
DOPADY MĚNOVÉ (DEZ)INTEGRACE NA ČR

12. 12. 2011

VILÉM SEMERÁK, JAN ŠVEJNAR

Česká republika se při vstupu do EU oficiálně zavázala přijmout v budoucnosti euro. Ač změny EMU a současné problémy eurozóny mohou zpochybňovat reálný význam tohoto závazku, současná situace je pro českou ekonomiku natolik závažná, že je nutno analyzovat, jaké důsledky mají budoucí scénáře vývoje eurozóny na ČR¹ a jaký postoj má ČR nadále zaujímat k měnící se EMU či k jejímu užšímu nástupci.

Z našeho rozboru situace vyplývá, že přesně odhadnout dopady celkového rozpadu eurozóny je v současné době téměř nemožné, kvůli velkému množství vzájemných závislostí zemí EMU. Je však pravděpodobné, že by ČR utrpěla pokles ekonomiky horší a nárůst nezaměstnanosti vyšší než v roce 2009. Ve studii prezentujeme i prognózu (založenou na ekonometrickém odhadu), podle které by HDP ČR v roce 2012 po úplném rozkladu EMU na počátku roku poklesl o nejméně 4.5% HDP (a s velkou pravděpodobností by šlo o pokles horší).

Z tohoto pohledu je pro ČR stále optimální podpořit přežití eurozóny (pokud bude na stole výrobní plán stabilizace a dlouhodobých reforem). Dokonce i případná účast na nákladech na podporu eurozóny je opodstatněná, protože celkový rozpad eurozóny by měl velmi negativní dopady na ČR (a to i v konkrétní fiskální rovině). Pokud eurozóna přežije a bude i nadále zahrnovat německou ekonomiku, pro ČR dokonce stále ještě zřejmě převažují výhody spojené se členstvím buď v současné eurozóně či užší měnové unii zahrnující Německo.

EMU se podstatně změnila a bude se měnit i nadále

Eurozóna ke konci roku 2011 je výrazně odlišná od té, která byla původně plánována. Liší se výrazně i od unie, která existovala v době, kdy ČR projednávala přístupové dokumenty a kdy proběhlo referendum o členství v EU. Nejde přitom jen o nárůst počtu členských zemí a o účast členských zemí, které by při striktní interpretaci původních konvergenčních kritérií v EMU být neměly, ale i o zcela základní principy fungování unie (viz tabulka č.1). Navíc je jasné, že eurozóna se bude měnit dále. Buď ji čeká hluboká revize spojená se zavedením striktních fiskálních pravidel, nebo rozpad.

¹ Více na toto téma stručný nástin možností v krátké studii IDEA „Evropská krize a její špatná a ještě horší řešení“.

	Původní záměr	Reálná EMU
Vstup do EMU	Exkluzivní, podmíněno splněním striktních kritérií	Velmi volná interpretace kritérií, např. tolerování pochybných řeckých statistických údajů
Pravidla o zodpovědném hospodaření	Pakt stability (a růstu) s tresty pro hříšníky	Jasně a často porušování pravidel tolerováno
Zodpovědnost za dluhy jiných členů	Zakázána: články 123 a 125 Lisabonské smlouvy	Navzdory smlouvě de facto akceptována (financování EFSF)
Pozice ECB	Silná a nezávislá centrální banka a la Bundesbank	Tlak na ECB, aby jednala v souladu s ostatními institucemi

Tabulka č. 1 – EMU: plán versus realita

Na jednu stranu je možné tuto skutečnost využít jako velmi levný argument, proč se měnovou integrací nyní nezabývat a proč se ČR nemusí reálně cítit původními sliby vázána. Na druhou stranu však tato proměna unie musí zodpovědnou vládu vést k novému posouzení přínosů a nákladů tohoto typu měnové integrace a porovnání s alternativami. Pro ČR je nyní důležité vědět, nakolik je zachování eurozóny v souladu se zájmy ČR a zda tedy např. má smysl výrazněji podporovat přežití měnové unie (i za cenu vyšších krátkodobých nákladů např. ve formě částečných záruk za půjčky oslabených členů či účasti na jejich oddlužení), či zda si má ponechat otevřené dveře k brzkému přijetí společné měny i za cenu nákladů spojených s plněním konvergenčních kritérií v době stagnace.

Mění se i česká ekonomika a tedy i potenciální přínosy měnové integrace pro ČR

Nejen koncept měnové unie prošel podstatnou změnou, mění se i ČR a postupně se transformují i mechanismy, které ovlivňují přínosy a náklady měnové integrace pro ČR. ČR je nyní v porovnání se zeměmi eurozóny zemí podstatně důvěryhodnější, než bývala (český rating se zlepšil oproti stagnaci či zhoršení ratingu zemí eurozóny – viz tabulka č. 5 v příloze), česká vláda je schopna financovat veřejný dluh za obdobných podmínek jako stabilní země eurozóny. ČR se také z velké části vyhnula umělému a na levných úvěrech postavenému boomu předcházejícímu současným problémům, ČR současně byla a je v dosavadním průběhu krize jednou ze zemí s nejzdravějším bankovním a finančním systémem v Evropě. Současně se s rozšiřováním EMU zvyšoval význam eurozóny pro ČR.

Jaký dopad mají proměny ČR a EMU na potenciální přínosy a náklady členství ČR a na externality související s případným rozpadem? Dopady těchto změn na mechanismy vedoucí k nákladům a přínosům pro ČR je možné rozdělit do tří kategorií:

- a) **Mechanismy, jejichž podstata se nemění, ale jejich reálný dopad ano.** Do této kategorie je možné zařadit jednorázové náklady související se zavedením eura, pozitivní dopad členství v EMU na transakční náklady českých firem, pozitivní dopady eliminace kurzového rizika, případně změna možnosti profitovat na ražebném.
- b) **Mechanismy, které jsou nyní nefunkční.** Slabší země EMU zažily po svém vstupu velký „pozitivní“ efekt spjatý s poklesem nominálních úrokových sazeb (a vzhledem k vyšší inflaci ještě výraznějším poklesem sazeb reálných) na soukromé i vládní půjčky. Z dnešního pohledu byl tento vliv anomálií, není pravděpodobné, že by budoucí vstup dalších zemí vedl k podobnému efektu. V případě ČR již navíc došlo k výrazné konvergenci sazeb k evropské úrovni. I když nepřítomnost tohoto efektu snižuje odhadované pozitivní krátko- a střednědobé dopady měnové integrace, současně je poučenější postoj finančních trhů určitou zárukou nižšího rizika, že se v případě příštích nových členů dostaví úvěry-financované bubliny, které by ohrožovaly jejich dlouhodobou makroekonomickou stabilitu.

