Litva a Estonsko, které již před tímto datem uplatňovaly režimy fixních kursů ve formě měnových výborů.

7 Relativní úroveň HDP vzrostla ve stejném období o 2,1 p.b. na 76 % evropského průměru v roce 2003.

8 Měnovou politiku slovinské centrální banky před vstupem do ERM II lze považovat za úspěšný příklad realizace politiky nekryté úrokové parity.

Graf 6

Vývoj kursu slovinského tolaru k euru v období 1/2000 až 6/2004 (kurs SIT/EUR k poslednímu dni v měsíci)

Zdroj: IMF IFS, vlastní výpočty

Od vstupu do ERM II v polovině roku 2004 je prvořadým cílem slovinské centrální banky (Banka Slovenije) stabilita kursu tolaru vůči euru. Ten se pohybuje s minimálními odchylkami téměř na úrovni centrální parity při existenci kladného (avšak postupně klesajícího) diferenciálu krátkodobých úrokových sazeb. Absorpci apreciačních tlaků na měnu zajišťuje Banka Slovenije prostřednictvím sedmidenních měnových swapů, které umožňují komerčním bankám získávat likviditu v domácí měně, ve spojení s příležitostnými přímými nákupy zahraničních měn.⁹

Tabulka 2

Hlavní ukazatele tlaku na kurs slovinského tolaru (průměr za tříměsíční období končící v daném měsíci)

	7/04	10/04	1/05	4/05	7/05	10/06	1/06	4/06
Volatilita kursu tolaru ⁱ⁾	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Diferenciál krátkodobých úrokových sazeb ⁱⁱ⁾	2,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,6	0,9

i) anualizovaná měsíční směrodatná odchylka (v %) denních procentních změn devizového kursu vůči euru

ii) diferenciál (v procentních bodech) mezi tříměsíčními mezibankovními úrokovými sazbami a tříměsíční sazbou EURIBOR

Zdroj: ECB, 2006, s. 77

Vývoj slovinské cenové hladiny v období po zahájení účasti v systému ERM II se významně liší od jejího vývoje v předvstupním období. Jak je uvedeno výše slovinská centrální banka stimulovala v období před vstupem do ERM II nominální konvergenci a míra inflace dosahovala relativně vyšší úrovně než byl průměr zemí eurozóny. Zatímco průměrná roční míra inflace v eurozóně se v letech 2000-2003 pohybovala v rozpětí 1,2 až 2,5 %, slovinská cenová hladina rostla ve stejném období průměrným tempem 5,7 až 9,1 % ročně. S přibližováním data vstupu Slovinska do ERM II však docházelo k postupné stabilizaci tempa růstu cenové hladiny a postupné konvergenci

9 Tento nástroj, který používala Banka Slovenije již před vstupem tolaru do ERM II, byl doplněn oficiální dohodou centrální banky s hlavními komerčními bankami o spolupráci při intervencích na devizových trzích. Blíže viz např. EC (2006), s. 21-22.

míry inflace k průměru eurozóny. V roce 2004 vykázalo Slovinsko roční míru inflace ve výši 3,7 %, v roce 2005 pak již 2,5 %. Také poslední údaje z počátku roku 2006 naznačují stabilní vývoj cenové hladiny, když meziroční míra inflace v březnu 2006 vykázala 2,0 %.¹⁰

Graf 7

Konvergence slovinské inflace k eurozóně (harmonizovaný index spotřebitelských cen – HICP, 12měsíční průměr, změna v %)

Zdroj: Eurostat

Z výše uvedeného je patrné, že Slovinsko vykazuje simultánně stabilní úroveň kursu tolaru vůči euru s minimálními odchylkami od stanovené centrální parity a zároveň kontrolovaný vývoj temp růstu cenové hladiny, které konvergují k průměrným tempům růstu cenové hladiny v eurozóně. Logicky vyvstává otázka zda není tento příznivý obrázek vývoje nominálních ukazatelů vykoupen poklesem reálné výkonnosti slovinské ekonomiky, jak to naznačují úvahy o nekonzistentnosti měnově-politických opatření zaměřených na plnění kritérií cenové a kursové stability.

