

Stane se euro rovnocenným konkurentem amerického dolaru?

PETR PAVLÍK

Začátek roku 2002 se nesmazatelně zapsal do hospodářských dějin tím, že došlo k zavedení jednotné evropské měny – eura¹ ve fyzické podobě, tj. v podobě bankovek a mincí. Tzv. eurozónu v současnosti obývá více než 300 milionů lidí. Podle názoru Roberta A. Mundella,² profesora newyorské Columbia University a držitele Nobelovy ceny za ekonomii z roku 1999, bylo zavedení eura pro mezinárodní měnový systém jednou z největších událostí posledního desetiletí. Start eura rozšířil světové měnové oblasti na tři – dolaru, eura a jenu.³ Hrubý domácí produkt (HDP) eurozóny činí zhruba 7 bilionů dolarů ve srovnání asi s 9,5 bilionu USA a s 5 biliony Japonska. Většina odborníků považuje vytvoření eura za vůbec nejvýznamnější změnu mezinárodního měnového systému po kolapsu bretton-woodského systému⁴ v roce 1971.

Euro je zatím příliš mladou měnou na to, aby se dalo s jistotou říci, zda a kdy by se mohlo stát klíčovou mezinárodní měnou. I americkému dolaru trvalo několik desetiletí, než se stal vedoucí světovou měnou, a tak převzal vůdčí postavení po britské libře, a to navzdory tomu, že ekonomika USA byla zdaleka největší světovou ekonomikou po celé 20. století. Americký dolar se stal dominantní mezinárodní měnou teprve po skončení druhé světové války a tuto pozici si udržel až dodneška. Touto pozicí nedokázala citelně otřást ani rostoucí role německé marky a japonského jenu na světových finančních trzích zejména v posledních dvaceti letech minulého století.

Stane se euro měnou, která bude schopna ohrozit dosavadní výsadní postavení amerického dolaru? Názory na budoucí mezinárodní roli eura vykazují velké rozpětí – od nevýznamné role eura ve stínu dolaru přes bipolární systém až po jednoznačnou dominanci eura. Navzdory určitým počátečním potížím, které mohou být dány i možná nepříliš vhodným načasováním zavedení eura, zejména předčasným zahájením třetí etapy měnové unie,⁵ je Evropská hospodářská a měnová unie (EMU) velkolepým projektem, jenž je podle většiny odborníků z dlouhodobějšího hlediska „odsouzen“ k úspěchu. To neznamená, že se nemůžeme setkat i s velmi skeptickými hlasy. Vzhledem k tomu, že jejich autory jsou často velmi věhlasní ekonomové, nelze je brát na příliš lehkou váhu.⁶ I v českých akademických kruzích se můžeme setkat nejen s odpůrci vstupu České republiky do eurozóny, ale přímo s odmítnutím samotné EMU.⁷ Kromě toho někteří právní experti považují Evropskou hospodářskou a měnovou unii za právnicky nedokonalý termín. Přestože primární právo Evropských společenství (ES) tento termín důsledně používá, byla ve skutečnosti naplněna pouze měnová unifikace, zatímco hospodářská politika zůstává v rukou jednotlivých členských států Unie. To pochopitelně evokuje otázku, zda vůbec může řádně fungovat měnová unie bez skutečné hospodářské unie.

Můžeme si také položit otázku, zda nebylo euro opravdu zavedeno příliš brzy a překotně, zda nebylo až nadměrně podporováno politickými ambicemi některých jeho zastánců. V této souvislosti je třeba poznamenat, že konečné rozhodnutí, včetně termínu zavedení eura, bylo v konečné fázi skutečně primárně politickým rozhodnutím a ekonomické argumenty hrály jen podpůrnou a víceméně sekundární roli.⁸ Je možné, že pokud by se zavedení eura neustále odsouvalo do budoucnosti, mohl celý projekt EMU postupně „vyšumět

do ztracena“.⁹ Za zmínku stojí i známý výrok Helmuta Kohla: „Přijal jsem to rozhodnutí [o vytvoření jednotné měny – pozn. aut.] proti německým zájmům. Tento krok byl politicky správný, protože Německo potřebuje přátele. V Evropě o nás nemohou panovat žádné pochyby.“¹⁰

Hlavním smyslem této stati je ukázat na vybraných příkladech, nakolik se již euro stačilo etablovat jako jedna z nejdůležitějších mezinárodních měn z hlediska různých aspektů, nakolik plní základní funkce významné mezinárodní měny a jaké jsou jeho perspektivy v blízké budoucnosti. Řada signálů naznačuje, že euro splňuje mnohé předpoklady potřebné k tomu, aby se stalo vážným konkurentem dolaru již v dohledné době. Stať si všimá též některých překážek a úskalí, s nimiž se EMU musí a bude muset potýkat.

