

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství Economía, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economía, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Jiří POSPÍŠIL: Měnová politika ČNB v roce 1994 145

Aktuální ekonomické otázky Evropské unie

Rudolf OLŠOVSKÝ: Ekonomická a měnová unie zemí Evropské unie 155

Jana MARKOVÁ: Analýza potenciálních nákladů a výnosů měnové unie 162

Martin MANDEL: Měnové a kurzové aspekty fungování euroměnového trhu 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastrichtská kritéria a jejich splnitelnost 188

Recenze

Petr ZAHRADNÍK: Německá centrální banka a evropská unifikace (David Marsh) 197

Inzerce 204

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVOVÁ: **Věřejné finance v teorii a praxi** (19. část): ss. 561—572

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o **autorských právech** jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

CONTENTS

Jiří POSPÍŠIL: Monetary Policy of the CNB in 1994 145

Actual economic issues of the European Union

Rudolf OLŠOVSKÝ: Economic and Monetary Union of European Union Countries 155

Jana MARKOVÁ: Analysis of Potential Costs and Benefits of Monetary Union 162

Martin MANDEL: Monetary and Exchange Rate Aspects of Eurocurrency Market 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastricht's Criteria and Their Sustainability 188

Book-Review

Petr ZAHRADNÍK: The German Central Bank and European Unification (David Marsh) 197

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part XIX): pp. 561—572

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, CSc., doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, doc. dr. František Vencovský, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

Analýza potenciálních nákladů a výnosů měnové unie

Jana MARKOVÁ*

Členské země Evropského společenství vyjádřily podpisem Maastrichtské dohody z roku 1991 své odhodlání vytvořit do konce roku 1997, nejpozději však do roku 1999 hospodářskou a měnovou unii. V pojetí tohoto dokumentu je přechod k hospodářské a měnové unii spojen s postupným přenášením pravomocí v oblasti vnitřní fiskální a monetární politiky z národních orgánů na orgány nadnárodní a měnová unie je charakterizována jako oblast, ve které budou národní měny jednotlivých zemí nahrazeny jednou měnou společnou.

Tento proces může na jedné straně přinést pro zainteresované země řadu výhod, na druhé straně však může znamenat i nárůst nákladů. Rozhodující pro vytvoření měnové unie pak je, zda v konečném výsledku převáží výnosy nad náklady, anebo naopak.

Abychom mohli dát odpověď na tuto otázku, bude nutné obě uvedené kategorie analyzovat. Záměrem tohoto příspěvku je ukázat na některé teoretické přístupy k posuzování nákladů a výnosů, které mohou vzniknout u zainteresovaných zemí po jejich přechodu k měnové unii, a současně ukázat na možné cesty realizace této unie.

Potenciální náklady spojené s přechodem k měnové unii

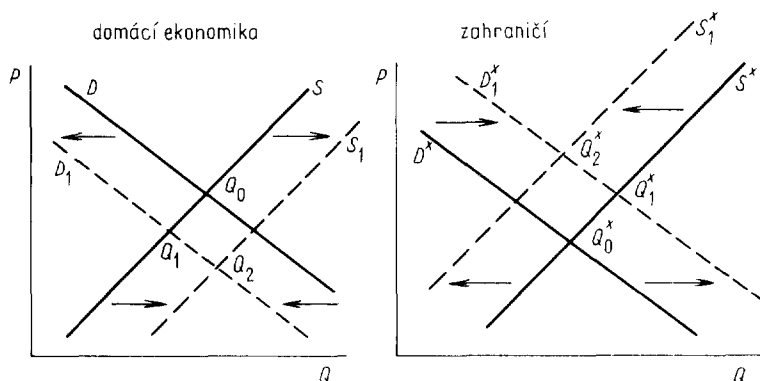
Náklady spojené s přechodem k měnové unii je možné zkoumat především z makroekonomického hlediska. Jde o náklady, které mohou vzniknout z důvodu ztráty měnového kurzu jako nástroje hospodářské politiky, dále o náklady spojené s redukcí úlohy centrální banky ve vnitřní ekonomice a dále o náklady spojené s omezováním pravomocí národních orgánů v oblasti fiskální politiky.

Při analýze těchto nákladů můžeme použít závěrů některých ekonomických teorií, jež se zabývají zkoumáním podmínek, za nichž je možné v systému pevných a volně pohyblivých měnových kurzů dosáhnout základních cílů hospodářské politiky, kterými jsou cenová stabilita, plná zaměstnanost, rovnováha platební bilance a ekonomický růst. Jde v podstatě o analýzu vyrovnávacího procesu při zvýšených nákladech vyvolaných exogeními vlivy.

Možnost využití měnového kurzu jako nástroje vyrovnávacího nárůst nákladů — způsobený přesunem poptávky z vnitřní ekonomiky do zahraničí — je předmětem analýzy R. Mundella. Tento přesun povede k poklesu výroby a za-

* Ing. Jana Marková, CSc., katedra měnové teorie a politiky VŠE Praha

Redakce příspěvek obdržela 15. 10. 1993.



městnanosti ve vnitřní ekonomice, zatímco v zahraničí bude výroba a zaměstnanost růst. Pokud nedojde ve vnitřní ekonomice k redukci spotřeby a v zahraničí k jejímu zvýšení úměrně k růstu výroby, projeví se tato nerovnováha ve vnitřní ekonomice pasivním saldem obchodní bilance a v zahraničí naopak aktivním saldem obchodní bilance. Vnitřní ekonomika je tak svoji nezaměstnaností a pasivním saldem obchodní bilance konfrontována s plnou zaměstnaností a aktivní obchodní bilancí v zahraničí.

