

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

Michal MEJSTRÍK: Makroekonomické a finanční aspekty rozvoje eurozóny	310
Petr PROCHÁZKA: K postupu integrace českého bankovníctví do jednotného trhu EU	326
František TURNOVEC: Rozhodování o nadměrných rozpočtových deficitech v EMU	348
Martin CINCIBUCH – David VÁVRA: Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz?	361
Informace pro čtenáře	384

CONTENTS

Michal MEJSTRÍK: Macroeconomic and Financial Aspects of Euro-Area Development	310
Petr PROCHÁZKA: The Integration of Czech Banking into the European Single Market	326
František TURNOVEC: Decision Making on Excessive Deficits in the EMU	348
Martin CINCIBUCH – David VÁVRA: Road to EMU: Do We Need a Flexible Exchange Rate?	361

Toto číslo předáno do sazby: 3. 5. 2000

Souhlas k tisku: 2. 6. 2000

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme použijte program Word (až do verze 97).

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

Na cestě k EMU: Potřebujeme flexibilní měnový kurz?

Martin CINCIBUCH – David VÁVRA*

Předpokládaným cílem makroekonomické politiky v ČR je usnadnit dokončení transformace a úspěšně integrovat zemi do EU v co nejkratším termínu. Snaha stát se co nejdříve členem EU je motivována vyhlídkami na reálnou konvergenci, kterou toto členství zřejmě nabízí. Jelikož vstup do hospodářské unie je nemyslitelný bez pozdější účasti v měnové unii, jeví se přijetí eura jako jeden z konečných cílů současné měnové politiky. Vzhledem k současnému režimu plovoucího kurzu je otázkou, v jakém horizontu by se mělo navázání koruny na euro provést a jaké uspořádání zvolit pro přechodné období. Návazným problémem je, zda volba kurzového režimu může usnadnit závěrečné fáze transformace a napomoci procesu reálné konvergence k důchodovým hladinám EU nebo zda je vůbec pro vývoj v reálné ekonomice relevantní.

Nejprve posuzujeme připravenost české ekonomiky fixovat měnu na euro již nyní. Vycházíme z klasifikace přínosů a nákladů fixního kurzu (jednotné měny) podle toho, jak je klasifikuje tradiční teorie optimálních měnových oblastí (OCA). Ačkoliv diskuze je vedena většinou na kvalitativní úrovni, uvádíme rovněž kvantifikace jednotlivých faktorů, což nám dovo-luje lépe zhodnotit jejich důležitost a poskytnout ucelené kritérium připravenosti české ekonomiky na společnou měnu. V tomto směru navazujeme na metodiku Bayoumiho a Eichengreena (1997) a využíváme jejich výsledky pro mezinárodní srovnání. Ukazuje se, že takto měřená makroekonomická (strukturální) konvergence mezi českou a německou (EU) ekonomikou je dostatečně vysoká na to, aby nebránila existenci režimu fixního kurzu.

Vedle tradičních faktorů teorie OCA se však zabýváme i problémy, které jsou specifické pro transformační charakter české ekonomiky; cílem je zjistit, zda tato specifika nejsou překážkou pro fixaci kurzu. Za tímto účelem analyzujeme strukturu dosavadní reálné apreciacie české koruny a její vztah ke konkurenceschopnosti. Provedený rozbor ukazuje, že podstatná část této apreciacie jde na vrub nákladových faktorů, především nadměrného mzdového růstu. Tento výsledek je v protikladu k výsledkům jiných studií, které přisuzují hlavní vliv strukturálním faktorům (Halpern – Wyplosz, 1997).

* Martin Cincibuch – David Vávra: měnový odbor České národní banky; CERGE UK; EI AV ČR (e-mail: Martin.Cincibuch@cnb.cz, David.Vavra@cnb.cz)

Názory autorů nemusejí nutně odpovídat názorům institucí, v nichž působí. Autoři děkují Aleně Buchtíkové, Milanu Klímovi a Stanislavu Polákovi za neocenitelné komentáře a názory. David Vávra prohlašuje, že jeho část tohoto příspěvku vychází z výzkumu provedeného s podporou Programu Phare ACE 1997. Za obsah této publikace odpovídají pouze autoři. Tato studie ne-reprezentuje v žádném ohledu názory Evropské komise.

Reálná apreciacie tak podle našich závěrů odráží zhoršující se konkurenční pozici českých výrobců a exportérů.

V rámci teorie OCA tak lze nadměrný růst mezd volně interpretovat jako sekvenci negativních reálných asymetrických šoků. Tento vývoj přináší depreciační tlak na měnový kurz, a pokud by tato tendence pokračovala, mohlo by dojít k narušení stability jakéhokoliv fixního režimu. Za těchto okolností by předčasná eurizace (na rozdíl od flexibilnějších režimů) byla pro ekonomiku nežádoucí. Na druhé straně by však fixní režim mohl zmírnit problémy, jež vyplývají z další tranzitivní zvláštnosti české ekonomiky, kterou je příliv zahraničního kapitálu a s tím spojené nominální zhodnocování. Navíc, jakmile by byla odstraněna omezení na trhu pracovních sil, fixní kurz by se mohl stát zdrojem udržitelné konkurenční výhody, a tím i růstu a konvergence.

V Příloze uvádíme podobnou analýzu, kterou jsme provedli pro případ dvou úspěšných tranzitivních ekonomik, Japonska a Írska, u nichž jsme našli znaky relevantní pro naši současnou situaci.

Makroekonomické důsledky jednotné měny: tradiční faktory OCA

Protože je budoucí přijetí eura jedním ze základních cílů současné měnové politiky, zdá se vhodné posoudit, jaké přínosy a náklady by tento krok měl již nyní, a z toho odvodit případná doporučení týkající se možného horizontu a podmínek vstupu do měnové unie.

Všeobecně se má za to, že hlavní výhody společné měny spočívají ve snížení transakčních nákladů a v odstranění kolísání kurzu, které negativně ovlivňuje důchod a inflaci. Evropská komise odhaduje, že náklady spojené s devizovými operacemi činí 0,25–0,5 % HDP.¹ Pro českou ekonomiku to znamená snížení transakčních nákladů v obchodování s eurozónou (60 % našeho vývozu, 40 % dovozu). Odstranění kurzových nejistot by snížilo příslušné rizikové prémie a podpořilo tak mezinárodní investice, obchod a následně i růst. Ačkoliv tento efekt může být značný, zůstává jeho rozsah nejasný (Beachill – Pugh, 1998).

Výhody zrušení národních měn jsou výraznější zejména pro menší a otevřenější ekonomiky a naopak. Např. vytvoření měnové unie mezi Belgií a Lucemburskem je vhodnější než vytvoření měnové unie mezi Francií a Německem. Tento aspekt je v další části studie využit v kvantitativní analýze.

Nevýhody spojené s přijetím eura mohou pramenit ze ztráty měnového kurzu jako makroekonomického nástroje chránícího ekonomiku před některými druhy (externích) šoků. Kurz je považován za odpovídající nástroj pro odstranění dopadů reálných šoků specifických pro danou ekonomiku, neboť takové šoky vyžadují úpravu reálného kurzu. Takovou úpravu lze provést změnou nominálního kurzu bez dodatečných nákladů v oblasti výstupu nebo zaměstnanosti.

Potřeba měnového kurzu jako nástroje ochrany proti reálným asymetric-

¹ Avšak Wihlborg (1995) tvrdí, že dokonce i 0,25 % HDP je poměrně hodně. Upozorňuje, že transakční náklady budou pravděpodobně nadsazené, protože pro firmy je obtížné rozlišit směnu měny jako takovou od ostatních nákladů spojených s mezinárodním obchodem, neboť to vyžaduje speciální dokumentaci a papírování navíc.

kým šokům (a tím i náklady eurizace) závisí na pravděpodobnosti takových událostí a neexistenci alternativních způsobů adaptace. Samotná pravděpodobnost může souviset se stupněm strukturální konvergence a regionální specializace ve vztahu k EU. Je jasné, že čím podobnější jsou ekonomiky, tím nižší je pravděpodobnost šoku, který by ovlivnil jen jednu z nich. Jinými slovy: náklady spojené s přijetím eura jsou závislé na tom, zda ekonomika ČR a ekonomika EU vytvoří „optimální měnovou oblast“² (Mundell, 1961).

Mimokurzové způsoby stabilizace ekonomiky

Při (administrativně) pevném kurzu se břemeno přizpůsobení ekonomiky reálným asymetrickým šokům přesouvá z měnového kurzu na jiné kanály. V zásadě mohou změny nutné ke stabilizaci ekonomiky proběhnout úpravou cen a mezd anebo prostřednictvím mobility výrobních faktorů (zejména pracovních sil). Kromě toho mohou být dopady šoků zmírněny realokací zdrojů v rámci systému fiskálního federalizmu.

Dosavadní zkušenosti s transformací české ekonomiky poskytují dostatek důkazů o omezené flexibilitě nominálních veličin. Za prvé, po zavedení floatingu v květnu 1997 se kolísání nominálního kurzu odrazilo ve volatilitě reálného kurzu s tím, že spodní hranice doby transmise se obvykle odhaduje na šest měsíců. Za druhé, konec roku 1998 ukázal, že rigidita nominálních mezd směrem dolů značně předstihla rigiditu cen, což vedlo k růstu reálných mezd v období klesající produktivity a rostoucí nezaměstnanosti.

Pokud jde o mobilitu pracovních sil, je pravděpodobné, že přijetí ČR do EU bude podmíněno legislativními omezeními pro pohyb pracovních sil mezi ČR a EU. Kromě toho je vážně omezena dokonce i meziregionální mobilita pracovních sil v rámci ČR v důsledku nefunkčního bytového trhu. Na-

² Teorie optimálních měnových oblastí se snaží odpovědět na otázku, proč nepozorujeme kolísání kurzu mezi regiony jedné země, tak běžné mezi jednotlivými zeměmi. Klasický příklad teorie optimální měnové oblasti formuloval Mundell (1961): dvě oblasti A a B vyrábějí zboží x a y (specifické pro danou oblast). Na rozdíl od výrobců spotřebitelé v každé oblasti spotřebovávají oba druhy zboží, takže oba druhy zboží se směňují mezi regiony a obchod je vyrovnaný. Předpokládejme, že oblast A je zasažena náhlým asymetrickým šokem, např. trvalým přesunem spotřebitelských preferencí ke zboží y . Při běžné relativní ceně zboží (tj. běžném reálném kurzu) realizuje oblast B obchodní přebytek a oblast A je zasažena ztrátou výroby a nezaměstnaností.

