

Riziká európskej menovej únie¹

Jan IŠA*

Čas. 2112

79086

The Risks of European Monetary Union

Abstract

This article presents the idea that euro area is an „immature“ monetary union, which is far from optimum currency area. The „immaturity“ of EMU which is associated with its heterogeneous asymmetric economic structure, can be deepened along with further enlargement of European Monetary Union. Single monetary policy does not satisfy various interests of all EMU members.

Keywords: *costs and benefits of EMU, hypothesis of the endogeneity of OCA criteria, symmetric and asymmetric shocks, asymmetric structure of EMU*

JEL Classification: E52, F15, F33

Úvod

Z viacerých kritických analýz európskej menovej integrácie si zasluhujú pozornosť najmä tie prístupy, ktoré charakterizujú eurozónu ako „nezrelú“ menovú úniu, ktorá je vzdialená optimálnej menovej oblasti.² *Nezrelosť* európskej menovej únie sa spravidla spája s absentujúcim mechanizmom hospodárskopolitickej koordinácie, s asymetrickou štruktúrou eurozóny (najmä s existenciou oddeľných, samostatných trhov práce), k čomu možno ešte pripojiť absenciu fiškálnej solidarity a rastúcu heterogénnosť ekonomiky európskej menovej únie.³ Ak by sme z hľadiska týchto kritérií porovnávali eurozónu a USA ako menové oblasti, celková bilancia by vyznela jednoznačne v prospech USA.

* doc. Ing. Jan IŠA, DrSc., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava 1; e-mail: jan.isa@savba.sk

¹ Príspevok vznikol pri riešení úloh grantového projektu VEGA 2/3138/23.

² Pozri napríklad Ch. Allsop – M. Artis [1]. *Nezrelosť*, ktorá je charakteristickou črtou súčasnej dvanásťčlennej eurozóny, by sa, prirodzene, mala ďalej prehľbovať spolu s rozširovaním európskej menovej únie (EMÚ). Novými členmi EMÚ sa totiž väčšinou stanú relatívne málo výkonné ekonomiky, v dôsledku čoho sa podstatne prehĺbi ekonomická heterogénnosť celej menovej únie. To sa zasa môže odzrkadliť v asynchrónnosti ekonomických šokov a v rozdielnych požiadavkách na podobu jednotnej menovej politiky.

CVII SR Bratislava

EV.....

Nezrelosť európskej menovej únie má svoj pôvod aj v tom, že pri jej vzniku mali rozhodujúcu úlohu politické, a nie ekonomické faktory. „Menová únia predstavovala cestu, ako ešte pevnejšie zakotviť Nemecko v západnej Európe a predísť tak tomu, aby sa v budúcnosti stalo destabilizujúcim faktorom, ako to bolo v minulosti.“ [2]⁴

Náklady a prínosy menovej únie

Ekonomovia, ktorí vychádzajú z teórie optimálnej menovej oblasti (OMO),⁵ spravidla hodnotia potrebu, resp. prospešnosť vzniku menovej únie pomocou *analýzy nákladov a prínosov (cost-benefit analysis)*. Výsledná bilancia týchto nákladov a prínosov má ukázať, či menová únia bude pre prístupujúcu krajinu čistým prínosom a prispeje k zvýšeniu blahobytu.

Za hlavné konkrétne prínosy (úžitky) menovej únie sa v teórii menovej integrácie zvyčajne považuje zníženie transakčných nákladov, odstránenie rizika finančných a menových kríz, resp. turbulencií, obmedzenie, resp. vylúčenie volatility menového kurzu, zníženie úrokových sadzieb, integrácia finančných trhov, úspora menových rezerv, väčšia transparentnosť ekonomických procesov (jedna zúčtovacia jednotka) a ľahšia komparácia cien v rozličných krajinách.

Na druhej strane tejto bilancie sú náklady, resp. riziká spojené so zavedením spoločnej meny, ktoré vyplývajú predovšetkým z toho, že prístupujúca krajina sa

³ V tejto súvislosti treba upozorniť, že konečná podoba EMÚ (podobne ako EÚ) nie je zatiaľ vôbec teritoriálne definovaná. Tak EMÚ, ako aj EÚ sa však majú teritoriálne ďalej rozširovať, pričom hranice tohto rozširovania nie sú jasné. Táto nedefinovanosť konečnej teritoriálnej podoby európskej ekonomickej integrácie (vrátane menovej integrácie) vnáša do celého integračného projektu veľkú mieru rizika a neistoty, ktorá môže negatívne ovplyvniť formovanie odhadov budúceho ekonomického vývoja.

⁴ Kľúčovou postavou, ktorá sa zaslúžila o to, že hlavnú úlohu pri rozhodovaní o európskej menovej únii zohrali politické faktory, mal nemecký kancelár Helmut Kohl.

⁵ Pozri J. Iša [3], K. Janáček – S. Janáčková [4], O. Dědek [5]. Dědek charakterizuje teóriu OMO ako „podivuhodnú doktrínu, ktorá často dokáže byť zázemím pre celkom protichodné závery“. Jej zakladateľ R. Mundell (ale aj mnohí ďalší autori a pokračovatelia) patrí napríklad k stúpencom eura, z jej záverov však často vychádzajú aj euroskeptici, ktorí jednotnú menu odmietajú. Dědek poukazuje na skutočnosť, že táto teória nedefinuje presné kritické hodnoty jednotlivých kritérií OMO (napr. stupeň mobility faktorov, otvorenosť ekonomiky, stupeň komoditnej diverzifikácie, prípadne synchronizácie ekonomických cyklov). Navyše je tu dynamický prístup, ktorý vychádza z toho, že už sám vstup do menovej únie môže urýchliť vývoj smerom k optimálnej menovej oblasti. Pravda, nemožnosť presne definovať kritické hodnoty makroekonomických veličín sa nevzťahuje iba na teóriu OMO, platí to aj pre iné makroekonomické teórie. Veď ani hodnoty tzv. maastrichtských kritérií nie sú (a ani nemôžu byť) stanovené absolútne presne. Ekonomická teória nemôže jednoznačne určiť presnú konkrétnu optimálnu hodnotu rozpočtového deficitu, verejného dlhu, tempa inflácie a ďalších veličín pre všetky krajiny a všetky časy. Ide o hodnoty určené dohodou na základe poznatkov ekonomickej teórie, ale aj skúseností získaných pri analýze konjunktúrneho vývoja rôznych krajín, pričom sa pripúšťajú určité odchýlky.

vzdáva svojej národnej meny, čím obetuje jeden z hlavných hospodárskopoli-
tických nástrojov, ktorými možno reagovať na asymetrické šoky a s nimi spoje-
né nerovnováhy. S výstižným vymedzením nákladov a prínosov menovej únie
sa stretávame u V. M. Cordena, podľa ktorého analýza nákladov a prínosov
menovej integrácie by mala zahŕňať tri hlavné prvky: 1. prínos vyplývajúci
z vnútornej kurzovej stability (t. j. stability vnútri EMÚ – J. I.), ktorá stimuluje
obchod a pohyb kapitálu; 2. prínos z väčšej kredibility a tým zo zníženia rov-
novážnej miery inflácie a 3. stratu vyplývajúcu z nemožnosti využívať nezávis-
lú rovnovážnu menovú politiku na boj s neočakávanými asymetrickými šokmi
(pozri [6]).

