

EKONOMICKÉ ZHODNOCENÍ EVROPSKÉ MĚNOVÉ UNIE

Miroslav Sponer

Katedra financí, Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova universita v Brně

This paper analyzes the impact of a monetary union. The author identifies the main costs and benefits of a monetary union. Costs are the result of a loss of macroeconomic stability, benefits result from microeconomic efficiency gains. The discussion has been based on an economic cost-benefit analysis. Countries may also decide to adopt a common currency for political reasons.

Myšlenka měnové unie je zcela zřejmě konfliktní záležitostí. Tato konfliktnost má dvě stránky. První z nich je povahy vědecko poznávací. Vytvoření měnové unie je zcela ojedinělým, novým problémem, z čehož pramení jeho teoretická novost postrádající oporu v ekonomické teorii i vyzkoušené empirii. Druhá stránka se týká oblasti reálně politické, resp. zájmové. Závažnější je však první, teoretická neboli vědecko poznávací stránka daného procesu.

Měnovou unii lze charakterizovat jako oblast, ve které dochází k nahrazení národních měn členských zemí společnou měnou, a kde odpovědnost za měnovou politiku přechází na nadnárodní instituci. Takovýto krok může na jedné straně přinést pro zainteresované země řadu výhod, na druhé straně však může být rovněž spojen s nárůstem nákladů. Přechod k jednotné měně je ekonomicky zdůvodněn, jestliže celkové přínosy převýší případné ztráty. Abychom mohli posoudit tuto spornou otázku, je nutné obě uvedené kategorie analyzovat. K této analýze je možné použít závěrů některých ekonomických teorií, zabývajících se sledováním podmínek, za kterých je možné v systému volně pohyblivých devizových kursů a v systému pevných (resp. regionálně pevných) devizových kursů dosáhnout základních cílů hospodářské politiky. V podstatě jde o analýzu vyrovnávacího procesu při zvýšených nákladech vyvolaných exogenními vlivy.

Analýza přínosů a nákladů zavedení měnové unie

Přínosy spojené se zavedením měnové unie

Jako rozhodující ekonomická přednost Evropské měnové unie je soustavně zdůrazňována skutečnost, že v rámci Evropské unie dojde ke snížení transakčních nákladů. Ačkoliv k takové úspoře bezpochyby dojde, je nutné si uvědomit, že její závažnost je nepatrná. Podle odhadů Komise ES budou celkové úspory transakčních nákladů po zavedení EMU činit pouhých 0,4 % HDP celého Společenství.

Z ekonomického pohledu vyplývá opodstatněnost měnové unie v prvé řadě ze stále těsnějšího propojování evropských finančních trhů. Jedná se přitom o relativně nový fenomén, který se začal dynamicky rozvíjet teprve po ireverzibilním odstranění všech kontrol pohybu kapitálu v Evropě (červenec 1990) a dovršení vnitřního trhu finančních služeb (leden 1993).

Zastánci měnové unie poukazují na pojednání Waltera Euckena¹ týkající se tzv. „interdependence řádů“. Eucken zdůrazňuje, že v ideálním případě je oblast vlivu měnové politiky totožná s hranicemi finančního prostoru. Při paralelní existenci patnácti nezávislých národních centrálních bank (vždy s jednou národní měnou) není možné provádět efektivní měnovou politiku v takto integrovaném finančním prostoru. Existujícímu, evropsky orientovanému řádu finančních trhů tak může odpovídat pouze jednotný evropský měnový prostor, který vznikne zavedením měnové unie. Volně pohyblivé (flexibilní), stejně jako regionálně pevné směnné kursy představují z tohoto pohledu nekonzistentní řešení, které vede k existenci jednotného finančního prostoru a patnácti nezávislých prostorů národních měn. V této skutečnosti je obsaženo potenciální napětí, které bylo zřetelně patrné především v průběhu 90. let. Uvedené napětí může odstranit pouze měnová unie. Při fixovaných směnných kursech (od roku 2002 jednotné evropské měně) se budou řídit finanční a kapitálové toky pouze výhodností jednotlivých investičních možností. Odpadnou tak očekávání změn devizových kursů, jakožto samostatná determinanta mezinárodních portfoliových rozhodnutí. Ekonomická nutnost zavedení měnové unie je tedy podle této teorie interdependence řádů v těsné přímé souvislosti se stále sílící integrací finančních trhů v Evropě.