Aby došlo k obnově obchodní bilance, musí relativní cena zboží x klesnout nebo jeho nadbytek musí být eliminován migrací pracovních sil (výrobních faktorů) z A do B. Pokles relativní ceny zboží x se rovná znehodnocení reálného kurzu oblasti A, čehož lze dosáhnout různými způsoby. Za prvé, zavedením regionálních měn a kurzu mezi nimi; tento kurz může oslabit, zatímco ceny zboží v regionálních měnách budou zachovány. Za druhé, při daném nominálním kurzu musí cena zboží x v národní měně klesnout, což bude tlačit mzdy směrem dolů, dokud nebude dosaženo plné zaměstnanosti v oblasti A a obchodní bilance nebude vyrovnaná. Tento způsob adaptace (při absenci mobility výrobních faktorů) je také jedinou možností v případě, že obě oblasti mají společnou měnu. Je zřejmé, že období dočasně nezaměstnanosti bude delší a závažnější, pokud ceny a mzdy budou rigidní (směrem dolů).

Alternativní způsobem odstranění nezaměstnanosti v oblasti A je migrace pracovních sil do oblasti B. Toto snížení počtu pracovních sil vrátí mzdy v oblasti A na předchozí úroveň, aniž by způsobilo nezaměstnanost. Nadbytek zboží x se tak sníží a rovnováha bude obnovena.

Regiony vytvářejí optimální měnovou oblast za předpokladu, že pravděpodobnost takového asymetrického šoku je malá (např. v předchozím případě, kdy produkce zboží x a y je rovnoměrně rozdělena v obou regionech), nebo tehdy, když podmínky umožňují, aby se ekonomika takovému šoku hladce přizpůsobila, např. migrací pracovních sil nebo pružností cen a mezd.

víc, navzdory vytvoření jednotného trhu, je mobilita pracovních sil v rámci EMU mnohem nižší než v zavedených měnových uniích.³

Fiskální opatření jsou často považována za důležité stabilizační prvky v oblastech s jednotnou měnou, protože zmírňují důsledky regionálních idiosynkratických šoků. Tento princip funguje, pokud jsou šoky dočasné a skutečně idiosynkratické. V případě permanentních šoků může být fiskální redistribuce škodlivá, protože snižuje potřebu strukturálních reforem a přizpůsobení regionální ekonomiky v oblasti reálných mezd, restrukturalizace nebo migrace do jiných oblastí. Pokud se však provádí s rozvahou, může být fiskální redistribuce i v takových případech potřebná. Může totiž přispět ke stabilizaci zasažené oblasti tak, aby šoky nezanechaly trvalé negativní dopady. Jestliže místní trhy výrobních faktorů nejsou dostatečně pružné, je adaptace na permanentní šok často poznamenána prudkou recesí a vysokou nezaměstnaností. Bez fiskální redistribuce může mít hluboká recese trvalé, hysterezní⁴ následky, jež plynou z narušené infrastruktury, ztráty kvalifikované pracovní síly a akumulovaného lidského kapitálu. Úspěch strukturálních změn tedy může vyžadovat prostředky na odstranění těchto dlouhodobých následků.

Lze shrnout, že ekonomika vykazuje příliš malou flexibilitu (pokud jde o ceny a mzdy) na to, aby přestála reálné asymetrické šoky bez negativních dopadů v reálné ekonomice. Při zanedbatelné mobilitě pracovních sil a neexistenci fiskálních stabilizátorů by reálné poruchy mohly ohrozit stabilitu režimu pevného kurzu mezi ČR a EU. Společná měna by tak mohla vést k ekonomické divergenci země. Proto je třeba posoudit pravděpodobnost zasažení české ekonomiky takovými asymetrickými šoky (vzhledem k eurozóně). K tomu nám poslouží analýza strukturální podobnosti ČR a EU (nebo SRN) s použitím faktorů teorie OCA.

Strukturální podobnost mezi ČR a EMU

Podobnost mezi českou ekonomikou a ekonomikou E(M)U, která určuje pravděpodobnost reálných asymetrických šoků,⁵ lze zhodnotit na základě

³ Dokončení opatření o volném pohybu pracovních sil jednotného trhu neodstranilo kulturní a jazykové rozdíly, které jsou hlavními překážkami pro pohyb pracovních sil v rámci Unie. Nejlépe to dokazuje následující příklad: Mobilita pracovních sil v r. 1992 se týkala pouze 254 000 lidí, tj. pouze 0,1 % celkové populace. Na druhé straně relativní mobilita v rámci USA nebo Kanady je mnohem větší. V průměru 17 % Američanů mění bydliště jednou za rok a 3 p.b. z nich mění také stát. Např. během lokální ekonomické krize v l. 1994–96 opustilo Kalifornii na 1,2 mil. lidí, kteří se odstěhovali do jiných států. V Kanadě (kromě Quebecu) mění provincii každý rok 1,5 % obyvatelstva. Např. ropný boom z let 1974–1982 vedl ke zvýšení počtu obyvatel v provincii Alberta o 14 %. Po skončení boomu, o 6 let později, počet obyvatel opět klesl o 5 %.

Frankofonní provincie Quebec potvrzuje důležitost jazykových a kulturních bariér pro mobilitu pracovních sil. Její obyvatelé jsou asi 6krát méně mobilní než lidé v jiných provinciích. Míra nezaměstnanosti dosáhla v Quebecu v r. 1998 11 %, zatímco jinde v průměru pouze 8 %.

⁴ Termín „hysterezní“ vyjadřuje závislost současného stavu systému na jeho minulé dynamice. V tomto specifické případě se může stát, že po recesi dojde k obnovení růstu na jiné (vyšší) úrovni nezaměstnanosti. Dovedeno do krajnosti: můžeme říci, že nezaměstnanost existuje, protože existovala, bez ohledu na hlavní příčiny.

⁵ Změnu reálného měnového kurzu v případě společné měny lze provést pouze prostřednictvím odpovídajících změn v cenových relacích. V době nominální strnulosti to může vést k fluktuaci výroby a zaměstnanosti, zejména když společná míra inflace v Unii je velmi nízká. Potřeba reálné depreciace může vést k deflaci v části Unie s negativními důsledky pro výrobu a zaměstnanost.

TABULKA 1 Proměnná TRADE: důležitost bilaterálních obchodních vazeb

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1993–1994	1995–1998	1993–1998
ČR–SRN	0,052	0,055	0,066	0,061	0,070	0,081	0,054	0,069	0,064
ČR–EU	0,095	0,101	0,115	0,108	0,128	0,146	0,100	0,120	0,115

zdroj: IMF, *International Financial Statistics*

rozboru tradičních oblastí teorie OCA: orientace zahraničního obchodu, komoditní skladby vývozu a korelace v hospodářských cyklech.

Orientace zahraničního obchodu. Asymetrická orientace zahraničního obchodu je typickým zdrojem reálných asymetrických šoků, protože prostřednictvím zahraničního obchodu se k nám přenášejí poruchy zvenčí. Bylo by ideální, kdyby země EMU obchodovaly s třetími zeměmi se stejnou intenzitou. Jelikož se však obchodní orientace zemí značně liší, dá se očekávat, že budou zasazeny různými šoky v různou dobu. V rámci samotné EMU jsou příkladem takové asymetrické obchodní (a hospodářské) orientace pevné vazby Irska⁶ k Velké Británii, Finska k východní Asii a Rusku a Portugalska k Brazílii.

Podobná analýza platí i pro českou ekonomiku a ekonomiku EMU. Rozdíly v zahraničněobchodní orientaci mohou zemi vystavit asymetrickým reálným šokům. Tyto rozdíly vznikají zejména v důsledku relativně silných ekonomických vazeb mezi českou ekonomikou a regionem střední a východní Evropy (podíl Slovenska, Maďarska, Polska a Ruska na našem vývozu je dohromady téměř 24 %)⁷ a malým vlivem tohoto regionu na EMU (podíl těchto zemí na vývozu EU je pouze 6 %). Ve vyjádření podílem vývozu na HDP je tato asymetrie ještě zřejmější, neboť na rozdíl od české ekonomiky je ekonomika EMU relativně uzavřená. Podíl vývozu do zemí střední a východní Evropy představoval v roce 1997 téměř 10 % HDP ČR, avšak pouze 1,5 % HDP SRN a 0,9 % EU jako celku.

Za těchto okolností by náhlá krize ve východoevropském regionu znamenala mnohem větší šok pro českou ekonomiku než pro EMU. Tak tomu bylo např. v případě ruského kolapsu v r. 1998, kdy následný propad obchodu přispěl k hospodářskému poklesu české ekonomiky, ale vývoj v EU ovlivnil jen málo. Lze si představit scénář týkající se mezinárodní krize likvidity a odlivu financí z nově se rozvíjejících ekonomik. Následné oslabení východoevropských měn by (za předpokladu, že by ČR byla součástí eurozóny) pro naše vývozce znamenalo zhodnocení kurzu, což by značně ovlivnilo jejich hospodářské výsledky, zatímco země EMU by pravděpodobně byly zasazeny jen málo.

Výše uvedené příklady proto dokumentují absolutní rozsah asymetrie obchodní orientace mezi ekonomikou ČR a EMU, který je – jak se zdá – stále ještě příliš velký na to, abychom jej mohli ignorovat. Bez ohledu na svou velikost mají však současné asymetrie v obchodní orientaci tendenci se zmenšovat v souvislosti s tím, jak se česká ekonomika strukturálně přibližuje k EU. Lze to dokumentovat narůstajícím podílem vzájemného obchodu na HDP. *Tabulka 1* ukazuje vývoj míry obchodní asymetrie (proměnná

⁶ Máme ovšem na mysli ekonomické, nikoliv politické a kulturní vazby, kde je situace zcela odlišná.

⁷ údaje z r. 1997 (zdroj: ČSÚ)

TABULKA 2 Proměnná SIM: odlišnosti v komoditní struktuře vývozu

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1991–1994	1995–1998	1991–1998
SIM	0,24	0,25	0,23	0,22	0,21	0,13	0,12	0,09	0,24	0,14	0,19

zdroj: IMF, *International Financial Statistics*

TRADE), která ukazuje průměrnou hodnotu poměru bilaterálního vývozu k HDP pro obě oblasti: ČR a Německo, ČR a EU jako celek. Absolutní čísla jako taková nemají kromě toho, že jsou nástrojem mezinárodního srovnání, žádnou vypovídací hodnotu. Jejich vývoj v čase však ukazuje značnou konvergenci v obchodní orientaci jak k Německu, tak k EU, což je logický výsledek transformačního a integračního procesu.

Komoditní skladba zahraničního obchodu. Komoditní skladba zahraničního obchodu je dalším ukazatelem vyjadřujícím strukturální podobnosti nebo rozdíly mezi ekonomikou ČR a EMU. Pokud se většina současného bilaterálního obchodu realizuje na základě komparativních výhod (meziodvětvový obchod), dochází k relativní specializaci v oblasti obchodovatelného zboží, což zvyšuje citlivost ekonomiky na nepříznivé vlivy. Naopak, jestliže je většina obchodu založena na vnitroodvětvové výměně, signalizuje to vyšší míru dosažené strukturální konvergence.