Pri bilancovaní prínosov a nákladov menovej únie by sa však mala brať do
úvahy jedna závažná skutočnosť, o ktorej sa väčšina prác analyzujúcich dôsledky
zavedenia eura nezmieňuje. Ide o to, že náklady spojené so stratou autonómnej
(aj keď nie úplne nezávislej) menovej a kurzovej politiky nemožno presnejšie
kvantifikovať⁶ a porovnávať s prínosmi, ktoré sa väčšinou takisto nedajú kvanti-
tatívne zistiť.

Pravda, bilancia, ktorú by sme takto zostavovali, má aj ďalšie, ťažko riešiteľ-
né úskalia. Azda najväčším je skutočnosť, že niektoré kľúčové položky vystupu-
jú na oboch stranách tejto bilancie, sú teda prínosom, a zároveň nákladom. Na
strane prínosov z členstva v menovej únii máme napríklad odstránenie rizika
menovo-finančných kríz, ktoré je spojené so zavedením spoločnej meny a ne-
odvolateľným fixovaním menových kurzov.⁷ Existencia spoločnej meny je však
zároveň spojená so stratou autonómnej menovej a kurzovej politiky, ktorá je
základnou zložkou prispôsobovacieho mechanizmu umožňujúceho reagovať na

⁶ Jedným z mála nákladov, ktoré možno zhruba kvantifikovať, je tzv. razobné (*seigniorage*),
ktoré napríklad v rokoch 1986 – 1990 prinášalo v niektorých členských štátoch EÚ takéto príjmy
(ako % HDP): Portugalsko 1,9 %, Grécko 1,5 %, Španielsko 0,8 %, Taliansko 0,7 % a západné
Nemecko – 0,6 % [7]. Na porovnanie možno uviesť, že v roku 1999 celkové príjmy z razobného
(ako % HDP) dosiahli v ČR 1,0 %, v SR 2,1 %, v Poľsku 1,4 % a v Maďarsku 0,9 %, v ďalších
rokoch tieto príjmy klesali [8]. Zavedenie eura, prirodzene, znamená pre jednotlivé krajiny stratu
tohto razobného, ktoré je vlastne určitým ziskom z novoemitovaných peňazí na krytie deficitu
štátneho rozpočtu zmenšeným o reálne úroky zo štátnych cenných papierov nakúpených centrál-
nou bankou. Na druhej strane sa zasa razobné vytvára v menovej únii, pričom sa rozdeľuje podľa
podielu príslušných národných centrálnych bánk na splatenom kapitáli Európskej centrálnej banky
(ECB). Treba uviesť, že vznik európskej menovej únie narušuje výsadné postavenie USD, čo
znamená určitú stratu na razobnom pre USA a zisk pre EMÚ. Rastúce používanie eura ako medzi-
národnej meny je z tohto hľadiska nezanedbateľným prínosom pre európsku menovú úniu. Vidíme
teda, že to, čo je nákladom z hľadiska jedného členského štátu, nahrádza príjem z razobného euro-
zóny ako celku.

⁷ Medzi jednotnou menou a fixovaním výmenných kurzov existuje závažný rozdiel, ktorý
spočíva v tom, že pri fixovaní menových kurzov existuje tzv. úniková doložka umožňujúca zmenu
[9]. Menové kurzy existujú vlastne iba preto, aby sa mohli meniť. R. Portes [10] dokonca pokladá
„trvale fixované menové kurzy“ za oxymoron, t. j. spojenie dvoch zrejmych protikladov.

rozličné šoky a nerovnováhy. Inak povedané, to, čo je (resp. má byť) hlavným prínosom zavedenia eura, je zároveň jeho najväčším nákladom. Janáčková v podobnej súvislosti dospieva k tomuto záveru: „Pri analýze niektorých výhod sa ukáže, že v určitých situáciách sa môžu zmeniť na riziká – v ekonómii zvyčajne platí, že nič nie je zadarmo.“ (Pozri R. Vintrová a kol. [11].)

Iné komplikácie sú zasa spojené s hodnotením úspor transakčných nákladov, ktoré mnohí stúpenci eura považujú dokonca za hlavný prínos menovej únie. Skutočný prínos týchto úspor však nie je v skutočnosti príliš veľký. Európska komisia napríklad odhadovala, že úspory transakčných nákladov budú predstavovať iba 0,3 % až 0,4 % HDP Európskej únie.⁸ Pravda, to, čo je úsporou transakčných nákladov pre obyvateľstvo a podniky, je zároveň stratou pre banky (podľa niektorých odhadov išlo asi o 5 % príjmov bánk EÚ). Pri ďalšej analýze však zistíme, že táto strata bánk je v istom zmysle fiktívna (a prínos pre obyvateľstvo a podniky iba virtuálny), pretože banky v eurozóne si často tieto straty z vylúčenia transakčných operácií viac ako kompenzujú zvyšovaním rozličných poplatkov. V Rakúsku napríklad banky zvýšili v minulom roku tieto poplatky takmer o 13 % a podobným spôsobom postupujú banky aj v ďalších krajinách eurozóny.

Pozadu nezostávajú ani zahraničnými majiteľmi väčšinou ovládané české a slovenské banky, ktoré sa takto v predstihu adaptujú na podmienky európskej menovej únie. Podľa správy NBS slovenské banky napríklad vybrali v minulom roku na poplatkoch 10,9 mld Sk, čo je o štvrtinu viac ako v roku 2003. V Českej republike sa v minulom roku tieto poplatky zvýšili proti roku 2003 o 19 %. Z toho je zrejmé, že aj české a slovenské banky sa pripravujú na prijatie eura kompenzovaním očakávaných budúcich strát.

Za jeden z prínosov európskej menovej únie sa považuje aj podstatné zníženie úrokových sadzieb, ktoré sú v eurozóne teraz nižšie ako v USA. Všetky členské štáty eurozóny však nie sú spokojné s výškou týchto sadzieb, niektoré by uprednostnili vyššie, iné zasa nižšie sadzby, a preto ťažko vo všetkých členských štátoch hovoriť o prínose.

Z príkladov, ktoré sme uviedli, je zrejmé, že odpoveď na otázku, aký je (alebo bude) skutočný čistý prínos spoločnej meny euro k ekonomickému blahobytu rôznych členov EMÚ, vôbec nie je jednoduchá. Možno dokonca vysloviť pochybnosť, či sa táto otázka (aspoň pre krátke, a možno aj stredné obdobie) vôbec dá správne zodpovedať.⁹

⁸ B. Eichengreen [12] k tomu ironicky poznamenal: „Toto možno asi ťažko považovať za adekvátny výnos z projektu, ktorý je poznačený neistotou a rizikami.“

⁹ K podobnému záveru dospel aj B. Eichengreen, keď sa zamýšľal nad tým, či prínosy menovej unifikácie prevýšia náklady. „Ani teória, ani empirická analýza neposkytujú jasný dôkaz, aká je vlastne bilancia týchto nákladov a prínosov.“ [12]

Hypotéza endogenity a hypotéza špecializácie

Skôr ako sa budeme zaoberať niektorými šancami a rizikami vstupu do menovej únie, všimneme si *hypotézu endogénneho charakteru kritérií OMO*, ktorá sa usiluje o nový pohľad na potenciálne dôsledky vstupu do menovej únie.