Vybrané makroekonomické indikátory (viz tabulku 3) nenasvědčují tomu, že by vstup do ERM II a předvstupní hospodářská politika ovlivnily reálnou výkonnost slovinské ekonomiky. Slovinsko vykazuje od roku 2000 stálý hospodářský růst, stabilní míru nezaměstnanosti pod průměrnou úrovní EU-25, růst produktivity práce okolo 3 % ročně. Také zprávy nadnárodních institucí¹¹ hodnotí Slovinsko jako stabilní ekonomiku s udržitelným růstovým potenciálem, který je v současnosti a bude i v následujících letech determinován domácí poptávkou (zejména investicemi do infrastruktury). Rovněž vývoj cenové konkurenceschopnosti, kdy růst reálných mezd zaostává za vývojem produktivity přibližně o jeden procentní bod, nepředstavuje riziko pro ekonomickou výkonnost slovinské ekonomiky. Ke stabilnímu vývoji přispívá dále

10 Dvanáctiměsíční průměr míry inflace v březnu 2006 dosahoval úrovně 2,3 %, což znamenalo splnění požadavků cenového konvergenčního kritéria. To bylo pro tento měsíc založeno na výpočtu z průměrné roční míry inflace Polska, Finska a Švédska a stanoveno na 2,6 %.

11 Viz např. IMF (2006) nebo EC (2006).

uvážlivá fiskální politika, která si klade za cíl dosáhnout v roce 2010 vyrovnaného státního rozpočtu (při postupném snížení z 1,5 % HDP v roce 2006 na 1 % HDP v roce 2008). Vývoj reálné výkonnosti slovinské ekonomiky předchozích let a výhledy pro budoucí makroekonomický vývoj nenaznačují, že by měnová politika slovinské centrální banky, která od poloviny roku 2004 usiluje především o simultánní plnění kritérií nominální konvergence, měla negativní dopad na dynamiku reálné konvergence slovinské ekonomiky k průměrné ekonomické výkonnosti eurozóny.

Tabulka 3

Vybrané ukazatele vývoje ekonomické výkonnosti Slovinska (procentní změny)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*
HDP	4,1	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	4,2	4,0
Míra nezaměstnanosti (ILO)	7,0	6,4	6,4	6,7	6,3	6,5	6,6	6,7
Produktivita práce	3,3	2,2	3,8	2,9	3,7	3,1	3,4	3,3
Export	13,2	6,3	6,7	3,1	12,5	9,2	8,2	7,9
Import	7,3	3,0	4,8	6,7	13,2	5,3	7,6	7,4

* předpověď z dubna 2006

Zdroj: IMAD (2006)

6. Závěry

Strategie přistoupení České republiky k eurozóně předpokládá, že euro nahradí českou korunu nejdříve v roce 2010. S ohledem na požadavek kursového konvergenčního kritéria podstoupit dvouleté testovací období v systému ERM II, lze usuzovat, že již v roce 2008 může dojít k opuštění systému flexibilního měnového kursu koruny a jeho navázání na euro prostřednictvím stanovení centrální parity a symetrického, či asymetrického flukтуаčního pásma. Z pohledu nominální konvergence představuje vstup do ERM II uzavření (omezení) jednoho z kanálů, prostřednictvím kterého může k této nominální konvergenci docházet, což se při současném rychlém tempu reálné konvergence může odrazit ve zvýšeném tlaku na růst cenové hladiny. Vzhledem k tomu, že měnová politika (svázaná požadavky Maastrichtských kritérií nominální konvergence) bude usilovat o udržení cenové stability, může dojít v důsledku měnové restrikce k utlumení hospodářského růstu české ekonomiky.

Zda dojde k naplnění těchto rizik bude záviset především na strategii měnové politiky (ve spolupráci s rezervovanou fiskální politikou) v období před vstupem do ERM II a následně pak na nastavení centrální parity pro pobyt koruny v tomto systému. Pro obě zmíněné fáze procesu přistoupení k eurozóně můžeme najít historickou inspiraci.

Příkladem pro nastavení měnové politiky v období před vstupem do systému ERM II může být strategie slovinské centrální banky, která působila ve směru k depreciaci slovinského tolaru vůči euru. Tlak na snížení hodnoty tolaru se sice odrážel mimo jiné v poměrně vysokém tempu růstu cenové hladiny, avšak její vývoj zůstal v důsledku politiky vysokých úrokových sazeb pod kontrolou centrální banky a k termínu vstupu do ERM II se podařilo stabilizovat míru inflace na relativně nízké úrovni. Významná depreciace kursu tolaru v období před vstupem do ERM II umožnila hladký přechod na fixní kursový režim a stanovení centrální parity na úrovni tržního kursu tolaru v době

zafixování. Zároveň nedošlo ke snížení tempa růstu reálné výkonnosti a ohrožení reálné konvergence slovenské ekonomiky.