Skutečný podíl mezi- a vnitroodvětvového obchodu na bilaterální směně je obtížné spočítat. Můžeme však použít jednodušší kritérium, kterým je podobnost komoditní skladby zahraničního obchodu mezi českou a německou ekonomikou (Bayoumi – Eichengreen, 1997). Rozdělíme celkový vývoz obou zemí⁸ na výrobky zpracovatelského průmyslu, potravin a různé. Sečtením rozdílů mezi podíly těchto kategorií na celkovém obchodu obou ekonomik dostaneme měřítko podobnosti komoditní struktury obchodu (*tabulka 2 – proměnná SIM*). Ani zde absolutní údaje nemají velkou vypovídací schopnost, avšak pohyb v čase naznačuje velmi rychlý konvergenční proces, jenž indikuje převahu vnitroodvětvového obchodu. Situace může být dosti odlišná v případě podobného srovnání vůči EU (nebo EMU) jako celku, avšak podobné měřítko není bezprostředně dostupné.

Korelace hospodářských cyklů. Snad nejlepší způsob hodnocení strukturální podobnosti a s tím související pravděpodobnosti asymetrických šoků je přímá analýza hospodářských cyklů⁹ v ČR a EMU. Některé srovnávací studie (Boone – Maurel, 1998) naznačují vysokou korelaci v cyklu průmyslové výroby ČR ve vztahu k Německu. Navíc ukazují, že tato korelace je nejvyšší mezi všemi zkoumanými středo- a východoevropskými zeměmi. Transmise německého cyklu je téměř bezprostřední, což je pravděpodobně důsledek velkého podílu vývozu do Německa na celkovém vývozu ČR. Kromě toho se zdá, že se synchronizace zvyšuje s pokračujícím konvergenčním procesem. Na druhé straně však korelace s průmyslovým cyklem EU je podstatně menší, což naznačuje, že Německo je pro ČR vhodnějším partnerem

⁸ Výpočet podobného měřítka mezi ekonomikou ČR a EU je obtížný, neboť vyžaduje komoditní skladbu celkového obchodu EU, která však není dostupná.

⁹ Otázka, zda již můžeme identifikovat existenci obchodního cyklu v tranzitivním prostředí, stále platí. Zde máme na mysli pouhou korelaci ve vývoji reálné ekonomiky.

TABULKA 3 Proměnná SDY: standardní odchylka poruch relativního produktu (output)

	1990–1994	1995–1998	1990–1998
ČR–SRN	0,053	0,017	0,04
ČR–EU	0,053	0,018	0,039

zdroj: IMF, *International Financial Statistics*

pro vytvoření měnové unie než EU jako celek. Podobně vysoký stupeň korelace hospodářského cyklu se projevil i ve statistických údajích o nezaměstnanosti.¹⁰

Méně sofistikované, ale možná transparentnější měřítko korelace hospodářského cyklu navrhli Bayoumi a Eichengreen (1997). Asymetrii aproximovali standardní odchytkou procentních změn v relativním produktu obou zemí. Nízká hodnota naznačuje relativně vysokou symetrii v obchodním cyklu a naopak. Toto měřítko v ročním vyjádření za dvě období (1990–1994 a 1995–1998) ve vztahu k Německu a EU ukazuje *tabulka 3* (proměnná SDY). Podle očekávání je asymetrie dosti vysoká v prvním období, ale v druhém období se výrazně snižuje, což ukazuje na velkou rychlost strukturální konvergence a odpovídá zjištěním Boona a Maurela. Překvapivější však je, že toto měřítko nesignalizuje žádný významný rozdíl ve vztahu k EU: symetrie vůči EU je jen nepatrně horší než ve vztahu k Německu. Nicméně se přikláníme k závěru, že ačkoliv je stupeň dosažené strukturální konvergence podle tohoto měřítko obdobný, jeví se Německo na základě ostatních indikátorů stále jako lepší partner pro měnovou unii než EU jako celek.

Významným důsledkem předchozích zjištění je, že přijetí eura Českou republikou a dalšími zeměmi střední a východní Evropy by mohlo narušit fungování EMU jako celku – bez ohledu na konvergenční proces. Začlenění těchto zemí do EU by totiž zvýšilo váhu zemí napojených na Německo a oslabilo vazby dalších periferních zemí, jako je Španělsko, Portugalsko, Irsko nebo Řecko. To by mohlo v případě závažnějších hospodářských obtíží vyvolat napětí v celém systému.

Všechny dosud uvedené proměnné indikují míru pravděpodobnosti zasažení ekonomik ČR a EMU reálnými asymetrickými šoky. Ty by se v případě absence flexibilního kurzu negativně odrazily ve výkonu ekonomiky; představují tak náklad zavedení fixního kurzového režimu (i jednotné měny). Naopak, jako měřítko výhod vyplývajících z jednotné měny lze použít relativní velikost české ekonomiky a ekonomiky eurozóny. *Tabulka 4* uvádí ta-

¹⁰ Vyšší symetrie českého a německého obchodního cyklu ve srovnání se zbytkem EU potvrzuje zjištění autorů, kteří tvrdí, že široká EMU nesplňuje kritéria pro optimální měnovou oblast, a proto nutně musí čelit vážným dlouhotrvajícím problémům – (de Grauwe, 1996), (Bayoumi – Eichengreen, 1993, 1997). Na druhé straně tyto studie obvykle potvrzují optimálnost jádra EU, tj. Německa, Beneluxu a Rakouska.

Bayoumi a Eichengreen (1993) používají strukturální modely VAR k rozlišení mezi nabídkovými a poptávkovými šoky v ekonomikách EU. Zjistili, že země tvořící „jádro“ EU, tj. Německo, Francie, Benelux a Dánsko, jsou vystaveny menším a „vice korelovaným“ šokům než ostatní země EU. Ve své pozdější práci (1997) však vážně zpochybnili členství Francie v této první skupině. Kromě toho jejich výsledky neukazují významnější konvergenci jádra a periferie. Při porovnání charakteristik ekonomiky EU a USA dále zjistili, že ekonomika USA je více homogenní a že regiony USA absorbují šoky rychleji a snadněji, ačkoliv nemají kurzový mechanismus. Lze to pravděpodobně přičíst vysoké meziregionální mobilitě výrobních faktorů v USA, zejména pracovních sil.

TABULKA 4 Proměnná *SIZE*: výhody užívání národních měn

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1993–1994	1995–1998	1993–1998
ČR–SRN	5,41	5,46	5,55	5,57	5,53	5,54	5,44	5,55	5,51
ČR–EU	5,64	5,69	5,77	5,80	5,76	5,78	5,67	5,78	5,74

zdroj: IMF, *International Financial Statistics*

kovou proměnnou (s názvem *SIZE*) vypočtenou jako průměr logaritmu HDP ČR a SRN (EU). Vývoj této proměnné, kterou lze volně interpretovat jako transakční hodnotu používání národních měn, ukazuje, že po růstu v letech 1993–1995 dochází ke stabilizaci. Srovnání hodnot za Německo a EU je důkazem toho, že transakční výhody užívání jednotné měny jsou větší pro menší celky (Německo a ČR) než pro větší celky (EU a ČR).

Dosud jsme analyzovali hlavní veličiny, které podle tradiční teorie OCA charakterizují vhodnost měnového sjednocení ČR a EMU. Výsledky nejsou jednoznačné. Na jedné straně jsme zjistili, že asymetrie v obchodní orientaci je poměrně velká, a proto je třeba počítat s nebezpečím asymetrických šoků. Na druhé straně korelace obchodních cyklů a podobnost vývozní struktury pravděpodobnost takových šoků omezuje a navíc indikuje pozoruhodnou rychlost strukturální konvergence. Dále se zdá, že potenciální výhody plynoucí z odstranění transakčních nákladů jsou pro tak malou zemi, jako je ČR, poměrně velké. Nicméně lze namítnout, že jelikož jsme použili pouze krátkou časovou řadu, skutečné nebezpečí potenciálního kolapsu není dostatečně charakterizováno běžnými poruchami, které jsme měli možnost pozorovat. Může dojít k nečekaně velkému šoku a z tohoto hlediska pak může být stupeň dosažené strukturální konvergence nedostatečný.

Přesto je možné shrnout uvedené dílčí výsledky do jedné proměnné indikující míru připravenosti země na přijetí společné měny. Bayoumi a Eichengreen (1997) uvádějí tuto proměnnou pod názvem „*OCA-index*“. Soustřeďují se na hlavní podmínky kladené teorií optimálních měnových zón pro sdílení společné měny mezi dvěma oblastmi a předpokládají, že dlouhodobá volatilita v bilaterálních měnových kurzech by měla odrážet míru splnění těchto podmínek bez ohledu na devizový režim.¹¹ Země, které splňují kritéria OCA, by měly mít nízkou volatilitu bilaterálních kurzů a naopak. Autoři pracují se širokým vzorkem vyspělých zemí a hledají historický vztah mezi volatilitou bilaterálních kurzů a mírami asymetrických poruch ve vývoji produkce (*SDY*), podobnosti komoditní struktury vývozu (*SIM*), obchodní orientaci (*TRADE*) a užitečnosti jednotné měny v transakcích (*SIZE*). Zjišťují, že regresní koeficienty u všech těchto proměnných jsou významné a mají očekávané znaménko.¹² Rovněž ukazují, že odhadnutý vztah je v čase stabilní.

Tento výsledek umožňuje vyhodnotit adekvátnost společné měny pro jakoukoliv dvojici zemí. Autoři jej používají pro posouzení připravenosti původních kandidátských zemí EMU na vytvoření měnové unie s Německem

¹¹ Z tohoto hlediska volba kurzového režimu (alespoň mezi vyspělými zeměmi) vyplývá z faktorů identifikovaných teorií OCA, s určitým časovým zpožděním.

¹² Skutečný regresní vztah, jak jej odhadují Bayoumi a Eichengreen, je následující: $\text{standardní odchylna bilaterálního kurzu} = -0,09 + 1,46 \cdot \text{SDY} + 0,22 \cdot \text{SIM} - 0,054 \cdot \text{TRADE} + 0,012 \cdot \text{SIZE}$. Pokud se používá pro predikce, je závislá proměnná nahrazena *OCA-indexem*, který měří společné měny pro dvě oblasti.

TABULKA 5 *OCA-index* vůči SRN a EU^a

období	ČR–SRN	ČR–EU	Řecko–SRN	Portugalsko–SRN	Belgie–SRN	Rakousko–SRN
1991–1994	0,056	0,055				
1995–1998	0,0004	0,002				
1993–1998	0,035	0,034				
1995			0,054	0,062	0,013	0,008

poznámka: ^a Jelikož nemáme k dispozici proměnnou *SIM* měřící podobnost komoditní skladby vývozu ČR a EU, používáme místo ní v *OCA-index* proměnnou za Německo. Vzhledem k tomu, že se dá předpokládat, že tato podobnost bude ve skutečnosti nižší, měl by výsledný *OCA-index* za EU být považován za spodní hranici skutečné hodnoty.

zdroj: (Bayoumi – Eichengreen, 1997); vlastní výpočty

a mezi sebou navzájem. Při tomto hodnocení používali obecně platné dělení kandidátských zemí na tři skupiny: dokonvergované, konvergující a divergující země.