- c) **Nové mechanismy.** Zde jde především o náklady pomoci zemím, které nejsou aktuálně schopné financovat svojí fiskální politikou za tržních podmínek. I když lze předpokládat, že alespoň část těchto nákladů se bude dříve nebo později týkat i nečlenských zemí eurozóny,² přesto jde o nový a potenciálně velmi významný zdroj dodatečných nákladů členství.

Co by pro ČR znamenalo členství v existující eurozóně?

V obecné rovině se očekávání příliš nemění. Snížení transakčních nákladů³ a eliminace kurzového rizika⁴ (resp. jeho transformace v případě vztahů se třetími zeměmi⁵) by měly pozitivně přispět k ekonomickému růstu. Velikost těchto transakčních nákladů se odhadovala na 0.11% HDP v případě Německa a Francie⁶, pro ČR pak na cca 0.5%.⁷ Výsledkem vstupu je nejen odbourání těchto nákladů, ale navíc i možnost zrychlit následné tempo růstu české ekonomiky. Tento růst ovlivní ekonomiku asymetricky – více z něj bude profitovat průmysl a sektor nefinančních služeb, naopak finanční sektor zažije zpočátku pokles výnosů přímo související s tím, že patří mezi příjemce snižujících se transakčních nákladů.

Za tento růst by ČR zaplatila jednorázovými náklady na technické aspekty přijetí Eura, které se v minulosti odhadovaly na 0.3 až 0.8% HDP, ale které se zřejmě s oddalováním vstupu a postupnou adaptací a modernizací ekonomiky dále snižují⁸. Vedlejším efektem snížení rizikovosti a transakčních nákladů je tendence k dalšímu nárůstu významu eurozóny pro českou ekonomiku⁹, což může být v rozporu s propagovanou snahou o vyšší diverzifikaci českého zahraničního obchodu.

Obtížněji vyčíslitelné jsou makroekonomické náklady spojené s aplikací nevhodné měnové politiky v situaci, kdy se členem měnové unie stává ekonomika, která by se při stabilizační politice jen těžko obešla bez samostatné měnové a kurzové politiky.¹⁰ Zjištění těchto nákladů je obtížné i z toho důvodu, že se dostaví pouze při určitém souběhu okolností – je tedy buď možné analyzovat jejich pravděpodobnost (a zjistit jejich očekávanou hodnotu) nebo simulovat přijetí eura v konkrétním časovém rámci a testovat, zda se s ním daná ekonomika vypořádala lépe či hůře.

Třetím negativním dopadem vstupu by byl rychlejší růst cenové hladiny v období po vstupu. Na rozdíl od očekávání podstatná část populace i na rozdíl od veřejného mínění ohledně vlivu zavedení hotovostní měny např. v Německu¹¹ se nebude jednat o výrazný jednorázový skok cen v momentě zavedení eura¹²,

² Již v současné době jde např. o financování EFSM.

³ Snížení poplatků za platební styk do zemí eurozóny (a zrychlení styku), snížení nákladů spojených s udržováním účtů v obou měnách, snazší vedení účetnictví a méně komplikované kalkulace pro firmy operující v eurozóně i v ČR.

⁴ To bude mít i velmi konkrétní formu snížení nákladů na hedging.

⁵ Hodnota kurzu koruny k třetím měnám souvisí s hodnotou koruny k euru (a stabilitou této hodnoty) vzhledem k podmínce tzv. trojstranné arbitráže. Velikost kurzového rizika vůči třetím měnám může teoreticky být i nižší než kurzové riziko vůči euru, prakticky však firmy z eurozóny čelily stabilnějšímu kurzu např. vůči dolaru než firmy české.

⁶ (European Commission, 1990)

⁷ (Singer, 2007). I další odhady se pohybují v podobném rámci.

⁸ Např. odhady pro Slovensko byly podle (Šuster, 2006, 40) před vstupem odhadovány v rozmezí 0.3-0.8%, náklady v případě Nizozemí byly (s dodatečnými úpravami) vyčísleny na zhruba 0.7% HDP. Pro ČR je citován odhad 0.86% HDP – např. (Lacina, 2007, 18), není ale jasné, proč by v případě ČR tyto náklady neměly být naopak menší díky využití zkušeností předchůdců a postupné modernizační techniky a software.

⁹ Jde o efekt ve smyslu tradiční „trade diversion“, tj. relativní snížení nákladů na obchodování s EMU by dále zvýšilo podíl EMU na českém zahraničním obchodě.

¹⁰ Řečeno formálněji – netvořila by s ostatními zeměmi tzv. optimální měnovou oblast (OCA). Prakticky to znamená, že by tato ekonomika čelila odlišnému typu šoků (případně s odlišným načasováním) než jádro měnové unie a nebyla by tyto rozdíly schopna kompenzovat vlastní fiskální politikou či flexibilitou trhu práce.

¹¹ Známe heslo „Euro = teuro“, tedy šokový nárůst cen v momentě konverze cen z původní národní měny do euro.

¹² Podle např. Brachinger (2006) byla podstatná část tohoto efektu psychologická. Toto potvrzují i závěry Eurostatu, podle kterých byl dopad zavedení Eura na cenovou hladinu v rozmezí 0.09-0.28 proc. bodů. Mechanismy typu

ale dlouhodobě mírně vyšší tempo inflace související spíše s Balassa-Samuelsonovým efektem¹³ a zlepšováním dosahovaných cen tradables. Empirická relevance, popř. velikost čistého¹⁴ Balassa-Samuelsonova efektu pro ČR byla sice v minulosti do určité míry zpochybněna¹⁵, z hlediska reálných ekonomických dopadů však není tolik důležité, zda je udržitelná domácí reálná apreciacie způsobována vyšším růstem domácí fyzické produktivity či odbouráváním počáteční nevýhody ve formě nižších cen českých tradables na zahraničních trzích. V obou případech jde o vyšší domácí inflaci, která je důsledkem růstu konkurenceschopnosti ve výrobě obchodovatelných komodit, a nikoliv o inflaci, která by vedla ke zhoršování cenové konkurenceschopnosti české ekonomiky¹⁶. Je tedy nutno zdůraznit, že se skutečně nejedná o inflaci, která by ohrožovala stabilitu české ekonomiky, ale naopak inflaci, která vzniká jako nutný vedlejší efekt úspěšného dohánění vyspělejších zemí (a růstu národního i individuálního bohatství) v situaci fixního kurzu či jednotné měny. Důsledkem jsou proto sice rozdíly v míře inflace mezi zeměmi/regiony, ale nikoliv narůstající nerovnováha, kterou jsme pozorovali např. v případě Řecka. Balassa-Samuelsonův efekt přirozeně vede např. i ke známým regionálním rozdílům v relativních i nominálních cenách, které nejsou na překážku fungování měnových unií.¹⁷

