

## PŘEVZETÍ EURA: BRZDA NEBO MOTOR REÁLNÉ KONVERGENCE?

Oldřich DĚDEK, Česká národní banka, Praha

---

Problematika jednotné měny a jejího zavedení v České republice patří k typickým ukázkám aplikace metody nákladů a přínosů. Tento postup začíná vyhotovením seznamu, na jehož jedné straně vystupují argumenty hovořící ve prospěch dané věci, na opačné straně pak argumenty hovořící v její neprospěch. A následně zbývá všechna jednotlivá pro a proti nějakým způsobem zvážit, provázat do jednoho balíčku a dospět k výslednému doporučení.

Touto osvědčenou cestou postupuje i S. Janáčková ve své stati Rozšiřování Eurozóny: některá rizika pro dohánějící země (Politická ekonomie, 2002, č. 6). Na uvedené práci je třeba vyzdvihnout dvě skutečnosti. Za první, je to snaha o komplexnost při shromáždění všech relevantních hledisek, která utvářejí jak stranu nákladů, tak přínosů členství ČR v Eurozóně. Za druhé, je to zvolený jednotící úhel pohledu při posouzení významu jednotlivých nákladů a přínosů, za který je vzat prospěch pro reálnou konvergenci, pro národohospodářskou prioritu dohánění ekonomické úrovně zemí EU. Čtenář však musí zaznamenat ještě třetí podstatnou skutečnost. Tou jsou hodnotící soudy, které vyznívají jako zřetelné varování před riziky rychlého přechodu k euru, opřené o obavy z možných škod napáchaných na tempu reálné konvergence.

Má ale autorka v tomto svém vyústění pravdu? Skutečně platí, že úsilí české hospodářské politiky o rychlé odstraňování výkonnostního odstupu od vyspělých členů Unie vyžaduje pozvolnější směřování k jednotné měně? Chceme-li prokázat

---

\*) Za podnětné připomínky k textu i k rámcovým úvahám děkuji Vítu Bártovi z České národní banky.

opak, je nutné podrobněji prozkoumat ty úvahy, které vedou autorku k preferování „pomalé cesty“. Předkládaná stať se zaměřuje na dvě rozšířené argumentace: na varování před vysokými náklady z důvodu nenaplňování znaků optimální měnové oblasti a na domnělé komplikace pramenící ze zúžených možností reálné apreciacie.

## 1. Co může a nemůže teorie optimální měnové oblasti

Teorie optimální měnové oblasti (OCA) představuje podivuhodnou doktrínu, která často dokáže být zázemmím pro zcela protichůdné závěry.<sup>1)</sup> S jejími procedurami mnohdy operují ekonomové z tábora euroskeptiků, navzdory např. tomu, že její zakladatel Robert Mundell patří k přesvědčeným zastáncům zavedení jednotné měny ve Velké Británii (viz Mundell, 2002). O stejnou metodologii se opírá tzv. pět testů britského ministerstva financí, jejichž závěry dokládají údajnou nepřipravenost Velké Británie na převzetí jednotné měny.<sup>2)</sup> Nejedna národní ekonomika by pod tíhou testů OCA možná nakonec zjistila, že nevytváří optimální měnovou oblast. Současně stojí za povšimnutí, že neexistuje známější ekonom, který by doporučoval řešit hospodářskou nesourodost domácích regionů pomocí zavádění samostatných měn.

### 1.1 *Subjektivní hodnocení objektivních čísel*

Asi nikdo nezpochybňuje, že měnová unie bude obecně fungovat vždy tím efektivněji, čím souběžněji bude průběh hospodářských cyklů, čím bližší si bude strukturální podobnost zúčastněných regionů, čím vyšší bude profesní i geografická mobilita pracovních sil, čím větší bude odolnost vůči asymetrickým šokům, jmenujeme-li alespoň ty nejvýznamnější faktory, na které teorie OCA standardně zaměřuje svoji pozornost. Co ale tento přístup skutečně nabídnout nemůže, to jsou objektivně zjistitelné kritické hodnoty jednotlivých testů, které budou dosaženy jsou, načež lze s vysokou jistotou úspěchu členství v měnové unii doporučit, nebo dosaženy nejsou, což by mělo od členství v měnové unii odrazovat. A i kdyby nějaké takové kritické body existovaly, jak velké přeplnění jednoho kritéria může vykompenzovat neplnění jiného kritéria, aby výsledný závěr jednoznačně vypovídal o připravenosti či nepřipravenosti na vstup do měnové unie?

Je zřejmé, že žádné takové kritické hodnoty v realitě nenaměříme a ani z teorie neodvodíme. Takže ty si každý hodnotitel musí nastavit sám, v souladu se svým subjektivním názorovým ukotvením. Proto se nelze divit, že jedna a tatáž množina informací bude pro jednoho zdrojem varování před vysokými náklady přistoupení k Eurozóně, pro druhého naopak zdrojem vysokých očekávaných přínosů. A aby tato subjektivní hra s objektivními fakty byla ještě nepřehlednější, máme zde dynamický pohled, který říká, že již samotný vstup do měnové unie může urychlit naplňování žádoucích znaků optimální měnové oblasti.<sup>3)</sup> Jak rychlé by ale mělo být srovnávání kroku se zbytkem měnové unie, resp. jak velkou počáteční odchylku

---

1) Z mnoha výkladů této teorie lze doporučit knihu Grauwea (1994).

