

Deset let eura: čím bychom se měli poučit?

Zdeněk Tůma

2. Pražská evropská přednáška Liberálního institutu
„Slovenské zkušenosti s eurem a české přípravy“

Praha

29. září 2009

ČESKÁ  NÁRODNÍ BANKA

Osnova

- Deset let eura - shrnutí
- Cenová stabilita a ekonomický vývoj v eurozóně
- Dovoz „lepší“ měnové politiky a možné nerovnováhy
- Otázka volatility HDP a inflace
- Závěrem ...

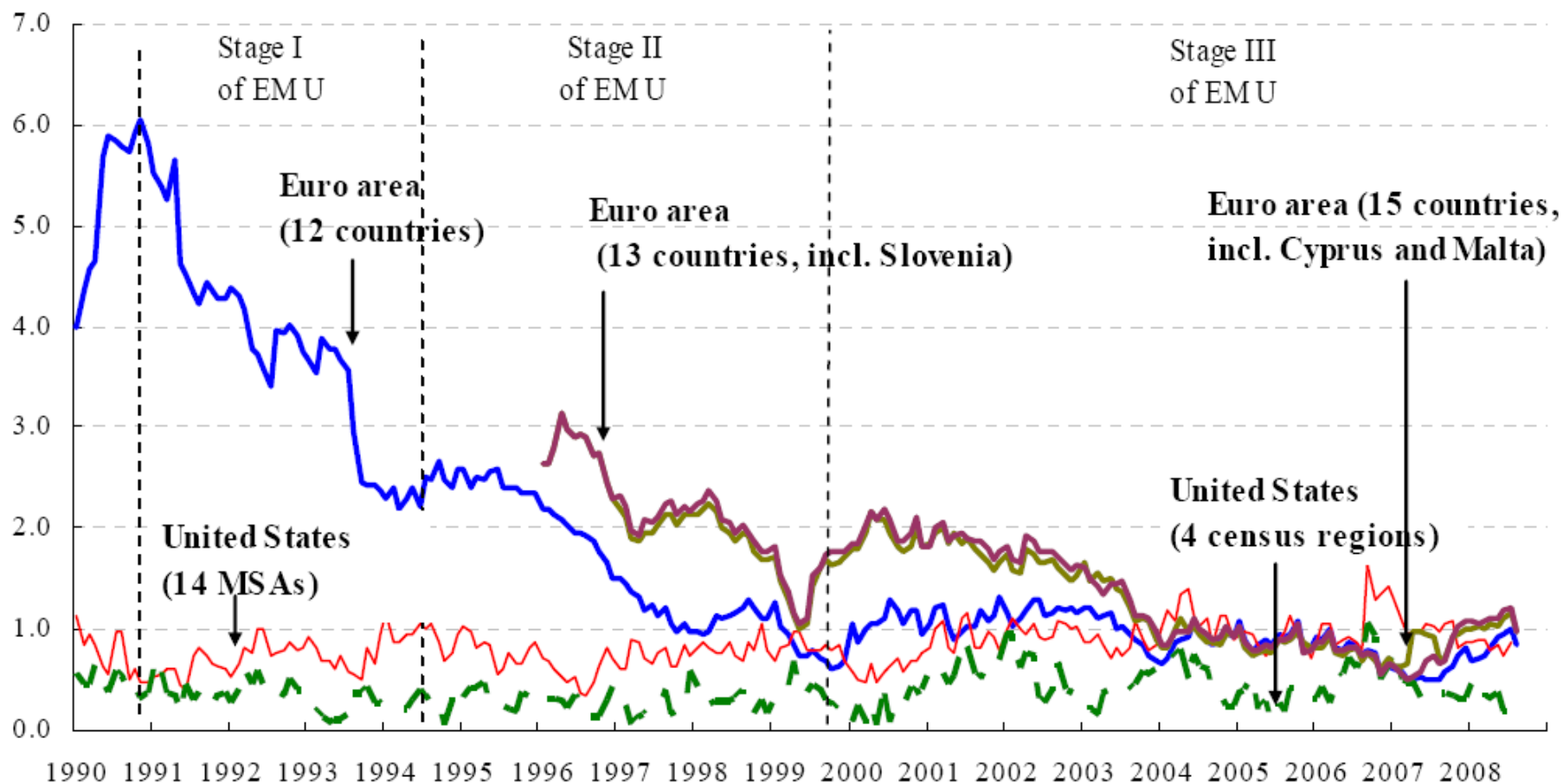
Deset let eura

- Reputace eura je dnes poměrně vysoká
 - ◆ Za dobu své existence euro výrazně posílilo vůči americkému dolaru
 - ◆ A stalo se jednou z rezervních měn
- Členské země Evropské měnové unie pravděpodobně netvoří „optimální měnovou oblast“