Inspirací pro samotný pobyt české koruny v systému ERM II může být stanovení centrální parity řecké drachmy v roce 1999 a její následný vývoj před nahrazením eurem. V případě Řecka byla centrální parita v době vstupu do systému ERM II stanovena na podstatně slabší úrovni než byl tržní kurs, což následně ovlivnilo tržní očekávání a kurs drachmy v průběhu dvouletého testovacího období zvolna deprecioval ve směru ke stanovené centrální paritě. Tržní očekávání ovlivněná centrální paritou v případě drachmy de facto suplovala depreciační kursovou politiku centrální banky v období před vstupem do ERM II, kterou narozdíl od řecké centrální banky realizovala Banka Slovenije. Tato strategie vedla k plynulé depreciaci kursu drachmy při současném snižování míry inflace a její postupné konvergenci k průměru eurozóny. Stanovení odlišného konverzního poměru od centrální parity (v apreciační části flukтуаčního pásma), který byl v souladu s konvergenčním kritériem kursové stability, umožnilo klidný přechod na euro bez nutnosti jednorázové devalvace měny. Z hlediska reálné konvergence, ani řecká ekonomika nezaznamenala v období před a po vstupu do eurozóny žádné významné výkyvy.

Literatura

- Arratibel, O., Rodríguez-Palenzuela, D., Thimann, C.:** Inflation Dynamics and Dual Inflation in Accession Countries: A New Keynesian Perspective. European Central Bank, March 2002 (Working Paper No. 132).
- Bárta, V.:** Fulfilment of the Maastricht Inflation Criterion by the Czech Republic: Potential Costs and Policy Options. Czech National Bank, December 2005 (Research and Policy Notes No. 4).
- Buiter, W., Grafe, C.:** Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for Accession Countries. Centre for Economic Policy Research, January 2002 (CEPR Discussion Papers No. 3184).
- Čihák, M., Holub, T.:** Price Convergence: What Can the Balassa-Samuelson Model Tell Us? Czech National Bank, December 2003 (Working Paper Series No. 8).
- De Broeck, M., Sløk, T.:** Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries. International Monetary Fund, May 2001 (IMF Working Paper WP/01/56).
- Dědek, O.:** Rizika a výzvy měnové strategie k převzetí eura. Pražské sociálně-vědní studie 2005 (Ekonomická řada EC-006).
- De Grauwe, P., Schnabl, G.:** Nominal versus Real Convergence with respect to EMU Accession – EMU Entry Scenarios for the New Member States. International Finance No. 0403008, EconWPA, December 2004.
- EC:** 2002 *Convergence Report on Sweden. Technical Annex.* European Commission, May 2002.
- EC:** 2006 *Convergence Report on Slovenia. Technical Annex.* European Commission, April 2006.
- ECB:** *Convergence Report.* European Central Bank, May 2006.
- IMAD:** *Slovenian Economic Mirror.* 2006, vol. XII, no 4.
- IMF:** *Slovenia: 2006 Article IV Consultation. Preliminary Conclusion of the IMF Mission.* International Monetary Fund, March 2006.
- Komárek, L., Čech, Z., Horváth, R.:** ERM II Membership – The View of the Accession Countries. Czech National Bank, December 2003 (Working Papers Series No. 11).
- Mihaljek, D., Klau, M.:** The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: A Disaggregated Analysis. Bank for International Settlements, October 2003 (BIS Working Papers No. 143).
- Šaroch, S., Tomšík, V., Srholec, M.:** Strategie české hospodářské politiky k současnému procesu rozšíření Evropské měnové unie – kdy nahradit českou měnu eurem. IEEP a KHP VŠE 2003 (Working Paper No. 5).
- Viktorová, D.:** Nekonzistence cílování inflace a maastrichtských kritérií: Impossible Trinity. *Politická ekonomie.* 2005, č. 1, s. 61-80.
- World Bank:** *EU8 Quarterly Economic Report.* Warsaw, World Bank, February 2006.

PRICE LEVEL CONVERGENCE DYNAMICS IN THE CZECH REPUBLIC AND THE ACCESSION STRATEGY TO THE EURO-ZONE

Michal Pazour, University of Economics, nám. W. Churchilla 4, CZ – 130 67 Praha 3
(pazour@vse.cz)

Abstract

Czech economy has recently accelerated the real economic convergence to the European average. Nevertheless, in terms of price convergence the Czech economy is still lagging behind the expected dynamics, which should theoretically respond to the pace of relative economic growth. This asymmetry may (as one of many other factors) contribute to some difficulties in stabilizing Czech inflation during the two-years transition period before accession to the Euro-zone, when price convergence criterion and exchange rate stability criterion should be simultaneously met. The paper points out selected issues of the Czech nominal convergence dynamics and emphasizes possible negative impacts of restrictive monetary policy measures (pushing for low inflation rate and stable exchange rate vis-à-vis euro) on the real growth of the Czech economy. In this respect, the paper tries to find some lessons from Slovenian and Greek approach for the arrangement of the Czech monetary policy in the pre-accession period.

Keywords

real and nominal convergence, ERM II membership, Maastricht criteria

JEL Classification

E31, E58, F31