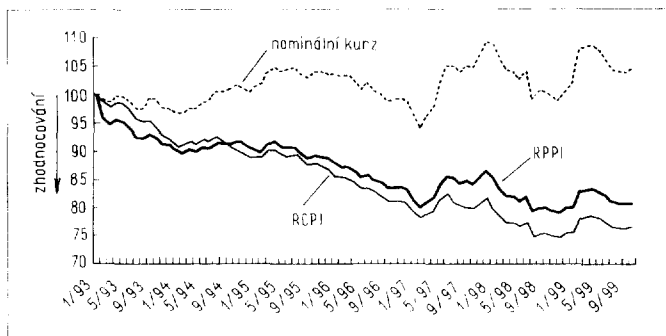
Společně se na stabilitu odhadnuté rovnice, můžeme ji využít pro otestování připravenosti české ekonomiky na vytvoření měnové unie s Německem a EU jako celkem. Zvolili jsme tyto dvě možnosti, neboť ostatní studie naznačují, že mezi nimi mohou existovat určité rozdíly. Stejně jako v původní práci lze výsledek prognózy nazvat „*OCA-index*“, jelikož predikuje volatilitu bilaterálního kurzu v daném období. Velmi nízké hodnoty naznačují užitečnost společné měny, zatímco vysoké hodnoty poukazují na strukturální rozdíly vyžadující změnu kurzu při výskytu asymetrických šoků. Zřejmě neexistuje kritérium pro odlišení těchto dvou extrémů v absolutní hodnotě indexu; index má tedy pouze relativní význam při srovnání v čase nebo v souboru zemí. Vzhledem k nedostatku údajů jsme rozdělili transformační proces české ekonomiky na dvě období: 1990–1994 a 1995–1998 a vypočítali *OCA-index* pro každé období s použitím hodnot (nebo jejich průměrů) uvedených v předchozí diskuzi o jednotlivých faktorech.

Výsledky jsou uvedeny v *tabulce 5* spolu s původními odhady Bayoumiho a Eichengreena pro několik kandidátských zemí EU v r. 1995. Ukazuje se, že připravenost české ekonomiky na společnou měnu jak s Německem, tak s EU byla v prvním období dosti nízká, zhruba na úrovni Řecka a Portugalska ve vztahu k Německu v r. 1995. Oproti tomu ve druhém období došlo k pozoruhodné konvergenci, když index podle údajů z r. 1995 klesl na hodnoty srovnatelné s Rakouskem nebo Belgií, tj. zeměmi tvořícími jádro EMU. Výrazný pokles hodnoty indexu je zejména důsledkem vysoké synchronizace hospodářského cyklu¹³ ve druhém období, o kterém jsme se již zmiňovali, avšak rychlá konvergence byla registrována také v komoditní struktuře vývozu a v obchodní orientaci.

Na základě posouzení základních determinant identifikovaných teorií *OCA* pro připravenost země na společnou měnu lze tedy dojít k závěru, že ekonomika dosáhla vysokého stupně strukturální konvergence. Ačkoliv některé důležité rozdíly (zejména v obchodní orientaci) přetrvávají, pravděpodobnost reálných asymetrických poruch se značně snížila. Jinými slovy: zdá se, že výhody plynoucí z měnového sjednocení převažují tradičně měřené náklady tohoto kroku.

¹³ Index je velmi citlivý na proměnnou *SDY*, tj. standardní odchylku relativních „outputových“ poruch.

GRAF 1 Vývoj reálných kurzů^a



poznámka: ^a reálný kurz dle PPI, reálný kurz dle CPI, nominální kurz CZK/DEM, 1993=100

Zatím jsme analyzovali zdroje reálných asymetrických poruch, tak jak jsou obvykle uváděny v literatuře. Je však třeba ještě ověřit tento závěr analýzou specifických (transformačních) rysů domácí ekonomiky – které tradiční OCA-literatura obvykle opomíjí –, v nichž by mohly spočívat dodatečné zdroje reálných asymetrií. V principu lze tato nebezpečí hledat ve špatném fungování trhů výrobních faktorů: práce a kapitálu (de Grauwe, 1996). Podrobněji si všímáme především trhu práce a jeho vztahu k reálnému kurzu. V této souvislosti rozkládáme dosavadní reálnou apreciaci na její nákladovou a strukturální složku a docházíme k závěru, že nákladové – z dlouhodobější perspektivy značně nerovnovážné – faktory jsou odpovědné za větší díl tohoto zhodnocení. Vliv nákladových faktorů na konkurenceschopnost měříme jako zhodnocení reálného kurzu založené na cenách průmyslových výrobců, které aproximují ceny obchodovatelného zboží. Ukazujeme rovněž, že toto zhodnocování je zejména výsledkem rostoucích nákladů na pracovní sílu a jeho negativní vliv na naše vývoze dokládáme tím, že k růstu vývozu v poslední době dochází na úkor poklesu zisků.

Specifické transformační rysy: strukturální a nákladové faktory reálné aprece

Trend k reálnému zhodnocování je dobře dokumentovaným rysem transformujících se ekonomik (Halpern – Wyplosz, 1997). Reálný kurz české koruny od začátku roku 1993 zhodnotil oproti německé marce o více než 30 %. Tlak na reálné zhodnocení kurzu lze pozorovat během celého sledovaného období – *graf 1*, reálný kurz založený na CPI, ukazatel *RCPI*. Jednoznačnou tendenci ke zhodnocování lze pozorovat až do jara 1997, tj. během období, ve kterém centrální banka garantovala režim v zásadě fixního kurzu. Od té doby pozorujeme fluktuační reálného kurzu, které do značné míry odpovídají pohybům nominálního kurzu. Můžeme tedy dovodit, že v režimu plovoucího kurzu je nominální kurz významným determinantem kurzu reálného.¹⁴

¹⁴ Jinými slovy, ukazuje to na určitou cenovou rigiditu

Reálné zhodnocování lze vysvětlovat ze dvou různých úhlů pohledu. Z nich první ho dává do souvislosti s nákladovými tlaky, zejména v oblasti mezd (Vávra, 1999), a s poklesem konkurenceschopnosti. Druhý, reprezentovaný pracemi Halperna a Wyplosze (1997) nebo Krajnyakové a Zettelmeyera (1998), zdůrazňuje tranzitivní charakter ekonomiky a interpretuje posilování kurzu jako přirozenou reakci na vývoj struktury ekonomiky. V tomto případě není reálná apreciacie spojena s negativním vlivem na konkurenční pozici ekonomiky. Zatímco podle prvního názoru při pokračování trendu hrozí depreciační nominálního kurzu, podle druhého, „strukturálního“ pohledu by takové následky nastat neměly. Dále v textu diskutujeme obě možná vysvětlení.

Aby bylo možné určit podíl strukturálních a nákladových faktorů na reálném zhodnocení koruny, je třeba znát vývoj cen obchodovatelného a neobchodovatelného zboží u nás a v příslušné zemi EU (např. v Německu). Jelikož takové indexy nejsou snadno k dispozici, lze – s určitou mírou nepřesnosti – za ukazatel cen obchodovatelného zboží považovat index cen výrobců (PPI). Můžeme tak vytvořit index reálného kurzu vycházející z domácích a zahraničních PPI. Časová křivka tohoto indexu, znázorněná na grafu 1 jako *RPPI*, ukazuje zhodnocení tohoto indexu o 20 %–25 %. V další části textu se budeme snažit dokázat, že dráha takového reálného kurzu odráží vliv nákladových faktorů a indikuje ztrátu konkurenceschopnosti.

Nákladové faktory reálného zhodnocení

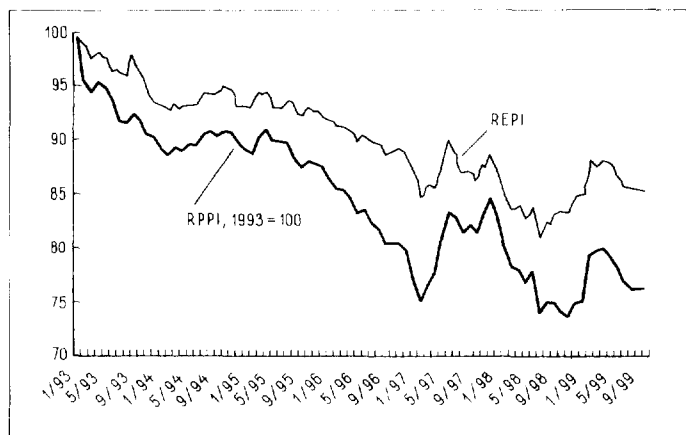
Za ideálních podmínek by *RPPI* byl trvale konstantní. Toto tvrzení vychází ze tří předpokladů. Za prvé, ze základního předpokladu platnosti zákona jedné ceny; jsou-li zbožové a peněžní trhy integrované, obchodovatelné a obchodované zboží by mělo mít všude stejnou cenu. Za druhé, musíme předpokládat, že oba cenové indexy vycházejí ze stejného nebo podobného zbožového koše. A za třetí z předpokladu, že cenové indexy jsou očištěny o změny v kvalitě.

Pozorované zhodnocování *RPPI* lze vysvětlit porušením některého z těchto tří předpokladů. Možnost, že by zlepšení kvality bylo hlavní příčinou zhodnocování, vylučuje již samotná konstrukce indexu. Podle informací ČSÚ by se cenový index neměl měnit se zvýšením ceny zboží souvisejícím se změnou jeho kvality. Proto pokud se cenové indexy vztahují ke stejnému zbožovému koši, zhodnocení *RPPI* je umožněno segmentací trhu a existencí jiných obchodních bariér.¹⁵ Jinými slovy: přestože jde o obchodovatelné zboží, překážky mezinárodní konkurenci a diferenciacie výrobků umožňují domácím výrobcům dosahovat vyššího růstu cen než jejich protějškům v Německu.

K posouzení hypotézy, že *RPPI* není konstantní v důsledku existence diferenciovaného zboží, využijeme rozlišení mezi cenovou politikou skutečných a pouze potenciálních vývozců (zahrnuto v PPI). K tomuto účelu sestavíme další index reálného kurzu, který pomůže postihnout rozdíl mezi domácími a zahraničními trhy a případná zkráslení vyplývající z rozdílné struktury domácích a zahraničních indexů. Ideální by v tomto smyslu byl

¹⁵ Stručně řečeno: světová poptávka po takovém zboží není tak pružná, jak by tomu bylo v případě čistě homogenních výrobků.