2) Pět ekonomických testů bylo zveřejněno v r. 1997, kdy také došlo k jejich vyhodnocení. V testech jsou pokryty následující oblasti: konvergence hospodářského cyklu, flexibilita vůči šokům uvnitř měnové unie, dopad na příliv zahraničních investic, dopad na konkurenceschopnost finančních firem a dopad na zaměstnanost.

3) Toto je častá úvaha některých rakouských ekonomů. Např. podle Hochreitera (1995) k zafixování rakouského šilinku na německou marku došlo při vědomí, že Rakousko netvořilo s Německem optimální měnovou oblast. Samotná politika pevného kurzu však vytváření optimální měnové oblasti účinně napomáhala.

od potřebné sladění si kandidát na člena měnové unie může při vstupu dovolit, to jsou opět jen intuitivně zodpověditelné otázky, schopné argumentačně posílit jak tábor zastánců, tak odpůrců přistoupení k Eurozóně.

Při veškerém respektu k teorii OCA je proto vždy namístě jakási prvoplánová obezřetnost k jejím vývodům. Zcela zavádějící je pak představa, že aplikační postupy této teorie jsou natolik jemné, aby identifikovaly načasování vstupu ČR do Eurozóny s přesností na roky. Podobná doporučení jsou pouze nepochopením toho, co přístup OCA může a co již nemůže.

## 1. 2 Tvrdá a měkká data o české ekonomice

Určitá kluzkost a tvarovatelnost postupů OCA, jejich podivuhodná schopnost nalézat odborné argumenty pro i proti přistoupení k Eurozóně v žádném případě neznamena danou výzkumnou oblast zanedbávat. Naopak, shromažďování faktografických vstupů pro testy OCA nutí zaměřovat pozornost na nejrůznější aspekty reálné ekonomiky a jejího vtažení do mezinárodní dělby práce. Uplatnění empirického pohledu na české hospodářství povede k připomenutí následujících skutečností:

- vysoký podíl obchodní propojenosti se zeměmi Eurozóny, který dnes činí cca 60 % (měřeno podílem na celkovém exportu), po přijetí eura v ostatních zemích CEFTA by se tato vazba výhledově zvýšila až na 85 % ;
- vysoká majetková propojenost daná dominantním podílem přímých zahraničních investic (cca 80 – 90 %) vykazujících EU jako zemi původu;
- téměř úplné ovládnutí domácího bankovního sektoru bankami Eurozóny (95 % při vyjádření podílem na kontrole celkových bankovních aktiv);
- odvětvová struktura konvergující k obvyklým relacím ve vyspělých zemích EU (srovnatelně nízké zastoupení zemědělství a vysoké zastoupení sektoru služeb, stále ale nadproporcionální podíl průmyslu);
- odbourání všech restrikcí na běžném i finančním účtu platební bilance vůči zemím EU (s výjimkou několika zbývajících přechodných období);
- členství v EU, které při dynamickém pohledu již několik let posiluje a výhledově dále upevní ekonomické vazby na toto integrační uskupení.<sup>4)</sup>

Toto jsou tvrdá fakta naznačující mnohé o české ekonomice, o její schopnosti inkasovat výhody jednotné měny. Při tak intenzivní obchodní propojenosti bude jednoznačným příjemcem výhod podniková sféra, která nepochybuje o přednostech kurzové stability pro strategické plánování svého rozvoje či pro odolávání konkurenčním tlakům na náročném jednotném evropském trhu. Její značná část ráda a rychle zapomene, co to jsou ztráty způsobené nadměrnými fluktuacemi domácí měny nebo přirážkou za rizikovější vnímání české ekonomiky finančními trhy. Při tak vysoké majetkové propojenosti bude integrace do oblasti jednotné měny fungovat jako magnet přitahující další přímé zahraniční investice, neboť zvýšená makroekonomická stabilita sebou přinese vyšší bezpečí pro vložené peníze zahraničních investorů. Po zakotvení v Eurozóně prudce naroste ochrana před destabilizujícími účinky volné mobility kapitálu, neboť česká ekonomika již nebude podléhat omezující podmínce vnější platební rovnováhy. Toto vše dohromady objektivně představuje výrazný stimul pro dohánění hospodářské úrov-

---

4) Nepřehlédnutelné jsou ale i některé negativní rysy, kam se řadí nedostatečná mobilita pracovních sil (patrně však o nic horší než pružnost trhu práce dosahovaná v členských zemích EU) a nekonsolidovaný stav veřejných financí vedoucí k nebezpečnému narůstání strukturálního deficitu a veřejného dluhu. Přítomnost uvedených defektů ale ani tak nevypovídá o nepřipravenosti reálné ekonomiky na převzetí eura jako spíše o nepřipravenosti politické reprezentace řešit palčivé problémy hospodářské politiky.

ně zemí EU. Vnucuje se tak předběžný závěr, že analýzy, které vycházejí z reálných dat o české ekonomice, by měly hovořit ve prospěch rychlého zapojení ČR do Eurozóny.