 - ◆ Přesto byla ECB schopna efektivně provádět měnovou politiku a udržovat cenovou stabilitu
- Ekonomický vývoj nebyl horší, ale ani lepší než v ostatních zemích
 - ◆ Zhruba stejná míra růstu HDP jako v USA
- Začala se nicméně objevovat určitá divergence v ekonomickém vývoji

Cenová stabilita

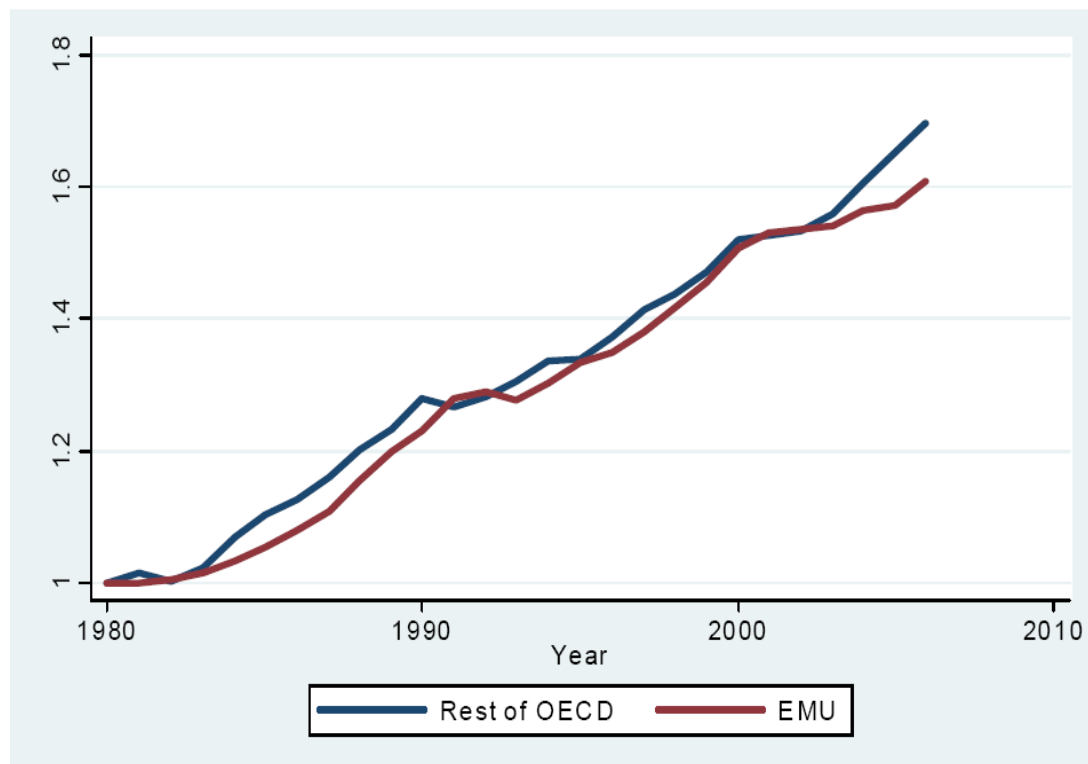
- ECB byla bezpochyby schopna udržovat cenovou stabilitu
„Over the first five post-war decades, with a few exceptions, inflation in all euro area countries was never as low as it was during the first ten years of the euro“
(Mongelli and Wyplosz, 2008).
- Kromě inflace samotné klesal od roku 1999 také rozptyl inflací jednotlivých členských zemí

Směrodatná odchylka inflací



Ekonomický vývoj

HDP na obyvatele (1980=1)