Nejprve se budu zabývat tím, zda je eurozóna optimální měnovou oblastí. Tato otázka se poměrně často vyskytuje v odborné literatuře. Přesto, nebo právě proto jsem považoval za vhodné nastínit tuto problematiku alespoň v hrubých rysech. Jde totiž o jeden z nejzásadnějších teoretických problémů, který EMU doprovází od samého počátku. Potom přejdu k tomu, jakou roli hraje euro v současnosti ve světovém hospodářství z hlediska podílu eurozóny na světovém HDP, obchodu, oficiálních devizových rezervách, vybraných ukazatelích finančních trhů apod. Poté se budu zabývat rolí eura ve světovém měnovém systému jako v jednom z hlavních subsystémů světového hospodářství. Zde bude současně uveden přehled zemí, které euro přijaly jako svou jedinou nebo hlavní měnu, jakož i států, jejichž měny jsou na euro úzce napojeny pomocí různých kurzových mechanismů. Další část stati bude pojednávat o potenciálu eura při „dobývání“ dalších oblastí světa. Jednak těch, kde se již euro stává nebo se v dohledné době stane měnou čísla jedna (např. v zemích střední a východní Evropy), jednak těch, kde bude vážně soupeřit s americkým dolarem (např. v Latinské Americe či v zemích Blízkého východu). V závěrečné části své stati jsem se snažil upozornit na některé problémy, které mohou ovlivnit, zda a do jaké míry se euro skutečně stane silnou a stabilní měnou a zároveň vážným konkurentem amerického dolaru.

JE EMU OPTIMÁLNÍ MĚNOVOU OBLASTÍ?

Po rozpadu bretton-woodského systému pevných měnových kurzů na počátku 70. let 20. století se ukázala nutnost stabilizace devizových kurzů. V té době se v ES po četných diskuzích objevil návrh přiblížit se k měnové unii vytvořením paralelní měny, která by fungovala vedle měn členských států jak pro oficiální účely, tak i ve funkci rezervní měny a prostředku pro zúčtování na devizových a kapitálových trzích. Její význam by postupně rostl, jednotlivé ekonomiky by se na její používání adaptovaly a nakonec by mohla nahradit měny členských států jako jednotná měna. Tato myšlenka byla dotazena do určité podoby v roce 1979, kdy na základě iniciativy francouzského prezidenta Valéry Giscarda d'Estainga a německého kancléře Helmuta Schmidta o vytvoření „zóny měnové stability“ vznikl Evropský měnový systém (EMS),¹¹ který byl určitou iniciativou členských států ES (zahrnující pouze tyto země), avšak fungující mimo oficiální smluvní rámec ES.

První ropný šok v letech 1973–1974, kdy cena ropy vzrostla více než na čtyřnásobek, výrazně přispěl k prohloubení rozdílů mezi ekonomickými výsledky jednotlivých členských států EHS, k nimž se v té době připojila Velká Británie, Irsko a Dánsko. Zatímco Německo díky své fiskální i monetární disciplíně dostalo inflaci záhy pod kontrolu, Itálie a Velká Británie se začaly potýkat s vysokou inflací a s ohromným deficitem platební bilance. Tyto rozdíly v makroekonomické situaci jednotlivých zemí, které do značné míry ovlivnila schopnost jednotlivých vlád provádět více či méně adekvátní hospodářskou politiku, vyvolaly otázku, zda vzrůstající rozdíly v ekonomické výkonnosti nezabrání další měnové integraci v rámci EHS, což vedlo k úvahám o tzv. optimální měnové oblasti.

Neoklasičtí ekonomové se většinou domnívali, že rozdíly v hospodářských výsledcích jsou způsobeny hlavně rozdílnou makroekonomickou politikou. Podle jejich názoru je konvergence, nutná k vybudování hospodářské a měnové unie, především věcí politické

vůle. Optimální měnová oblast by pak byla ta, v níž by se vlády rozhodly provádět politiku vedoucí ke stabilitě. Další skupina tvrdila, že rozdíly v ekonomických výsledcích jsou způsobeny rozdílnými strukturami ekonomik, zejména na trzích práce. Podle tohoto názorového proudu takové faktory, jako je síla a chování odborů, vedly v jednotlivých zemích k rozdílnému sklonu k inflaci, a dokud budou tyto výrazné rozdíly přetrvávat, nebude možné dospět k trvalému stanovení kurzů mezi měnami či k vytvoření jednotné měny.¹²