P. Bofinger² k tomu dodává, že vstupem do závěrečné etapy EMU a vytvořením Evropské centrální banky (ECB) dojde u všech zúčastněných států k „odnacionalizování peněz“,³ neboť všechny kompetence měnové politiky budou přeneseny z národní úrovně na úroveň Společenství. Dodnes převládající „monetární nacionalismus“ není pouze krátkozrakostí, ale může představovat i nebezpečí pro vnitřní trh EU. Bez měnové unie se totiž nedostává jednotnému vnitřnímu trhu EU adekvátního peněžního a měnového řádu. Nedostatečná konzistence řádů v sobě nese riziko, že při organizaci zboží a finančních trhů bude opětovně docházet k úzce národním řešením, tedy k protekcionismu a kontrole kapitálových toků.

V oblasti ekonomických věd není sporné, že neomezovaný pohyb mezinárodních finančních toků je považován za konstruktivní znak tržně orientovaného světového hospodářství. Tím je zaručeno, že investoři mohou nasměrovat svůj kapitál tam, kde jim to slibuje nejvyšší výnosy. Naproti tomu kontrola pohybu kapitálu vede nutně k suboptimálním řešením. Při tomto shodně sdíleném názoru ohledně významu otevřených finančních trhů bývá často přehlížena skutečnost, že toto bez omezení pozitivní hodnocení platí především pro takové měnové systémy, kde nedochází k žádným změnám devizového kursu, tzn. pouze pro institucionální uspořádání měnové unie. V případě systémů s flexibilními a systémů s regionálně pevnými devizovými kursy, jako byl například Evropský měnový systém, může tato volnost pohybu peněžních a kapitálových toků kromě zmíněných předností přinášet také značné národohospodářské problémy. Očekávání změn devizových kursů se totiž stává jednou z podstatných determinantů privátních investičních rozhodnutí. Závěry empirických studií jednoznačně dokazují, že ne vždy existují spolehlivé souvislosti (pouze) mezi fundamentálními makroekonomickými údaji a vývojem devizového kursu.

¹ Podrobněji viz Eucken, W. : Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1952.

² Např. Bofinger, P. : Europa : Ein optimaler Währungsraum?, ve sborníku Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, 1994.

³ S tímto pojmem se lze setkat také u F. A. Hayeka, v Hayek, F. A.: Entnationalisierung des Geldes, Tübingen 1997. Hayek však v této souvislosti neměl na mysli převedení kompetencí měnové politiky na nadnárodní instituci, nýbrž emisi peněz soukromými bankami.

Jak konstatuje již J. M. Keynes ve své „General Theory“,⁴ poptávka investora ohledně vkladu v určité měně je často motivována pouze tím, že se domnívá, že ostatní investoři očekávají zhodnocení této měny. V konečném výsledku, tak mohou lehce vznikat spekulativní tlaky, jejichž vlivem může dojít ke zhodnocení měny, stejně jako k jejímu znehodnocení, aniž by to bylo z hlediska jejich základních faktorů vysvětlitelné. Taková narušení mohou v případě volně pohyblivých kursů trvat i několik let a přitom nabývat často značného rozsahu (např. apreciace USD v letech 1980 - 1985). Spekulativní útoky na francouzský frank na podzim 1992 a v létě 1993 dokazují, že šokům tohoto typu mohou být vystaveny i měny v systému regionálně pevných devizových kursů, přičemž může dojít k trvalému zpochybnění stability takového systému.