Za stavu vysokého „podezření“ na výhodnost eura pro české hospodářství přicházejí testy OCA s další standardizovanou nabídkou, která obsahuje např. posuzování míry synchronizace hospodářských cyklů, odhadování frekvence výskytu asymetrických šoků, měření pružnosti cen směrem dolů či vynalézání důmyslných agregátních OCA indexů. Na snaze nasvítit určitý problém z více úhlů pohledu jistě není nic špatného. Objasněn by ale měl být následující paradox. Jak je možné, že jednoduché ukazatele, jež dokládají všestranné rozvinuté hospodářské vazby na země Eurozóny, naznačují vysoké okamžité přínosy jednotné měny pro českou ekonomiku, ale zároveň nejeden ekonom s odvoláním na testy OCA předpovídá české ekonomice vysoké náklady z převzetí jednotné měny? V čem spočívá tajemství tohoto konfliktu?

Tato stať neaspiruje na detailní objasnění uvedeného paradoxu. Chce jenom varovat před mechanickou rutinou při provozování ekonometrických technik.<sup>5)</sup> A také chce apelovat na národohospodářský cit při posuzování skutečné míry závažnosti jednotlivých problémů.<sup>6)</sup> Jak je rozvedeno v poznámkách pod čarou, nezanedbatelné náznaky těchto prohrěšků existují. Proto utváření názorové shody v otázce, zda postupy OCA v českých reáliích hovoří ve prospěch rychlé nebo pomalé cesty k euru, je teprve před námi. S odvoláním na citovaná empirická fakta se nicméně domnívám, že z klání mezi oběma cestami jako vítězná vyjde doporučení směřovat k euru co nejrychleji.

### 1. 3 *Archaické kurzové prostředí*

Na otázku, proč je tak důležité dobrozdání testů OCA, bývá podávána jednoduchá odpověď protože jinak bude členství v měnové unii spojeno s vysokými náklady. Co to ale jsou ty vysoké náklady? Teorie OCA jimi rozumí potíže pramenící z nemožnosti reagovat v prostředí měnové unie na ekonomické poruchy kurzovou

---

5) Poměrně často zaznívá závěr o nízké míře sladění hospodářských cyklů mezi ekonomikami ČR a Eurozóny (přehled prací na toto téma shrnuje Janáčková, 2002). Jak je však všeobecně známo, v letech 1997 – 1998 česká ekonomika procházela hospodářskou recesí, zatímco Unie se těšila poměrně dynamickému růstu. Když se pak česká ekonomika začala z recese vymaňovat, Unie naopak začala růstovou dynamiku ztrácet. Je zřejmé, že takový protisměrný vývoj se musí odrazit ve špatné známce z cyklické sladění. Nic to však neříká o faktické cyklické provázanosti, neboť ta byla narušena výlučně domácími událostmi transformačního charakteru, které vyústily spekulacím útokem na korunu v květnu 1997 a svoji dohru měly v ekonomickém propadu během následujícího roku. Regresní techniky by správně měly celé období „jednostranné desynchronizace“ nebrat v úvahu, což ale asi nemohou, neboť prořídle časové řady by pak ztratily statistickou významnost.

6) Události, jakými bylo znovusjednocení Německa či zahájení ekonomické transformace, patří mezi názorné ukázky asymetrického šoku, v němž kurzové souvislosti sehrály důležitou roli. Má ale kromě těchto spektakulárních projevů koncept asymetrického šoku častější praktické uplatnění, které by odůvodňovalo existenci samostatné české koruny? Jak častokrát a v jaké podobě např. asymetrický šok zasáhl českou ekonomiku v minulosti? A v jakém přestrojení by se mohl objevit v budoucnosti? Modely OCA operují s posunem poptávkové křivky po domácím zboží, pro což se obtížně dohledávají ilustrující příklady z praxe. V českých vývozech nedominuje komoditní položka, která by odůvodňovala koncepci komoditně založeného kurzu, jenž by neutralizoval asymetrické šoky v ceně podkladové komodity. A nebo je třeba pamatovat např. na exportní potíže automobilového či jiného silněji zastoupeného průmyslu? Konečně máme pod asymetrickými šoky rozumět nejružnější regionálně koncentrované problémy (např. pokles těžby uhlí v severních Čechách, restrukturalizaci hutnictví na severní Moravě)? Tyto problémy jistě můžeme nazývat šoky, zcela nikoli však šoky řešitelnými změnou kurzové hladiny. Ponechání národní měny jako pojistky proti asymetrickému šoku tak připomíná placení pojistného proti událostem, které ani pořádně nedovedeme popsat.

změnou, čímž se břemeno adaptačních procesů přesune na jiné ekonomické veličiny. A jestliže nebudou v podstatné míře naplněny znaky optimální měnové oblasti, přizpůsobení poruchám proběhne dle představ teorie OCA s mnohem větší ztrátou produktu a zaměstnanosti ve srovnání s tím, kdy kurz lze zapojit jako nástroj hospodářské politiky.