Významný přínos v této oblasti představoval článek Roberta A. Mundella o teorii optimálních měnových oblastí z roku 1961.¹³ Tento autor definoval optimální měnovou zónu jako prostor s vnitřní mobilitou výrobních faktorů (včetně meziregionální a meziodvětvové mobility) a vnější nemobilitou faktorů. Přitom vycházel z toho, že při neměnných cenách a mzdách se mohou součástí měnové oblasti stát pouze země s vysokou mobilitou práce a kapitálu, což jim umožní v rámci dané oblasti udržovat plnou zaměstnanost, takže k zajištění zaměstnanosti již nebude nutná změna měnových kurzů mezi jednotlivými zeměmi měnové oblasti. Ztráta možnosti ovlivňovat ekonomické procesy změnou měnových kurzů je tak nahrazena vysokou flexibilitou a mobilitou práce i kapitálu. Mundell se ve svém výzkumu zaměřil především na mobilitu práce a kapitálu za podmínek pevného nebo plovoucího měnového kurzu a snažil se najít odpověď na otázku, zda se mohou výrobní faktory z oblasti hospodářského útlumu uvnitř měnové zóny přesunout do lépe prosperující oblasti.¹⁴

K dalšímu rozvoji teorie optimální měnové oblasti přispěl Ronald I. McKinnon, jenž se zaměřil na dopad obchodu mezi jednotlivými subregiony měnové oblasti. Tento autor dospěl k názoru, že velikost optimální měnové oblasti velmi závisí na stupni otevřenosti ekonomiky,¹⁵ kterou definoval jako poměr mezi obchodovatelným zbožím ve vztahu k domácí produkci a spotřebě s ohledem na její vliv na vnější ekonomickou rovnováhu a na vnitřní ekonomické procesy. Ke koncepčním základům evropské měnové unie přispěl též Peter Kenen, jenž klade důraz zejména na průmyslovou diverzifikaci. Podle jeho názoru nejvyspělejší země dosáhly velmi vysokého stupně průmyslové diverzifikace.¹⁶

Zásadním způsobem přispěl do teoretické diskuze o optimálních měnových oblastech rovněž Paul de Grauwe, který vyslovil myšlenku o roli politické vůle provádět žádoucí fiskální transfery uvnitř měnové unie.¹⁷ Podle jeho názoru mohou fiskální transfery nahradit nedostatečnou mobilitu pracovních sil a kapitálu. Šoky tak mohou být tlumeny pomocí fiskálních transferů z jednoho regionu měnové zóny do druhého. Tento argument je relevantní zejména v případě německého znovusjednocení (včetně měnové unie), které vyvolalo bezprecedentní a obrovské fiskální transfery.¹⁸ V této souvislosti je správné položit si otázku, zda jsou země EMU připraveny na fiskální transfery značného rozsahu zejména v situaci, kdy bude členství některé země v eurozóně ohroženo v důsledku těžko zvládnutelné makroekonomické nestability. Situace se může dále zkomplikovat rozšířením eurozóny o nové členy ze střední a východní Evropy.

K neznámějším kritikům teorie optimálních měnových oblastí patří např. Milton Friedman nebo Paul Krugman. Přesto právě M. Friedman významně přispěl k definování optimální měnové oblasti.¹⁹ Inspirativní se stalo zejména jeho zdůvodnění superiority plovoucích kurzů vůči fixním kurzům. Friedman argumentoval, že plovoucí kurzy dovolují lepší přizpůsobení šokům, a proto je přijetí tohoto kurzového režimu pro ekonomiky vhodnější. Jestliže jsou ceny a mzdy relativně rigidní a výrobní faktory nejsou mezi zeměmi dostatečně mobilní, pak v tom případě, pokud ekonomika čelí negativnímu nabídkovému nebo poptávkovému šoku, je jediným možným přizpůsobením změna měnového kurzu. V případě fixního kurzu by šok vyvolal „nepříjemné“ změny v cenové hladině či v zaměstnanosti. Zatímco v situaci, kdy se ceny dokáží bezprostředně přizpůsobit veškerým relevantním informacím a mobilita pracovní síly je dostatečně vysoká, rozdíl mezi fixním a plovoucím kurzem podle jeho názoru mizí.²⁰

V souvislosti s diskuzemi o dopadech jednotné měny v Evropě vykrystalizovaly dva základní názory na důsledky intenzivnější obchodní integrace v rámci skupiny zemí. Ev-

ropská komise²¹ se domnívala, že intenzivnější obchodní vazby přinesou větší synchronizaci národních hospodářských cyklů. Jestliže hospodářský cyklus není dostatečně korelovan, je pravděpodobnost asymetrických šoků²² vyšší. Důvodem je různá míra růstu HDP, která může být výsledkem asymetrického šoku. Obchod mezi evropskými průmyslovými ekonomikami má typicky vnitroodvětvový charakter (*intra-industry trade*), přičemž je založen na výnosech z rozsahu a na nedokonalé konkurenci. Za této situace podle expertů Evropské komise měnová integrace nepovede k větší specializaci jako k možnému zdroji asymetrického šoku mezi ekonomikami.²³ Tomuto názoru oponuje Paul Krugman,²⁴ jenž tvrdí, že větší obchodní integrace povede k větší specializaci zemí (za předpokladu klesajících dopravních nákladů), čímž dojde ke zvýšení pravděpodobnosti asymetrického šoku. Vzhledem k výnosům z rozsahu specializace povede k regionální koncentraci průmyslu, což se může stát vážným problémem integračního úsilí.