V tejto súvislosti pokladáme za užitočné pripomenúť, že o optimálnej menovej oblasti hovoríme vtedy, keď poruchy, vznikajúce v danej ekonomickej oblasti (menovej únii) na základe negatívnych asymetrických šokov,¹⁰ čo najmenej vzdľahujú zamestnanosť, output a ceny od rovnovážnej úrovne. Optimálna závisí od viacerých kritérií, z ktorých má osobitný význam vysoká mobilita výrobných faktorov (najmä práce), otvorenosť a veľkosť ekonomiky, pružnosť miezd a cien, diverzifikácia produkcie a stupeň synchronizácie ekonomických cyklov (šokov). Vzhľadom na to, že adaptácia jednotlivých členských štátov menovej únie na ekonomické šoky nemôže prebiehať pomocou nástrojov menovej a kurzovej politiky, musia efektívne fungovať iné mechanizmy (kanály) adaptácie, ktoré umožňujú absorbovať daný šok. K najdôležitejším kanálom patrí spomínaná mobilita výrobných faktorov, pružnosť cien a miezd a fiškálne transfery (fiškálna solidarita).¹¹ Prijatie spoločnej meny euro by teda malo byť v zásade výhodné pre tie krajiny, v ktorých sú cyklické výkyvy synchronizované s menovou úniou a ktoré sú schopné absorbovať asymetrické šoky pomocou uvedených adaptačných mechanizmov.

J. A. Frankel a A. K. Rose [14] vo svojom často citovanom článku *Endogenita kritérií optimálnej menovej oblasti*, ktorý vznikol tesne pred vytvorením európskej menovej únie, vychádzajú z toho, že „krajiny s úzkymi zahraničnoobchodnými väzbami a pozitívne korelovanými ekonomickými cyklami vstúpia do EMÚ pravdepodobne skôr a budú z tohto vstupu, *ceteris paribus*, profitovať“. Pravda, ani krajiny, ktorých vzájomné obchodné vzťahy sú menej tesné a ktorých cyklický vývoj je menej synchronizovaný s EÚ, by sa podľa nich nemali obávať vstupu do menovej únie. Vysvetlenie je v tom, že kritériá OMO sú podľa tejto hypotézy vo svojom súhrne endogénne, t. j. vyvolané vnútornými ekonomickými silami. Podľa hypotézy endogenity práve vstup do menovej únie vytvorí priaznivé

¹⁰ *Asymetrické šoky* ovplyvňujú všetky krajiny tvoriace menovú úniu súčasne, ich účinok v jednotlivých krajinách je však odlišný, asymetrický. V niektorých krajinách môžu byť účinky tohto šoku pozitívne, v iných zasa negatívne. Asymetrický charakter majú aj šoky, ktoré síce ovplyvňujú členské štáty v „rovnakom smere“ (symetricky), ale s rozdielnou intenzitou. Naproti tomu *symetrické šoky* ovplyvňujú všetky členské štáty v rovnakom smere a s rovnakou intenzitou. Ekonomický šok môže byť aj *idiosynkratický*, t. j. špecifický iba pre jednu krajinu, ktorý bezprostredne neovplyvňuje iné krajiny. V dôsledku intenzívnej ekonomickej previazanosti krajín tvoriacich integračný celok, je však čistý idiosynkratický šok málo pravdepodobný.

¹¹ „Klasická“ fiškálna politika, ktorú uskutočňujú národné vlády členských štátov, má (vzhľadom na Pakt stability a rastu) v adaptačných procesoch obmedzenú úlohu. Napriek tomu, že PSR sa v tomto roku čiastočne reformoval (čo je samo osebe pozitívne), predsa len sa zachováva fiškálna politika typu *one size fits all*, ktorá nemôže vyhovovať všetkým členským štátom.

predpoklady na rýchlejšie plnenie kritérií OMO a tým na rýchlejšie prispôsobovanie podmienkam menovej únie.

Hypotéza endogenity venuje osobitnú pozornosť štyrom vzájomným vzťahom medzi členmi potenciálnej OMO: 1. rozsahu (vzájomného) obchodu; 2. podobnosti šokov a cyklov; 3. stupňu mobility práce a 4. systému znášania rizika, zvyčajne prostredníctvom fiškálnych transferov.¹² Chápanie týchto kritérií ako endogénnych vychádza z tzv. Lucasovej kritiky, ktorá sa zasa inšpiruje Muthovou hypotézou racionálnych očakávaní.¹³ Podľa tejto hypotézy ekonomické subjekty neopakujú tú istú chybu dvakrát, pravda, pokiaľ majú k dispozícii spoľahlivé informácie, na základe ktorých možno chybu vylúčiť. Východiskom tohto prístupu je, podobne ako v prípade monetarizmu, neoklasická predstava, že trhovacia ekonomika je vnútorne stabilná. Ekonomické subjekty môžu vo svojich prognózach robiť náhodné chyby, nemôžu však chyby stále opakovať.¹⁴

Hypotéza endogenity vychádza z predpokladu, že ďalšia liberalizácia európskeho obchodu po vytvorení európskej menovej únie bude stimulovať rozvoj vzájomného obchodu,¹⁵ ktorý zasa vyústi do tesnejšej korelácie (synchronizácie) cyklického vývoja v členských štátoch eurozóny. Tým sa vytvárajú predpoklady na zvýšenie účinnosti jednotnej menovej politiky ECB, čo spolu s ďalšími prínosmi menovej integrácie prinesie výhody aj tým krajinám, ktoré nespĺňajú kritériá OMO (a nie sú teda úplne pripravené na vstup do menovej únie) ex ante. Nazdávame sa, že hypotéza endogenity obsahuje správne jadro, ktorým je logický predpoklad o adaptácii ekonomických subjektov na nové ekonomické podmienky vyvolané menovou integráciou. J. Frankel a A. Rose z toho však robia kategorický záver o úplnej nepoužiteľnosti „historických“ údajov.¹⁶ „Tvrdíme, že jednoduché

¹² Kritériá OMO je, prirodzene, viac – napríklad vysoká mobilita kapitálu, fiškálna integrácia, podobnosť miery inflácie a diverzifikácia produktu.

¹³ Podľa Lucasa [15] ekonometrické modely môžu byť síce užitočné pri krátkodobom prognózovaní, nedávajú však kľúč k analýze dôsledkov zmien v pravidlách hospodárskej politiky, pretože neberú do úvahy zmeny v správaní ekonomických subjektov.

¹⁴ Nový pohľad na tento problém prináša hypotéza asymetrických informácií (J. E. Stiglitz a ďalší).

¹⁵ Sama idea endogenity (najmä pokiaľ ide vplyv integrácie na rozvoj vzájomného obchodu) nie je, prirodzene, nová a objavila sa už dávnejšie napríklad v prácach J. Vinera (konceptia tzv. vytvárania obchodu) a B. Balassa [16], ktorý rozlišoval statické a dynamické účinky integrácie.

¹⁶ Sami však nie sú celkom dôslední, pretože ich vlastná ekonometrická analýza vychádza zo súboru kritizovaných „historických“ údajov 21 vyspelých krajín za 34 rokov (1959 – 1993). (Iné údaje v čase písania ich článku, prirodzene, neboli k dispozícii.) Výsledkom ich skúmania týchto „historických“ údajov je záver, že „väčšia integrácia historicky vyústila do vysoko synchronizovaných cyklov“. Tieto „historické“ údaje odzrkadľujúce fungovanie spoločného (neskôr jednotného) trhu a Európskeho menového systému, často označovaného ako „neúplná“ menová únia (De Grauwe [7]), však majú určitý poznávací význam a nemali by sa celkom ignorovať. Nevidíme žiadny vážny dôvod, prečo by sa pri formovaní očakávaní nemali brať do úvahy a kriticky všestranne hodnotiť všetky dostupné relevantné informácie vrátane minulých.

skúmanie historických údajov neposkytuje správny obraz o vhodnosti vstupu danej krajiny do menovej únie, pretože kritériá OMO sú endogénne.“[14]