Domyslíme-li tuto mnohokrát opakovanou teoretickou úvahu do praktických souvislostí, objeví se jeden závažný problém. Zřejmě jsme povinni mlčky předpokládat, že alternativou k pobytu v měnové unii je buď

a) režim fixního kurzu, neboť jedině v tomto uspořádání mají smysl pojmy devalvace a revalvace označující cílené užití kurzu hospodářskou politikou, nebo

b) režim plovoucího kurzu s vlastností, že tržní síly, jež pohybují kurzem střídavě depreciačním a apreciačním směrem, mají schopnost dosáhnout téže optimální reakce na ekonomickou poruchu.

Teorie OCA tak nabízí myšlenkové schéma, které značně pokulhává za poznáním, jak ve skutečnosti fungují současné finanční trhy.<sup>7)</sup> Zcela zavádějící je provádět srovnání s režimem pevného kurzu či s některou jeho rozvolněnou variantou fluktuálního pásma. Pro dnešní země Eurozóny by to byl nostalgický návrat do 80. a první poloviny 90. let minulého století. Tehdy měny členských zemí Evropského měnového systému (EMS) byly vázány rigidními pravidly mechanismu měnových kurzů (ERM).<sup>8)</sup> Smíšené zkušenosti s přestavováním parit a stejně tak neslavný konec původního designu ERM v průběhu turbulentního období 1992 – 1993 jsou dokladem toho, s jakými praktickými komplikacemi je spojena představa o používání kurzu jako aktivního nástroje.<sup>9)</sup> Návrat k fixním kurzovým formám inspirovaný idejemi OCA by tak připomínal resuscitaci již mrtvého pacienta.

Česká republika má bohaté zkušenosti s fixními kurzovými režimy, které zcela jistě neformují široké řady sympatizantů prosazujících jejich opětovný návrat. Tuto averzi lze snadno pochopit na pozadí prožitého svědectví o „nemožnosti Nejsvatější trojice“ (Impossibility Trinity), neboli poznání o vzájemné neslučitelnosti: fixního kurzu, autonomní měnové politiky a liberalizovaných kapitálových toků.

Zbývá však ještě druhá interpretace, tj. svět pružných kurzů, ale takových, které umí žádoucím způsobem reagovat na asymetrické šoky. K tomu lze uvést, že finanční trhy v klidných dobách vesměs dovedou adekvátně vyhodnocovat informace přicházející z reálné ekonomiky. Na druhé straně četné příklady dokládají, že v méně klidných dobách reakce finančních trhů trpí přestřelováním a stádovým chováním. Známý jsou případy efektů nákazy, spekulacních nájezdů a dalších negativních jevů doprovázejících globalizaci finančních trhů. Zcela iluzorní jsou představy, že centrální banky v malých otevřených ekonomikách mají potřebnou sílu realizovat své představy o adekvátní kurzové hladině nepřímou prostřednictvím úrokových sazeb a devizových intervencí.

Doložme uvedené teze některými událostmi z české ekonomiky. V roce 1997 prodělala měnový otřes, který by se možná neodehrál, kdyby v době kulminující vnější nerovnováhy nepropukla finanční krize v Thajsku a nenarůstalo napětí v ce-

---

7) Nelze si nepovšimnout, že Mundellova pionýrská práce o optimálních měnových oblastech (1961) byla publikována v době dřímající kapitálové mobility a převládajících fixních kurzových režimů. K rozpadu bretton-woodského systému mělo dojít až mnohem později, v r. 1972.

8) Měny zúčastněné v ERM měly vůči všem ostatním členským měnám stanoveny centrální paritu, přičemž povolená odchylka pro kurzové fluktuace činila 2,25 % oběma směry od střední úrovně. Některé měny (španělská peseta a britská libra) se mohly pohybovat v širším rozpětí 6 %. Nové nastavení centrálních parit (tzv. realignment) bylo možné pouze konsensuální dohodou všech členských zemí systému. Od srpna 1993 se měny ERM mohly pohybovat v rozšířeném pásmu 15 %.

9) Zaslíbené postřehy autorské dvojice Gross, Thygesen (1992) dokládají, jakou delikátní směsicí racionálních ekonomických požadavků a čistě politických ohledů byly „realignments“ během života ERM.

lém tamním regionu. Rok 2002 přinesl kurzovou bublinu vyvolanou spekulací na posilování koruny. Meziroční efektivní nominální apreceie dosáhla krátkodobě až 17 %, a to paradoxně v době negativního asymetrického šoku (recese v Německu a růstové potíže celé světové ekonomiky), jenž volal spíše po oslabování kurzu.<sup>10)</sup> A do budoucna nelze pomíjet riziko destabilizujícího náhledu finančních trhů na rychlost konsolidace veřejných financí. Toto jsou příklady, v nichž kurz nesehrává charakterní roli pohlcovače asymetrických šoků, nýbrž se představuje v záporných rolích tvůrce asymetrických šoků, přenositele externích poruch do domácí ekonomiky a zesilovače domácích potíží. O těchto vlastnostech lze s jistotou prohlásit, že neprospívají reálné konvergenci a že dobu dohánění ekonomické úrovně EU jenom prodlužují.