- Otázku zda jsou na tom členské země z hlediska ekonomické úrovně lépe nebudeme nikdy schopni přesně zodpovědět
 - ♦ Nemůžeme se vrátit do roku 1999 a zkusit to ještě jednou bez eura
- Zdá se, že růst HDP na obyvatele nebyl horší, ale ani lepší, než v jiných vyspělých zemích

Ekonomický vývoj

- To však znamená, že argumentace ve prospěch vyššího růstu HDP na obyvatele po vstupu do EMU, je totéž jako říkat, že dotčené země by jinak rostly pomaleji
- Reálné dopady klasických „růstových argumentů“
 - ◆ Odstranění transakčních nákladů
 - ◆ Růst obchodu uvnitř EMUjsou proto zřejmě omezené

Co z toho vyplývá ?

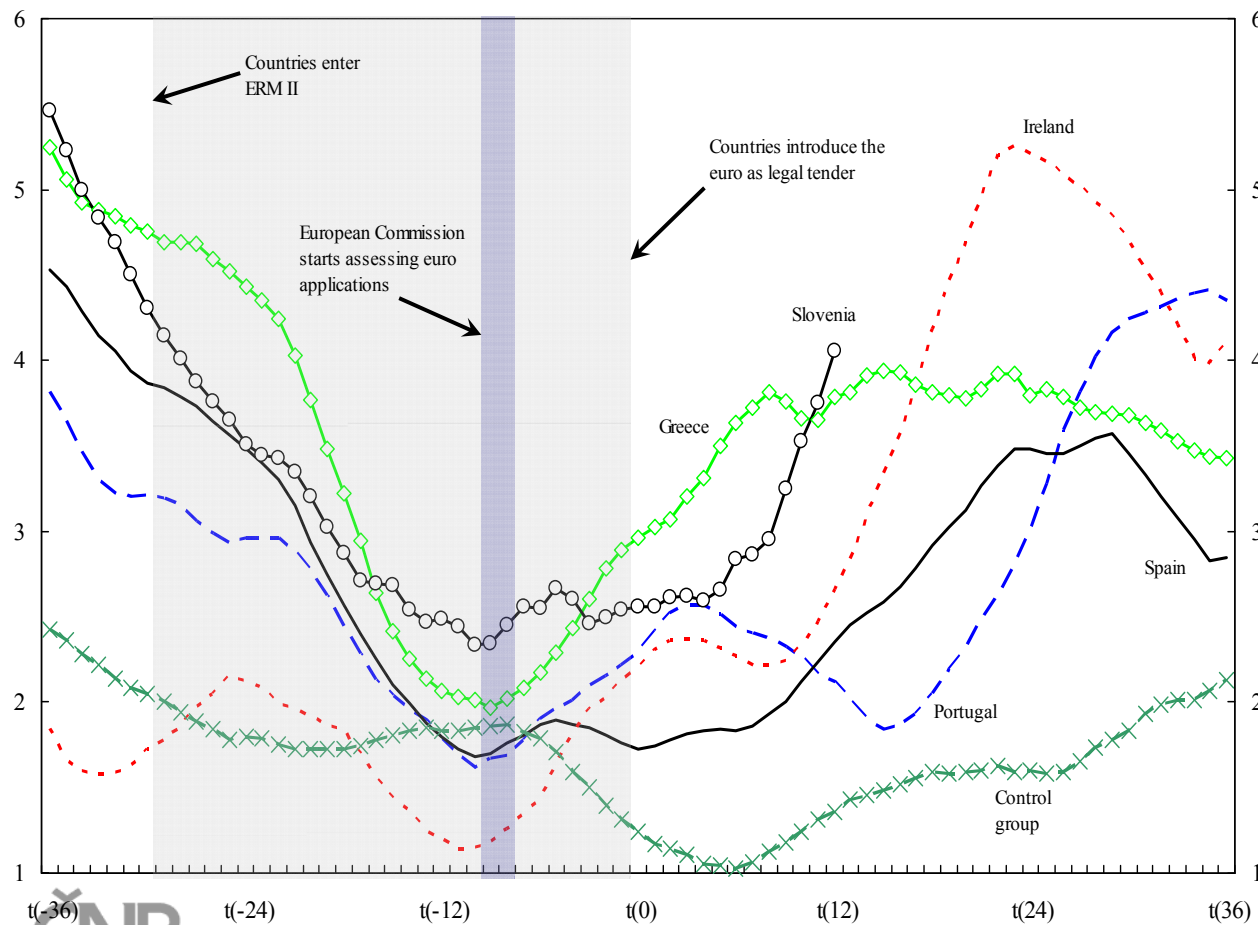
- Pokud přijmeme fakt, že argumenty pro vstup v podobě odstranění transakčních nákladů a zvýšení obchodu uvnitř měnové unie zřejmě nehrají významnou roli, zbývají dva další argumenty pro vstup
 - ◆ Dovoz „lepší“ měnové politiky, která zabezpečí cenovou stabilitu
 - ◆ Odstranění „kurzových šoků“, což může vést ke snížení volatility HDP a inflace