Výše nastíněné obecné závěry potvrzují i výsledky posledních simulací, které s využitím metodologie GVAR (Global Vector Autoregression)¹⁸ zpracovali v myšlenkovém centru IDEA Volha Audzei a Martin Kuncl.¹⁹ Podle těchto výsledků by hypotetický vstup ČR do EMU mezi lety 2004 a 2008 vedl s velmi vysokou pravděpodobností k vyššímu růstu HDP a vyšší inflaci. Hodnoty těchto pravděpodobností pro základní model jsou zachyceny v grafu č. 1. a jsou nezávislé na přesném datu vstupu vždy vyšší než 0.5.²⁰ Tento základní model předpokládá zafixování kurzu (bez výrazné revalvace či devalvace v momentě fixace), odstranění kurzové volatility ve vztahu k euru a také zafixování úrokových sazeb na úrovni sazeb

zobrazování duálních cen před a po vstupu navíc mohou podstatně snížit vliv „peněžní iluze“ na toleranci vyšších cen.

¹³ Někdy též označován jako Harrod-Balassa-Samuelsonův efekt. Vzhledem k tomu, že simulace i přes svoji náročnost nezahrnuje více sektorů pro každou z ekonomik a zejména klasifikaci výrobků těchto sektorů na „tradables“ a „non-tradables“, nelze přesně dokázat, že předpovězená vyšší inflace jde na vrub Balassa-Samuelsonova efektu. S ohledem na další charakteristiky výsledků se však jedná o nejpravděpodobnější vysvětlení.

¹⁴ Tj. souvisejícího s rozdílným tempem růstu produktivity v sektoru „tradables“ a ne s postupnou konvergencí v cenách „tradables“.

¹⁵ Např. (Lojschová, 2003) dospěla k závěru, že existují silné empirické důkazy pro relevanci BS efektu ve Visegrádských zemích. BS efekt by měl vést k inflaci cca 2.5 procentního bodu nad úroveň EMU. Některé z verzí jejich odhadů (uvolnění restrikce ve formě předpokladu parity kupní síly pro tradables) však vedly ke ztrátě statistické významnosti vlivu diferenciálu růstu produktivity na relativní ceny právě pro ČR a SR.

¹⁶ Možné negativní dopady se týkají spíše možnosti vytvoření vyšších inflačních očekávání či nižších reálných úrokových měr, což už však není přímý nutný důsledek BS efektu.

¹⁷ Viz např. rozdíly v cenách mezi úspěšnými a neúspěšnými regiony USA. V menší míře podobné rozdíly zcela přirozeně existují i v rámci ČR.

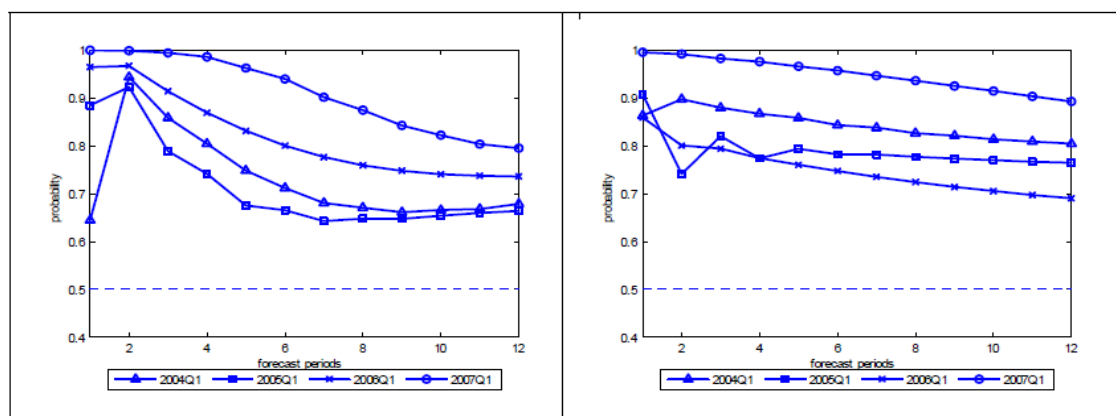
¹⁸ Metodika GVAR je podrobněji popsána v Pesaran a Smith (2006) a Pesaran et al. (2007). Jde o relativně novou metodiku, která se do značné míry snaží překlenout rozdíly mezi užitečností VAR modelů a DSGE modelů. Postup je následující: v první fázi se odhaduje základní VAR model pro všechny země zahrnuté do modelu (v našem případě 38 zemí). V dalším kroku se jednotlivé VAR modely zkombinují, tak že je VAR řešen pro všechny země současně a všechny proměnné se stávají endogenními. Výsledkem jsou tak simulace, ve kterých je dopad integrace ČR do EMU analyzován velmi podobně, jako by tomu bylo v úplném DSGE modelu, tj. vstup ČR ovlivní i ostatní ekonomiky a je brána v úvahu zpětná vazba na tyto dopady na ostatní.

¹⁹ Výsledky budou publikovány v samostatné podrobné technické studii.

²⁰ Soustředit se na pravděpodobnosti spíše než na bodové odhady doporučuje Pesaran et al. (2007).

Pravděpodobnosti jsou odvozeny z odvozeného pravděpodobnostního rozdělení rozdílu v úrovni produkce v případě vstupu a v případě ponechání nezávislé měny.

zemí EMU.²¹ Výhodou použité metodologie GVAR je schopnost vypořádat se s vlivem vzájemných vazeb mezi ekonomikami a s vlivem domácích politik i na sousední ekonomiky.²²



Graf č. 1 – Pravděpodobnost, že HDP (levá strana) a inflace (pravá strana) v ČR budou vyšší v případě vstupu do EMU. Zdroj: výpočty M. Kuncla a V. Audzei.