Doporučovaný recept na minimalizaci rozvratné kurzové volatility předepisuje provádět obezřetnou hospodářskou politiku, orientovanou na nízkoinflační prostředí, vysokou rozpočtovou ukázněnost a mzdovou zdrženlivost. Interpretovat to lze i následujícím způsobem: chce-li malá otevřená ekonomika s vlastní měnou předcházet rizikům globálních finančních trhů, musí na prvním místě disciplinovat své hospodářské politiky a teprve potom se může starat o urychlování reálné konvergence. Opačné řazení priorit může být předeheurou k měnovému otřesu. Riziko ponechání vlastní měny lze proto spatřovat i v tom, že hospodářské politice je umožněno testovat, jak dalece se dá slevovat z náročných parametrů makroekonomické stability.

## 2. Euro jako „potížista“ reálné apreceie

Česká ekonomika, která usiluje o plnohodnotné členství v EU, patří do rodiny transformujících se ekonomik, jejichž charakteristikou je poměrně výrazný výkonostní odstup od průměru stávajících členů Unie. Důraz na hospodářský růst a na odstraňování historicky vzniklé výkonostní mezery se tak zcela zákonitě stává těžištěm hospodářských politik. Podle řady ekonomů toto specifické zadání vyvolává i specifický systémový konflikt, je-li dohánějící země současně zemí aspirující na převzetí eura.

### 2.1 Dvě strany jedné a téže mince

Pro připomenutí podstaty problému využijme následující vztah:

$$NA + ID = RA = f(RD)$$

Levá rovnost parafrázuje definici tempa reálné apreceie (RA), což je součet tempa nominální apreceie (NA) a inflačního diferenciálu (ID). Pravá rovnost pak uvádí, že mezi rychlostí reálné apreceie (RA) a růstovým diferenciálem (RD) existuje jistý pozitivní vztah  $f$ . Jinými slovy, čím relativně rychleji poroste česká ekonomika vůči zemím Eurozóny, tím větší bude muset být reálná apreceie koruny vůči euru. Uvedený vztah lze chápat buď jako poměrně robustní empirickou zákonitost zdokumentovatelnou na řadě praktických příkladů nebo jako výstup modelové konstrukce, jejímž nejznámějším představitelem je tzv. Balassův-Samuelsonův efekt.<sup>11)</sup>

Ve světle uvedeného vztahu se rychlost reálné apreceie jeví jako jiné vyjádře-

10) Maxima meziročního zhodnocení o 14,58 % vůči euru bylo dosaženo 10. 7. 2002 na úrovni 28,98 CZK/EUR, meziroční posilování vůči dolaru o 26,23 % vyvrcholilo 16. 7. 2002 na úrovni 29,12 CZK/USD.

11) V závislosti na struktuře a jemnosti výchozích předpokladů lze Balassovu-Samuelsonovu úvahu přiblížit pomocí různých rovnic. Takto postupují např. Čihák a Holub (2001), kteří uvádějí i řadu zajímavých číselných ilustrací.



ní velikosti růstového diferenciálu. A v tom tkví i podpora pomalé cesty k euru. Před vstupem do Eurozóny bude muset být česká hospodářská politika orientována na plnění maastrichtských kritérií. Vyžadována bude konvergence inflace (tolerování odchylky nejvýše 1,5 p. b. od průměru tří zemí EU s nejnižší inflací) a kurzová stabilita podle pravidel ERM2 (udržení fluktuací v pásmu širokém 15 % od centrální parity). Obojí dohromady může vyústit do přibrzdění spontánního procesu reálné aprece. Jinými slovy, bude-li plnění maastrichtských požadavků uměle tláčit na levou stranu rovnosti, odezvu v podobě podvazování růstu to musí zanechat na pravé straně rovnosti. A to je v příkrém rozporu s prioritou reálné konvergence.

Zmíněným varováním však argumentace zdaleka nekončí. Při vstupu do Eurozóny dojde k neodvolatelnému zafixování koruny vůči euru. To kromě jiného znamená definitivní konec pro možnost reálně posilovat prostřednictvím nominálního posilování. Otevřen zůstane pouze inflační kanál. A to zakládá dvě další rizika. Za prvé, objektivně vyšší růst české ekonomiky vyústit ve vyšší inflaci oproti tomu, kdy přetlak na reálnou apreciaci může být souběžně uvolňován kurzovým i inflačním kanálem. Makroekonomické prostředí se tak stane inflačně méně přívětivým. Za druhé, jelikož ke stejnému vzestupu inflace dojde u všech dalších členů rozšiřujících Eurozónu, neboť i oni budou vykazovat kladný růstový diferenciál při nemožnosti nominálně apreciovat, zvýší se míra inflace celé Eurozóny. Na tento vývoj bude muset Evropská centrální banka reagovat zpřísněním měnové politiky. Zvednuty budou úrokové sazby, což bude opět v příkrém rozporu se zájmem transformujících se ekonomik na hladkém a rychlém průběhu reálné konvergence.