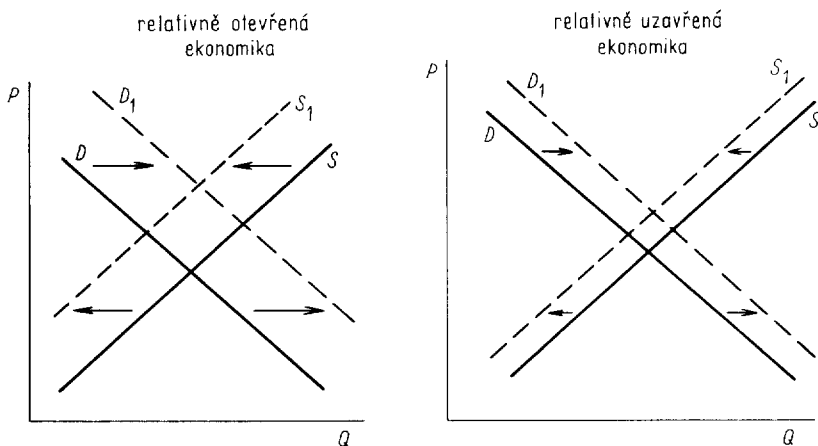
Pokud by existovaly volně pohyblivé nominální mzdy (ceny), pak by došlo ve vnitřní ekonomice k jejich poklesu. Tím by se zvýšila konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničních trzích a pokles výroby a zaměstnanosti by se eliminoval. Naopak v zahraničí by zvýšení mezd (cen) vedlo ke snížení konkurenceschopnosti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

Tento vyrovnávací proces je možné znázornit pomocí křivek agregátní nabídky a poptávky — viz graf č. 1.

Body Q_0 a Q_0^* jsou body tržní rovnováhy, při kterých se agregátní nabídka rovná agregátní poptávce. Klesne-li ve vnitřní ekonomice poptávka, pak při fixních mzdách dojde k posunu poptávkové křivky doleva na D_1 a vznikne nový rovnovážný stav v bodě Q_1 . V zahraničí pak zvýšení poptávky při ztrnulých mzdách povede k posunu poptávkové křivky doprava na D_1^* a nové rovnováhy bude dosaženo v bodě Q_1^* . Pohyb mezd vyvolá ve vnitřní ekonomice zvýšení nabídky — v důsledku růstu konkurenceschopnosti — a nabídková křivka S se posune doprava na S_1 . Naproti tomu pokles konkurenceschopnosti v zahraničí povede ke snížení nabídky a nabídková křivka se posune doleva na S_1^* . Nová rovnováha se ustálí v bodech Q_2 pro domácí ekonomiku, tedy při nižších cenách a vyšší produkci než v bodě Q_1 , a v bodě Q_2^* pro zahraničí, tedy při vyšších cenách a nižší produkci než v bodě Q_1^* .

R. Mundell ve svých analýzách vyrovnávacího procesu formuluje předpoklady pro optimální měnovou politiku v podmínkách ztrnulých mezd a volného pohybu pracovních sil mezi jednotlivými zeměmi. Současně však také zkoumá případ, kdy mzdy jsou směrem dolů nepružné a nedochází k žádnému pohybu pracovních sil. V tomto případě dochází k vyrovnávacímu procesu prostřednictvím růstu mezd a s tím spojeného růstu inflace v zahraničí.

Ke snížení inflace může daná ekonomika použít dvou nástrojů — buď restriktivní monetární a fiskální politiky, nebo zhodnocení své měny. Restriktivní monetární a fiskální politika by však vedla ke zvýšení i tak přebytkového salda obchodní bilance. Přbytek obchodní bilance je tak cenou za nízkou inflaci. Proto je možné snížit jak přbytek obchodní bilance, tak i inflaci pouze pomocí druhé-



ho nástroje, a tím je zhodnocení měny. Zhodnocení měny povede k tomu, že se daná ekonomika — po zvýšení poptávky — vrátí z bodů Q_1 a Q_1^x zpět do bodů Q_0 a Q_0^x .

Podle R. Mundella by proto země, pro které je charakteristická mzdová stabilita a mezi nimiž nedochází k žádnému pohybu pracovních sil, měly využívat systém volně pohyblivých měnových kurzů. Zřeknutí se měnového kurzu jako vyrovnávacího nástroje může zemím, kde jsou mzdy ztrnulé a nedochází mezi nimi k pohybu pracovních sil, přinášet nevýhody, pokud dojde k poptávkovému šoku. Podle něj je možné vliv poptávkového šoku na výrobu a cenovou hladinu zcela eliminovat právě pomocí zhodnocení, příp. znehodnocení měny.

Tyto závěry R. Mundella jsou zpochybňovány v analýze R. McKinnona. Ten poukazuje na to, že znehodnocení měny sice zvýší poptávku po domácím zboží, současně však v důsledku zvýšení cen dováženého zboží a zvýšení mezd dojde k poklesu nabídky. Graficky lze tuto souvislost znázornit posunem poptávkové křivky doprava a nabídkové křivky doleva — viz *graf č. 2*.

Z grafu č. 2 vyplývá, že 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, když dojde ve velmi otevřené ekonomice k eliminaci měnového kurzu jako nástroje hospodářské politiky, neboť vychází z toho, že účinky znehodnocení měny nejsou trvalého charakteru. Konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničních trzích lze zvýšit pomocí znehodnocení měny nanejvýš krátkodobě. Na základě této analýzy se náklady spojené se ztrátou měnového kurzu jako vyrovnávacího nástroje s přibývajícím stupněm otevřenosti ekonomik postupně snižují.

Také pro méně otevřené ekonomiky, vyznačující se výraznou strnulostí mezd a cen, se budou náklady související se ztrátou měnového kurzu postupně snižovat v důsledku zvyšování mobility trhu práce. Zatím však zkušenosti z již dříve vytvořených měnových unií ukazují, že mobilita trhu práce sama o sobě — tedy bez odstranění jazykových bariér — nepostačuje k tomu, aby v daném regionu mohla přispět k odstranění nezaměstnanosti, která vzroste po poptávkovém šoku.