Podle důvěryhodných analýz²⁵ členské státy EU nespĺňujú především tři hlavní kritéria pro optimální měnovou oblast, která se týkají mobility pracovních sil, mobility kapitálu a fiskálních transferů. Trhy práce v EU jsou mnohem rigidnější než ve Spojených státech a mzdová elasticita je v EU velmi nízká, zejména ve srovnání s USA. Z toho vyplývá, že dopad šoků může mít poměrně dlouhodobý charakter, což potvrzuje např. dlouhotrvající poměrně vysoká míra nezaměstnanosti v členských státech EU. Pouze z hlediska otevřenosti ekonomiky a intenzity obchodních vztahů splňují členské státy EU požadavky na optimální měnovou zónu.

Podle některých názorů zavedení eura dále snížilo schopnost jednotlivých zemí stimulovat ekonomickou aktivitu, a tak ovlivňovat nezaměstnanost.²⁶ Mezinárodní měnový fond již ve své zprávě z května 1998 varoval, že neschopnost EU reformovat své trhy práce by se mohla stát Achillovou patou eurozóny. Dnes se ukazuje, že to nebylo jen plané varování. Právě v tomto bodě se země eurozóny nepříznivě liší od jiných vyspělých zemí, které nejsou součástí EMU (např. od USA, Kanady, Austrálie, Švýcarska či Velké Británie). Nicméně vlády zemí EMU si tuto skutečnost uvědomují a již začaly podnikat určité kroky ke zpružnění svých trhů práce.

Již před zahájením třetí etapy EMU se objevovaly názory upozorňující na skutečnost, že vnější šoky jako např. náhlé zvýšení světových cen ropy budou mít velmi asymetrické dopady na reálné ekonomiky různých zemí eurozóny. Někteří autoři považují omezené možnosti zemí měnové unie reagovat na tzv. asymetrické šoky za hlavní nevyřešený problém, spojený se založením Evropské centrální banky a se vznikem eura.²⁷ Nepříznivý dopad těchto asymetrických šoků bude větší právě proto, že EMU nespĺňuje kritéria pro optimální měnovou oblast.²⁸ Očekává se, že významným asymetrickým šokem bude pro země eurozóny připojení první skupiny zemí střední a východní Evropy k EMU.²⁹ Pokud by byla eurozóna z ekonomického hlediska homogennější oblastí, pak by s největší pravděpodobností byla odolnější i vůči asymetrickým šokům.³⁰

Eliminace asymetrických ekonomických šoků či snížení jejich četnosti a hloubky jsou do značné míry závislé na homogenitě ekonomického prostředí celé měnové oblasti. Mezi podmínky, které vytvářejí předpoklady pro vznik takového prostředí, lze zařadit:

- vysoký stupeň mobility pracovních sil a kapitálu uvnitř národních ekonomických celků a mezi nimi navzájem,
- flexibilitu mezd a cen,
- vysoký a shodný stupeň výrobní a exportní diverzifikace,
- otevřenost a propojenost ekonomik,
- fiskální koordinaci,
- politickou vůli a kohezi členských států,
- nominální a reálnou konvergenci národních ekonomik.³¹

Na otázku, zda je EMU optimální měnovou oblastí, lze tedy zcela jednoznačně odpovědět, že nikoli. Někteří odborníci tuto skutečnost používají jako argument pro to, že zavedení EMU bylo zásadní chybou či v lepším případě předčasně. Jiní se však domnívají,

že existence EMU může vést k tomu, že se eurozóna bude postupně přibližovat ke stavu optimální měnové oblasti.