## 2.2 Jednostranná dekompozice

Výše uvedená konstrukce o vyřazování jedné a přetěžování druhých kanálů reálné aprece sice nepostrádá logickou konzistenci, přesto trpí zjevnou účelovostí. Ze všech možných způsobů reálné aprece si vybírá ten nejlépe vyhlížející, načež se tváří, jakoby vždy bylo v silách hospodářské politiky tento způsob prosadit. Reálná aprece např. o 4 % ročně je teoreticky dosažitelná např. pomocí rozumné nominální aprece a mírného inflačního diferenciálu (schematicky vyjádřeno,  $4 = 2 + 2$ ). Myslitelná je ale i cesta rychlého znehodnocování kurzu a vysokého inflačního diferenciálu (např.  $4 = -10 + 14$ ). Vyloučena samozřejmě není ani kombinace intenzivního nominálního zhodnocování a vysoké deflace (např.  $4 = 10 - 6$ ).

Kdo rozhoduje o tom, jaký poměr mezi kurzovým a inflačním kanálem bude v praxi namixován? Zastánci pomalé cesty evidentně věří v akceschopnost autonomních hospodářských politik: daný růst produktivity lze podložit odpovídající velikostí reálné aprece, navíc přijatelně rozložené mezi inflační a kurzovou složku. Ale proč by kauzalita v naší rovnici měla probíhat pouze zprava doleva, tj. od růstu produktivity k podkladové reálné apreciaci? Vždyť vládnout kurzem v malé otevřené ekonomice není vůbec jednoduché. Jak hypotetická je např. představa, že po vyschnutí privatizačních příjmů se platební bilance ocitne v deficitu, kurz koruny přejde na depreciační trend a reálná konvergence začne být doprovázena zvýšenými inflačními tlaky. A nebyla epizoda kurzové bubliny v r. 2002 klasickým svědectvím kauzality probíhající zleva doprava, tj. ukázkou toho, že kapitálové toky mohou vyvolávat neudržitelnou reálnou apreciaci a tím následně poškozovat růst produktivity?

Rozhodnutí o závažnosti potíží pro reálnou konvergenci po ztrátě kurzového kanálu se tak redukuje na rozhodnutí o tom, kterému pohledu na ekonomickou

realitu dáváme přednost. Je to svět stylizovaného Balassova-Samuelsonova modelu symbolizujícího harmonickou symbiózu hospodářského růstu a reálné apreciacie?<sup>12)</sup> A nebo je to svět nástrah a léček kladených volnou mobilitou kapitálu v sílícím globálním prostředí? Preferujeme-li první typ vidění světa, jednotná měna může skutečně vypadat jako svěřací kazajka, která ochuzuje paletu nástrojů hospodářské politiky, snižuje manévrovací prostor měnových autorit a tím klade překážky hospodářskému růstu. Dáváme-li však přednost druhému pohledu, jednotná měna již vyhlíží jako val, který do velmi otevřené české ekonomiky nespouští destabilizující formy reálné apreciacie. A to je opět nezanedbatelný přínos pro plynulý průběh reálné konvergence.

### 2.3 Politika „jedna velikost padne všem“

Evropská centrální banka sama sebe sice nepovažuje za ortodoxního provozovatele inflačního cílení, v jejím rozhodování nicméně významné místo zaujímá definice cenové stability, kterou rozumí meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) v rozmezí 0 – 2 %. Tento klíčový cenový index se počítá jako vážený průměr národních harmonizovaných indexů, kde jako váhy vystupují národní podíly na celkové konečné spotřebě domácností. Z tohoto postupu se dá již poměrně snadno vyčíslit, jak významný bude potenciální dopad nových východních členů na celkové inflační poměry Eurozóny. Příslušná váha vychází v rozmezí 4 – 5 %. Z toho lze usoudit, že noví členové nemohou nějakým zásadním způsobem ovlivnit měnovou politiku Evropské centrální banky.<sup>13)</sup>

Spekulace o tom, zda tato banka bude muset po rozšíření Eurozóny zpřísnit měnovou politiku do té míry, že u nových členů způsobí zpomalení reálné konvergence, se tak dají snadno odbýt pouhým dosazením přibližných číselných hodnot. To ukáže, že za normálních okolností její měnová politika na reálnou konvergenci nově vstupujících členů prakticky nedosáhne. Jejich ekonomická váha, na rozdíl od jejich územní rozlohy a počtu obyvatel, je natolik marginální, že obtížné vyvolá speciální reakci měnově politických sazeb.