Jakkoliv jsou bodové odhady z podobných typů vektorových autoregresních modelů jen orientační²³, přesto je pro ilustraci uvádíme v tabulce č. 3. Podle těchto výsledků by za první tři roky po vstupu ČR ze vstupu profitovala díky vyššímu HDP (mohl by být o 1.8 až 3.2% vyšší než mimo EMU) a čelila by vyšším cenám (celkový nárůst o 7 až 13%) spojených převážně s růstem produktivity.

S ohledem na závěry týkající se postupných změn mechanismu působení měnové integrace na ČR byl simulován i alternativní scénář. Ten se liší tím, že v okamžiku vstup do EMU dochází pouze k fixaci kurzu a odstranění kurzové volatility. Chybí tedy kanál související s přechodem na evropské úrokové míry. Výsledky těchto odhadů uvádíme v příloze (graf č. 2 a tabulka č. 6). Ač jsou v tomto alternativním scénáři dopady na HDP i inflaci nižší, výsledná struktura i pravděpodobnosti vypadají obdobně. Jde o velmi důležitý závěr: (i) ČR by z měnové integrace profitovala i v tomto scénáři, který může být bližší současnému chování trhů, (ii) redukce úrokových sazeb by zřejmě i při hypotetickém vstupu v minulosti nebyla tou hlavní silou, která by vedla k růstu českého HDP. To může naznačovat nižší pravděpodobnost, že by po vstupu ČR byla nucena zápasit s podobnými bublinami jako země PI(I)GS.

Datum simulovaného vstupu	Rozdíl ve velikosti produkce na konci tříleté předpovědi (%)	Rozdíl v cenové hladině na konci tříleté předpovědi (%)
1. čtvrtletí 2004	1.8	12.9
1. čtvrtletí 2005	1.6	10.8
1. čtvrtletí 2006	2.4	7.3
1. čtvrtletí 2007	3.2	11.3

Tabulka č. 3 – Bodové predikce dopadu vstupu do EMU na ČR dle metodiky GVAR.

Zdroj: výpočty M. Kuncla a V. Audzei.

Co by pro ČR znamenal rozpad eurozóny?

²¹ Jde o pohled zpět (simulaci alternativní historie), proto byl v základním modelu tento předpoklad ponechán.

²² Jde tedy o přístup, který je pro podobný typ modelování podstatně vhodnější než např. jednoduchý vektorový autoregresní model, který by pokládal vývoj zbytku Evropy za daný, tj. neovlivnitelný vstupem ČR do EMU.

²³ Bodové odhady jsou ovlivněny chybami odhadu a mohou být zavádějící – viz. Pesaran et al. (2007). Spíše než na jejich hodnotu má smysl brát v úvahu jejich znaménko. Náhradou testu statistické významnosti je v tomto případě dříve uvedené odhady pravděpodobností, že produkce či inflace budou vyšší v případě vstupu do EMU než v případě zachování samostatné měny.

Pro českou ekonomiku by rozpad eurozóny představoval komplexní šok, který by vedl ke krátko- až střednědobým ekonomickým problémům. Tento šok by působil přinejmenším šesti různými kanály:

1. Koruna by si hledala přiměřenou úroveň kurzu k novým měnám. Zřejmě by došlo k menší depreciaci vůči nové německé marce (či užší eurozóně zahrnující Německo) a k výraznější apreciaci vůči samostatným měnám krizí více postižených států (Řecko, Portugalsko, atd.) či vůči měnovému bloku těchto slabších zemí.²⁴
2. Hledání nové úrovně kurzů by bylo doprovázeno výrazným nárůstem kurzové volatility²⁵ – a to nejen vůči nově vzniklým národním měnám, které by hledaly svoji novou hodnotu, kterou by zřejmě z počátku opakovaně přestřelily, ale i vůči třetím měnám. Tato volatilita by zřejmě dosáhla vyšších hodnot než v první fázi finanční krize a měla by výrazně negativní vliv na situaci českých firem.
3. Pokles poptávky po českém zboží v eurozóně v důsledku očekávaného nárůstu nezaměstnanosti a poklesu HDP²⁶. Jednalo by se o podobný šok, jakým si ČR prošla na konci roku 2008 a v roce 2009, byť potenciálně ve větším rozsahu. Tento šok by také již kvůli fiskálním problémům nebyl mírněn politikami typu šrotovného v SRN a na Slovensku. Naopak faktorem, který by jej zčásti mírnit mohl, by byla depreciace české koruny vůči nové německé měně.
4. Dopad rozpadu na finanční zdraví evropských bank může vést ke zhoršení ochoty a schopnosti financovat evropský obchod s mimoevropskými trhy – opět s negativními dopady na české exporty (které jsou mimo jiné využívány jako vstupy do německé exportní výroby).
5. Došlo by k výraznému omezení přílivu nových zahraničních investic do ČR, zejména těch zaměřených na export na evropské trhy. Současně by se dále zvýšil tlak na repatriaci zisků, což jednak dále sníží přímé zahraniční investice (reinvestované zisky v posledních letech tvořily podstatnou část přílivu PZI do ČR), jednak to může zhoršit finanční zdraví českých firem či dokonce bankovního sektoru.
6. Rozpad eurozóny by vedl k nárůstu ekonomického nacionalismu, který by vedl k zavádění skrytých protekcionistických opatření, která by malé otevřené ekonomice typu ČR mohla způsobit podstatné škody²⁷.

Dále je též nutno vzít v úvahu, že do první fáze krize vstupovala česká ekonomika po letech vysokého ekonomického růstu a měla tedy k dispozici podstatně vyšší skryté rezervy. Druhou komplikací je skutečnost, že by stabilizace zahraniční poptávky trvala déle než v prvním případě. A také nesmíme zapomenout na skutečnost, že v případě první recese domácí poptávka (a zejména pak poptávka vlády) sehrávala do značné míry stabilizační roli, což není možné v příštím roce očekávat.²⁸

Pokud tedy porovnáme nastíněné problémy se situací v roce 2009 (viz zjednodušené srovnání situace v roce 2009 s možnou situací v příštím roce v tabulce č. 2), lze snadno dospět k závěru, že ČR by v tomto případě měl čekat podstatně hlubší propad HDP, vyšší nárůst nezaměstnanosti a vzhledem

²⁴ Vznik silného a slabého eura ale v současné době pokládáme za málo pravděpodobný. Více viz studie IDEA „Evropská krize a její špatná a ještě horší řešení“.