GRAF 2 Reálný index cen vývozců (*REPI*)



index složený z cen českého exportu a cen zahraničních výrobců rozdělených do kategorií podle druhu produkce, tj. podle SITC. Kdyby naše hypotéza byla správná, byly by tyto indexy stálejší než odpovídající indexy *RPPI*, opět kategorizované podle SITC. Jelikož tyto indexy nejsou snadno dostupné, používáme agregátní srovnání. Sestavujeme celkový index (*REPI*) skládající se z cen exportu a cen zahraničních výrobců (neklasifikovány podle SITC). Jak lze vidět z *grafu 2*, dokonce i tato aproximace ukazuje větší stabilitu než původní *RPPI*. Můžeme učinit závěr, že domácí trh je do jisté míry chráněn před mezinárodní konkurencí a výrobci obchodovatelného zboží mohou doma prodávat s vyšší cenovou inflací než v zahraničí.

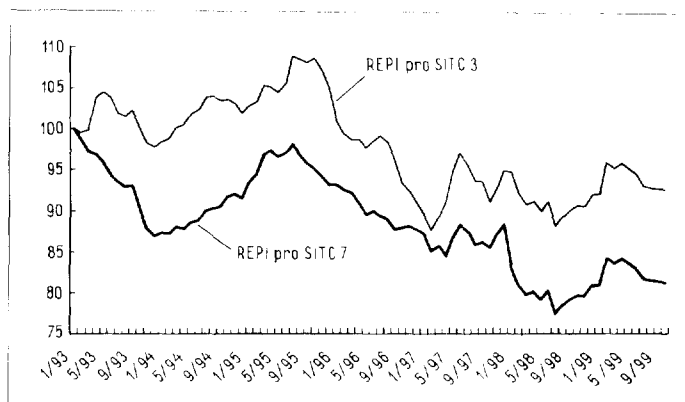
Lze předpokládat, že vyšší stupeň tržní síly domácích prodejců ve srovnání s exportéry (kteří jsou omezeni mezinárodní konkurencí) se promítne do relativně lepších výsledků domácích prodejců. K potvrzení tohoto závěru využijeme údaje o hospodářských výsledcích vzorku českých exportérů.¹⁶ Agregované podnikové údaje klasifikované podle podílu exportu na tržbách – viz *tabulka 6* – potvrzují naši domněnku. Měřeno rentabilitou výnosů, skupina společností vyvážejících od 1 % až do 15 % tržeb si vede mnohem lépe než firmy s převažující úlohou exportu.

Z předchozí argumentace vyplývá, že domácí trh je chráněn a že na něj orientované firmy jsou schopné vytvářet vyšší zisk; nicméně úplnější pohled získáme rozborem vývoje podnikových výsledků v čase. Ziskovost tržeb u firem vyvážejících mezi 1 % a 15 % tržeb vykazuje v letech 1994 až 1998 rychlý pokles. Údaje v *tabulce 7* indikují, proč tomu tak bylo: podíl osobních nákladů na přidávané hodnotě se v těchto méně vyvážejících firmách značně zvýšil. Můžeme tedy učinit závěr, že firmy nevyužily své tržní síly ke zvýšení návratnosti kapitálu, ale byly nuceny zvýšit ceny o růst mezd.

Podobnou analýzu porovnávací více a méně vyvážející firmy lze provést i v jednotlivých sektorech. Všimněme si, že také index *REPI* ukazuje značné

¹⁶ Tato část čerpá z analýzy finanční výkonnosti exportérů od Aleny Buchtíkové (1999). Její vzorek obsahuje přes 300 největších českých exportních firem, které představují více než jednu třetinu celkového vývozu v roce 1998.

GRAF 3 Index reálných cen vývozců (REPI) u různých komoditních skupin



reálné zhodnocování a odchyluje se tak od parity kupní síly. Podobně jako v předchozím případě to lze připisat neelastické světové poptávce po diferencovaném zboží. V rámci dalšího testu naší hypotézy porovnáváme v grafu 3 indexy REPI pro dva sektory SITC. Vybrali jsme komoditní skupinu 3 SITC (minerální palivo, maziva a příbuzné látky) a skupinu 7 SITC (zpracovatelský průmysl), jelikož je u nich zřetelný rozdíl v homogenitě výrobků. Produkce zpracovatelského průmyslu zahrnuje diferencovanější výrobky, než je tomu v sektoru chemických komodit, u nichž je světová po-

TABULKA 6 Rentabilita výnosů exportérů (po zdanění)

odvětví	exportéři					rozdělení exportérů podle podílu exportu na tržbách [%]									
						1-15 %					50-100 %				
	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998
celkem	1,72	2,14	-0,01	-0,05	0,15	8,17	6,16	5,41	1,74	2,8	-0,68	0,01	-3,89	-1,37	-1,94
chemický průmysl	3,76	2,41	1,6	-2,37	0,9	5,27	2,74	0,1	-4,12	2,65	3,32	2,65	1,42	-11,27	-3,21
zpracovatelský průmysl	0,26	0,98	-0,43	-0,44	-0,83	1,38	1,06	-0,52	-2,62	-3,76	-0,62	0,32	-1,76	-1,52	-1,79

zdroj: (Buchtková, 1999)

TABULKA 7 Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě vývozců

odvětví	exportéři					rozdělení exportérů podle podílu exportu na tržbách [%]									
						1-15 %					50-100 %				
	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998
celkem	43,56	43,67	48,18	46,39	48,48	24,87	25,77	28,01	30,85	31,32	52,49	50,00	57,22	51,50	53,33
chemický průmysl	33,09	36,54	41,12	38,32	41,04	23,51	31,03	50,11	39,88	22,46	32,15	33,54	42,54	45,17	49,06
zpracovatelský průmysl	50,94	49,56	55,46	49,76	51,89	48,98	51,52	60,11	59,43	53,85	52,63	49,96	57,65	51,08	53,25

zdroj: (Buchtková, 1999)

TABULKA 8 Růst vývozu (v předchozím roce =100)

1995	1996	1997	1998	1999
117,7	107,3	110,8	118,0	103,1

zdroj: ČSÚ

ptávka velmi pružná bez výrazného vlivu marketingových strategií. Jak graf ukazuje, index *REPI* pro SITC 7 zhodnocuje více než index *REPI* pro SITC 3. Navíc míra zhodnocení indexu komoditní skupiny je daleko méně zřetelná a zdá se, že index má tendenci oscilovat kolem průměrné hodnoty bez zjevné tendence k apreciaci. Podporuje to naše tvrzení, že kdyby neexistovala segmentace trhu a obchodní bariéry, *RPPI* by se zřejmě pohyboval okolo konstantní hodnoty.

Analogicky jako v případě více a méně vyvážejících firem předpokládáme, že vývozci zpracovatelského průmyslu si povedou lépe než výrobci v komoditní skupině SITC 3 patřící do širší třídy chemikálií. Podniková data tento předpoklad potvrzují. Jak je vidět z tabulky 6, vyjdeme-li z porovnání rentability tržeb, situace výrobců chemikálií vyvážejících více než 50 % se značně zhoršila oproti situaci výrobců ve zpracovatelském průmyslu se stejným podílem vývozu. Vývoj podílu osobních nákladů na přidané hodnotě opět dobře dokresluje toto zjištění: producenti komoditního zboží trpěli zvýšením podílu osobních nákladů na přidané hodnotě více než podniky zpracovatelského průmyslu.

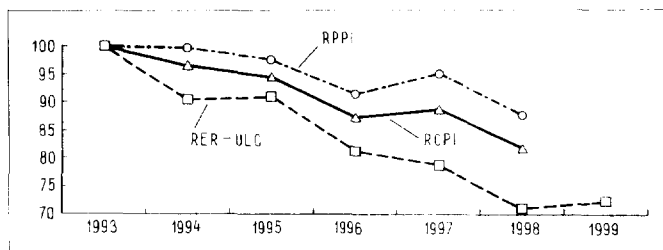
Tvrzení o problémech s konkurenceschopností se však zdají být v rozporu s realitou rostoucího vývozu – jeho dynamika je dokumentována v *tabulce 8*. Růst “reálných” cen vývozu (*REPI*) současně s objemem vývozu mohl být způsoben dvěma faktory. Světová poptávka po našich výrobcích se mohla exogenně zvyšovat díky zlepšující se celkové ekonomické situaci nebo jsou domácí firmy schopny prodávat své výrobky na mezinárodním trhu efektivněji. To by mohlo znamenat, že firmy upouštějí od zaváděcích cen nebo nalézají drobné tržní segmenty, kde mohou uplatnit svou tržní sílu.

Růst exportů je jistě pozitivní jev, avšak je třeba si položit otázku udržitelnosti takového vývoje. Tabulka 7 dokumentuje růst podílu osobních nákladů na přidané hodnotě u vyvážejících firem a fakt, že tento podíl je větší u firem, jež vyvážejí větší podíl své produkce. Vývoj rentability uvedený v *tabulce 6* tomuto závěru odpovídá, neboť relativní zisky (především u více vyvážejících společností) časem klesají. Přirozenou interpretací tohoto vývoje je, že vyšší osobní náklady snižují provozní hospodářský výsledek vývozců a ponechávají menší prostor pro zisk. Růst exportu však při nízké ziskovosti není udržitelný, protože je na překážku kapitálově náročné inovaci a rozšiřování odbytu (propagace nových značek a jiné formy marketingu jsou nákladné a jejich financování je poklesem rentability ohroženo), což jsou faktory nezbytné pro dlouhodobý úspěch.¹⁷

Nízká návratnost kapitálu také vede k přesunu zájmu investorů od vývozců k výrobcům, kteří se více orientují na domácí trh a jejichž schopnost přenést vysoké mzdové náklady do cen je vyšší v důsledku menší konkurence. Tato ochrana před mezinárodní konkurencí však může být v mnoha

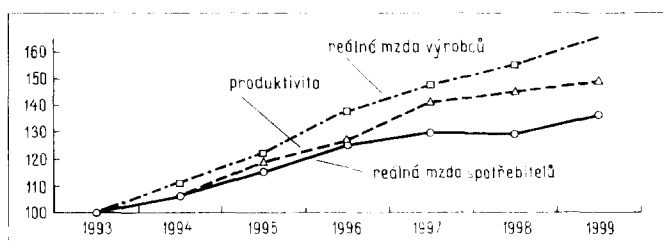
¹⁷ Podrobnější analýza (Buchčíková, 1999) ukazuje dynamický dopad tohoto poklesu na rentabilitu. Růst investic se zpomaluje a ve vyvážejících společnostech nezůstávají zadržené zdroje, které by sloužily k jejich expanzi.

GRAF 4 Index reálného kurzu podle jednotkových nákladů práce ve zpracovatelském průmyslu vzhledem k Německu



zdroj: OECD

GRAF 5 Reálné mzdy a produktivita



zdroj: OECD, ČSU

případech pouze dočasná, protože s postupující integrací budou překážky, které brání obchodu a mezinárodní konkurenci (vstup do EU), odstraňovány. Mnozí výrobci zboží, se kterým se dnes neobchoduje, ale které je potenciálně obchodovatelné, náhle zjistí, že nejsou schopni čelit zahraniční konkurenci. Zhodnocení *RPPI* proto interpretujeme jako akumulovaný potenciál ztráty ziskovosti, která by se realizovala, kdyby došlo k integraci trhu a zvýšení konkurence.