Pokud lze vyslovovat nějaké obavy, pak jedině na téma možných důsledků příliš uvolněných měnových podmínek. Nebude hladina úrokových sazeb, nastavená jednotně pro celou Eurozónu, neadekvátně nízká ve vztahu k vyšší mezní produktivitě kapitálu dohánějících členů? Jak velká bude ochota fiskální politiky podílet se na stabilizaci inflace? Bude hrozit bublina v zadlužování spotřebitelského sektoru či na trzích aktiv? Jak dalece bude vadit případné narůstání deficitu na běžném účtu platební bilance? O nebezpečnosti uvedených projevů přehřívající se ekonomiky je obtížné cokoli předem prohlašovat, určitou představu si lze utvo-

---

12) Interní analýzy ČNB naznačují, že váha Balassova-Samuelsonova efektu se v případě české ekonomiky pohybuje pouze kolem 1 – 1,5 % reálného zhodnocení ročně. S touto velikostí uvedený efekt nemůže ani vyvolávat větší komplikace při plnění maastrichtských kritérií před vstupem do Eurozóny, ani významněji navýšit inflaci po vstupu do Eurozóny. Vyjmenovat by se však dala celá řada dalších proinflačních faktorů (např. dokončované korekce relativních cen, růst kvality a technické úrovně), ale i protinflačních faktorů (růst produktivity v sektoru služeb, tlak vysoké nezaměstnanosti, prohlubování konkurenčního prostředí), které budou dlouhodoběji působit v dohánějících transformujících se ekonomikách. Sumární dopad těchto vlivů je obtížné odhadnoutelný a neukazující jednoznačně na zvyšování podkladové inflace.

13) Rozšíření Eurozóny ovlivní vykazovanou inflaci dvojím způsobem. Jednak ji zvýší z důvodu započtení nových členů s vyšší inflací, ale také ji sníží, jelikož starým členům poklesnou příslušné váhové podíly. Pro čistý přírůstek inflace lze odvodit vztah  $I = (I_s - I_n)$ , kde  $I_s$  a  $I_n$  značí průměrnou inflaci starých a nových členů Eurozóny, pak váhu nových členů v rozšířené Eurozóně. Pro ilustraci, průměrná inflace nových členů ve výši 6 % při průměrné inflaci starých členů ve výši 2 % by zvýšila HICP o pouhých 0,2 procentního bodu.



řit sledování vývoje dnešních členů Eurozóny.<sup>14)</sup> Jedno je však jisté: úvahami o rychlém začlenění do Eurozóny by měli být zneklidněni daleko více „jestřábi“, kteří v úrokových sazbách vidí důležitý nástroj pro krocení inflace, než „hrdličky“, které od úrokových sazeb požadují zejména podporu hospodářskému růstu.

### 3. Závěr

Jak bylo řečeno v úvodu, problematika členství v Eurozóně patří k typickým aplikacím metody nákladů a přínosů. Na straně přínosů stále více autorů nezapomíná na unikátní působení jednotné měny jako zajišťovacího instrumentu proti globalizačním rizikům, na její obranný potenciál proti rozvrtným kapitálovým pohybům. Jde o vysoce hodnotný příspěvek k reálné konvergenci perspektivních členů Eurozóny, kteří objektivně patří mezi malé, vysoce otevřené, a proto i zranitelné ekonomiky. Existují ale i výhrady proti jednotné měně. Je nutné se proto ptát, jaká je síla vznášených protiargumentů. Je natolik přesvědčivá, aby zvrátila výslednou bilanci opačným směrem?

Zevrubná studie S. Janáčkové patří mezi příspěvky, které obavám pramenícím ze zániku české koruny přisuzují vyšší váhu než obavám pramenícím z globalizačních rizik, jimž je již poměrně dlouhou dobu česká ekonomika vystavena. Tato oponující stať proto chtěla ukázat na jedno časté metodologické klopýtnutí. Jde o to, že argumentace ve prospěch pomalé cesty, která se zaštiťuje ohledy na reálnou konvergenci, platí pouze za předpokladu, že opustíme skutečný svět globalizačních rizik a opouzdříme se modelovou fikcí, jež přítomnost zmiňovaných rizik jednoduše pouští se zřetele. Stačí však rozšířit záběr potřebným směrem a přesvědčivost řady stěžejních výhod dostává závažné trhliny. To platí jak pro aplikační testy teorie optimální měnové oblasti, tak pro vztah reálné konvergence a reálné aprecie.

Převzetí jednotné měny určitě není jednostranným procesem pouhého inkasování výhod. Tento krok přinese českému hospodářství i těžko odhadnutelná rizika. Jako příklad lze uvést povinnost respektovat Pakt stability a růstu, což v jeho dnešní podobě znamená realizovat dalekosáhlou reformu veřejných financí, schopnou dostat veřejné rozpočty ke střednědobé vyrovnanosti. Nestanou se ale tyto vysoké nároky na fiskální konsolidaci překážkou pro dotažení nezbytných strukturálních reforem a tím i brzdou rychlejšího dohánění vyspělých členů Unie? Také je nutné nepřipustit mzdové dohánění odtržené od růstu produktivity práce, které by mohla odstartovat šalivá teze o vyrovnávání cenových hladin. Toto riziko je o to větší, že prostředí jednotné měny velmi viditelně upozorní na existující cenové a mzdové diference. Potřebná bude i víra v trvalý úspěch eura, která umožní překonávat dočasné konflikty, jež vždy doprovázejí ambiciózní projekty. Je již dostatečně zakořeněna politická podpora jednotné měny odvozená od zájmu na všestranném upevňování jednotného evropského trhu?