EURO VE SVĚTOVÉM HOSPODÁŘSTVÍ

Z obecného pohledu mezinárodní měna používaná mimo emisní zemi zpravidla plní tři základní funkce – funkci prostředku směny, funkci zúčtovací jednotky a funkci uchovatele hodnoty. Mezinárodní používání určité měny je ovlivněno rozhodnutími učiněnými jak v rámci soukromého sektoru, tak i v rámci veřejného sektoru (*official sector*), např. centrálními bankami, vládami či mezinárodními institucemi, jako je např. MMF. Pokud oddělíme soukromý sektor od veřejného, je možné rozlišit šest funkcí mezinárodní měny, které vyjadřují určité nuance tří základních funkcí v obou sektorech. Jako prostředek směny určitá měna v soukromém sektoru plní roli transakční měny (*vehicle currency*), zatímco ve veřejném sektoru hraje intervenční roli. Jako zúčtovací jednotka je v soukromém sektoru používána pro fakturování (*invoicing*) a ve veřejném sektoru jako tzv. kotva (*anchor*). Jako uchovatel hodnoty je určitá měna využívána v soukromém sektoru zejména pro portfoliové investice, zatímco ve veřejném sektoru pro účely rezerv (zejména centrálních bank).³² V dnešní době euro již ve větší či menší míře plní všech šest výše uvedených funkcí.

V současném světě existují již několik desetiletí tři hlavní těžiště světového hospodářství – Severní Amerika, západní Evropa a Japonsko s Korejskou republikou. Ve srovnání s nimi patří ostatní oblasti světa z ekonomického hlediska minimálně o patro níž. Výjimku snad tvoří jen dynamicky se rozvíjející oblast jihovýchodní Asie, kde hlavně Čína se v nepříliš vzdálené budoucnosti může stát velmi vážným konkurentem všech tří výše zmíněných oblastí. Ekonomický význam Ruska po rozpadu Sovětského svazu citelně poklesl a bude trvat dost dlouhou dobu, než se jeho relativní pozice ve světovém hospodářství výrazně zvýší, pokud k tomu v dohledné době vůbec dojde. I přes poměrně dynamický rozvoj některých zemí v určitém období hraje Jižní Amerika v tomto ohledu stále jen druhou ligu a současná argentinská krize tuto skutečnost jen podtrhuje. Novým těžištěm nejen západoevropské, ale i celoevropské ekonomiky se v poslední době stala eurozóna. Následující tabulka ukazuje relativní pozici eurozóny ve srovnání s USA a s Japonskem z hlediska několika aspektů, na jejichž základě je možné nejlépe srovnat význam jednotlivých hospodářských center. Tabulka ukazuje, že relativní význam eurozóny je značný již na počátku její existence, kdy ještě nemohla plně rozvinout svůj potenciál. Samozřejmě zůstává otázkou, zda právě existence jednotné měny dokáže přispět k maximálnímu rozvoji tohoto potenciálu, či zda naopak nevyvolá v budoucnosti určité krizové situace, které mohou snížit relativní váhu eurozóny ve světové ekonomice.

Podíly na světovém HDP, obchodu, obyvatelstvu a stupeň otevřenosti v roce 1999

	HDP*	Obchod**	Obyvatelstvo	Otevřenost***
USA	21,9	14,0	4,6	13,3
Eurozóna	15,8	16,2	4,9	15,4
Japonsko	7,6	6,7	2,1	9,1

*v paritě kupní síly

** export zboží a služeb, v případě eurozóny bez obchodu uvnitř zóny

*** import zboží a služeb jako procentní podíl HDP země, popřípadě zóny

Pramen: International Monetary Fund.

Jedním z nejvýznamnějších ukazatelů mezinárodního významu určité měny je její podíl na oficiálních devizových rezervách, tj. na rezervách centrálních bank. Z tohoto pohledu je zřejmé, že nárůst dolaru je zatím velmi vysoký a že jeho podíl na oficiálních de-

vizových rezervách se po celá 90. léta neustále zvětšoval. Využije-li však euro v brzké době velkou část svého potenciálu, mohl by se tento náskok v příštích letech velmi rychle snižovat.

Podíl jednotlivých měn na oficiálních devizových rezervách ve světě (v %)

	1990	1995	1999	2001
Americký dolar	50,6	56,8	68,4	68,3
ECU/euro	9,7	6,8	12,7	13,0
Japonský jen	8,0	6,8	5,5	4,9
Britská libra	3,0	3,1	4,0	4,0
Švýcarský frank	1,2	0,8	0,7	0,7
Německá marka	16,8	13,5	–	–
Francouzský frank	2,4	2,2	–	–
Nizozemský gulden	1,1	0,4	–	–
Nespecifikované měny	7,1	9,6	8,8	9,0

Pramen: IMF, Annual Report 2000, 2002.