Vráťme sa však k hypotéze endogenity kritérií OMO. Sú všetky kritériá OMO skutočne endogénne? Nemôže byť, prirodzene, žiadnych pochyb o endogénnom charaktere prvého kritéria, t. j. rozsahu obchodu, ani o jeho vplyve na druhé kritérium, t. j. ekonomické cykly. Pripomíname iba, že v súčasnej ekonómii existujú vedľa endogénnych teórií cyklu aj exogénne teórie (napr. politický ekonomický cyklus, ponukové šoky), ktoré hľadajú príčiny cyklických výkyvov v pohyboch faktorov mimo ekonomického systému. Rose a Frankel sa vo svojej štúdii nezaoberajú tretím a štvrtým kritériom OMO, t. j. trhom práce a fiškálnou solidaritou, ktorých význam je porovnateľný s rozsahom obchodu. Napriek oficiálne deklarovanej slobode pohybu pracovných síl, ktorá má platiť nielen v EÚ, ale aj v Európskom ekonomickom priestore, európsky trh práce je však z viacerých dôvodov segmentovaný a rigidný, pričom veľmi nepriaznivá situácia je práve v nových členských štátoch (existencia pomerne dlhých prechodných období vo viacerých starších členských štátoch, osobitne v Nemecku a Rakúsku, brániacich voľnému pohybu pracovných síl z nových členských štátov).¹⁷ Vzhľadom na tieto skutočnosti európsky trh práce nemožno zatiaľ považovať za endogénny faktor, čo môže negatívne ovplyvniť ekonomiku budúcich členov EMÚ vrátane Slovenska. Štvrtý faktor – systém znášania rizika (tzv. fiškálna solidarita) – ktorý takisto nemá endogénny charakter, v eurozóne na rozdiel od USA absentuje. Ak teda berieme uvedené faktory (ktoré majú len sčasti endogénny charakter) v ich súhrne, nemožno očakávať, že ich účinky na ekonomiku budúcich členov menovej únie budú jednoznačne pozitívne (t. j. v duchu hypotézy endogenity). Samotný rast obchodu, ktorý je hlavným endogénnym faktorom, zrejme neodstráni všetky riziká spojené so zavedením eura.

Platnosť (hoci len obmedzená) hypotézy endogenity, ktorú, prirodzene, musí ešte len preveriť ďalší vývoj európskej menovej únie, však predpokladá splnenie jedného základného predpokladu, a to správne určenie konverzného pomeru danej meny vo vzťahu k euru, a prvým krokom k tomu je správne určenie centrálnej parity pri vstupe do ERM II. Každá krajina, ktorá vstupuje do ERM II, by mala mať jasno, pokiaľ ide o určenie konverzného pomeru (vstupného kurzu), ktorý by mal byť dlhodobou optimálny (rovnovážny), t. j. ani nadhodnotený, ani podhodnotený. Osobitne škodlivý by bol nadhodnotený kurz, ktorý by mal negatívne dôsledky na konkurenčnú schopnosť ekonomiky. Nadhodnotený vstupný

¹⁷ Viacerí ekonómovia tiež kriticky poukazujú na značnú asymetriu medzi voľným pohybom kapitálu, ktorý je výhodný najmä pre ekonomicky vyspelé krajiny, a obmedzeným pohybom pracovných síl, ktorý znevýhodňuje nové členské štáty vrátane SR. V tejto súvislosti však bude potrebné všestranne zhodnotiť aj potenciálne dôsledky tzv. *outsourcingu* (prílev kapitálu do krajín s nízkymi mzdami).

kurz (napríklad slovenskej koruny) by nevyhnutne znemožnil, aby vzájomný obchod fungoval ako pozitívny endogénny faktor prispievajúci k synchronizácii ekonomických cyklov prístupujúcich krajín s eurozónou.

Odstrašujúci príklad nesprávneho určenia konverzného pomeru poskytuje vytvorenie nemeckej menovej únie v roku 1990, ktoré sa uskutočnilo spolu s úplnou transformáciou východonemeckého ekonomického systému a s okamžitým otvorením celej východonemeckej ekonomiky. Hlavnou slabinou tejto šokovej reformy bolo nesprávne stanovenie pomeru, v ktorom sa stará východonemecká marka premenila na DEM. Pred menovou integráciou sa jedna východonemecká marka vymieňala na čiernom trhu v pomere 6 východonemeckých mariek = 1 DEM. Napriek tomuto nízkemu trhovému kurzu sa nemecká vláda rozhodla použiť na konverziu východonemeckých miezd extrémne nadhodnotený kurz 1 východonemecká marka = 1 DEM. „Tento nerealisticky vysoký konverzný pomer tiež prispel ku kolapsu východonemeckého priemyslu bezprostredne po zjednotení.“ [7] Situáciu nemohli zachrániť ani obrovské fiškálne transfery zo západného do východného Nemecka, ktoré iba v rokoch 1991 – 1992 dosiahli viac ako 60 % východonemeckého HDP. Viacerí nemeckí ekonómovia sa nazerávajú, že nielen východonemecká, ale aj celá nemecká ekonomika sa z tohto politicky motivovaného „omylu“ stále ešte nespamätala. Práve v týchto skutočnostiach treba podľa nášho názoru hľadať odpoveď na otázku, prečo práve Nemecko tak nástojčivo požadovalo reformu Paktu stability a rastu, ktorého pôvodnú podobu kedysi samo presadilo.

Pri vzniku európskej menovej únie v roku 1999 sa konverzné pomery mien členských štátov fixovali na úrovni, ktorá väčšinou neohrozila ich konkurenčnú schopnosť, a aj pri budúcom rozšírení eurozóny je podobný „omyl“, k akému došlo v Nemecku, málo pravdepodobný. Napriek viacerým inštitucionálnym poistkám (o centrálnej parite, a napokon o výslednom konverznom pomere budú v Európskej únii rozhodovať viaceré orgány a inštitúcie, pričom rozhodujúce bude správanie kurzu danej meny v ERM II) tu však stále zostávajú niektoré potenciálne riziká, ktoré nemožno podceňovať.

Predchádzajúce úvahy sa spravidla týkali populárnej hypotézy endogenity, ktorú mnohí ekonómovia chápu ako argument pre urýchlený vstup nových členských štátov EÚ do európskej menovej únie. Táto hypotéza sa však neprijíma všeobecne. K jej odporcom patria stúpenci *hypotézy špecializácie* (Eichengreen [13]; Kenen [17]; Krugman [18]), ktorí vychádzajú z toho, že s rastom integrácie obchodu rastie aj špecializácia jednotlivých krajín na výrobu statkov, v ktorých majú komparatívnu výhodu.¹⁸ V takom prípade by však tieto krajiny mohli byť