V komplexní bilanci nákladů a přínosů jednotné měny je nutné reálnou konvergenci kandidátských ekonomik umístit tam, kam patří, tj. na stranu přínosů. Ostatně dohánění vyspělé části Evropy představuje běh na dlouhou trať, kterému neunikne ještě ani příští generace. Takže milníky nastavené na této trati kdekoli

---

14) Tendence k uvolněnějším měnovým podmínkám v zemích Eurozóny s nadprůměrnou inflací je patrná ze srovnání výnosových či úrokových diferenciálů. Např. meziroční harmonizovaná inflace v prosinci 2002 byla v Irsku, resp. Portugalsku o 350, resp. 290 bazických bodů vyšší než v Německu. Pro stejné země a ve stejném období dosahoval výnosový diferenciál konvergenčních (tj. desetiletých) obligací pouze 13, resp. 22 bazických bodů (viz Eurostat). Na internetových stránkách Evropské centrální banky lze nalézt neharmonizované údaje o některých klientských úrokových sazbách. Za prosinec 2002 jsou zde pro Německo, Irsko a Portugalsko uváděny hypoteční sazby ve výši 4,96, 4,23 a 4,66 %.

v časovém intervalu 2007 – 2012, což ohraničuje názorový rozptyl v probíhající diskusi o vhodném okamžiku převzetí eura, jsou z pohledu pokročilosti procesu dohánění prakticky nerozlišitelné. Kdyby proto vstup do Eurozóny představoval skutečnou hrozbu pro rychlost reálné konvergence, úvahy o převzetí eura by musely být posunuty do mnohem vzdálenější budoucnosti. Objektívni důvody pro takový posun ale neexistují, neboť tah na euro je tahem na větší stabilitu podmínek pro podnikání. Oč méně je pak tento přínos spočitatelný, o to více je v praxi nedocenitelný.

## Literatura

**Čihák, M., Holub, T.:** Cenová konvergence k EU – pár nezodpovězených otázek. *Finance a úvěr*, 2001, č. 6, s. 331-349.

**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.:** Euro pro českou ekonomiku: spíše dříve než později. In: Měnová politika a příchod eura. Praha, Centrum pro ekonomiku a politiku 2002, č. 16, s. 29-34.

**Grauwe, De P.:** *The Economics of Monetary Integration*. Oxford, Oxford University Press 1994.

**Gross, D., Thygesen, N.:** *European Monetary Integration*. London, Longman 1992.

**Hochreiter, E., Winckler, G.:** The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of the Hard Currency Strategy. *European Economic Review*, 1961, s. 657-665.

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

**Krugman, P.:** Crises: The Price of Globalization? In: *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000, s. 75-106.

**Lipschitz, L., Lane, T., Mourmouras, A.:** The Tošovský Dilemma: Capital Surges in Transition Countries. *Finance & Development*, 2002, č. 3, s. 30-33.

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

**Mundell, R. A.:** Interview. *Central Banking*, 2002, č. 4, s. 19-26.

**Spěváček, V.:** Parita kupní síly – nástroj mezinárodních srovnání. *Politická ekonomie*, 2003, č. 1, s. 59-78.

**Szapáry, G.:** Is Maastricht too tough? *Central Banking*, 2002, č. 1, s. 75-91.

**Vintrová, R.:** Reálná konvergence – předpoklad plynulé integrace do Evropské unie. *Politická ekonomie*, 2003, č. 1, s. 79-91.

# ADOPTION OF EURO: OBSTACLE OR ENGINE OF REAL CONVERGENCE?

Oldřich DĚDEK, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 115 03 Prague 1  
(e-mail: dedek@cnb.cz).

---

## **Abstract:**

The article arrives to the following conclusions. First, the optimal currency area theory cannot deliver critical (objective) values of tests, whose passing would guarantee that costs of adoption of euro would be lower than the benefits. Second, several empirical observations strongly support the hypothesis that early adoption of euro by the Czech Republic would not incur any substantial losses. Third, several recent studies focused on testing the synchronisation of Czech business cycle vis-à-vis Eurozone do apply analytical techniques inappropriately, which implies biased results. Fourth, the Czech economy has enough experience with excessively volatile exchange rate. The greatest advantage of adoption of euro will consist in a replacement of exchange rate fluctuations and substantially higher stability of inflation. In quantitative terms, the weight of accession countries in Eurozone will be too small to influence the overall inflation and thus co-determine the European Central Bank monetary policy.

**Keywords:** adoption of euro, real convergence, optimum currency area, cost-benefit analysis, real appreciation

**JEL Classification:** F31, F32, F33, F41