²⁵ Nezdá se být příliš pravděpodobné, že by zejména slabší země dokázaly po měnové odluce okamžitě přijmout a udržet pevný kurz (např. v rámci ERM II či jakýsi pokus o ERM I v případě úplného rozpadu EMU).

²⁶ Viz např. predikce pro SRN publikované v ING Global Economics, December 1st, 2011.

²⁷ Tyto tendence se objevovaly i během první fáze krize (např. požadavky francouzského prezidenta Sarkozyho z roku 2009, aby francouzské firmy převáděly výrobu zpět do Francie na úkor nových členských zemí), jejich nynější předzvěstí je zpřísnění rakouských pravidel týkající se bankovní regulace, které může efektivně snížit schopnost rakouských bank poskytovat úvěry ve střední a východní Evropě.

²⁸ Vládní poptávka v posledních čtvrtletích reálně klesá kvůli úsporným opatřením, podobně reálně klesá i domácí soukromá poptávka. Dopad změn v DPH na domácí poptávku bude také směřovat spíše k reálnému poklesu.

k nastavení státního rozpočtu také výrazné fiskální problémy.²⁹ MFČR očekává v roce 2012 saldo vládního sektoru na úrovni -128 mld. Kč (-3.2% HDP) za předpokladu ekonomického růstu ve výši 1%. Propad ekonomiky o 5 a více procent by měl na deficit veřejných financí velmi negativní vliv, opět by se zřejmě dostal výrazně nad úroveň 200 mld. Kč (v roce 2009 dosáhl 219 mld. Kč při poklesu ekonomiky o 4.1%).

	2009	Odchod Řecka³⁰	Celkový rozpad
Vývoj německé ekonomiky (HDP)	-5.10%	0 až -1% v prvním roce	-7 až -9% v prvním roce
Možnost profitovat z proticyklické fiskální politiky v zemích EU	Ano (např. šrotovné)	Nepravděpodobná	Nepravděpodobná
Vládní výdaje v ČR	Mírný reálný růst	Reálný pokles	Reálný pokles
Soukromá poptávka v ČR	Stagnace (velmi mírný pokles)	Reálný pokles	Reálný pokles
Kurzová volatilita	Výrazně zvýšená	Výrazně zvýšená	Extrémní
Počáteční rezervy firem	Ano (díky předchozímu růstu)	Zřejmě podstatně vyčerpější	Zřejmě podstatně vyčerpější
Počáteční stav bankovního sektoru	Bezproblémový		

Tabulka č. 2 – Minulá recese v porovnání s dopady rozpadu EMU či odchodem Řecka k začátku roku 2012. Scénář německého HDP je odvozen z predikcí ING.

Pokusy o přesnější vyčíslení dopadů na ČR, které by byly postavené na hlubších základech než výše naznačená „trojčlenka“ narážejí na několik zásadních problémů:

- Rozpadem EMU by byla ovlivněna celá EU (a dokonce i mimoevropské země), což znamená značné množství zpětných vazeb a závislostí, které prakticky nelze explicitně vyčíslit. Svým způsobem je snad jediným skutečným precedents podobné kombinace takto velkého nárůstu nejistoty s poklesem externí poptávky, restriktivní fiskální politikou a finanční nestabilitou případ hromadného pádu tranzitivních ekonomik do transformačních recesí v začátku 90. let. Nejedná se však o precedent dokonalý – chyběly v něm právě ony mezinárodní finanční závislosti, navíc zde existovala šance využít devalvací k přeorientaci na západní trhy. Tuto možnost zřejmě země postižené rozpadem mít nebudou (alespoň ne v obdobné míře). Naopak v něm navíc působily směrem k hlubšímu poklesu i faktory související s reorganizací ekonomik.³¹
- Je obtížné odhadnout časové rozložení a délku výsledného šoku. Česká ekonomika dopadne odlišně, pokud by (v případě rozpadu k počátku roku 2012) došlo k prudkému propadu v prvním čtvrtletí s relativně rychlým návratem růstu, než pokud se bude jednat o několik čtvrtletí trvající pokles, který by dále vyčerpával rezervy firem a domácností.³² Problémem může být i hystereze, která se může dostavit při dlouhodobějším poklesu.

²⁹ Výsledky jsou však velmi citlivé zejména na dopad rozpadu na německou ekonomiku. Pokud by rozpad proběhl velmi organizovaně a přinesl by zvýšení důvěry a optimismu v SRN, mohly by být dopady na ČR podstatně méně závažné.

³⁰ Převzato z analýzy ING, jde o pokles pouze v prvním roce, nikoliv o vyčíslení celkového možného propadu. Více k této problematice dále.

³¹ Viz např. Blanchardův a Kremerův model dopadu dezorganizace na produkci ekonomiky.

³² Zadluženost domácností a problémy se splácením sice zůstávají na spíše nižší úrovni, ale postupně narůstají.

- Česká republika je sice přímo relativně méně závislá (díky stavu bankovního sektoru a spořivému chování domácností) na finančních tocích, což zlepšuje možnost použít jednoduchý ekonometrický model zaměřený více na reálné veličiny (HDP, exporty, domácí a vládní spotřeba).³³ Problém je však dopad těchto vazeb na naše obchodní partnery a s tím související obtížně vyčíslitelný dopad na český zahraniční obchod. Navíc i bez těchto vazeb je naše znalost skutečného vnitroeurospokého obchodu omezená. O co přesně jde? Vzhledem k dosažené míře liberalizace toků zboží v EU jsou vnitroeurospoké obchodní statistiky³⁴ dosti nespolehlivé, takže si nejsme jisti, jak velká část českých exportů do SRN skutečně finálně končí na německém trhu a jak velká část v třetích zemích. Problémem jsou zde reexporty ale také využívání vstupů vyrobených v ČR (a např. vyexportovaných do SRN) ve výrobě zboží určeného pro jiné trhy (Čína, Řecko).³⁵ Navíc i české exporty obsahují značný podíl dovážených vstupů – což by v běžné situaci mělo snižovat jejich citlivost na změny kurzu, v nové situaci po případném rozpadu EMU a vzniku více nových měn se naopak může tato citlivost výrazně zvýšit.