¹⁸ Tento predpoklad je z hľadiska formálnej logiky takisto prípustný ako Muthova-Lucasova hypotéza racionálnych očakávaní. Orientácia na hľadanie komparatívnych výhod sa napokon môže

citlivejšie na špecifické odvetvové šoky vyúsťujúce do idiosynkratických cyklov. Z toho, prirodzene, vyplýva, že menová únia sa (*ceteris paribus*) viac hodí pre ekonomiky s diverzifikovanejšou ekonomickou štruktúrou, ktorá zmierňuje vonkajšie šoky a stabilizuje domácu tvorbu kapitálu. Stúpenci hypotézy špecializácie vychádzajú z toho, že vysoký stupeň diverzifikácie produkcie, pri ktorom sú čiastkové trhy relatívne nezávislé, umožňuje ľahšiu absorpciu rôznych šokov, lebo pokles dopytu na jednom trhu sa môže (čiastočne alebo úplne) kompenzovať rastom dopytu na iných trhoch. Z hľadiska členstva v menovej únii by teda bolo výhodné, keby daná krajina mala voči eurozóne otvorenú ekonomiku, pravda, s diverzifikovanou produkciou. Sama vysoká otvorenosť ekonomiky by teda nemusela vždy zabezpečiť efektívne začlenenie danej krajiny do menovej únie. Frankel a Rose však považujú za realistickejší prípad, keď prevládajú symetrické, a nie idiosynkratické šoky. Ich závery sa, pochopiteľne, týkajú „starej“ EÚ. V súčasnosti však ťažko robiť definitívne závery o tom, ako sa bude vyvíjať diverzifikácia produkcie v nových členských štátoch, a to najmä v súvislosti s odvetvovou orientáciou prílevu kapitálu.¹⁹ Pokiaľ ide o Slovensko, nemožno vylúčiť, že prílišná koncentrácia na rozvoj automobilového priemyslu, v ktorom je konkurencia osobitne ostrá (v dôsledku čoho napríklad výrazne klesajú ziskové marže), sa môže ukázať ako riziková. Pri ďalšej reštrukturalizácii slovenskej ekonomiky (osobitne priemyslu) by sa preto mala viac akcentovať potreba väčšej diverzifikácie ekonomických aktivít.

Synchronizácia ekonomických cyklov (šokov)

Jedným z hlavných faktorov, ktoré ovplyvňujú optimalitu (a tým aj efektívne fungovanie) európskej menovej únie, je *stupeň symetrickosti (synchronizácie) rozličných šokov*, resp. ekonomických cyklov v Európskej únii. Pre nové členské štáty má, prirodzene, kľúčový význam synchronizácia ich konjunktúrneho vývoja s EÚ ako celkom, resp. so starými členskými štátmi. Ide o jeden z rozhodujúcich

chápať ako racionálne správanie v širšom integrovanom priestore. Pokiaľ je špecializácia hľadáním ekonomického optima v integrovanom celku, nie je podľa nášho názoru exogénnym, ale skôr endogénnym faktorom pôsobiacim v smere rastu obchodu, nie však v smere synchronizácie ekonomických cyklov.

¹⁹ Väčšina nových členských štátov zrejme o odvetvovej štruktúre prílevu kapitálu veľmi neuvažuje. Ich „racionálnou“ prioritou je skôr úsilie prilákať hocaký zahraničný kapitál bez ohľadu na jeho odvetvovú „príslušnosť“. Zdá sa, že v ére globalizácie sa rozvíjajú niektoré nové procesy, ktoré modifikujú doterajšie prístupy ku komparatívnym výhodám. Aj keď komparatívne výhody môžu aj naďalej ovplyvňovať národné vlády (resp. vrcholné orgány EÚ) – napríklad investíciami do rozvoja znalostnej ekonomiky, rozhodujúcim faktorom sa aj v tejto oblasti stávajú nadnárodné korporácie, ktoré pri hľadaní svojich komparatívnych výhod sa v súčasnosti orientujú najmä podľa mzdových rozdielov, prípadne daňových úľav a investičných stimulov.

faktorov, pretože od stupňa symetrickosti šokov podstatne závisí účinnosť jednotnej menovej politiky ECB. Preto neprekvapuje, že otázka podobnosti šokov a synchronizácie cyklov v EÚ sa stala predmetom zvýšeného záujmu ekonómov nielen európskych, ale aj zámorských.

J. Fidrmuc a E. Hagara vo svojej štúdii [19] ukazujú, že medzi kandidátskymi krajinami (z ktorých sa medzitým stali noví členovia EÚ) je zrejme veľká rozdielnosť dopytových a ponukových šokov. Podmienkam eurozóny sa podľa nich najviac približuje Poľsko, ktorého korelácia šokov sa podobá Nemecku, Belgicku, prípadne Francúzsku. Maďarsko má zasa koreláciu šokov na úrovni menších krajín eurozóny (najmä Rakúska a Fínska). „Ostatné kandidátske krajiny vrátane Českej republiky a Slovenska sú zasahované odlišnými dopytovými alebo ponukovými šokmi ako EMÚ.“ [19] V inej štúdii J. Fidrmuca a I. Korhonena [20] sa uvádza, že Poľsko a Maďarsko sú aspoň tak korelované so šokmi v eurozóne ako niektorí súčasní členovia EMÚ. „Pre iné krajiny (napr. Litvu, Slovensko) zostáva korelácia šokov nízka, čo znamená, že rýchly vstup do menovej únie by mohol byť pre ne škodlivý.“ Veľmi optimistické nie sú ani závery S. Halla a G. Hondroyiannisa, ktorí vo väčšine krajín zistili slabé väzby medzi prístupujúcimi krajinami a EÚ a absenciu trendov v podmienených koreláciách týkajúcich sa inflácie, menových kurzov a reálneho HDP. „Tieto empirické výsledky naznačujú, že na konci sledovaného obdobia (2002) sú prístupujúce krajiny v inom ekonomickom postavení ako krajiny EÚ.“ [21] K podobným záverom dospeli aj Z. Darvas a G. Szapáry [22], podľa ktorých Maďarsko, Poľsko a Slovinsko dosiahli vysoký stupeň synchronizácie, pokiaľ ide o HDP, priemyselnú výrobu a vývoz, nie však spotrebu a služby. Ostatné krajiny strednej a východnej Európy dosiahli menšiu koreláciu, alebo nedosiahli vôbec žiadnu koreláciu.²⁰

Skúmanie ekonomických cyklov nemá v tranzitívnych ekonomikách dlhú tradíciu, čo čiastočne vysvetľuje, prečo závery rôznych analýz nie sú zatiaľ dostatočne presvedčivé. Nejde však iba o krátkosť skúmaného obdobia. Veľmi závažná je skutočnosť, že cyklický vývoj v nových členských štátoch ešte stále ovplyvňujú niektoré špecifické faktory spojené s nedokončenou transformáciou.²¹ Možno predpokladať, že vplyv týchto špecifických faktorov bude postupne slabnúť, a zároveň bude zosilňovať vplyv nových faktorov spojených s členstvom v EÚ (EMÚ). V takom prípade by sa (*ceteris paribus*), prirodzene, potvrdila hypotéza endogénneho charakteru kritérií OMO.

²⁰ Synchronizáciou konjunktúrneho vývoja medzi EÚ a novými členskými štátmi sa zaoberali aj I. Okáli a K. Frank, ktorí ukazujú, že o výraznejšej synchronizácii cyklického vývoja možno hovoriť iba v prípade Maďarska a Slovinska. „V Rumunsku, Litve, Bulharsku, Slovenskej republike, Lotyšsku i v Českej republike je synchronizácia ich cyklického vývoja s priebehom cyklu v EÚ dosiaľ dosť slabá.“ [23]

²¹ Na úlohu týchto faktorov upozorňujú Okáli a Frank [23].