Identifikovali jsme rostoucí podíl osobních nákladů jako příčinu klesající ziskovosti producentů obchodovatelného zboží. Zbývá však vyšetřit mechanismus, kterým k tomuto nárůstu dochází. K tomu použijeme opět mezinárodní srovnání. Indikuje-li skutečně nárůst podílu osobních nákladů problémy s konkurenceschopností, je možné očekávat, že cena domácí práce se bude v mezinárodním srovnání výrazně zvyšovat. Pro tento účel jsme zkonstruovali index relativních jednotkových nákladů práce ve zpracovatelském průmyslu opět ve vztahu k Německu. Vývoj tohoto indexu (*RER-ULC*) je prezentován na *grafu 4* spolu s vývojem reálných kurzů podle CPI a PPI. Výrazný příspěvek růstu domácích jednotkových nákladů práce ke zhodnocování indexů *RCPI* a *RPPI* je zřejmý.

Na *grafu 5* je dokumentováno, že tento růst jednotkových nákladů práce souvisí se mzdovou inflací. Mzdová inflace vedla k tomu, že reálná mzda výrobců rostla více než produktivita, což znamená rust reálných jednotkových nákladů práce (tj. podílu práce na přidané hodnotě), který je doložen výše. Tím se kruh uzavírá a máme dostatek důkazů o tom, že pozorovaná reálná apreceiace má do značné míry svůj původ v nadměrném růstu mezd.

Graf 5 také naznačuje, že vývoj reálné spotřebitelské mzdy mohl být faktorem, který tlačil na přílišný růst reálné mzdy výrobců. Implicitně předpokládáme, že reálná mzda je určována vyjednávacím mechanismem za účasti odborů, zaměstnavatelských svazů a vlády. Takové uspořádání umožňuje monopolně nastavit reálnou mzdu nad tržní úroveň, při které by došlo k vyčištění trhu v neoklasickém smyslu. To znamená reálnou mzdovou rigiditu na českém trhu práce s negativními dopady do výstupu a zaměstnanosti. V kontextu teorie OCA lze proto tuto rigiditu interpretovat jako sekvenci reálných negativních (a rovněž asymetrických) šoků, které vyžadují přizpůsobení nominálního kurzu. Zhoršující se konkurenční pozice tlačí na depreciaci kurzu jak prostřednictvím zhoršení běžného účtu platební bilance, tak prostřednictvím odlivu kapitálu od neziskových výrobců.

Strukturální faktory reálného zhodnocování

Předchozí analýza ukazuje, že zhodnocování *RPPI* indikuje nevyvážený a z dlouhodobého hlediska zřejmě neudržitelný vývoj. Naopak rozdíl mezi *RPPI* a *RCPI* (reálný kurz vycházející z *CPI*) v grafu 1 lze připsat strukturálním faktorům transformace. Tyto strukturální faktory tlačí na růst cen v sektoru neobchodovatelného zboží, a proto způsobují větší růst indexu *CPI* než indexu *PPI*, který aproximuje zboží obchodovatelné. Příkladem takových tranzitivních strukturálních faktorů je i postupná deregulace cen sociálně citlivých položek.

Mechanismus reálné apreciace způsobené strukturálními faktory je založen na tom, že celková inflace se skládá z inflace v obchodovatelném zboží, která je více nebo méně determinována inflací světovou a pohyby nominálního měnového kurzu, a ze vzájemného pohybu cen obchodovatelného a neobchodovatelného zboží. Strukturální faktory reflektují determinanty této relativní ceny neobchodovatelného zboží. Předpokládáme-li, že práce je jediným výrobním faktorem a že existuje mzdová homogenita mezi oběma sektory, je možné ukázat – viz např. (Obstfeld – Rogoff, 1996, kap. 4) –, že za poměrně obecných předpokladů je tato relativní cena určena relativní mezní produktivitou práce.¹⁸ V tomto kontextu poroste relativní cena neobchodovatelného zboží v závislosti na mezisektorovém diferenciatu produktivity.

Graf 1 ukazuje, že tyto faktory skutečně způsobují reálné zhodnocení, avšak v mnohem menší míře než nákladové faktory (*RPPI*). Lze učinit závěr, že zásadní roli v dosavadním reálném zhodnocování lze připsat nákladovým faktorům, které zhoršují celkovou konkurenční pozici ekonomiky.

Odlišný názor od našeho mají někteří autoři, kteří se domnívají, že reálná apreciace pozorovaná u transformujících se zemí odráží především strukturální rysy a je znakem rovnovážného vývoje. Mimo jiné uvádějí, že tyto země začínaly na značně podhodnocené úrovni mezd a nyní dochází pouze k jejich návratu k rovnováze – např. (Halpern – Wyplosz, 1997) nebo (Krajnyáková – Zettelmeyer, 1998). Tyto studie používají velké panely zemí a odhadují „rovnovážnou“ dolarovou mzdu jako funkci produktivity, vzdělání a dalších charakteristik fyzického a lidského kapitálu dané země. Docházejí k závěru, že skutečné dolarové mzdy se v transformujících se ze-

¹⁸ Jinými slovy: poptávka nehraje žádnou roli.

mích nacházejí pod odhadnutou rovnovážnou hladinou. Pro Českou republiku uvádějí Krajnyaková a Zettelmeier, že skutečná dolarová mzda reprezentovala v roce 1995 pouhých 54–66 % (v závislosti na specifikaci odhadu) rovnovážné úrovně. Navíc argumentují, že jejich odhad rovnovážné hladiny je spíše konzervativně nízký.

Tato argumentace však bohužel nevysvětluje, kam se poděla podstatná konkurenční výhoda, kterou jistě musejí tak nízké osobní náklady přinášet. Ani my nejsme schopni takové vysvětlení přinést – což jistě neznamená, že to není možné. Nicméně jak autoři poznamenávají, odhadnuté rovnovážné dolarové mzdy odpovídají tomu, co by si daná země mohla „dovolit“ vzhledem k úrovni svého fyzického a lidského kapitálu. Implicitně se však předpokládá, že použité charakteristiky plně vystihují potenciál dané tranzitivní země a že ta je v ostatních ohledech identická s reprezentativní vyspělou zemí. Autoři poznamenávají, že zahrnutím dostupných přímých indikátorů ostatních, například institucionálních, faktorů se jejich odhady podstatně nemění. Bohužel však autoři konkrétně neuvádějí indikátory, které použili k pokrytí problematiky výkonu vlastnických práv, ochrany věřitele, právního rámce či politické stability. Domníváme se, že spolehlivá konstrukce takových proměnných je velice obtížná, ale že tyto vlivy jsou pro vývoj tranzitivní ekonomiky klíčové. Ačkoli je české institucionální prostředí alespoň podle jména tržně orientované, mnoho autorů nachází v jeho fungování podstatné odchylky od standardního uspořádání. Například kuponová privatizace spolu se způsobem a časováním transformace právního systému měla dalekosáhlé následky pro vlastnickou strukturu, vztah mezi vlastníky a managementem a pro řízení podniků jako takové – (Stiglitz, 1998), (Weiss – Nikitin, 1998), (Ellerman, 1998).

Mimořádně nízká předtransformační úroveň mzdových nákladů navíc negarantuje snadnou možnost umístění zboží na mezinárodním trhu, protože zejména v diferencovaných produktech hrají důležitou roli necenové faktory. Jestliže se ty nezmění, pak změny v relativních nákladech jsou důležitější než absolutní úroveň nákladů. Připomeňme v této souvislosti růst relativních nákladů spolu s poklesem ziskovosti k nule, pokles investiční aktivity a pokles zadržovaných zisků (viz výše). To vše podle našeho názoru dokládá vážný pokles konkurenceschopnosti českých firem, který není možné považovat za rovnovážný strukturální rys transformující se ekonomiky. Abychom však argumentovali v souladu s diskutovanými studiemi, uvádíme v *tabulce 9* podíl osobních nákladů na přidané hodnotě pro různé průmyslové sektory v zemích OECD a v České republice v roce 1998. Ačkoliv se hodnoty pro ČR většinou pohybují ve spodních hladinách uvedených intervalů, nejsou zcela mimo obvyklý rozsah a pro mnohá odvětví jsou hodnoty naopak poměrně vysoké. Domníváme se, že to zpochybňuje tvrzení, že české mzdy (a osobní náklady) jsou hluboko pod svou rovnovážnou hladinou.

Specifické transformační rysy: příliv kapitálu

Skutečnost, že zhoršování konkurenceschopnosti není vždy absorbováno znehodnocením kurzu, je způsobena dlouhodobým přílivem zahraničního kapitálu. Velká část tohoto přílivu je motivována spíše atraktivností české ekonomiky než čistě spekulativními důvody, jak tomu bylo v minulosti. Tato atraktivnost je ještě umocňována speciálními pobídkami pro přímé zahraniční investice (FDI) a vede ke střednědobému apreciačnímu trendu.¹⁹ Ač-

TABULKA 9 Podíl práce na přidané hodnotě ve zpracovatelském průmyslu v mezinárodním srovnání v %

	minimum	maximum	ČR 1998
zemědělství	11,72	40,52	75,38
dobývání nerostných surovin	6,60	64,58	62,98
potravinářství a tabákový průmysl	35,77	61,41	34,81
textilní a kožedělný průmysl	49,95	95,59	74,47
chemický průmysl	30,18	61,31	41,04
průmysl zpracování kovů	41,40	77,19	63,28
zemědělské a průmyslové strojírenství	60,55	84,46	51,12
elektrotechnický průmysl	55,95	69,67	72,07
výroba a distribuce elektřiny plynu a vody	14,48	42,56	15,68
stavebnictví	41,70	80,32	95,19
obchod, pohostinství a ubytování	25,49	77,94	31,90
doprava, skladování a telekomunikace	47,04	66,34	57,05

zdroj: OECD, *International Sectoral Database*. Minimální a maximální hodnoty pro 15 zemí OECD.

koliv je obtížné odhadnout přesný objem budoucího přílivu kapitálu, rozhodně bude vyšší než v současnosti v důsledku odstraňování různých bariér (např. na trhu nemovitostí) před přijetím do EU.

Důsledky nominálního zhodnocování souvisejí s již zmiňovanou flexibilitou nominálních mezd směrem dolů. Z reakce ekonomiky na pokles peněžní zásoby a nominálního zhodnocování v roce 1998, kdy deflace byla kombinována s růstem reálných mezd, můžeme usuzovat, že existuje značná strnulost nominálních mezd směrem dolů. Zhodnocování měny je pak faktorem, který brzdí růst. Z tohoto úhlu pohledu je příliv zahraničního kapitálu, který nepřispívá ke zlepšování produktivity obchodovatelného zboží, analogií tzv. „holandské nemoci“ s tím rozdílem, že místo nálezu ropy zde jde o všeobecnou atraktivnost české ekonomiky.²⁰

Jinými slovy: v důsledku zřejmé strnulosti cen je nominální kurz důležitou determinantou měnového kurzu. Očekávaný příliv FDI tak představuje další zdroj asymetrických poruch.