Vzhledem k charakteru řešeného problému se naskýtají dvě základní možnosti, jak k odhadu dopadů přistoupit. První by byl DSGE nebo AGE model, který by byl dostatečně detailní, aby bylo možné simulovat výše zmíněných šest základních kanálů působení rozpadu EMU na ČR. Druhou je ekonometrický predikční model, ideálně založený na GVARu či běžné vektorové autoregresi, do nějž dodáme restriktce či exogenní scénáře vývoje hlavních proměnných. První možnost je nepraktická vzhledem k značným časovým a finančním nákladům, druhá je alespoň na první pohled relativně snadno realizovatelná. Jakkoliv malé (tj. cca 6-8 proměnných) vektorové autoregresní modely vypadají primitivně, ve skutečnosti jsou v řadě vlastností lepší než tradiční velké modely.³⁶ Jejich problémem je náročnost na dostupnost dat³⁷ a dále nejasná využitelnost k podmíněným predikcím v situacích, kdy analyzujeme dopad výrazného šoku (změny hospodářské politiky), o němž můžeme předpokládat, že výrazně změní i koeficienty původního modelu.

Je současná finanční a dluhová krize, či rozpad EMU takovou extrémní změnou? Ačkoliv např. Reinhart a Rogoff (2008) dokazují, že podobné dluhové problémy jsou z dlouhodobé perspektivy celkem časté a že se tedy nejedná o nijak unikátní událost, v dostupných datech a časových řadách pro ČR nejsou na rozdíl od cca 700 let dlouhého časového vzorku použitého v Reinhart a Rogoff (2008) podobné hluboké šoky zastoupené. To znamená, že i když se nezdá, že by evropská a světová ekonomika z dlouhodobého pohledu nutně musela chovat jinak, náš krátkozraký pohled omezený daty za posledních cca 15-20 let není schopný zcela tyto málo časté události podchytit. Důsledkem je skeptický závěr, který se netýká jen vektorových autoregresních modelů. Pro takový typ šoku, který nás může čekat po rozpadu unie, není zřejmě žádný model, který by dokázal s přesvědčivou věrností vystihnout, co může českou ekonomiku potkat. Vše, co můžeme udělat, je zkusit využít historických dat k odhadu citlivosti české ekonomiky na vývoj ekonomiky německé (či vývoj HDP širšího agregátu zemí EMU), úroveň kurzu a volatilitu a pak pomocí scénářů ohledně předpokládaného vývoje v Německu a na finančních trzích dostat alespoň nějakou přibližnou informaci o možných dopadech na ČR.

³³ Zejména zpětné vazby související s finančním sektorem se do jednodušších ekonometrických modelů zapracovávají obtížně, takže možnost se jim vyhnout by byla vítaná.

³⁴ Intrastat.

³⁵ Více o toto téma např. analýza V. Semeráka: Obchod mezi ČR a ČLR: rozdíly v národních statistikách, ve které je prezentován makroekonomický odhad, jak velká část českých exportů do Německa je reálně českým exportem do Číny.

³⁶ Např. RMSE při porovnání predikcí a skutečných hodnot pro krátkodobé predikce. Viz např. Litterman (1986).

³⁷ Typickým problémem pro ČR jsou relativně krátké časové řady a podezření na existenci strukturálních zlomů a nekonsistencí i v těch krátkých řadách, které dostupné jsou. Příkladem mohou být opět např. změny metodiky zachycování zahraničního obchodu v 90. letech.

Následující odhady vycházejí z následujících vstupních proměnných:

1. Údaje z českých národních účtů: HDP, soukromá spotřeba, hrubá tvorba fixního kapitálu, vše ve formě sezónně očištěných sezónních dat ve stálých cenách za období od počátku roku 1996 do 3. čtvrtletí roku 2011.
2. Údaje o německém HDP (sezónně očištěný a ve stálých cenách) doplněné pro účely predikce o očekávaných vývoj německé ekonomiky podle Evropské komise (scénář zachování státu quo) a podrobné analýzy ING (odchod Řecka a úplný rozpad EMU na počátku roku 2012).³⁸ Jakkoliv se zahrnutí pouze Německa může zdát extrémním zjednodušením, Německo patří k hlavním obchodním partnerům (viz graf č. 3 v příloze) a i ostatní hlavní trhy, na které vyvážíme, budou stavem německé ekonomiky velmi výrazně ovlivněny.
3. Údaje o čtvrtletní volatilitě české koruny vůči euru (resp. německé měně) ve formě čtvrtletních variačních koeficientů.
4. Údaje o českém indexu spotřebitelských cen (CPI) a údaje o české nezaměstnanosti dle metodiky ILO.

Pokud tedy použijeme jednoduchý ekonometrický predikční model pro českou ekonomiku a dosadíme do něj publikovaná očekávání týkající se možných dopadů na německý HDP a předpokládané změny volatility³⁹, získáme základní představu o možnostech vývoje české ekonomiky - viz tabulka č. 3. Vzhledem k omezené možnosti tohoto typu modelu zahrnout všechny možné typy efektů (zejména nejsou přímo zohledněny dopady související s finančními trhy, bankami a cenami aktiv) se jedná o výsledky velmi přibližné.⁴⁰ Nicméně i tak srovnání situace podle tabulky č. 2 i této velmi přibližné predikce naznačuje, že ČR by čekal v případě zejména v případě rozpadu EMU poměrně nepřijemný šok, kterému se prakticky nemá šanci vyhnout. Na druhou stranu, díky naší relativně dobré výchozí situaci jsou tato čísla stále ještě překvapivě dobrá

	Rok 2009	Status quo	Odchod Řecka	Celkový rozpad
Německý HDP (reálný meziroční růst)	-5.1%	0.9%	0 až -1%	-7 až -9%
Český HDP (reálný meziroční růst)	-4.1%	0.4%	-1.5% a hůře	-4.5% a hůře
Český vývoz (reálný meziroční růst)	-10.5%	2%	0.7% a méně	-11.5% a méně
Nezaměstnanost (ILO)	6.7%	6.5%	7.0% a více	10.5% a více

Tabulka č. 3 – Pokus o vyčíslení dopadů rozpadu na ČR. Předpoklady: odchod Řecka z EMU či rozpad EMU na počátku roku 2012. Scénář německého HDP je odvozen z predikcí ING.⁴¹

³⁸ ING Global Economics, December 1st, 2011. Jednalo se o pragmatické rozhodnutí, pro podmíněnou prognózu vývoje české ekonomiky je nutné mít nějaký scénář možného vývoje EMU a dostupná prognóza ING se v daný moment jevila být nejdůkladněji zpracovaná a nejaktuálnější z možných alternativ. Přesto je nerealistické očekávat, že právě je ta správná prognóza, proto jsme odhadovali i elasticitu ve vztahu k německému HDP obecně, aby bylo možno odhadnout dopady možných odchylek od této prognózy.