Významným indikátorem vzrůstající role eura na světových finančních trzích je srovnání vývoje kapitalizace akciových trhů v eurozóně, v USA a v Japonsku. Ukazatel kapitalizace akciových trhů v následující tabulce je vyjádřen jako podíl na HDP a vztahuje se ke konci roku. Zatímco v období 1990–2000 můžeme pozorovat mnohem větší rozmach v USA než v eurozóně, v Japonsku byl trend ve srovnání s eurozónou přesně opačný. Je zřejmé, že se zde projevil značný vliv vývoje cen cenných papírů.³³ I když eurozóna za USA z relativního pohledu stále více pokulhává, z absolutního hlediska je její rozvoj v této oblasti poměrně dynamický. Přesto není možné uvedené údaje mechanicky extrapolovat do budoucnosti. Po roce 2000 byla důvěra v americké kapitálové trhy silně otřesena a bude trvat delší dobu, než se jí podaří obnovit. Proto by se kapitálové trhy eurozóny mohly v některých důležitých parametrech začít přibližovat k americkým trhům. Kromě toho se otřesy na amerických kapitálových trzích promítly na trhy v celém světě. I v Evropě byla tedy značně narušena důvěra investorů v kapitálové trhy.

Kapitalizace akciových trhů v eurozóně, v USA a v Japonsku (v % z HDP)

	1990	1995	1998	1999	2000
Eurozóna	21	29	61	90	93
USA	54	94	145	180	153
Japonsko	87	72	56	91	68

Pramen: International Federation of Stock Exchanges.

Zajímavým ukazatelem významu trhu s cennými papíry je počet domácích a zahraničních společností kótovaných na burzách cenných papírů v eurozóně, v USA a v Japonsku (viz následující tabulka). Zatímco v USA a v Japonsku se obchod s cennými papíry koncentruje na několika málo burzách, v eurozóně existuje jedna, nebo dokonce dvě takové burzy v každém členském státě.³⁴

**Počet domácích a zahraničních společností
kótovaných na burzách cenných papírů v eurozóně, v USA a v Japonsku**

	1990	1995	1998	1999	2000
Eurozóna	4 276	3 756	4 775	5 453	6 112
USA	6 765	7 369	7 750	7 429	7 657
Japonsko	1 752	1 865	1 890	1 935	2 096

Pramen: International Federation of Stock Exchanges.

Ihned po zavedení eura došlo k integraci národních peněžních trhů členských států EMU v jediný euro peněžní trh, kde rozhodující roli hraje tříměsíční referenční bankovní sazba Euribor.³⁵ Rovněž na trhu cenných papírů dochází k rychlé integraci. Vše směřuje k úzkému propojení dosud samostatně organizovaných národních trhů členských států EU. Nicméně k tomu, aby integrace trhu cenných papírů členských států EU, zejména zemí eurozóny, přinesla žádoucí efekt, je třeba výrazněji harmonizovat regulatorní, právní, obchodní a účetní pravidla. Evropské finanční trhy mají přesto dobré předpoklady, aby se jejich relativní váha v poměru k severoamerickým trhům začala v dohledné době zvyšovat. Odborníci očekávají, že jednotný finanční trh EU vznikne po roce 2005. A existence eura přitom nesporně sehraje významnou roli.

Na evropském akciovém trhu vedla eliminace kurzového rizika uvnitř eurozóny k tomu, že se mnozí investoři přeorientovali z domácích trhů na mezinárodní. Zavedení eura bylo také silným katalyzátorem pro fúze a akvizice ve finančním sektoru. Guvernér Francouzské centrální banky Jean-Claude Trichet se ptá, zda by bez existence eura bylo myslitelné, aby burzy cenných papírů v Amsterdamu, v Bruselu, v Lisabonu a v Paříži společně vytvořily EURONEXT, který představuje určitou formu jejich fúze.³⁶ Zároveň dodává, že změny na evropské finanční scéně významně zlepšily efektivnost alokace kapitálu. Euro také přispělo k větší průhlednosti finančních trhů.

EURO VE SVĚTOVÉM MĚNOVÉM SYSTÉMU

Ačkoli lze současný světový monetární systém stále charakterizovat vedoucím postavením amerického dolaru, poslední dobou se objevuje zřetelný trend k multipolárnějšímu režimu, jenž bezpochyby urychlil vznik jednotné evropské měny. Tím, jak euro absorbovalo již internacionalizované evropské měny, stalo se vedle amerického dolaru a japonského jenu jednou ze tří hlavních mezinárodních měn. Proto se zavedení hotovostního eura přímo či nepřímo dotklo celého světa, neboť zapojení EU do světové ekonomiky je velmi silné a mnohostranné.

I když největší akce sjednocování měn v historii proběhla bez větších problémů, následující roky mohou být složitější. Půjde zejména o to, jak co nejefektivněji napomáhat ke konvergenci dvanácti odlišných makroekonomických oblastí v jednu, jak předejít asymetrickým šokům, a pokud přijdou, jak na ně efektivně reagovat pomocí důvěryhodných mechanismů.