Podle McKinnona však znehodnocení měny není nástroj, který by bylo možné použít k eliminaci každého napětí v ekonomice, jak se domnívá Mundell. Je tomu tak proto, že při častém použití tohoto nástroje dochází ke snižování jeho účinnosti. Přesto však existuje řada případů, kdy tento nástroj může přispět k obnovení celkové ekonomické rovnováhy rychle a s nízkými vyrovnávacími náklady. K dlouhodobému zajištění rovnováhy však nevede — podle McKinnona — kromě restriktivní monetární a fiskální politiky žádná jiná cesta.

Deficit obchodní bilance by bylo možné odstranit i bez znehodnocení měny, a to pomocí restriktivní monetární a fiskální politiky. V tomto případě by došlo k poklesu výroby a k tlaku na ceny, a tím i na mzdy. Snižování mezd a cen by vedlo ke zlepšování zahraniční konkurenceschopnosti výrobků, a tím ke zvyšování exportu a následně i k rozšiřování výroby.

Celkově je tedy možné říci, že z dlouhodobého hlediska dojde jak při znehodnocení měny, tak při použití restriktivní monetární a fiskální politiky k dosažení stejného výsledku ve vztahu jak k výrobě, tak k obchodní bilanci. Znehodnocení měny však vyvolá růst cenové hladiny, zatímco při restriktivní monetární a fiskální politice dojde k jejímu snížení. Předností znehodnocení měny je však to, že jeho účinky se dostaví v kratším období a v přechodném období vyvolávají nižší pokles výroby a nezaměstnanosti než použití restriktivní monetární a fiskální politiky.

Další náklady, které mohou vzniknout u jednotlivých zemí po jejich zapojení do měnové unie, souvisejí se ztrátou možnosti využít vnitřní monetární a fiskální politiku k ovlivňování míry nezaměstnanosti a míry inflace. Při analýze těchto nákladů je možné využít Phillipsovu křivku, která vyjadřuje vztah mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti. Mezi těmito dvěma kategoriemi existuje vztah, který lze zapsat takto:

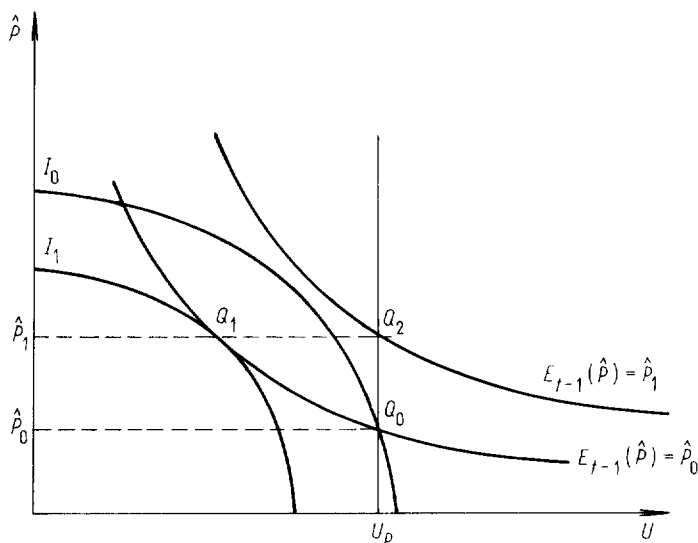
$$U = U_p - a (\hat{P} - E_{t-1}(\hat{P}))$$

Z rovnice je patrné, že skutečná výše nezaměstnanosti U je závislá na přirozené míře nezaměstnanosti U_p (taková míra nezaměstnanosti, při níž je počet nezaměstnaných nižší nebo roven počtu volných pracovních míst) a na odchylce skutečné míry inflace $\hat{P}$ od očekávané míry inflace $E_{t-1}(\hat{P})$. To tedy znamená, že míra nezaměstnanosti se sníží pouze tehdy, bude-li skutečná inflace vyšší než očekávaná.

Graficky je možné tento vztah znázornit pomocí Phillipsovy křivky — viz graf č. 3. Tato křivka má negativní sklon, neboť čím bude míra inflace vyšší, tím bude míra nezaměstnanosti nižší. Průsečík Phillipsovy křivky s vertikálou U_p ukazuje očekávanou míru inflace.

Vláda může ovlivňovat míru nezaměstnanosti pomocí restriktivní nebo expanzivní fiskální a monetární politiky. Při uplatňování restriktivní fiskální a monetární politiky bude míra inflace klesat a míra nezaměstnanosti poroste. Při expanzivní fiskální a monetární politice bude naopak míra inflace růst a míra nezaměstnanosti klesat. Preference vlády jsou ve vztahu k Phillipsově křivce znázorněny v grafu č. 3 ve formě konkávních indifferenčních křivek (I_0, I_1). Sklon indifferenční křivky ukazuje, jaký význam má pro vládu plnění cíle měnové stability a plné zaměstnanosti (plnou zaměstnanost se má na mysli přirozená míra nezaměstnanosti). Při příkrém sklonu křivky má pro vládu větší význam snižování nezaměstnanosti než snižování inflace. Malý sklon křivky svědčí o obrácených preferencích.

V grafu je výchozí rovnováha v bodě Q_0 . V tomto bodě odpovídá skutečná míra inflace očekávané míře inflace a míra nezaměstnanosti je na úrovni své dlouhodobé rovnovážné hodnoty. Pokud je cílem vlády plná zaměstnanost, není tento stav pro ni optimální. Vláda může svou expanzivní politikou snížit míru neza-

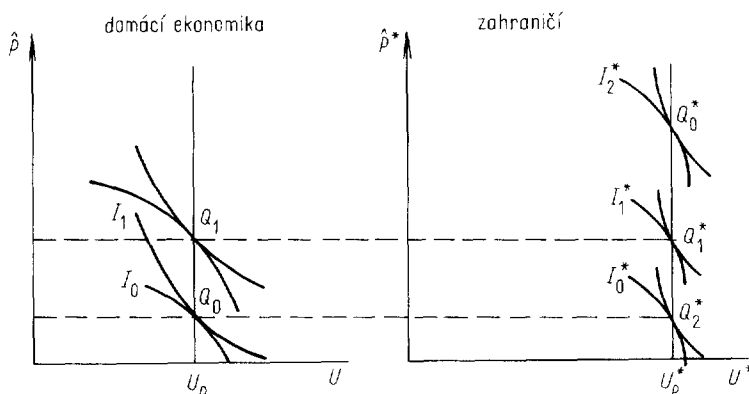


městnanosti pod její přirozenou míru, ale za cenu zvýšení míry skutečné inflace. Tomuto stavu odpovídá bod Q_1 , ve kterém se indifferenční křivka dotýká krátkodobé Phillipsovy křivky. Bod Q_1 však nepředstavuje stav dlouhodobé rovnováhy. Ta se nachází po přizpůsobení se očekávané míry inflace skutečné míře inflace (dojde k posunu krátkodobé Phillipsovy křivky vzhůru) v bodě Q_2 . Je to bod rovnováhy, ve kterém je dosaženo stejné míry nezaměstnanosti jako ve výchozí pozici, ale při vyšší míře inflace.