Integrované finanční prostředí s „proměnlivými“ devizovými kursy je z tohoto hlediska neustále konfrontováno s rizikem masivního pohybu kapitálu mezi zúčastněnými státy, aniž by to bylo vysvětlitelné makroekonomickými ukazateli. V tom spočívá největší rozdíl ve srovnání s měnovou unií, kde je investiční rozhodování ovlivněno výhradně efektivním zúročením a rizikem jednotlivých portfoliových investic.⁵

Mnozí ekonomové považují mezinárodní finanční trhy za „nestranné rozhodčí“ celkového hospodářského vývoje jednotlivých zemí. Podle tohoto názoru by špatná hospodářská politika byla postižena odlivem kapitálu a odpovídajícím tlakem na depreciaci domácí měny, zatímco stát orientovaný na stabilitu by měl být odměněn přílivem kapitálu a tendencí k apreciaci měny. Z této perspektivy by musel být přechod k měnové unii hodnocen negativně, neboť by zrušil tento významný makroekonomický sankční mechanismus. Základní problém této často používané argumentace spočívá v tom, že pro toto tvrzení neexistuje přesvědčivá empirická evidence. Je sice možné poukázat na mnoho příkladů, kdy finanční trhy tímto způsobem reagovaly, avšak, jak už bylo výše uvedeno, je stejně tak možné, aby státy s nesolidní rozpočtovou politikou byly „odměněny“ apreciací své měny nebo naopak, aby stát orientovaný na stabilitu byl postižen sankcí tlaku na depreciaci měny. Je tudíž velmi problematické považovat finanční trhy za „rozhodčí“ makroekonomických politik. Sankce znehodnocení měny má kromě toho často nežádoucí vedlejší efekty v podobě mikroekonomicky nepřiměřených změn mezinárodní konkurenceschopnosti. Měnová unie finančním trhům tuto roli odebere. Přednost měnové unie ve srovnání se systémem regionálně pevných kursů spočívá ve fixaci směnných kursů (resp. společné měně), což zabrání všem poruchám, které mohou nastat vlivem spekulace na devizových trzích. Naproti tomu v případě Evropského měnového systému by bylo nutné vždy počítat se spekulativními útoky, jimiž je testována hodnověrnost stanovených paritních hodnot. Na obranu tohoto systému je potom nutné využít restriktivních monetárních opatření.

V případě vnitřního trhu s volně pohyblivými devizovými kursy by bylo nutné počítat s tím, že může docházet ke spekulativním vlnám doprovázeným silnými výchyly kursů, zřetelně přesahujícími národní diference ve vývoji mezd a cen. V zemi se zhodnocenou měnou by došlo k znevýhodnění domácích podniků v mezinárodní hospodářské soutěži, ačkoliv se nijak nezměnila jejich technologická výkonnost ani mzdové náklady. V zemi s podhodnocenou měnou by naopak došlo ke zvýšení mezinárodní konkurenceschopnosti domácích producentů, ačkoli nedošlo ke zlepšení produktivity ani snížení mzdových nákladů. V případě chybného směřování flexibilního devizového kursu tak

⁴ Keynes, J. M.: General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Keynes, Vol. VII, London 1936.

⁵ Bofinger, P.: Braucht die gemeinsame Währung die Politische Union?, Internationale Politik, n. 9, 1995.

může docházet k významné změně mezinárodní konkurenceschopnosti, při dlouhodobě trvajícím nadhodnocení měny až ke snižování industrializace země. Na evropském vnitřním trhu s jeho nynějším vysokým stupněm provázanosti zahraničního obchodu mezi ekonomikami členských zemí EU by tyto poruchy byly velice závažné.

Hlavní přednost měnové unie tedy spočívá v tom, že uvnitř EU odstraňuje podnikatelská rizika spojená s místem výroby a rizika podmíněná změnami devizových kursů. Z tohoto hlediska teprve měnová unie umožní Evropě plně využít předností vnitřního trhu. V případě závažných poruch v hospodářské soutěži způsobených chybnými výkyvy devizových kursů by nebylo možné vyloučit, že by v jednotlivých zemích znovu převládly protekcionistické tendence. Bylo by nutné počítat také s tím, že v případě silných tlaků na zhodnocení měny by se mohly objevit i snahy o omezování pohybu kapitálu, což by rovněž ohrožovalo existenci jednotného vnitřního trhu. Zatímco měnové šoky v systému regionálně pevných kursů znamenají především negativní makroekonomické efekty, v systému volně pohyblivých kursů se dotýkají především mezinárodní dělby práce a jsou tedy mikroekonomické povahy. Akceptace vnitřního trhu tedy závisí v neposlední řadě na tom, aby nebyla zpochybněna funkčnost tržního mechanismu na zbožových trzích spekulativními pohyby kapitálu.