Zavedení eura v hotovostní podobě se přímo týkalo nejen asi 306 milionů obyvatel dvanácti zemí eurozóny, tj. Německa, Francie (včetně francouzských zámořských departementů³⁷ a několika francouzských závislých území v zámoří³⁸), Itálie, Nizozemska, Belgie, Lucemburska, Rakouska, Finska, Irska, Španělska (včetně Kanárských ostrovů a enkláv Ceuty a Melilly na severoafrickém pobřeží), Portugalska (včetně Madeiry a Azorských ostrovů) a Řecka, ale byl vytvořen rovněž společný měnový prostor této dvanáctky se čtyřmi evropskými ministáty, tedy s Andorrou, s Vatikánem, se San Marinem a s Monakem.³⁹ Kromě toho se euro stalo hotovostním platidlem též v Černé Hoře a v Kosovu, kde se předtím používala německá marka. Pokud by do eurozóny vstoupilo Dánsko, stalo by se euro zákonným platidlem i v Grónsku, kde se v současnosti platí dánskou korunou.

Mimořádně silný hospodářský vliv EMU získala ihned po svém zavedení ve velké části subsaharské Afriky, neboť ty africké země, které byly dříve připoutány k francouzskému franku, jsou nyní svázány s eurem. Africké měnové společenství (tzv. zóna CFA⁴⁰ franku) je oblast 13 států západní a střední Afriky,⁴¹ v níž se v peněžním oběhu používá společná měnová jednotka – tzv. CFA frank. Francie ho zavedla již v roce 1946 pro skupinu svých kolonií a později pro státy vzniklé osamostatněním těchto bývalých francouzských kolonií. Jeho kurz donedávna garantovala Francouzská centrální banka. Účast Francie v EMU, spojená se záměnou francouzského franku za euro, vytvořila však zcela nové podmínky pro fungování tohoto společenství. Garance CFA franku tak přešly z Francouzské centrální banky na ECB. Analogicky, jako je tomu v případě CFA franku v Africe, došlo k napojení CFP⁴² franku, který se používá ve francouzských zámořských územích v Tichém oceánu,⁴³ na euro a na ECB.

Euro se v současnosti používá u kurzových režimů (*exchange rate regimes*) v celé řadě zemí, které nejsou členy EU. Tyto režimy mají velmi různorodý charakter – od měnového výboru (*currency board*) přes pevné kurzové zavěšení (*fixed exchange rate peg*) až k posuvnému zavěšení (*crawling peg*). Ze zbývajících tří měn EU, které nejsou členem eurozóny, je k euru zavěšena dánská koruna.

Současné kurzové režimy zahrnující euro

Země	Kurzový režim	Zavěšení vůči
Bosna a Hercegovina	Měnový výbor	Euro
Bulharsko	Měnový výbor	Euro
Estonsko	Měnový výbor	Euro
CFA zóna	Pevné zavěšení	Euro
Kapverdy	Pevné zavěšení	Euro
Kypr	Zavěšení s pásmem	Euro
Island	Zavěšení s pásmem	Měnový koš obsahující euro (76 %)
Malta	Zavěšení s pásmem	Měnový koš obsahující euro (67 %)
Maďarsko	Posuvné zavěšení*	Euro (70 %), americký dolar (30 %)
Chile	Posuvné zavěšení	Měnový koš obsahující euro (24 %)
Izrael	Posuvné zavěšení	Měnový koš obsahující euro (29 %)
Polsko	Posuvné zavěšení	Měnový koš obsahující euro (40 %)
Turecko	Posuvné zavěšení	Měnový koš obsahující euro

* V případě Maďarska jde – přesněji řečeno – o předem oznamované posuvné zavěšení (*pre-announced crawling peg*).
Pramen: Bergeijk, Peter A. G. van – Berndsen, Ron J. – Jansen, W. Jos (eds.): *The Economics of the Euro Area*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2000.

V současnosti existuje několik zemí, v nichž je uplatňován kurzový režim tzv. řízeného plovoucího kurzu (*managed floating*), kde se euro využívá jako referenční měna. Referenční měna slouží centrální bance k tomu, aby věděla, jakým směrem má vést případné intervence, pokud se kurz národní měny v podmínkách řízeného floatingu příliš vychýlí nahoru či dolů, a tak dojde k ohrožení makroekonomické stability. Kromě České republiky patří do této skupiny v Evropě např. Slovensko, Slovinsko, Chorvatsko a Makedonie, mimo Evropu např. Burundi.⁴⁴

Zavěšení k měnovému koši obsahující euro mají kromě zemí uvedených v předcházející tabulce např. ještě měny Bangladéše, Maroka, Seychelských ostrovů v Indickém oceánu

a ostrova Vanuatu v Tichém oceánu. Posuvné flukuační pásmo vztažené k hodnotě eura má např. Tunisko. Kromě toho je (nebo až donedávna byla) řada měn zavěšena na SDR,⁴⁵ které zahrnuje i euro, např. Lotyšsko, Bahrajn, Botswana, Jordánsko, Libye, Myanmar, Katar, Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty. Výše uvedený přehled ukazuje, že již nyní je pro nemalý počet zemí ve světě euro buď nejvýznamnější měnou, nebo alespoň jednou z nejdůležitějších.