³⁹ Pro jednoduchost byl jako základní model použit tzv. VAR in levels s endogenními proměnnými (HDP, spotřeba domácností, investice, nezaměstnanost, CPI, vše v logaritmech) a exogenními proměnnými (německý reálný HDP, volatilita).

⁴⁰ Údaje v tabulce č. 3 jsou dále upraveny tak, aby zohlednily pravděpodobný dopad změn DPH na domácí spotřebu.

⁴¹ Predikce pro Německo byly převzaty z ING Global Economics, December 1st, 2011. Predikce byly dále rozpracovány do různých scénářů časového rozložení šoků a délky poklesu.

Shrnutí: Jaký postoj by tedy ČR měla zaujmout k současné krizi?

Česká republika je na EU (a zejména na zemích, které jsou nyní v eurozóně, konkrétně Německu) závislá a neexistuje žádný rychlý a bezproblémový způsob, jak tuto závislost v krátkém období změnit. Kvůli této závislosti by dopad rozpadu eurozóny na ČR mohl být velmi drastický. Prudký pokles HDP (a s ním spojený nárůst nezaměstnanosti) by mimo jiné znamenal i výrazné zhoršení fiskální stability ČR. To by dohromady s již zmíněnou závislostí také mohlo zvrátit trend ve směru zlepšování ratingu. Výsledkem by tak byl hluboký deficit financovaný za potenciálně výrazně vyšší úrokové sazby.

Pokud tedy existuje šance na takové přežití eurozóny, které by nebylo jen dlouhodobou agónií, je v životním zájmu ČR takové řešení podporovat. Dokonce i solidarita ve formě účasti na financování některého ze stabilizačních fondů může být pro ČR efektivní – reálný příspěvek (zvláště pokud by podpora měla formu poskytnutí záruk) může ČR zatížit méně než fiskální důsledky hluboké recese (úplný rozpad EMU by zřejmě zhoršil saldo rozpočtu o nejméně 100 mld. Kč.)

A do jaké míry nás má zajímat budoucí měnová integrace?

Pokud eurozóna přežije, pokud dokáže zreformovat své fungování a instituce⁴², bude mít s největší pravděpodobností přijetí společné měny na ČR pozitivní dopady ve formě vyššího růstu (částečně vyvážené vyšší inflací). Podobně pozitivní dopady by mělo i členství v užší eurozóně, která by zahrnovala Německo. Pro českou vládu z toho vyplývá jednoduchý závěr: ČR by se v maximální možné míře měla snažit ponechat si otevřenou cestou ke členství, ať již snahou plnit existující konvergenční kritéria⁴³ či aktivní podporou přijatelného řešení současné krize.

⁴² Více na toto téma stručný nástin možností v krátké studii IDEA „Evropská krize a její špatná a ještě horší řešení“.

⁴³ I když zkušenosti s úvěrovými boomy/bublinami v zemích PI(I)GS stejně jako výhrady ekonomů vůči původním kritériím (např. Holzmann et. al., 1996); naznačují, že úpravu kritérií nelze při budoucích změnách EMU vyloučit.

Použitá literatura a zdroje dat

- Audzei, Volha, Kunc, Martin: GVAR Simulation of EMU Entry for the Czech Republic. mimeo (forthcoming as IDEA technical paper).
- Brachinger, H.W.: Euro or „Teuro“?: The Euro-induced Perceived Inflation in Germany. 2006.
- Egert, B., Drine, I., Lommatzsch, K., Raut, C.: The Balassa–Samuelson effect in Central and Eastern Europe: myth or reality? *Journal of Comparative Economics*, Volume 31, Issue 3, September 2003, Pages 552-572
- European Commission. „One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union.“ *European Economy*, 1990.
- Holzmann, Robert, Hervé, Yves and Demmel, Roland: The maastricht fiscal criteria: Required but ineffective? *Empirica*, Volume 23, Number 1, 25-58
- Lacina, Lubor et al. „Studie vlivu zavedení eura na ekonomiku ČR.“ Praha: Studie vlivu zavedení eura na českou ekonomiku, 2007.
- Litterman, Robert.: Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions—Five Years of Experience. *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 4 (January 1986), pp. 25–38.
- Lojschová, Adriana: Estimating the Impact of the Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies. Institute for Advanced Studies, Vienna, Economics Series 140/2003
- Mundell, Robert A. „A Theory of Optimum Currency Areas.“ *American Economic Review*, November 1961: 509-517.
- Pesaran, M. Hashem, Smith Ron P: Macroeconometric Modelling with a Global Perspective. Manchester School, University of Manchester, vol. 74(1), pages 24-49, 2006
- Pesaran M. Hashem, Smith L. Vanessa, Smith Ron P: What If The UK Or Sweden Had Joined The Euro In 1999? An Empirical Evaluation Using A Global VAR. *International Journal of Finance and Economics* no. 12, 55–87, 2006
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S.: This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER, 2008
- Semerák, V.: Obchod mezi ČR a ČLR: rozdíly v národních statistikách. forthcoming
- Singer, Miroslav. „Pět otázek a odpovědí k zavedení eura v České republice.“ V *Euro versus koruna. Rizika a přínosy jednotné evropské měny pro ČR*, autor: Ivana Pečinková, 49-67. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury, 2007.
- Šuster, Martin (ed.). *The Effects of Euro Adoption on the Slovak Economy*. NBS Research Department, 2006.
- ING Global Economics, December 1st, 2011.
- UBS Investment Research: Euro break-up – the consequences. September 2011.