Dovoz „lepší“ měnové politiky

- Hrál zřejmě významnou roli v rozhodování států s historicky vysokou inflací
 - ◆ Zřejmé **plus**
 - ◆ Zopakujme, že ECB je schopna dosahovat cenové stability za současného snížení rozptylu inflací
- Tento argument však není relevantní pro Českou republiku
 - ◆ Kredibilní samostatná měnová politika
 - ▶ Dlouhodobě nízká inflace a úrokové sazby relativizují klíčovou výhodu vstupu v podobě dovozu *lepší* měnové politiky
 - ▶ Posilující nominální kurz vede domácnosti k preferenci domácí měny a pozdějšího vstupu
 - Nominální iluze
 - ◆ Klesá společenská poptávka po euru a chybí politický konsensus
- **Ani dovoz „lepší“ měnové politiky nicméně není zcela bez rizika**

Riziko rychlé dezinflace

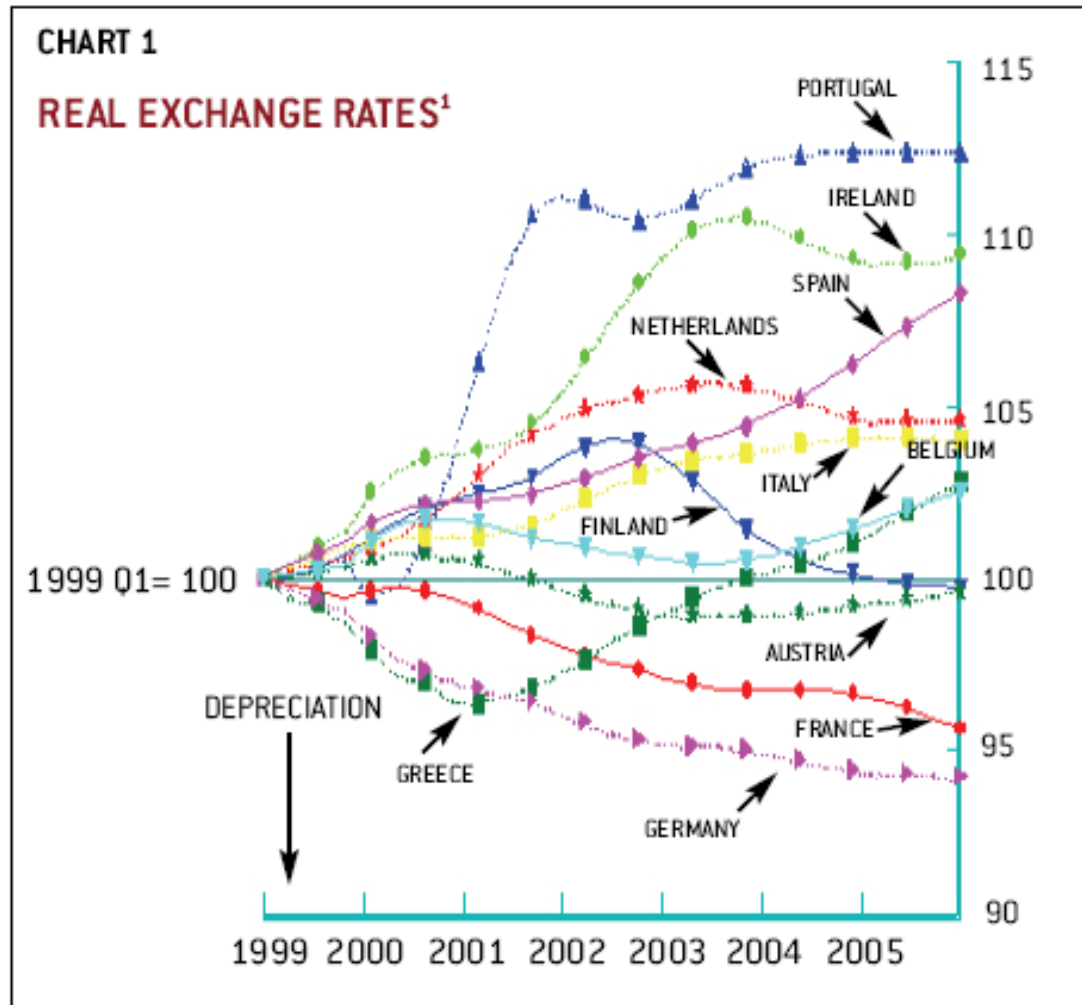
Inflace ve vybraných zemích EMU



- V mnoha zemích byla inflace před vstupem do EMU snížena velmi rychle a často poměrně dočasně
- Inflační očekávání tak mohla zůstat relativně vysoká

Zdroj: Bulir a Hurnik: *The Maastricht Inflation Criterion and Disinflation in the EU Member Countries*