Závěr

Pro posouzení připravenosti české ekonomiky na neodvolatelné fixování kurzu jsme probrali potenciální výhody i nevýhody společné měny s EMU. Použili jsme přitom tradiční teorii optimální měnové oblasti. Za prvé jsme prozkoumali existenci nekurzových kanálů adaptace ekonomiky na reálné

¹⁹ Na první pohled se zdá zřejmé tvrzení, že příliv FDI způsobuje zhodnocení kurzu. Je to však v jistém smyslu paradoxní jev, kterým by bylo třeba se zabývat podrobněji. FDI představují závazky vůči zahraničním subjektům. Současná hodnota těchto závazků je – díky racionalitě investorů – přinejmenším stejná, avšak s velkou pravděpodobností mnohem vyšší než skutečná výše investic. Proto je třeba vzít v úvahu zdroje jejich budoucího splácení. V odvětvovém členění je zaznamenán značný příliv do odvětví obchodu, maloobchodu a služeb, do finančního sektoru a telekomunikací. Tato odvětví se zabývají víceméně neobchodním zbožím, a proto jejich rozvoj může stěžít vyvolat zvýšenou potřebu cizí měny v budoucnu.

²⁰ Dokud bude apreciacie tažena produktivními FDI, může vyšší produktivita zmírnit tlak na znehodnocování kurzu spojené s problémy konkurenceschopnosti v ostatních sektorech.

asymetrické šoky. Zjistili jsme, že účinnost těchto mechanismů (nominální flexibilita mezd a cen, mobilita pracovních sil a fiskální redistribuce) je omezená. Dále jsme se zabývali pravděpodobností, že ekonomika bude zasažena asymetrickými šoky, které by vyžadovaly takové přizpůsobení. S použitím tzv. OCA-indexu jsme zjistili, že naše ekonomika je strukturálně (ve smyslu OCA) velmi blízká Německu a EU jako celku. Tato zjištění naznačují, že překážek, které by bránily zavedení eura v ČR, není mnoho. Avšak existence specifických transformačních rysů české ekonomiky toto konstatování vážně zpochybňuje.

Nevyvážený mzdový mechanismus (rigidita reálných mezd) ohrožuje stabilitu plně fixního kurzového uspořádání v důsledku jeho nepříznivých dopadů na konkurenceschopnost českých vývozců. Přesto může být fixní režim stále žádoucí, neboť díky rigiditě nominálních mezd nemůže trh pracovních sil čelit trvalému přílivu kapitálu a z toho plynoucímu nominálnímu zhodnocování.

Bylo by tedy ideální, kdyby kurzové uspořádání vůči euru mohlo zabránit dalšímu zhodnocování měny, ale zůstalo natolik flexibilní, aby umožňovalo změny směrem dolů při zhoršující se konkurenceschopnosti. V tomto smyslu by okamžité přijetí eura tento požadavek nesplňovalo.

Tyto závěry by ovšem neměly vyvolávat falešný dojem, že kurzová politika je nápravným prostředkem při selhání trhu pracovních sil. Je pravda, že zhoršující se konkurenceschopnost tažená vysokými reálnými mzdami v konečném důsledku vyvolá změnu kurzu, což – po určitou dobu a pouze v důsledku nominální strnulosti – může zmírnit problém příliš vysoké ceny práce. Avšak dokud se nepodaří odstranit skutečné reálné příčiny selhání na trhu pracovních sil, problém konkurenceschopnosti se bude opakovat. Délka této devalvační podpory závisí na rychlosti a úplnosti transmise z dovozních cen do spotřebních a do nominálních mezd. To závisí na fázi hospodářského cyklu, úrovni nezaměstnanosti, inflačních očekáváních a vnějším prostředí.²¹ I když kurzová politika může pomoci zabránit opakovaným vzestupům a propadům, fiskální i měnová politika by měla věnovat zvláštní pozornost přímo trhu pracovních sil, zejména pokud jde o mzdová vyjednávání.

Závěrem je třeba říci, že pokud přetrvávají reálné rigidity, má fixní, ale přizpůsobitelné uspořádání přednost před neodvolatelnou eurizací. Jestliže však dojde k úpravě mzdových vyjednávání a růst reálných mezd bude nižší než růst produktivity, potom bude stabilní kurz nejen dlouhodobě udržitelný, ale může se stát i důležitým faktorem vytvářejícím prostor pro zvýšení rentability výrobců obchodovatelných statků. Jak ukazují příklady Japonska a Irska uvedené zde v Příloze, s trvale fixní měnou mohou konkurenční výhody vycházející z trhu práce mít dlouhodobý²² charakter a mohou podpořit růst a reálnou konvergenci.

²¹ Jak ale ukazují zkušenosti některých zemí (např. Irsko – viz Příloha), takové období může být i dosti dlouhé.

²² Děkujeme Geffu Pughovi za původní formulaci této myšlenky, vycházející z výzkumu podobných problémů ve Velké Británii – viz (Beachill – Pugh, 1998).

PŘÍLOHA

Reálný měnový kurz a růst: Japonsko a Irsko

V následující části uvádíme dva případy úspěšně zkonvergovaných ekonomik a zaměříme se na roli reálného kurzu v tomto procesu.

Japonsko

Graf 6 znázorňuje kurzy japonského jenu vůči americkému dolaru a růst japonského HDP od roku 1957. Jedná se o index nominálního měnového kurzu, index reálného kurzu založeného na indexech spotřebitelských cen v obou zemích (*RCPI*) a index reálného kurzu založeného na cenách amerických výrobců a japonských velkoobchodních cenách (*RPPI*).

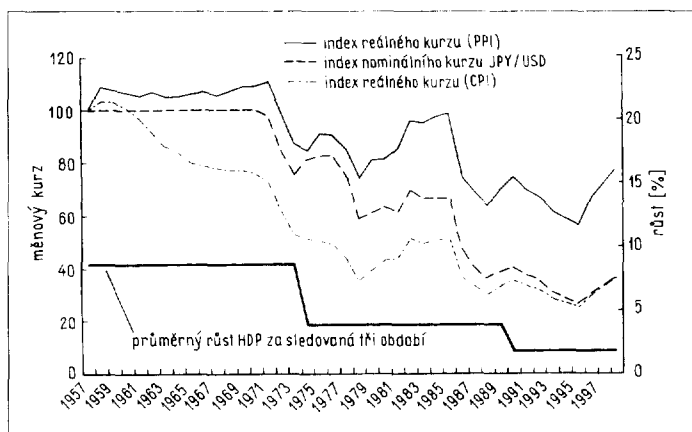
Všimněme si několika společných rysů s podobným grafem pro ekonomiku ČR. V obou případech pozorujeme jak absolutní, tak i relativní (vzhledem k *RPPI*) zhodnocení indexu *RCPI*. Rozpětí mezi *RCPI* a *RPPI* lze vysvětlit strukturálními faktory podle Balassy a Samuelsona. Obě země také v určitém období používaly režim pevně stanoveného kurzu a jindy zase režim volného plování. V obou případech pozorujeme silný vliv nominálního měnového kurzu na reálné kurzy (zejména na *RPPI*) v případě kolísání měny.

Přes všechny tyto podobnosti existují důležité a podle našeho názoru základní rozdíly. Největší rozdíl je v chování reálných kurzů v období režimu pevně stanoveného kurzu. Zatímco u nás v tomto období došlo v důsledku nákladových faktorů ke zhodnocení *RPPI*, v Japonsku pozorujeme velmi stálou trajektorii ukazující na vyrovnaný vývoj mezd a dalších nákladových faktorů. Je to pozoruhodné, neboť japonský průmysl zaznamenal v tomto období velmi prudký růst výkonu na jednoho pracovníka. Lze z toho usuzovat, že základní roli zde hrál vztah mezi růstem produktivity a mzdami. Kdyby totiž průmyslové mzdy rostly rychleji než produktivita, pozorovali bychom v delším časovém horizontu inflaci výrobních cen, což by se však v režimu pevně stanoveného kurzu muselo projevit v indexu *RPPI*.

Japonská ekonomika si vedla velice dobře a vykazovala téměř 10% průměrný roční růst. Ačkoli není možné dokázat přímou příčinnou souvislost mezi stabilní konkurenceschopností (vyjádřenou křivkou reálného kurzu) a úspěchem japonské ekonomiky, nepovažujeme vývoj v těchto oblastech za pouhou shodu okolností. Daná dynamika odpovídajícího reálného kurzu indikuje investičně příznivé prostředí, a tudíž i dobré podmínky pro ekonomický růst.

V období po rozpadu brettonwoodského systému také Japonsko zaznamenalo určité zhodnocení *RPPI*. Nicméně průměrné roční zhodnocení *RPPI* je asi desetkrát nižší než v případě ČR. Zhodnocení *RPPI* v ČR bylo výsledkem mnohem rychlejšího růstu cen výrobců, než bylo znehodnocení nominálního kurzu, což svědčí o reálných (endogenních) rigiditách. Japonský *RPPI* aprecioval zase v důsledku pomalejšího poklesu cen oproti extrémně prudkému poklesu jenu vůči dolaru. Zatímco v devadesátých letech nákladová inflace v ČR souvisela se mzdami, v Japonsku hrály hlavní roli v nákladové inflaci ropné cenové šoky. A navíc, na rozdíl od velmi liberalizované a otevřené české ekonomiky je Japonsko známé svou vysokou úrovní ochrany domácího trhu. Tyto obchodní bariéry umožnily japonským společnostem odolat potenciální ztrátě konkurenceschopnosti vyplývající ze silnějšího *RPPI*.

GRAF 6 Reálné kurzy pro Japonsko



Irsko

Irsko je dalším příkladem země, která se úspěšně transformovala na ekonomiku, jejíž výroba na jednoho obyvatele převyšuje průměr Evropské unie. Je to učebnicový příklad konvergence v rámci EU, protože ještě před dvaceti lety tato země vykazovala asi 60 % HDP EU na jednoho obyvatele. Její běžný účet je přebytkový, zatímco v minulosti činil až -12% HDP. Vysoká nezaměstnanost se snížila na průměr v EU, inflace je pod kontrolou a je na úrovni Německa, dluh veřejného sektoru poklesl na 8 % HDP. Všechny tyto charakteristicky odpovídají znakům, které by v budoucnu mohla ideálně mít i česká ekonomika. Vzhledem k tomu, že jsou obě ekonomiky relativně malé a velmi otevřené, irská zkušenost by mohla být cenným vodítkem pro tvorbu české politiky.

Za pilíře irské stabilizace a konvergence²³ jsou považovány tři faktory. 1. příznivá dynamika reálného kurzu, která byla dosažena centralizovaným mzdovým vyjednáváním a manipulací s nominálním kurzem, 2. reforma veřejných financí a 3. – především – příliv produktivních zahraničních investic, který byl částečně výsledkem příznivého investičního prostředí daného prvními dvěma faktory a vysokou úrovní lidského kapitálu.