S tímto názorem se neztotožňuje M. Feldstein,⁶ který naopak tvrdí, že rigidita devizového kursu může omezit obchod uvnitř EU. Argumentuje především tím, že exportéři ze zemí EU se budou na těchto trzích střetávat také s konkurencí ze zemí mimo EMU, u kterých nelze využití devalvace měny vyloučit. Zabývá se rovněž případem znehodnocení některé měny ze třetích zemí, které vyvolá expanzi exportu pouze do jedné z členských zemí EMU, jež po zavedení společné měny ztratí svoji obranyschopnost proti růstu míry nezaměstnanosti, zvláště pak, jestliže zůstanou zachovány přirozené překážky pohybu pracovních sil v EU (jazykové bariéry, bydlení, odborová organizovanost, úroveň mezd apod.).

Z výše uvedených názorů plyne, že odstranění kolísání směnných kursů mezi účastníky EMU přispěje k rovným podmínkám hospodářské soutěže podniků, sníží náklady na směnu a jistění devizového kursu, čímž se značně prohloubí vzájemná propojenost jednotlivých zemí prostřednictvím přímých a portfoliových investic. Zvýší se také transparentnost cen a trhu a tím i intenzita hospodářské soutěže. Měnová unie tak podpoří funkčnost jednotného vnitřního trhu a dodá impulsy pro hospodářský růst a tím i pro zaměstnanost v Evropské unii.

Ekonomické výhody se však neomezují pouze na zbožové trhy. Zavedením EMU vznikne v Evropě společný finanční trh, který se svým významem přiblíží finančnímu trhu USA. Konkurence na finančních trzích, mezi jednotlivými centry, jakož i v oblasti nabídek finančních služeb zesílí. Z toho vyplynou výhody pro soukromé investory a ostatní uživatele finančních služeb.

Společná měna euro se jako mezinárodní obchodní, investiční a rezervní měna může stát skutečnou konkurenční měnou vzhledem k USD, čímž dojde k výrazné modifikaci stávajícího mezinárodního měnového systému.

⁶ Feldstein, M. : The Case Against EMU, The Economist, 13.7. 1992.

Náklady vyvolané přechodem k měnové unii

Náklady spojené se zavedením měnové unie je možné zkoumat především z makroekonomického hlediska. Jde hlavně o náklady, které vzniknou při ztrátě devizového kursu jako nástroje hospodářské politiky a v souvislosti s redukcí úlohy centrální banky ve vnitřní ekonomice.

Možnost využití devizového kursu jako nástroje vyrovnávajícího růst nákladů, způsobený přesunem poptávky z vnitřní ekonomiky do zahraniční, je předmětem analýzy R. Mundella.⁷ Takovýto přesun povede k poklesu výroby a zaměstnanosti ve vnitřní ekonomice, zatímco v zahraničí bude výroba a zaměstnanost růst. Pokud nedojde v domácí ekonomice k redukcí spotřeby a v zahraničí k jejímu zvýšení úměrně k růstu výroby, projeví se tato nerovnováha ve vnitřní ekonomice pasivním saldem výkonové bilance, a naopak v zahraničí aktivním saldem výkonové bilance. Vnitřní ekonomika je tak svojí nezaměstnaností a pasivním saldem výkonové bilance konfrontována s plnou zaměstnaností a aktivní výkonovou bilancí v zahraničí.

Pokud by existovaly pohyblivé nominální mzdy a ceny, pak by došlo ve vnitřní ekonomice k jejich poklesu. Tím by se zvýšila konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničních trzích a pokles výroby a zaměstnanosti by byl eliminován. Naopak v zahraničí by zvýšení mezd a cen vedlo ke snížení konkurenceschopnosti a následně by došlo i ke snížení výroby a zaměstnanosti.