Nemožno však celkom vylúčiť, že niektorý členský štát (resp. skupina štátov) bude citlivejší na špecifické odvetvové šoky.²² Nazdávame sa, že asymetrické (alebo dokonca idiosynkratické) šoky nemožno v strednom, resp. dlhom období celkom vylúčiť ani v eurozóne, ktorá sa bude ešte pomerne dlho rozširovať. Je nesporné, že možnosť vzniku asymetrických šokov bude závisieť predovšetkým od vývoja odvetvových štruktúr najmä v nových členských štátoch vrátane Slovenskej republiky. V tejto súvislosti treba upozorniť na možné dôsledky tzv. *outsourcingových* a *offshoringových* aktivít, ktoré sa ako typický prejav súčasnej etapy globalizácie rozvíjajú aj v Európskej únii,²³ kde predstavujú prostriedok, ako vo východoeurópskych prístupujúcich krajinách získať komparatívne výhody na základe nízkych miezd.²⁴ Zmeny v odvetvovej štruktúre prístupujúcich krajín uvádzajú do pohybu proces približovania miezd podmienkam Európskej únie. Možno predpokladať, že *outsourcingové* aktivity sa nezastavia na hraniciach súčasnej EÚ, ale prenesú sa do budúcich nových členských štátov s ešte nižšími mzdami, prípadne do krajín mimo Európskej únie. Prílev *outsourcingových* aktivít do terajších nových členských štátov bude potom pravdepodobne vystriedaný ich odlevom, ktorý bude dôsledkom straty existujúcich komparatívnych výhod. Táto strata by sa mala s dostatočným časovým predstihom kompenzovať tvorbou nových komparatívnych výhod založených na ľudskom kapitáli a znalostnej ekonomike.

Všetky tieto procesy budú spolu s ďalším rozširovaním Európskej únie a prehĺbovaním jej ekonomickej heterogénnosti pravdepodobne pôsobiť v smere zvýšenej asymetrie šokov v eurozóne. Na tieto špecifické šoky však nebude môcť reagovať jednotná menová politika ECB, ktorej primárnym cieľom aj v budúcnosti bude cenová stabilita, a nie iné ciele makroekonomického regulovania, ktoré by sa mohli v rôznych členských štátoch odlišovať.²⁴ Veľa priestoru na reakciu na asymetrické šoky nebudú mať ani v budúcnosti národné fiškálne politiky napriek určitému uvoľneniu predtým veľmi rigidného Paktu stability a rastu.

²² Takúto možnosť pripúšťa spomínaná hypotéza špecializácie, podľa ktorej menová únia sa viac hodí pre ekonomiky s diverzifikovanejšou ekonomickou štruktúrou.

²³ *Outsourcing* znamená, že domáce firmy sa zbavujú časti svojej výroby medziproduktov, ktoré nakupujú u zahraničných dodávateľov [24]. *Offshoring* zase znamená, že domáce firmy zakladajú nové továrne v zahraničí a samy v nich vyrábajú medziprodukty. Ekonomické dôsledky oboch aktivít sú veľmi podobné.

²⁴ Hodinové pracovné náklady vo väčšine západoeurópskych krajín prevyšujú hodinové náklady práce v nových členských štátoch EÚ asi 5 – 10-krát. Najvyššie hodinové náklady (28,36 EUR) mala roku 2002 západná časť Nemecka (východonemecké náklady predstavovali „iba“ 16,43 EUR), za ktorým nasledovalo Dánsko (25,73 EUR) a Belgicko (23,35 EUR). Na konci tohto „peletónu“ bolo Estónsko (3,19 EUR), Slovensko (2,91 EUR), Litva (2,83 EUR) a Lotyšsko (2,29 EUR). Ak by sme však členov EÚ zoradili podľa podielu FDI na HDP, dostali by sme opačné poradie. Východoeurópske krajiny, ktoré majú najnižšie mzdy v EÚ, dosiahli v roku 2002 najvyšší podiel FDI na HDP [24].

Asymetrická štruktúra eurozóny a jej hospodárskopolitické dôsledky

Zrelosť európskej menovej únie nemožno hodnotiť iba na základe kritérií optimálnej menovej oblasti. Menová únia znamená viac ako optimálna menová oblasť, pretože predpokladá aj určitú *zladenosť* (koordináciu) menovej a fiškálnej politiky (tzv. hospodárskopolitický mix), ako aj istý stupeň harmonizácie fiškálnej politiky, resp. mikroekonomických politík medzi členmi menovej únie. Pri splnení podmienky *ceteris paribus* ideálnou by nepochybne bola menová únia, kde by proti sebe (resp. vedľa seba) stáli dve centrálné autority – jedna (monetárna autorita – centrálna banka) uskutočňujúca jednotnú menovú politiku a druhá (fiškálna autorita – vláda, resp. ministerstvo financií) uskutočňujúca jednotnú fiškálnu politiku. Európska menová únia nie je príkladom takej ideálnej menovej únie.

Príkladom vcelku efektívne fungujúcej menovej únie sú Spojené štáty, v ktorých pôsobí jediná menová autorita (Fed) vedľa jedinej fiškálnej autority (vlády). Táto základná symetrická štruktúra umožňuje (aj pri nezávislosti Fedu) riešiť nielen strategické (dlhodobé), ale aj krátkodobé (stabilizačné) problémy hospodárskopolitickej koordinácie.²⁶ Zatiaľ čo menová politika Fedu sa v hlavných črtách podobá menovej politike ECB, podstatné odlišnosti sa týkajú fiškálnej politiky. V Spojených štátoch amerických je väčšia časť fiškálneho systému centralizovaná (rozpočet federálnej vlády), pričom tento systém umožňuje dlhodobé transfery z bohatších oblastí do chudobnejších, čo zabezpečuje určitý stupeň automatickej fiškálnej stabilizácie. Na rozdiel od agregátnych fiškálnych stabilizátorov, ktoré zmiernujú výkyvy celej (v danom prípade americkej) ekonomiky, tento systém prispieva aj k stabilizácii regiónov viac postihnutých asymetrickým šokom.²⁷ Naproti tomu centralizovaný rozpočet EÚ (1,27 % HDP) je mimoriadne malý a nemožno rátať s jeho rastom. To znamená, že v eurozóne existujú minimálne fiškálne transfery medzi krajinami a centrálny rozpočet nefunguje ako automatický stabilizátor pri asynchrónnych cyklických výkyvoch jednotlivých krajín.²⁸

²⁵ Z tohto hľadiska oveľa pružnejší je americký Fed, čo súvisí so širším definovaním cieľov jeho menovej politiky.

²⁶ Táto možnosť, prirodzene, neznamená vždy skutočnosť, a preto by bolo presnejšie hovoriť, že v USA existuje základný inštitucionálny rámec, v ktorom možno tieto problémy riešiť.

²⁷ X. Sala-i-Martin a J. D. Sachs odhadli stupeň regionálnej fiškálnej kompenzácie v USA zhruba na 45 centov z dolára, zatiaľ čo odhad von Hageny bol nižší – nie viac ako 10 centov z dolára (pozri [1]).

²⁸ To, pravda, neznamená, že automatické stabilizátory v eurozóne celkom absentujú. Vo väčšine európskych krajín stabilizačne pôsobia ich vlastné daňové a výdavkové systémy v závislosti od výšky daní a stupňa ich progresívnosti a v podobnom smere pôsobí aj poistenie v nezamestnanosti, sociálne a ďalšie transfery. Iná je, samozrejme, situácia v tých krajinách, ktoré podobne ako SR pri reforme daňového systému odstránili progresívne zdanenie dôchodkov.

Nejde však ani tak o automatické stabilizátory, ktoré napokon iba zmierňujú cyklické výkyvy, ale o *zámernú* fiškálnu politiku a jej úlohu pri stabilizácii ekonomiky. Pripomínáme, že stabilizačná funkcia zámernej fiškálnej (ale aj menovej) politiky je v súčasnosti predmetom rozličných diskusií a sporov, ktoré riešia staronovú otázku: pravidlá, alebo voľnosť v rozhodovaní? Pokiaľ ide o fiškálnu politiku, spravidla sa uznáva, že má obmedzený priestor na systematické zámerne regulovanie agregátneho dopytu s cieľom stabilizovať konjunktúru. V eurozóne je tento priestor ešte podstatne užší vzhľadom na obmedzenia obsiahnuté v Pakte stability a rastu, pravda, nedávna reforma tento priestor čiastočne rozšírila.