Dlouhodobě sice není možné, aby byly změny očekávané míry inflace pomocí expanzivní fiskální a monetární politiky využity k realizaci žádoucích výsledků v oblasti zaměstnanosti, ale pro vlády s krátkodobými cíli jsou tyto změny stále vyhledávaným nástrojem. Zapojením do měnové unie vláda dané země tuto možnost — využít tohoto nástroje pro sledování svých cílů — ztratí.

Stejně tak jako nelze ztrátu měnového kurzu jako vyrovnávacího nástroje hodnotit jednoznačně negativně, platí to i pro fiskální a monetární politiku. V tomto případě bude konečný výsledek záviset na tom, jaké preference v měnové unii převládnu, tedy na tom, zda bude měnová stabilita preferována nad plnou zaměstnaností, anebo naopak. Dosažení shody je pak velice obtížné, pokud členskými zeměmi měnové unie jsou země s vyššími i nižšími preferencemi měnové stability.

Na grafu č. 4 vlevo je dlouhodobá rovnováha země s vysokou preferencí měnové stability vyznačena bodem Q_0 a vpravo odpovídající rovnováha země s nízkou preferencí měnové stability bodem Q_0^* . Obě tyto pozice se v měnové unii nemohou udržet. Naopak, musí být nalezeno kompromisní řešení, které by vyhovovalo oběma zemím, tj. asi v bodech Q_1 a Q_1^* . Tyto body znamenají sice zlepšení měnové stability v zahraničí, ale naopak její zhoršení v domácí ekonomice. Pouze v případě, kdy se domácí zemi podaří v měnové unii prosadit preferenci měnové stability, nepovede její účast v měnové unii k poklesu životní úrovně. V tomto případě by si totiž domácí země zachovala svoji pozici na Q_0 a v zahraničí by se rovnováha posunula do bodu Q_2^* .



Zapojením země do měnové unie může dojít i k eliminaci důležitého zdroje financování deficitu státního rozpočtu. Tímto zdrojem je výnos státu z monopolu emise peněz centrální bankou. Jeho význam z hlediska financování deficitu státního rozpočtu je možné pro uzavřenou ekonomiku vysvětlit pomocí tohoto vztahu:

$$\frac{G}{P} - \frac{T}{P} + i_s \frac{S^P}{P} + i_s \frac{S^Z}{P} = \frac{\Delta S^P}{P} + \frac{\Delta S^Z}{P} + i_F \frac{F}{P} + i_s \frac{S^Z}{P}$$

kde G = státní výdaje (primární)

T = daňové příjmy

S^P = státní cenné papíry v držbě soukromého sektoru

S^Z = státní cenné papíry v držbě centrální banky

F = cenné papíry soukromého sektoru v držbě centrální banky

P = cenová úroveň

i_s = úroková míra ze státních cenných papírů

i_F = úroková míra z cenných papírů soukromého sektoru

Z rovnice vyplývá, že rozpočtový deficit a úroky ze státního dluhu je možné financovat zvýšením státního zadlužení u soukromého sektoru a centrální banky, jakož i z úrokových výnosů centrální banky z její držby cenných papírů jak soukromého, tak státního sektoru. K vyjádření čistého přínosu centrální banky do státního rozpočtu je možné výše uvedenou rovnici upravit takto:

$$\frac{G}{P} - \frac{T}{P} + i_s \frac{S^P}{P} - \frac{\Delta S^Z}{P} = \frac{\Delta S^Z}{P} + i_F \frac{F}{P}$$

Na pravé straně rovnice je reálný výnos, který může sloužit k financování deficitu státního rozpočtu. Je tvořen přírůstkem držby státních dluhopisů u centrální banky a úrokovým výnosem z držby cenných papírů soukromého sektoru, který — při určité abstrakci — představuje po započítání režijních nákladů zisk banky. Zvýšení držby cenných papírů soukromého sektoru centrální bankou přinese ve sledovaném období podstatně nižší dodatečný výnos do státního rozpočtu než zvýšení držby státních cenných papírů, neboť z držby cenných papírů soukromého sektoru plyne pouze úrokový výnos. Z pohledu vlády je tedy zvýšení držby

státních cenných papírů centrální bankou podstatně atraktivnější, neboť tak má vláda k dispozici finanční zdroje odpovídající tomuto zvýšení. Proto mají vlády většinou velký zájem na rozšíření tohoto způsobu emise peněz centrální bankou.

Centrální banka je při svých rozhodováních o emisi peněz závislá na přírůstku poptávky po penězích soukromého sektoru. V každém případě však k dodatečné emisi peněz většinou dochází nákupem státních cenných papírů centrální bankou. To znamená, že zvýšením držby státních cenných papírů u centrální banky dochází k růstu množství peněz v oběhu M :

$$\frac{\Delta M}{P} = \frac{\Delta S^z}{P}$$

Poptávku po penězích je možné vyjádřit jako funkci cenové hladiny P , reálného důchodu Y_r a rychlosti oběhu peněz V :

$$M = M(P, Y_r, V)$$

Přírůstek poptávky po penězích pak můžeme vyjádřit úpravou předchozí rovnice takto:

$$\frac{\Delta M}{P} = (\eta_p \hat{P} + \eta_{y_r} \hat{Y}_r + \eta_v \hat{V})$$

kte η_p = cenová elasticita poptávky po penězích
 η_y = důchodová elasticita poptávky po penězích
 η_v = elasticita poptávky po penězích vzhledem k rychlosti oběhu peněz
 $\hat{P}$ = tempo růstu cen
 $\hat{Y}_r$ = tempo růstu důchodů
 $\hat{V}$ = tempo růstu rychlosti

Cenová a důchodová elasticita ovlivňují poptávku po penězích přímo úměrně a změna rychlosti oběhu peněz nepřímo úměrně.