R. Mundell ve svých analýzách vyrovnávajícího procesu formuluje předpoklady pro optimální měnovou oblast v podmínkách ztrnulých mezd a volného pohybu pracovních sil. Současně však také zkoumá situaci, kdy mzdy jsou směrem dolů nepružné a nedochází k žádnému pohybu pracovních sil. V tomto případě dochází k vyrovnávajícímu procesu přes růst mezd a s tím spojený růst inflace v zahraničí. Ke snížení inflace může daná ekonomika použít dvou nástrojů, restriktivní měnovou a fiskální politiku nebo zhodnocení své měny. Restriktivní měnová a fiskální politika by však vedla ke zvýšení i tak přebytkového salda výkonové bilance. Aktivní saldo výkonové bilance je tak cenou za nízkou inflaci. V případě zhodnocení měny je možné snížit současně přebytek výkonové bilance i inflaci.⁸

Podle R. Mundella by proto země, pro které je charakteristická mzdová stabilita a mezi nimiž nedochází k pohybu pracovních sil, měly využívat systém volně pohyblivých devizových kursů. Zřeknutí se devizového kursu jako vyrovnávajícího nástroje může těmto zemím přinášet nevýhody, pokud dojde k poptávkovému šoku. R. Mundell uvádí, že vliv poptávkového šoku na výrobu a cenovou hladinu je možné zcela eliminovat právě pomocí zhodnocení, resp. znehodnocení měny. Tento názor zastává i M. Feldstein.⁹

Závěry R. Mundella a M. Feldsteina jsou zpochybňovány v analýze R. McKinnona.¹⁰ Ten poukazuje na to, že znehodnocení měny sice zvýší poptávku po domácím zbožím, současně ale v důsledku zvýšení cen dováženého zboží a zvýšení mezd dojde k poklesu nabídky. Pozitivní účinky znehodnocení měny na výrobu jsou tím menší a negativní účinky na cenovou hladinu tím větší, čím je ekonomika otevřenější. McKinnon proto nevidí žádnou nevýhodu v tom, dojde-li ve velmi otevřené ekonomice k eliminaci devizového kursu jako nástroje

⁷ Mundell, R. A.: *International Economics*. New York, Macmillan 1968.

⁸ Blíže tamtéž.

⁹ Feldstein, M. : *The Case Against EMU*, *The Economist*, 13.7. 1992.

¹⁰ McKinnon, R.: *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics, Washington D. C. 1984.

hospodářské politiky, neboť účinky znehodnocení měny nejsou trvalého charakteru. Konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničních trzích je možné zvýšit pomocí znehodnocení měny pouze krátkodobě. Na základě výše uvedené analýzy se náklady spojené s měnovou unií postupně ztrácejí s rostoucím stupněm otevřenosti ekonomik. Také pro méně otevřené ekonomiky, vyznačující se výraznou ztrnulostí mezd a cen, se budou postupně se zvyšující se mobilitou pracovních sil náklady související s měnovou unií snižovat.¹¹

Podle McKinnona tedy není znehodnocení měny nástrojem, který by bylo možné použít k eliminaci každého napětí v ekonomice, jak se domnívá Mundell. Při častém použití tohoto nástroje navíc dochází ke snižování jeho účinnosti. Přesto ale existuje řada případů, kdy tento nástroj může přispět rychle a s nízkými vyrovnávacími náklady (nižší pokles výroby a zaměstnanosti) k obnovení celkové ekonomické rovnováhy. K dlouhodobému zajištění rovnováhy však nevede, podle McKinnona, žádná jiná cesta než restriktivní měnová a fiskální politika. Při jejich použití dojde k poklesu výroby a k tlaku na ceny a tím i mzdy. Snižování mezd a cen vede ke zlepšení zahraniční konkurenceschopnosti domácích výrobků a tím ke zvyšování exportu a následně k rozšiřování výroby.¹²

Také autoři P. de Grauwe, D. Gros, N. Thygesen¹³ popírají tvrzení, že v podmínkách malé pružnosti mezd a nedokonalé mobility pracovních sil může být změna devizového kursu účinným nástrojem. Zastávají názor, že devalvace devizového kursu není vhodná pro utlumení negativního hospodářského šoku, ale naopak spíše iniciuje vyšší míru inflace. Země opírající se o devalvační řešení exogenních šoků se dostávají do bludného kruhu devalvace vedoucí k inflaci a jí vynucené další devalvace.