Na rozdiel od USA, ktoré majú – obrazne povedané – určitú „voľnosť v rozhodovaní“ o vzťahu menovej a fiškálnej politiky, v eurozóne je takáto „voľnosť“ vzhľadom na spomínanú asymetriu medzi jednotnou menovou politikou a 12 národnými fiškálnymi politikami a priori vylúčená. V USA „voľnosť v rozhodovaní“ o menovej a fiškálnej politike umožňuje jednak existujúce inštitucionálne usporiadanie (jedna monetárna autorita a jedna fiškálna autorita), jednak definícia *cieľov* menovej a fiškálnej politiky, ktoré sa čiastočne prelínajú. Na základe Zákona o plnej zamestnanosti a rovnovážnom raste (1978) Fed (viac-menej pragmaticky) sleduje viaceré ciele – maximum zamestnanosti, cenová stabilita a dostatočne nízke dlhodobé úrokové sadzby. Naproti tomu jednoznačne primárnym cieľom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) je cenová stabilita.²⁹ Z toho logicky vyplýva, že to, čo je možné v USA (t. j. určitá vhodná kombinácia menovej a fiškálnej politiky), nie je a priori možné v eurozóne.

Architektúra eurozóny je taká, že v centre tohto systému je jednotná menová politika, ktorej primárnym cieľom je kontrola inflácie a formovanie inflačných očakávaní. Vzhľadom na asymetrickú štruktúru tohto systému (v ktorom chýba jednotná fiškálna politika, ako aj iné politiky) je ECB zároveň jedinou inštitúciou, ktorá má primárnu, základnú zodpovednosť za stabilizáciu ekonomiky eurozóny pred spoločnými škmi.³⁰ Dobre fungujúca jednotná menová politika by preto nemala stabilizovať iba inflačné očakávania, ale aj očakávania vývoja outputu, resp. ďalších kľúčových agregátnych veličín. Európska centrálna banka si však takúto úlohu vôbec nekladie a pri jednoznačnom preferovaní cenovej stability nielen v strednom, ale aj v krátkom období ani nemôže klásť. To, pochopiteľne, oslabuje jej stabilizačnú úlohu pri vzniku nielen asymetrických, ale aj symetrických šokov.

²⁹ V Maastrichtskej zmluve sa viac-menej formálne uvádza, že ESCB bude podporovať aj „všeobecné hospodárske politiky v Spoločenstve“, pravda, „bez ujmy na ciele cenovej stability“.

³⁰ Žiadna iná inštitúcia (vrátane Európskej komisie) nemôže túto stabilizačnú úlohu plniť, pretože nedisponuje nijakými efektívnymi nástrojmi.

Asymetrická štruktúra eurozóny nie je daná iba vzťahom medzi jednou monetárnou autoritou (jednotná menová politika) a 12 politicky nezávislými fiškálnymi autoritami (rôzne fiškálne politiky), ale aj 12 rozdielnymi trhami práce, ktoré sú ďalšou slabinou *európskej „nezrelej“ menovej únie*. Nejde však iba o rozdielne trhy práce. Niektorí starí členovia EÚ (napríklad Nemecko a Rakúsko) si presadili špecifické prechodné obdobia, ktoré o niekoľko rokov odsúvajú liberalizáciu trhov práce (t. j. úplnú slobodu pohybu osôb v celom integračnom priestore). Nezrelosť európskej menovej únie zosilňuje aj neochota niektorých štátov (najmä Nemecka a Francúzska) prijať smernicu o liberalizácii služieb, ktorá výrazne zaostáva za liberalizáciou pohybu tovaru. Všetky tieto skutočnosti, ktoré svedčia o tom, že vo viacerých členských štátoch EÚ sa zatiaľ neuskutočnili nevyhnutné zásadné reformy, prispeli k pomalému ekonomickému rastu eurozóny, ktorej odstup za USA sa zväčšuje.

Zdrojom sporov a kritických výhrad sa stala aj sama *jednotná menová politika ECB*,³¹ ktorá často nevyhovuje rôznorodým záujmom jednotlivých členov eurozóny. Jednotná menová politika sa v európskej menovej únii uskutočňuje prostredníctvom jednotných úrokových sadzieb,³² ktoré niektorým členským štátom vyhovujú, pre niektoré krajiny (najmä rýchlo rastúce ekonomiky ako Španielsko, Írsko alebo Grécko) sú však veľmi nízke, pričom nechýbajú krajiny (Nemecko, Portugalsko a Holandsko), ktorým by viac vyhovovali nižšie sadzby. Podľa niektorých ekonómov by napríklad pre Nemecko bola vhodná sadzba trocha prevyšujúca 1 % a pre Portugalsko a Holandsko by táto úroková sadzba mala byť dokonca nižšia ako 0,5 %. Na druhej strane Španielsko a Írsko by potrebovali sadzby vyššie ako 3 % a Grécku by pravdepodobne vyhovovala sadzba okolo 5 %. Nevýhodne „nastavené“ jednotné úrokové sadzby ECB považujú nemeckí ekonómovia (napríklad Hans-Werner Sinn) za jednu z príčin oslabenia dynamiky nemeckej ekonomiky.³³

Spoločné úrokové sadzby, ktoré sú hlavným nástrojom jednotnej menovej politiky ECB, zrejme nie sú v tak heterogénnej ekonomickej štruktúre, ako je EMÚ, nástrojom optimálnym. Zásadná korekcia tohto nedostatku nie je dlhodobo možná bez podstatného pokroku pri „plnení“ kritérií OMO a bez zvýšenia ekonomickej homogénnosti eurozóny. Ak negatívne dôsledky jednotných úrokových sadzieb nemožno v kratšom, resp. strednom časovom horizonte úplne vylúčiť, mohli by sa aspoň čiastočne zmierniť tým, že by národné centrálné banky

³¹ K silným stránkam EMÚ nepatrí ani súčasné inštitucionálne usporiadanie rozhodovacieho procesu v rámci ESCB, ktoré sa má na základe návrhu Európskej rady reformovať.

³² Celkove ide o tri kľúčové sadzby ECB, ktoré predstavujú akúsi signalizačnú sústavu úrokových sadzieb, od ktorých sa odvodzujú tzv. klientske sadzby.

³³ Pripomínáme, že na možné negatívne dôsledky jednotných úrokových sadzieb upozorňoval už pred vznikom EMÚ americký ekonóm M. Feldstein [25].

členských štátov EMÚ (ktoré sú inak z procesu tvorby jednotnej menovej politiky v podstate vylúčené) mali právo stanoviť vlastné kľúčové sadzby v *rámci určitého pásma*, ktorého základom by boli jednotné úrokové sadzby ECB. Možno namietnuť, že takýto postup by odporoval základným princípom *jednotnej* menovej politiky uplatňovanej v menovej únii so spoločnou menou. Táto námietka by bola, pochopiteľne, celkom oprávnená, ak by išlo o „zrelú“ menovú úniu s homogénnou ekonomickou štruktúrou spĺňajúcou všetky kritériá OMO, v ktorej existuje jedna monetárna autorita vedľa jednej fiškálnej autority, pričom v takejto menovej únii navyše funguje mechanizmus fiškálnej solidarity. Európska menová únia je však „nezrelá“ menová únia, ktorá tieto kritériá nespĺňa a ktorej ekonomická heterogénnosť sa bude spolu s ďalším rozširovaním zrejme prehlbovať, čím sa môžu podmienky pre jednotnú menovú politiku ďalej komplikovať.