Peněžní politika ovlivňuje především míru inflace $\hat{P}$. Zvýší-li se míra inflace $\hat{P}$ v důsledku financování státního dluhu emisí peněz, zvýší se množství peněz v oběhu a ve stejném rozsahu dojde k přenesení kupní síly ze soukromého sektoru na státní sektor. Tento přesun kupní síly je znám také jako inflační daň a za předpokladu, že cenová elasticita poptávky po penězích je 1 a $\hat{Y}_r$ a $\hat{V}$ jsou konstantní,

$$\text{inflační daň} = \hat{P} \cdot \frac{M}{P}$$

Vstupem do měnové unie, která se vyznačuje cenovou stabilitou, odpadne pro zainteresované země možnost využít tohoto způsobu financování deficitu státního rozpočtu. Problémy by tím mohly vzniknout především těm zemím, ve kterých inflační financování deficitu státního rozpočtu hraje důležitou roli. Do jaké míry by zúčastněné země mohly využívat k financování deficitu svých rozpočtů úrokových výnosů z držby cenných papírů soukromého sektoru centrální bankou, by pak záviselo na dohodnutých pravidlech rozdělování zisku centrální banky v měnové unii.

Další nevýhodou, jež je spojena se zavedením měnové unie a odstraněním měnového kurzu jako vyrovnávacího nástroje, může být růst nezaměstnanosti vyvolaný růstem mezd bez odpovídajícího růstu produktivity práce.

Reakce výroby a nezaměstnanosti na exogenní vlivy v ekonomice je rovněž závislá na pohybu reálných mezd. Ten je v rozhodující míře závislý na organizaci trhu práce v dané zemi, tzn. na úloze odborů (kolektivní smlouvy) a působnosti států v této oblasti (minimální mzdy apod.). Čím je stupeň centralizace trhu prá-

ce větší, tím je možné dosáhnout většího stupně stability reálných mezd než v systému s nižším stupněm centralizace, kde se odbory snaží pro své členy dosáhnout zvýšení nominálních mezd bez ohledu na možné negativní účinky tohoto mzdového nárůstu na inflaci a zaměstnanost. V měnové unii má pak organizace trhu práce daleko větší význam než v jedné ekonomice s autonomní peněžní politikou, neboť zde odpadá možnost využití peněžní politiky a změny měnového kurzu jako vyrovnávacího nástroje.

Zavedení měnové unie by mohlo dojít k návratu od vysokého stupně centralizace trhu práce v jednotlivých zemích ke střednímu stupni centralizace. S tím by mohlo vzniknout nebezpečí, že národní zájmy převládnou nad zájmy nadnárodními a dojde k růstu nezaměstnanosti.

Dále je třeba vzít rovněž v úvahu, že zavedením jednotné měny v měnové unii odpadne měnový kurz jako vyrovnávací nástroj. 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 silnějších zemích, docházelo by v těchto regionech k růstu nezaměstnanosti.

Potenciální výnosy spojené s přechodem na měnovou unii

Zatímco náklady měnové unie — plynoucí hlavně ze ztráty vyrovnávacích nástrojů — se projevují především na makroekonomické úrovni, je možné pozitivní účinky měnové unie zkoumat především na úrovni mikroekonomické. V tomto případě jde jednak o úsporu transakčních nákladů spojených se změnou měnového kurzu a o výnosy související s odpadnutím kurzového rizika.

Transakční náklady vyplývající ze změny měnového kurzu jsou přímé a nepřímé. Přímé náklady zahrnují poplatky za konverzi jedné měny do druhé. Jejich výše je závislá na rozdílu mezi nákupním a prodejným kurzem u jednotlivých měn a také na druhu transakce (promptní, termínová, swap, opce), na druhu měny a na objemu transakce.

Největší transakční náklady vznikají při směně hotovostních prostředků. U měn členských zemí Evropského společenství jsou tyto náklady odhadovány na 2,5 % směňované hodnoty. Nepatrně menší jsou transakční náklady při placení pohledávky v zahraniční měně šekem nebo úvěrovou kartou. Tyto transakce se týkají především obyvatelstva.

Podnikatelský sektor realizuje většinu svých devizových transakcí prostřednictvím bankovních převodů. Tyto transakční náklady jsou odhadovány v průměru na 0,15—0,20 % objemu transakce.

Podle odhadu Komise ES by tedy zavedení jedné měny přineslo úsporu na přímých transakčních nákladech va výši 8,2 až 13,1 mld. ECU ročně. V této částce nejsou zahrnuty úspory podniků, které vzniknou odpadnutím nákladů nutných na zajištění se proti kurzovému riziku.

Úspora nepřímých transakčních nákladů souvisí se zjednodušením účetnictví v podnicích, se zmenšením držby valut v různých měnách a s rychlejším vyřizováním bankovních převodů mezi jednotlivými zeměmi. Tyto úspory jsou odhadovány na 3,9 až 6,1 mld. ECU ročně. Celkové úspory transakčních nákladů, ke kterým by došlo po zavedení měnové unie v rámci ES, by tedy podle odhadu Komise ES činily 13 až 19 mld. ECU ročně; tj. 0,3 až 0,4 % hrubého domácího produktu.