Příloha

Tabulka č. 5 – Porovnání ratingu zemí EU podle agentury Fitch (k 21. listopadu 2011)

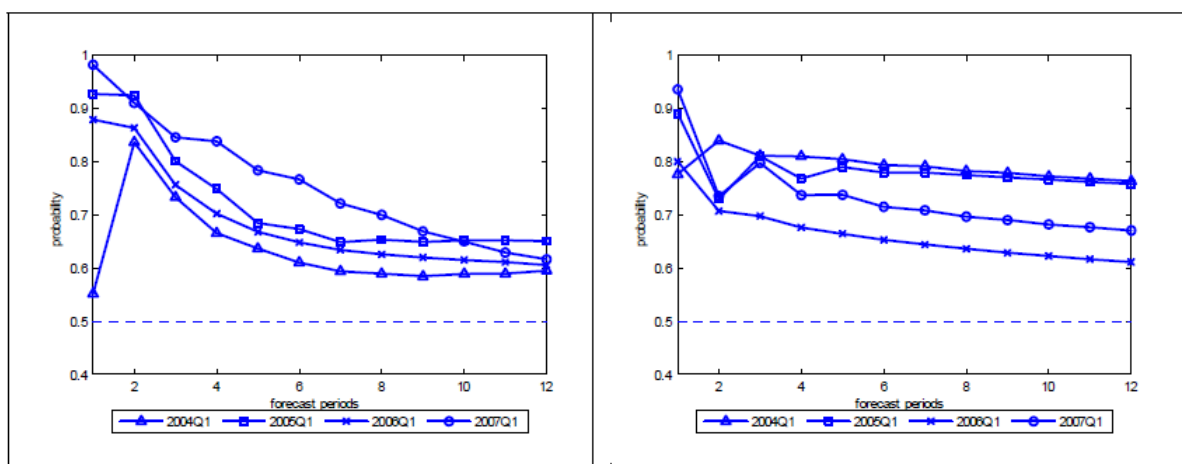
	Foreign currency rating		Local currency rating
Dánsko, Finsko, Francie, Nizozemí, Lucembursko, Německo, Rakousko, Švédsko, Velká Británie	AAA	Dánsko, Finsko, Francie, Nizozemí, Lucembursko, Německo, Rakousko, Švédsko, Velká Británie	AAA
Belgie	AA+	Belgie	AA+
Slovinsko, Španělsko	AA-	ČR, Slovinsko, Španělsko	AA-
ČR, Estonsko, Itálie, Malta, Slovensko	A+	Estonsko, Malta, Itálie, Slovensko	A+
Polsko	A-	Polsko	A
Irsko	BBB+	Irsko, Litva	BBB+
Kypr, Litva	BBB	Bulharsko, Kypr, Lotyšsko, Maďarsko, Rumunsko	BBB
Maďarsko, Bulharsko, Lotyšsko, Portugalsko, Rumunsko	BBB-	Portugalsko	BBB-
Řecko	CCC	Řecko	CCC

Zdroj: Fitch Ratings

Tabulka č. 6 – Bodové predikce dopadu vstupu do EMU na ČR dle metodiky GVAR (alternativní scénář bez vlivu integrace na úrokové sazby). Zdroj: výpočty M. Kuncla a V. Audzei.

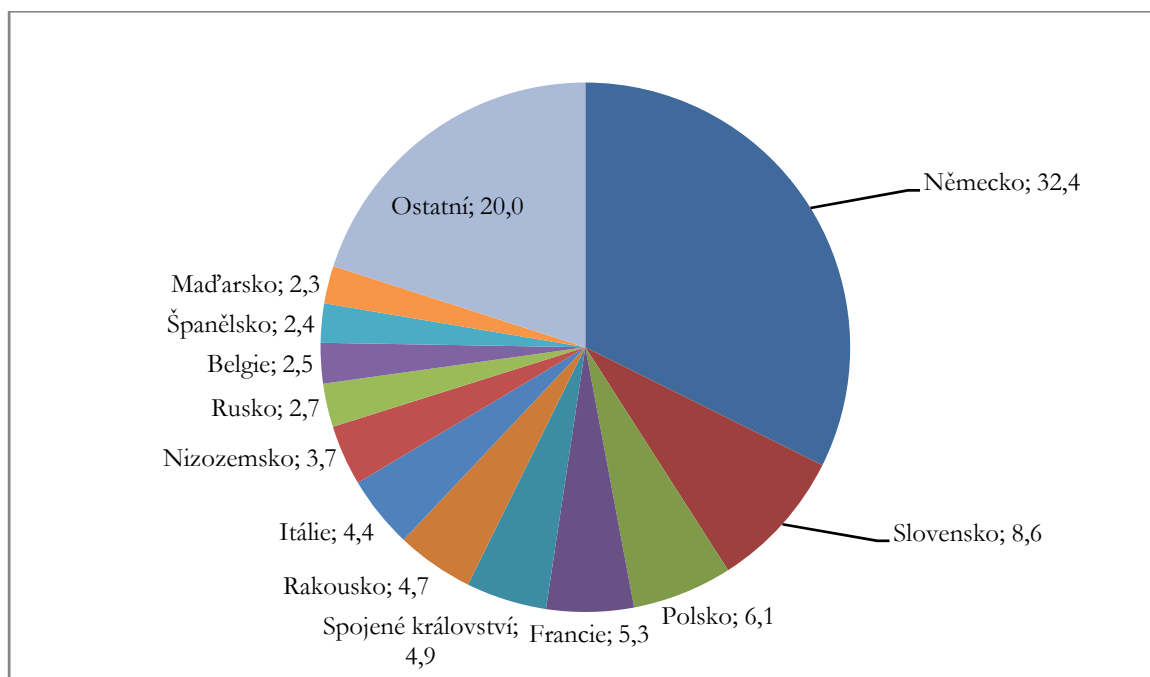
Datum simulovaného vstupu	Rozdíl ve velikosti produkce na konci tříleté předpovědi (%)	Rozdíl v cenové hladině na konci tříleté předpovědi (%)
1. čtvrtletí 2004	0.9	10.7
1. čtvrtletí 2005	1.5	10.4
1. čtvrtletí 2006	1	4.1
1. čtvrtletí 2007	1.1	6.5

Graf č. 2 – Pravděpodobnost, že HDP (levá strana) a inflace v ČR (pravá strana) budou vyšší v případě vstupu do EMU. Alternativní scénář bez vlivu integrace na české úrokové sazby.



Zdroj: výpočty M. Kuncla a V. Audzei.

Graf č. 3 – Teritoriální struktura českého exportu v roce 2010.



Zdroj dat: ČSÚ – databáze STAZO, jde o verzi dat s dopočty.

© Vilém Semerák, PhD, Jan Švejnar PhD

Vydal a vytiskl Národohospodářský ústav AVČR, v.v.i., Politických vězňů 7, 11121 Praha 1.

Elektronická verze této publikace je k dispozici na
http://idea.cerge-ei.cz/documents/kratka_studie_2011_07.pdf

Upozornění: Tato studie reprezentuje pouze názory autorů a nikoli oficiální stanoviska Národohospodářského ústavu AVČR, v.v.i., či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK v Praze (CERGE).