Reálný kurz

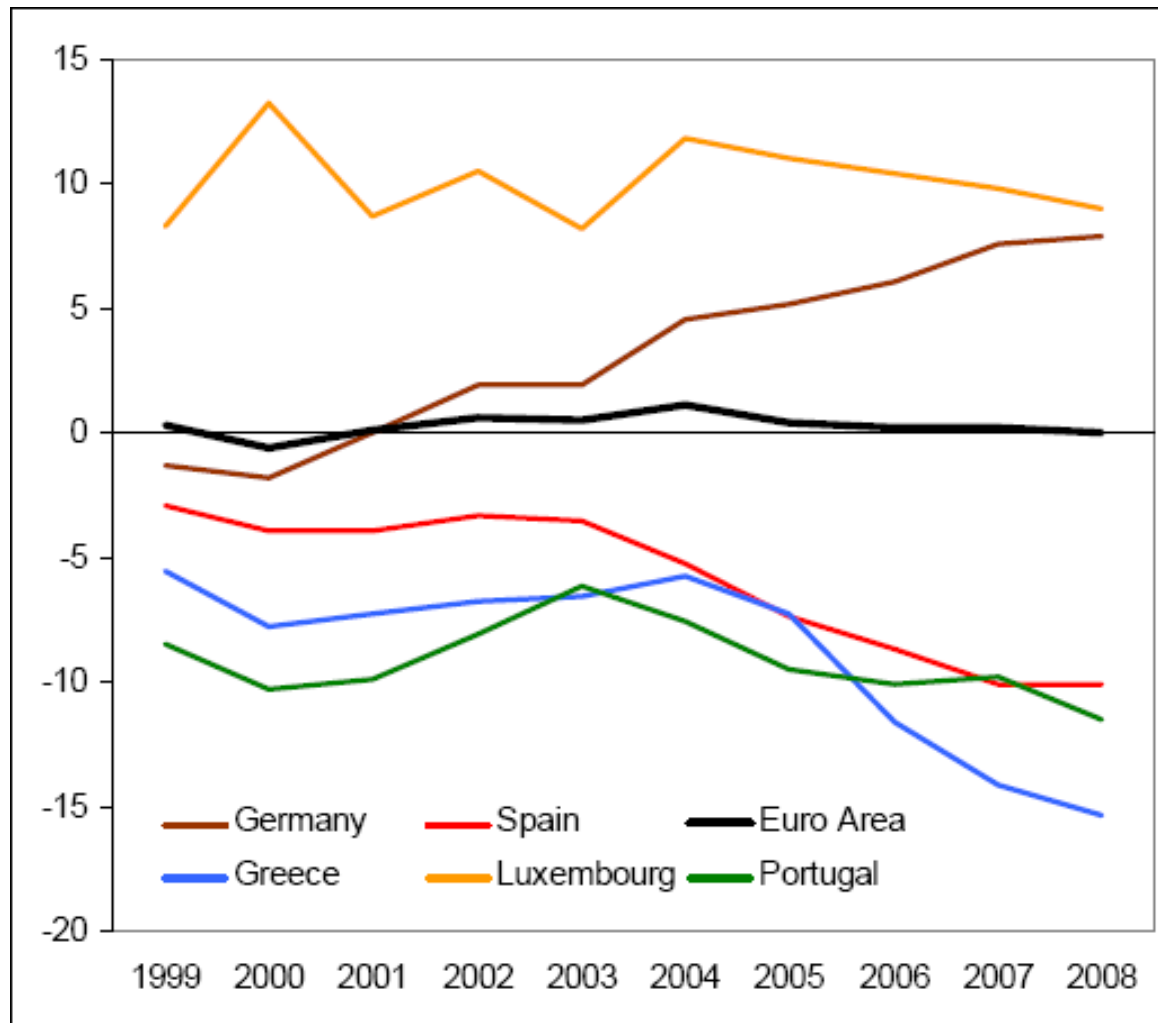


Source: OECD

- V důsledku čehož zůstal vysoký také růst mezd a mzdových nákladů
- Výsledný růst cen pochopitelně vede k posilování reálného kurzu a ztrátě konkurenční schopnosti
- Mám na mysli posilování reálného kurzu nad úroveň vyplývající z konvergenčního procesu

Běžný účet

Běžný účet ve vybraných zemích EMU



- Vývoj běžných účtů (respektive obchodní bilance) se tak stal vážným negativním jevem
- To platí zejména pro srovnání Německa a jižních zemí EMU

Source: Mongelli and Wyplosz (2008): "The euro at ten: unfulfilled threats and unexpected challenges", Fifth ECB Central Banking Conference The euro at ten: lessons and challenges.

Rizika rychlé dezinflace

- Řada zastánců eura věřila, že vstup do EMU povede
 - ◆ K uskutečnění strukturálních reforem, které zvýší konkurenční schopnosti daných ekonomik
 - ◆ Ke zvýšení fiskální disciplíny
- Rakousko, Finsko, Německo a Nizozemí patrně šly touto cestou
- Jiní však nikoliv
 - ◆ Speciálně jižní členové EMU pravděpodobně vnímali EMU jako konec svého reformního úsilí, zatímco se jednalo spíše o začátek
 - ◆ Došlo k určité ztrátě konkurenční schopnosti a nárůstu schodků běžného účtu, což dále mohlo vést
 - ▶ Ke snížení růstu HDP
 - ▶ Ke zvýšení rizikové prémie a dlouhodobých úrokových sazeb

Odstranění „kurzových šoků“