Rozložení těchto úspor na jednotlivé země ES by však nebylo rovnoměrné. Tato úspora je tím větší, čím je:

— menší využití domácí měny v mezinárodních transakcích,

- rozsáhlejší pohyb majetku a kapitálu s ostatními členskými zeměmi,
- větší vliv mezinárodní konkurence na zvyšování úrokových sazeb ve vnitřní ekonomice,
- větší význam zajišťovacích operací proti pohybu měnových kurzů.

Z toho vyplývá, že malé země a země s nižším stupněm ekonomického rozvoje mohou dosahovat — po zavedení jedné měny — větších úspor transakčních nákladů.

Přechod na jednu měnu v měnové unii vede rovněž k eliminaci kurzového rizika. To by mohlo vést ke stimulaci zahraničního obchodu. Je však třeba vzít také v úvahu tu skutečnost, že pohyb měnového kurzu sice na jedné straně zvyšuje devizové riziko, ale na straně druhé může zvýšit šanci na získání většího zisku. Odstraněním pohybu měnového kurzu ztrácejí podniky motivaci k rozšiřování exportu, který by jim zajistil realizaci dodatečných zisků ze změny měnového kurzu.

Celkově tedy není možné jednoznačně říci, že by eliminace kurzového rizika působila trvale na rozšiřování zahraničního obchodu. V rámci ES by — vzhledem k využívání systému pevných měnových kurzů — odstranění kurzového rizika přineslo pouze malé impulzy k dalšímu rozšiřování zahraničního obchodu.

Odstranění kurzového rizika by mohlo rovněž působit pozitivně na zahraniční investice. Také proti tomuto argumentu lze však namítnout, že odstranění devizového rizika může vést i k poklesu zahraničních investic. Je to dáno tím, že reálné snížení měnového kurzu způsobuje nejen ztrátu, ale také umožňuje realizaci dodatečného zisku. Dojde-li k zavedení jedné měny, odpadnou ty zahraniční investice, které byly realizovány s cílem využít kurzových pohybů k dosažení zisku.

Odstranění devizového rizika však také, na druhé straně, může stimulovat investiční činnost tím, že u zahraničních investic odpadne riziko způsobené kurzovými pohyby. Tím by mohlo dojít i ke snížení reálné úrokové míry, což by umožnilo financovat přes kapitálový trh investice s vyšší rizikovostí a tomu odpovídající nižší rentabilitou. Tím by se mohl celkový objem zahraničních investic zvýšit. Na druhé straně se však objevují argumenty, že s poklesem reálného úroku bude klesat i očekávaný výnos z investic, a to by mohlo vést k poklesu investiční aktivity. Někteří ekonomové však toto tvrzení zpochybňují tím, že riziková premie jako část úrokové míry není dodatečným ziskem, ale je zdrojem rezervního rizikového fondu. Tento fond se však dříve nebo později vyčerpává tím, že nastane riziková událost.

Z výše uvedeného vyplývá, že ani v tomto případě není možné jednoznačně vymezit úzkou souvislost mezi kurzovým rizikem a investiční činností. Svědčí o tom i ta skutečnost, že při poklesu kurzového rizika v rámci ES při uplatnění kurzového mechanismu evropského měnového systému byla míra růstu investic v rámci členských zemí ES nižší než v zemích s většími pohyby měnových kurzů.

Další výhodou spojenou s eliminací měnových kurzů by byla snížená potřeba držby devizových rezerv jednotlivými členskými státy. Především by odpadla potřeba držet devizové rezervy nezbytné k intervenování měnových kurzů a tu část devizových rezerv, která slouží k uskutečňování devizových transakcí mezi členskými zeměmi měnové unie. Podle odhadu Komise ES by celková úspora na rezervách dosáhla výše 4 % hrubého domácího produktu. Tyto úspory však nelze považovat za ekonomické zisky, neboť z rezerv plynou také příjmy. Proto by měly být spíše považovány za kapitál, který by bylo možné použít v jiných oblastech ekonomiky.

Předchozí analýza výnosů spojených se zavedením měnové unie ukázala, že odstranění měnových kurzů by jednoznačně vedlo k úspoře transakčních nákladů. Už ne tak zcela jednoznačný je naproti tomu vliv eliminace kurzového rizika na zvýšení zahraničního obchodu a investic. V každém případě by však rozšíření

měnového prostoru vedlo k efektivnější alokaci prostředků. Tato výhoda by byla výraznější u ekonomik malých a více otevřených než u velkých a méně otevřených, protože u první skupiny mají zahraničněobchodní vztahy větší význam.

Na základě výše provedené analýzy potenciálních nákladů a výnosů spojených s přechodem na měnovou unii je možné učinit závěr, že jednotlivé země budou z měnové unie 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 však jsou založeny na čistě ekonomických úvahách. Nelze opomenout i politické zájmy, které budou vstup země do měnové unie podporovat, neboť v ni mohou spatřovat přechodnou etapu k vytvoření unie politické.

Cesty k vytvoření měnové unie

Země, které mají — ať už z ekonomických, nebo politických důvodů — zájem vytvořit měnovou unii, stojí před problémem volby optimální cesty přechodu k jedné měně. V podstatě lze tento přechod realizovat dvojím způsobem, a to buď náhle, anebo postupně. V prvním případě dojde — na základě politického rozhodnutí — k nahrazení národních měn měnou jednou, bez možnosti postupné koordinace hospodářských a měnových politik jednotlivých zemí. V druhém případě se nabízejí dvě možnosti přechodu k jedné měně, a to buď na základě konkurenčního vytlačování národních měn (tržní řešení), anebo cestou postupné koordinace hospodářských a měnových politik, na jejímž konci stojí zavedení jedné měny (politické řešení).

Rychlý přechod k měnové unii je uplatňován v těch případech, kdy zavedení jedné měny může přinést rychlé zlepšení pro všechny zúčastněné země. To může být jak v případě působení silných externích nebo interních vlivů, které způsobují poptávkové šoky, tak v případě mimořádných politických situací, jakou bylo například vytvoření německo-německé unie 1. června 1990.