Další náklady, které mohou vzniknout u jednotlivých zemí po jejich zapojení do měnové unie můžeme analyzovat pomocí vztahu mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti.¹⁴ Pokud je cílem vlády plná zaměstnanost, může vláda svojí expanzivní politikou snížit míru nezaměstnanosti, ale za cenu zvýšení míry inflace. Naopak při uplatňování restriktivní měnové politiky se bude snižovat míra inflace při rostoucí míře nezaměstnanosti. Dlouhodobě sice není možné využít expanzivní politiky k realizaci žádoucích výsledků v oblasti zaměstnanosti, ale pro vlády s krátkodobými cíli jsou tyto změny stále vyhledávaným nástrojem. Zapojením do měnové unie ztratí vláda dané země možnost využít tohoto nástroje pro sledování svých cílů. Konečný výsledek bude v tomto případě záviset na tom, jaké preference v měnové unii převládnu, tedy na tom, zda bude měnová stabilita preferována nad plnou zaměstnaností a nebo naopak. V posledních letech potvrdila velká většina členských zemí EU, že dává přednost makroekonomické stabilitě před pokusy o krátkodobě koncipovanou politiku zaměstnanosti.

Zapojením země do měnové unie dojde také k eliminaci důležitého zdroje financování deficitu státního rozpočtu. Tímto zdrojem je výnos státu z monopolu emise peněz centrální bankou. Vstupem do měnové unie, která se vyznačuje cenovou stabilitou, odpadne pro zainteresované země možnost využít tohoto způsobu financování. Problémy by tím mohly

¹¹ Tamtéž.

¹² Problematika vyrovnávacích procesů výkonové bilance je blíže vysvětlena v Durčáková, J., Mandel, M.: Mezinárodní finance. Praha, VŠE 1998, Jankovská, A., Šponer, M.: Mezinárodní finance. Brno, ESF MU 1999, Mandel, M.: Centrální banka v otevřené ekonomice. Praha, VŠE 1996 a v Polouček, S., Frait, J.: Mezinárodní finance A. Karviná, OPF SU 1995.

¹³ Např. v De Grauwe, P.: The Economics of Monetary Integration, 3rd edition. New York, Oxford University Press, 1997, Gros, D., Thygesen, N.: European Monetary Integration. London, Longman Group UK Limited 1992, Gros, D.: Towards Economic and Monetary Union : Problems and prospects, CEPR, Brusel 1996.

¹⁴ Blíže viz El-Agraa, A. M. : Economics of the European Community. Oxford, Philip Allan 1990.

vzniknout především těm zemím, ve kterých inflační financování deficitu státního rozpočtu hraje důležitou roli.

M. Feldstein dále uvádí, že zavedením jednotné měny odpadne možnost využít devizového kursu jako vyrovnávacího nástroje. Pokud by za těchto podmínek odbory a zaměstnanci v ekonomicky slabších zemích prosazovali přímé vyrovnání mezd, bez odpovídajícího zvýšení produktivity práce, na mzdovou úroveň existující v ekonomicky vyspělejších zemích, docházelo by v těchto zemích k nárůstu nezaměstnanosti.¹⁵ Je proto důležité, aby zůstalo zachováno vědomí vlastní odpovědnosti jednotlivých zemí za hospodářský růst a zaměstnanost.

Na základě výše uvedených potenciálních přínosů a nákladů spojených s přechodem na měnovou unii, je možné učinit závěr, že jednotlivé země budou na měnové unii profitovat rozdílně. Vstup do měnové unie může být pro některé země spojen i s poklesem životní úrovně. Spíše negativní účinky je možné očekávat u relativně velkých zemí a zemí s vysokou preferencí měnové stability. Tyto závěry jsou však založeny čistě na ekonomických úvahách. Nelze opomenout ani politické zájmy, které budou vstup země do měnové unie podporovat, neboť v ní mohou spatřovat přechodnou etapu k vytvoření unie politické.

Rezenzoval: Ing. Martin Kvizda, MU Brno, ESF, katedra ekonomie

¹⁵ Feldstein, M.: The Case Against EMU, The Economist, 13.7. 1992.