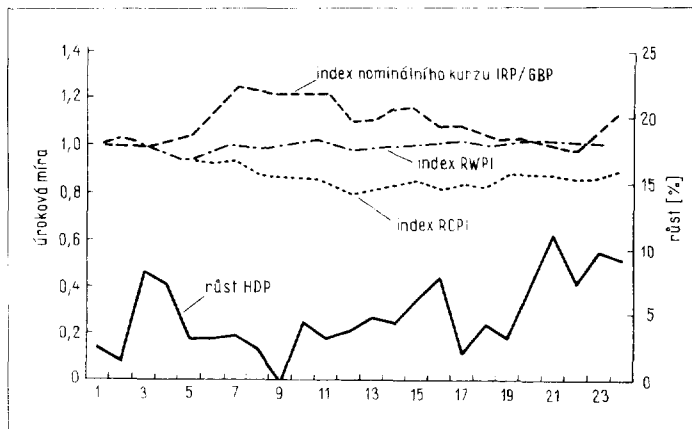
Graf 7 znázorňuje dynamiku ročních průměrů indexu nominálního kurzu irské libry (vůči britské libře) a indexu nominálního kurzu založeného na indexu velkoobchodních cen (RWPI), jež může sloužit jako aproximace pro reálný kurz založený na cenách výrobců. Tyto indexy jsou přepočteny na základ roku 1975. Index reálného kurzu založený na indexu spotřebitelských cen (RCPI) je uváděn od roku 1979.

Podobně jako v počáteční fázi přechodu japonské ekonomiky lze i u Irska pozorovat stálý vývoj reálného kurzu související s cenami v sektoru obchodovatelného zboží (RWPI), s mírnou tendencí k depreciaci. Naproti tomu reálný kurz související se spotřebitelskými cenami zhodnotil.²⁴

²³ Pro podrobnosti odkazujeme čtenáře na vynikající soubor prací týkajících se irského procesu sblížení od Franka Barryho (1999).

²⁴ Pro vysvětlení by zde opět mohl být použit Balassuv a Samuelsonuv efekt.

GRAF 7 Reálné kurzy Irska



Jako rozhodující faktor pro vývoj *RWPI* se ukázalo chování mezd. V sedmdesátých letech vyšlo najevo, že decentralizovaná kolektivní mzdová vyjednávání vyvolávala inflační tlaky a vysokou nezaměstnanost a poškozovala mezinárodní konkurenceschopnost irské pracovní síly. K vyřešení této situace navrhla v osmdesátých letech vláda odborům snížení daní z příjmu a snížení příspěvků sociálního pojištění výměnou za snížení růstu nominálních mezd. Příznivá dynamika mzdových nákladů pak zatraaktivnila irskou pracovní sílu a stimulovala přímé zahraniční investice. Zaměstnanci však znevýhodnění nebyli, protože jejich ztráty v hrubých mzdách byly vykompenzovány nižšími daněmi.

Kromě příznivého vývoje mzdových nákladů byla pro konkurenceschopnost důležitá také dynamika nominálního kurzu. Pro dosažení střednědobé stabilizace bylo během sedmi let dvakrát použito kompetitivní devalvace (kumulativně převyšující 20 %). Ukázalo se, že cenová a mzdová rigidita byly natolik silné, že udržely reálné následky devalvace nejméně po dobu čtyř až pěti let a ani reálný kurz *RWPI* se nevrátil zcela na svou úroveň před devalvací.

Kromě příznivé dynamiky reálného měnového kurzu a reformy veřejných financí byly dalšími důležitými faktory stabilizace a růstu příliv produktivních zahraničních investic. Přímé zahraniční investice do vývozních odvětví podpořily konkurenceschopnost místní výroby na světovém trhu a vyvolaly vývozem tažený růst. Ačkoliv již koncem sedmdesátých let byla míra investic vyšší než 30 % (tedy podobně jako v České republice v polovině devadesátých let), představovala tehdy hlavně investice o nízké mezní produktivitě, které nemohly ovlivnit dlouhodobou míru růstu. Pouze činnost mnohonárodních korporací, které přinesly do země moderní technologie, podnikovou kulturu a zavedly efektivní výrobu, učinila mnohé technologicky náročné sektory konkurenceschopnými. Nicméně je třeba rozlišit široký pojem přímých zahraničních investic od omezenějšího pojmu přílivu produktivního kapitálu. Například převod majetku související výhradně s privatizací spadá do kategorie přímých zahraničních investic, ale sám o sobě pozitivní změnu produktivity neznamená.

Irský případ ukazuje, že fiskální a měnová politika v malých otevřených ekonomikách by měla aktivně napomáhat konkurenceschopnosti pracovní síly země. V souladu s naší dřívější diskuzí můžeme tuto konkurenceschopnost nahradit reálným měnovým kurzem v cenách výrobců (*RPMI*). Zatímco měnová politika ovlivňuje reálný kurz nominální sazbou přímo, role fiskální politiky je různorodější. Vedle devizových operací prováděných fiskálními institucemi a souvisejících s privatizací a veřejným dluhem můžeme pozorovat důležitý vztah mezi fiskální politikou a vývojem reálných mezd, tj. nákladových faktorů reálného zhodnocení. Vláda by měla při mzdových vyjednáváních prosazovat politiku nižšího růstu mezd nebo – v nejhorším v případě – růstu rovnajícího se růstu produktivity. Mzdová politika veřejného sektoru by navíc měla úzce souviset s produktivitou, aby se zabránilo mzdové inflačním signálům.

Shrneme-li, pak vhodná kombinace měnové a fiskální politiky omezující další nominální zhodnocování a předchozí nadměrný růst mezd by významně pomohla celkové konkurenceschopnosti, což by mělo pozitivní dopad na reálnou ekonomiku.

LITERATURA

- BARRY, F. (Ed.) (1999): *Understanding Ireland's economic growth*. Macmillan, 1999.
- BAYOUMI, T. – EICHENGREEN, B. (1997): Ever closer to heaven? An optimum–currency area index for European countries. *European Economic Review*, 1997, Vol. 41, No. 3–5, April.
- BAYOUMI, T. – EICHENGREEN, B. (1993): Shocking aspects of European monetary unification. In: Torres, G. – Giavazzi, F. (Eds.): *Adjustment and growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press, Cambridge, 1993, pp. 193–229.
- BEACHILL, B. – PUGH, G. (1998): Monetary cooperation in Europe and the problem of differential productivity growth: an argument for a 'two-speed' Europe. *International Review of Applied Economics*, 1998, Vol. 12, No. 3 (September), pp. 445–57.
- BOONE, L. – MAUREL, M. (1998): Economic convergence of the CEECs with the EU. *CEPR Discussion Paper*, November 1998, No. 2018.
- BUCHTIKOVÁ, A. (1999): *Analýzy finančních údajů exportérů v letech 1994–1998*. Praha, Česká národní banka, prosinec 1999 – mimeo.
- DE GRAUWE, P. (1996): Monetary union and convergence economics. *European Economic Review*, 40, 1996, No. 3–5.
- ELLERMAN, D. (1998): Voucher privatisation with investment funds: An institutional analysis. *Policy Research Working Paper* (World Bank), No. 1924. Washington D.C., 1998.
- HALPERN, L. – WYPLOSZ, CH. (1997): Equilibrium exchange rates in transition economies. *IMF Staff Papers*, 1997, Vol. 44, No. 4.
- KEJAK, M. – VAVRA, D. (1999): Modelling the macroeconomic impact of the CSF on the Czech Republic using the HERMIN model: some preliminary results. *CERGE Discussion Paper*, 1996, No.1999–27.
- KRAJNÝÁK, K. – ZETTELMEYER, J. (1998): Competitiveness in transition economies: What scope for real appreciation. *IMF Staff Papers*, 1998, Vol. 15, No. 2.
- KRUGMAN, P. (1990): *Rethinking international trade*. Cambridge, (Mass.), MIT Press, 1990.
- MUNDELL, R. A. (1961): A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51, 1961, pp. 657–665.
- OBSTFELD, M. – ROGOFF, K. (1996): *Foundation of international macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge (MA), 1996.
- PUGH, G. – TYRRALL, D. – TARNAWA, L. (1999): Exchange rate variability, international trade, and the single currency debate: a survey. In: Meussen, W. (Ed.): *Economic policy in the EU: current perspectives*. Blackwell, 1999.
- STIGLITZ, J. (1998): *Reflections on the theory and practice of reform*. Stanford University, 1998 – mimeo.

- VAVRA, D. (1999): Nominal versus real convergence in a CEE transition country: Do the Maastricht criteria make sense for the Czech Republic? *CERGE Discussion Paper*, 1999, No. 1999–27.
- WEISS, A. – NIKITIN, G. (1998): *Performance of Czech companies by ownership structure*. Paper presented at the International Workshop in Transition Economics, Prague, July 1998.
- WIHLBORG, C. (1995): *Sources of gains of joining the European Monetary Union and how to avoid the costs of the transition*. Tillburg University, 1995 – mimeo.

SUMMARY

JEL Classification: F15; F33; P22; P29

Keywords: Czech Republic – competitiveness – optimum currency areas – real exchange rate – transition

Road to EMU: Do We Need a Flexible Exchange Rate?

Martin CINCIBUCH, David VÁVRA: Czech National Bank; CERGE, Charles University, Prague; Economics Institute, Academy of Sciences of the CR

The authors consider the current exchange-rate regime in the Czech Republic as the Czech economy prepares for entry into the EU and the EMU. The macroeconomic impacts of a single-currency regime are classified according to traditional OCA theory. Using quantitative measures, the authors find the degree of macroeconomic convergence between the Czech and German (EU) economies sufficient enough to preclude major obstacles to the implementation of a fixed-currency regime in the Czech Republic. Also examined are the transitional specifics of the Czech economy. The paper analyzes the real appreciation of the Czech currency and its competitiveness and finds that the development of cost factors exert depreciatory pressures on the exchange rate. Conversely, a fixed regime might alleviate problems related to the influx foreign capital and consequent nominal appreciation—an idiosyncrasy of the Czech economy. However, once labor market rigidities are removed, a fixed regime offers the Czech economy a basis of sustainable competitive advantage, growth, and convergence to the EU.

Informace pro čtenáře

Od června letošního roku bude možné časopis *FINANCE A ÚVĚR* zakoupit i v těchto čtyřech pražských prodejnách:

Linde Praha, a.s., Opletalova 35, 115 51 Praha 1, tel. 24 21 10 73 (fax), 24 23 52 11

Knihkupectví Academia, Václavské nám. 34, Praha 1, tel.: 24 22 35 11, 24 22 35 13

Karolinum-nakladatelství UK – knihkupectví, Celetná 18, Praha 1, tel.: 24 49 14 48

Ekopress (v budově VŠE), nám. W. Churchilla 4, Praha 3, tel.: 24 095 881

aktuální ekonomické informace na internetu: <http://www.ucetni.cz>