Takáto „nezrelá“ menová únia, ktorá sa navyše vyvíja a podlieha značným zmenám, si zrejme bude prechodne vyžadovať niektoré neštandardné riešenia, pričom jedným z nich by mohlo byť zavedenie spomínaných pásiem. Pri praktickej realizácii tohto návrhu by sa mohlo postupovať takto:

- Európska centrálna banka by určila „jednotné“ (referenčné) úrokové sadzby tak, ako je to bežné v doterajšej praxi.
- V nadväznosti na tieto sadzby by stanovila určité pásma, v rámci ktorých by národné centrálné banky mohli – za určitých podmienok – stanoviť svoje vlastné kľúčové úrokové sadzby.

- Riziká spojené s takýmto určovaním úrokových sadzieb by sa mohli minimalizovať tým, že: a) by sa vymedzili podmienky umožňujúce takýto postup (v krajine, ktorá by chcela využiť tieto pásma, by musela existovať výraznejšia porucha rovnováhy prejavujúca sa v dynamike HDP, vo vývoji inflácie a nezamestnanosti, prípadne v ďalších makroekonomických ukazovateľoch);³⁴ b) určil by sa časový interval (napríklad jeden rok), po ktorého uplynutí by sa ekonomická situácia v danej krajine znova prehodnotila.

* * *

Určitú možnosť ako ďalej korigovať nepružnosť jednotnej menovej politiky poskytuje nedávne uvoľnenie Paktu stability a rastu, ktoré trochu rozvážuje národným vládam ruky pri využívaní fiškálnej politiky najmä pri boji s recesiou. Táto reforma by však nemusela byť posledným slovom na tejto ceste.

³⁴ Pripomíname, že ECB pri svojom rozhodovaní o menovej politike berie (resp. má brať) do úvahy množstvo makroekonomických ukazovateľov, ktoré má k dispozícii. V danom prípade by išlo o ukazovatele týkajúce sa jednotlivých členských štátov.

Hospodárska politika v eurozóne nemusí čeliť iba ťažkostiam, ktoré súvisia s asymetrickou štruktúrou EMÚ. Nové výzvy na tomto poli prináša proces *globalizácie*, ktorý sprevádzajú nielen nové šance, ale aj riziká, a tie pociťuje aj eurozóna, resp. EÚ ako celok. Hospodárska politika (či už na úrovni celej EÚ alebo jednotlivých členských štátov) musí reagovať na globálnu dimenziu ekonomických a finančných transakcií, v dôsledku ktorej sa mení prostredie pre vznik ekonomických nerovnováh a ich riešenie. Zvyšuje sa otvorenosť mnohých ekonomík, objavujú sa nové formy konkurencie a hospodárska politika musí brať do úvahy, že vo svetovej ekonomike začínajú hrať čoraz významnejšiu úlohu nové regionálne centrá (Čína, India), ktoré „komplikujú“ život nielen EÚ, ale aj USA a Japonsku.

Literatúra

- [1] ALLSOPP, Ch. – ARTIS, M.: The Assessment: EMU, Four Years On. Oxford Review of Economic Policy, 19, 2003, č. 1, Spring.
- [2] SZÁ CZ, A.: The Road to European Monetary Union. London: Macmillan 1999.
- [3] IŠA, J.: Slovensko na ceste do Európskej menovej únie. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 50, 2002, č. 6, s. 899 – 925.
- [4] JANÁČEK, K. – JANÁČKOVÁ, S.: Evropská měnová unie a rizika pro reálnou konvergencii. Politická ekonomie, 52, 2004, č. 4, s. 435 – 449.
- [5] DĚDEK, O.: Česká ekonomika a euro. Politická ekonomie, 50, 2002, č. 3, s. 361 – 375.
- [6] BAIMBRIDGE, M. – WHYMAN, P. (eds.): Economic and Monetary Union in Europe. Theory, Evidence and Practice. Cheltenham: Edward Elgar 2003.
- [7] De GRAUWE, P.: The Economics of Monetary Integration. Oxford: Oxford University Press 1994.
- [8] KUN, J.: Seigniorage in Selected Acceding Countries. Focus on Transition, 2. Vienna: Oesterreichische Nationalbank 2003.
- [9] OBSTFELD, M.: Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses. NBER Working papers, 1992, č. 3606.
- [10] PORTES, R.: EMS and EMU after the Fall. The World Economy, 16, 1993, s. 1 – 16.
- [11] VINTROVÁ, R. a kol.: Sociální a ekonomické souvislosti integrace České republiky do Evropské unie (Ekonomická konvergence, konkurenceschopnost a sociální soudržnost). Praha: Rada vlády ČR pro sociální a ekonomickou strategii 2002.
- [12] EICHENGREEN, B.: European Monetary Unification. Journal of Economic Literature, 33, 1993, č. 3, s. 1321 – 1356.
- [13] EICHENGREEN, B.: Should the Maastricht Treaty Be Saved? Princeton Studies in International Finance, 1992, č. 74.
- [14] FRANKEL, J. A. – ROSE, A. K.: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. The Economic Journal, 103, 1998, č. 449.
- [15] LUCAS, R. E.: Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: K. Brunner and A. H. Meltzer (eds.): The Phillips Curve and Labor Markets Carnegie. Rochester Conference Series on Public Policy, 1976, zv. 1.
- [16] BALASSA, B.: Teorie ekonomické integrace. Praha: Svoboda 1966.
- [17] KENEN, P. B.: Economic and Monetary Union in Europe. Moving Beyond Maastricht. Cambridge: Cambridge University Press 1995.

- [18] KRUGMAN, P.: Lessons of Massachusetts for EMU. In: F. Giavazzi and F. Torres, (eds.): Adjustment and Growth in the European Monetary Union. London: CEPR Cambridge/Cambridge University Press 1993.
- [19] FIDRMUC, J. – HAGARA, E.: Podobnosť ponukových a dopytových šokov v Európskej únii a v prístupujúcich krajinách – implikácie pre Českú republiku a Slovensko. Politická ekonomie, 52, 2004, č. 2, s. 171 – 182.
- [20] FIDRMUC, J. – KORHONEN, I.: The Euro goes East: Implications of the 2000 – 2002 Economic Slowdown for Synchronisation of Business Cycles Between the Euro Area and CEECs. Euro Area Business Cycle Network (EABCN). [Workshop on Business Cycle and Accessing Countries.] Vienna: Oesterreichische Nationalbank apríl 2004.
- [21] HALL, S. – HONDROYIANNIS, G.: Measuring the Correlation of Shocks Between European Union and the Accession Countries. In: Euro Area Business Cycle Network (EABCN). [Workshop on Business Cycle and Accessing Countries.] Vienna: Oesterreichische Nationalbank apríl 2004.
- [22] DARVAS, Z. – SZAPÁRY, G. (2004): Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU: Comovements in the New and Old Members. Euro Area Business Cycle Network (EABCN) [Workshop on Business Cycle and Accessing Countries.] Vienna: Oesterreichische Nationalbank apríl 2004.
- [23] OKÁLI, I. – FRANK, K.: Cyclical Development and Stability Fluctuations in Transition Economies Entering the EU. [27th CIRET Conference.] Warsaw 15. – 18. septembra 2004. <www.ciret.org>
- [24] Report on the European Economy 2005: EEAG European Economic Advisory Group at CES ifo. Munich: Ifo Institute for Economic Research 2005.
- [25] FELDSTEIN, M.: The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. Journal of Economic Perspectives, 11, 1997, č. 4, s. 23 – 42.