- Centrální banky jsou v současné literatuře popisovány jako instituce minimalizující celospolečenské náklady prostřednictvím minimalizace volatility HDP a inflace
- Fixace nominálního kurzu nepochybně „odstraní“ kurzové šoky
 - ◆ *Ceteris paribus* snižuje volatilitu HDP a inflace („X“)
- Nominální kurz ovšem efekty „ostatních“ šoků také absorbuje
 - ◆ Tato přizpůsobovací cesta po vstupu přestává existovat
 - ◆ *Ceteris paribus* zvyšuje volatilitu HDP a inflace („Y“)
- Současně přestává fungovat samostatná měnová politika a začíná fungovat společná měnová politika
 - ◆ Pokud jsou „ostatní“ šoky symetrické, potom *ceteris paribus* bez vlivu na volatilitu HDP a inflace („0“)
 - ◆ Pokud jsou „ostatní“ šoky asymetrické, potom *ceteris paribus* zvyšuje volatilitu HDP a inflace („Z“)
- **Je součet X, Y, Z „dolů“ nebo „nahoru“ ?**

Závěrem ...

- Viděno striktně očima ekonomů a konzervativního centrálního bankéře
 - ◆ Dovoz „lepší“ měnové politiky není pro Českou republiku relevantní (včetně eventuálních rizik)
 - ◆ Makroekonomické dopady odstranění transakčních nákladů a zvýšení obchodu uvnitř měnové oblasti pravděpodobně nejsou příliš významné
 - ◆ Zbývá otázka „volatilit“ a tu je velmi obtížné zodpovědět, a pokud, tak pouze podmíněně
 - ◆ Vstup je proto především *politické rozhodnutí*

Děkuji za vaši pozornost!



ČESKÁ ČNB NÁRODNÍ BANKA