Hlavní výhodou této cesty přechodu k jedné měně je překonání politické překážky spočívající v neochotě vzdát se práva emise peněz na národní úrovni. Nesouhlas s měnovou unií by se projevil u těch institucí, které od měnové unie očekávají pouze nevýhody. Jsou to především finanční a měnové instituce, jejichž působnost by se s přenášením jejich pravomoci na nadnárodní orgány značně omezila, a dále podniky a odbory, které se obávají zvýšené konkurence ve větším měnovém prostoru.

Rychlý přechod k měnové unii může být rovněž prospěšný pro země s vysokou mírou inflace a s vysokou mírou nezaměstnanosti. Pokud tato země spojí svoji měnu s měnou země s tradičně nízkou mírou inflace, může z toho profitovat tím, že se jí podaří snížit míru inflace bez dalšího zvýšení míry nezaměstnanosti.

Postupná cesta přechodu k měnové unii může být realizována jednak na základě politických rozhodnutí, to znamená na základě dohod mezi vládami o koordinaci hospodářských a měnových politik, jednak tržní cestou.

V rámci koordinace měnové politiky hraje důležitou úlohu při vytváření měnové unie politika kurzová. Koordinace kurzové politiky se opírá o oficiální dohodu členských zemí o využívání systému pevných měnových kurzů a postupném zužování oscilačního pásma. Centrální banky členských zemí jsou povinny udržovat pomocí intervencí na devizových trzích měnové kurzy svých měn v přípustném oscilačním pásmu.

Realizace této politiky je spojena s řadou problémů, které souvisejí se systémem pevných měnových kurzů. Jedním z nich je možnost přenášení inflačních a deflačních vlivů z jedné ekonomiky do druhé, pokud se nepodaří devizové inter-

vence plně neutralizovat. Navíc u zemí s vysokou mírou inflace existuje pouze malý stimul k provádění stabilizačních opatření ve vnitřní ekonomice, pokud vědí, že jiné země musejí jejich měnu v rámci prováděné intervenční politiky nakoupit, a také pokud mají možnost od jiných centrálních bank získat levné úvěry.

Problémem je také ta skutečnost, že měny zemí s malou stabilitou mají tendenci ke zhodnocování, které znevýhodňuje export a zvýhodňuje import. To vede ke snaze řešit problém deficitu obchodní bilance zaváděním obchodních restrikcí.

Navíc u zemí s vyšší mírou inflace dochází i k růstu úrokové míry, která přiláká krátkodobý zahraniční kapitál. Příliv zahraničního kapitálu vyvolává tlak na zhodnocení domácí měny. Centrální banka dané země je povinna zahraniční měnu na vnitřním devizovém trhu nakoupit za měnu domácí, a tím dochází k růstu peněžní zásoby, a tedy i k dalšímu růstu inflace. Tato situace pak vyvolává tendence k zavádění kontroly pohybu kapitálu, případně realizaci opatření, která by mezinárodní pohyb kapitálu omezila.

Realizace kurzové politiky tak v sobě skrývá nebezpečí vytváření dezintegračních tendencí. Proto má-li být měnová integrace úspěšná, mělo by dojít k omezení intervenční povinnosti centrálních bank zemí se stabilním měnovým vývojem a rovněž by měl být podstatně redukován přístup centrálních bank zemí s nestabilním měnovým vývojem k úvěrovým zdrojům. Jen tak bude možné dosáhnout koordinace měnových politik.

Problémy, které se mohou objevit při koordinaci kurzové politiky, by bylo možné řešit v rámci ex ante prováděné měnové politiky. To znamená, že by bylo možné zajišťovat stabilní kurzový vývoj pomocí pevně stanoveného tempa růstu množství peněz v oběhu a také odstraněním spekulativního pohybu kapitálu. Ex ante prováděná měnová politika však předpokládá existenci seriózních prognóz tempa růstu hrubého domácího produktu a reálné poptávky po penězích, na jejichž základě by bylo možné stanovit míru růstu množství peněz v oběhu. V současné době však neexistuje jednotná interpretace prognózovaných hodnot, což umožňuje vládám jednotlivých zemí — i při pevně stanovených mírách růstu množství peněz v oběhu — realizovat své záměry. Z toho důvodu nemůže být ex ante koordinovaná míra růstu množství peněz v oběhu vhodným nástrojem k podpoře měnové integrace.

Podobné problémy existují i při koordinaci úrokových sazeb. Rovněž tak je problematická i koordinace fiskální politiky, která navíc naráží na rozhodovací pravomoc parlamentu v této oblasti. V rámci koordinace fiskální politiky by bylo vhodné dohodnout společný postup minimálně v oblasti daňové a dotační politiky bez toho, aby bylo nutné přenášet kompetence v této oblasti z národních orgánů na nadnárodní. Je však třeba si uvědomit, že tento postup by s sebou přinášel i řadu dosud neřešených problémů, jako jsou např. způsob a zdroje financování rozpočtového deficitu.

Ani tyto problémy však nemohou být argumentem pro odmítnutí zmíněného společného postupu v rámci fiskální politiky. Jeho absence by znamenala nejen možné ohrožení měnové politiky, ale především nebezpečí uvolnění rozpočtové disciplíny. Toto nebezpečí by bylo tím větší, čím rozsáhlejší bude budoucí kapitálový trh zahrnující celé území ES. Na druhé straně by však národní fiskální politiky měly reagovat na všechny vlivy, které by mohly vést k pohybu měnového kurzu, a snažit se jim předcházet.

Z výše uvedeného vyplývá, že řešení společného postupu v této oblasti je jak technicky, tak i politicky velice obtížné, pokud by rozpočty měly fungovat v rámci celého ES a zároveň by byly pevně v rukou národních parlamentů.

Naopak integrační tendence v měnové oblasti může podpořit nepřímá koordi-

nace měnových politik, a to na základě přizpůsobování úrokové míry změnám úroků v zemi se stabilním měnovým vývojem. Tuto cestu uplatňují již několik let Nizozemí a Rakousko: tyto země přizpůsobují své úrokové sazby změnám úrokových sazeb Německé spolkové banky. Výsledkem pak je stabilní vývoj měnového kurzu národních měn těchto zemí vůči DEM.

Zatímco politická řešení vycházejí z toho, že měnové unie může být neúčinněji dosaženo pouze na základě dohod mezi vládami zainteresovaných zemí, vychází tržní cesta přechodu k měnové unii z toho, že o velikosti měnové unie a rychlosti, s jakou bude vytvořena, rozhodují jednotlivé subjekty, které vystupují na trhu. Tyto subjekty mohou porovnávat náklady a výhody spojené se zavedením jedné měny pouze na základě konkurence na trhu.

Tržní cesta přechodu k měnové unii může být realizována buď na základě vzájemného konkurenčního vytlačování jednotlivých měn (cirkulující unie), anebo na základě konkurenčního vytlačování existujících národních měn nově vytvořenou měnou společnou (paralelní měnová unie). V prvním případě dochází k vytlačování méně stabilních měn měnami stabilnějšími. Stabilní měny se více prosazují, protože jejich využití je spojeno s většími výnosy pro hospodářské subjekty. Předpokládá to však, že ostatní členské země budou měny jiných členských zemí využívat ve vnitřním peněžním systému jako měnu zúčtovací, účetní i rezervní. Tato cesta však může narážet na neochotu politických kruhů tato rozhodnutí tržních subjektů podporovat.

Druhá cesta spočívá v postupném nahrazování národních měn členských zemí měnou paralelní. Hodnota této měny by měla být odvozena (podle R. Vaubela) z koše měn členských zemí. Váha jednotlivých měn v tomto koši by byla odvozena z podílu dané měny na celkovém množství peněz v rámci měnové unie. Tato váha by byla postupně upravována. Je možné očekávat, že paralelní měna by byla více využívána hospodářskými subjekty zemí s méně stabilní měnou. Tím by postupně klesala poptávka po méně stabilních měnách a tím by i klesalo jejich váhové zastoupení v měnovém koši. Postupně by se tak paralelní měna stala nejpožívanější měnou a nahradila by jednotlivé měny národní.

Vzhledem k tomu, že by zavedení paralelní měny představovalo vážnou konkurenci pro měny národní a zároveň by vedlo k omezování prostoru pro vnitřní peněžní politiku, se zatím tato cesta přechodu k měnové unii s velkým ohlasem u vlád a centrálních bank zainteresovaných zemí nesetkala.

V rámci ES se dává přednost postupné cestě přechodu k měnové unii, a to na základě politických rozhodnutí. Za její výhody se považuje především to, že jednotlivé země s rozdílnými národními důchody na hlavu mají možnost postupně přetvářet strukturu své ekonomiky, a tím své důchody vzájemně přizpůsobovat. V případě, kdy se v dané zemi odchyluje mzdový vývoj od vývoje produktivity práce, má tato země možnost využít znehodnocení své měny ke korigování ztráty ze zahraničního obchodu.

Další výhodou postupného přechodu k měnové unii pro země s vysokou mírou inflace je možnost pomoci vhodné peněžní politiky postupně přibližovat míru inflace její úrovni v stabilizovaných zemích a zároveň snižovat růst nezaměstnanosti (Phillipsova křivka).

Země, které ve značné míře využívají inflační financování deficitu státního rozpočtu, mají možnost při postupném přechodu k měnové unii upravit své daňové systémy, a tím i příjmovou základnu svých rozpočtů.

Výhodou postupného přechodu k měnové unii je i možnost hospodářských subjektů využít informace o předpokládaném zhodnocení svých pohledávek a závazků, jakož i o očekávaném vývoji úrokových sazeb k postupnému přizpůsobení se novým komparativním výhodám.

Cesta postupné měnové integrace však může vést i k tomu, že měnová unie nakonec realizována nebude. Proto také tuto cestu prosazují země s velkou stabilitou, u kterých by potenciální výhody měnové unie byly značně převýšeny nevýhodami. Prosazování této cesty integrace jim dává možnost, aby nemusely svoji neochotu zavést měnovou unii dávat najevo otevřeně.

LITERATURA

McKINNON, R.: Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 53, 1963.

MUNDELL, R.: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 51, 1961.

VAUBEL, R.: Currency Competition and European Monetary Integration, *Economic Journal*, Vol. 100, 1990.

WILLMS, M.: *Internationale Währungspolitik*. München 1992.

SUMMARY

Analysis of Potencial Costs and Benefits of Monetary Union

Jana MARKOVÁ, Prague School of Economics, Monetary Theory and Policy Chair

This article aims to first clarify some theoretical approaches to the evaluation of costs and benefits which may appear due to the Monetary Union in country-members. Secondly it attempts to show possible procedures in the creating of a Monetary Union.

The costs connected with Monetary Union foundation are here examined from macro-economic point of view. First of all, these are the costs connected to the loss of exchange rate as a policy instrument and to the reduced role of a central bank in an economy. These changes would occur due to transfer of power from the internal bodies to the supra-national ones. The cost analysis is based on the observations of R. Mundell and McKinnon concerning the role of an exchange rate in dealing with economic disequilibrium due to exogenous as well as endogenous factors. The Philip's curve is used to analyse the possible impact from the losses of the fiscal and monetary policies to influence unemployment and inflation. The loss of the ability to create money as a means to finance the budget deficit is also mention.

Benefits connected with the transition to the Monetary Union are primarily evaluated a micro-economic point of view. In her analysis the author uses the estimates of overall savings which occur in member-countries after joining the Monetary Union. The data presented by ECC are based on hypotheses of further development and on the idea of Monetary Union existence. First of all, there are the savings from having single currency, i.e. transaction cost savings from conversion one currency into another one. Secondly, other savings stem from the decrease in the volume of foreign exchange reserves in participating countries. Finally some savings may occur due the fact that the exchange rate risk will disappear which may lead to additional growth in foreign trade and capital formation.

The final part of this article is devoted to evaluating the negatives and positives of particular ways of moving towards a Monetary Union. Special interest is put on the gradual coordination of the economic and monetary policies which was chosen by country-members.