V této souvislosti je zajímavé připomenout výrok bývalého německého kancléře Helmuta Kohla, který pronesl na Evropském fóru dne 14. 1. 2002 v Bonnu: „... *jsem naplněn optimismem, že se identifikace lidí s eurem podaří. Pro děti, které jsem právě viděl ve vnitřní části Bonnu, bude samozřejmě v širokých oblastech Evropy nakupovat pomocí jediné měny – v Bonnu, v Berlíně, ve Vídni, v Helsinkách nebo v Lisabonu. V nepříteli vzdálené budoucnosti to budou moci učinit též ve Varšavě, v Praze nebo v Budapešti. A tím jsem si jist: za pět let budou moci eurem platit také v Londýně a za deset let v Curychu! Možná, že o tom ve Švýcarsku budou hlasovat třikrát; avšak již brzy bude na curyšské Bahnhofstraße zboží označeno ve dvou měnách. To je realita života.*“⁴⁶ I řada odborníků očekává, že se euro bude brzy používat jako paralelní měna jak v těch členských státech EU, které si prozatím zachovaly svou měnu, tak i v těch několika málo západoevropských zemích, které (ještě) nejsou členy EU.

KTERÉ OBLASTI OVLÁDNE EURO?

Jádrem oblastí, kde je dominantní měnou euro, je pochopitelně eurozóna, která v současnosti zahrnuje dvanáct členských států EU, tj. bez Velké Británie, Dánska a Švédska. Dále již dnes existují země, kde euro obíhá, třebaže nejsou členy eurozóny. Okruh takových zemí se může v dohledné době mírně zvětšit. Kromě toho existují státy, kde je euro nejdůležitější zahraniční měnou, ačkoli tam legálně neobíhá. Počet takových zemí bude pravděpodobně relativně rychle narůstat. Stejně tak lze očekávat zvyšování počtu zemí, kde se bude euro ve funkci rezervní měny střetávat s americkým dolarem, popřípadě s dalšími rezervními měnami.

První zemí, která by se mohla již brzy připojit k eurozóně, je Švédsko. Referendum o euru by se zde mělo konat dne 14. 9. 2003. Vše nasvědčuje tomu, že výsledek referenda bude velmi těsný. Podle výzkumu veřejného mínění z listopadu 2002 by pro společnou měnu hlasovalo 48 % švédských obyvatel, zatímco 47 % ji odmítá. Podle průzkumu prováděného soukromou organizací Demoskop ve dnech 11.–27. 11. 2002 by tento poměr byl 43 % pro a 43 % proti z 9 217 dotazovaných lidí. Zatímco švédská vláda v čele s premiérem Perssonem prosazuje přijetí eura, vlivné odbory zavedení společné měny spíše odmítají. K určitému posunu ve veřejném mínění dochází poslední dobou v Dánsku. Podle průzkumu z 27. 2. 2003 by 66 % Dánů hlasovalo pro přijetí eura a 31 % by bylo proti.⁴⁷ Jak známo, Dánové již jednou na základě referenda účast v eurozóně odmítli.⁴⁸

Ještě podstatně skeptičtější vůči společné evropské měně než obyvatelé Dánska nebo Švédska jsou obyvatelé Velké Británie. Podle průzkumu ze srpna 2002, který nechala vypracovat banka Barclays by 60 % dotázaných Britů hlasovalo v referendu proti euru, zatímco jen 26 % respondentů by hlasovalo pro. Britové jako argument proti euru uvádějí nejen vztah k libře, ale také to, že britská ekonomika je v poslední době podstatně dynamičtější než hospodářství zemí eurozóny, a to včetně Německa. I to je jedním z důvodů, proč britská vláda odložila referendum o přijetí eura v květnu 2003 na neurčito.

Euro se již stalo hlavní zahraniční měnou v členských státech EFTA,⁴⁹ neboť tyto země jsou značně hospodářsky propojeny se zeměmi eurozóny a s výjimkou Švýcarska jsou součástí Evropského hospodářského prostoru. Zároveň se stalo nejdůležitější zahraniční měnou též ve všech asociovaných zemích střední a východní Evropy⁵⁰ proto, že většina jejich zahraničního obchodu se realizuje s členskými státy EU a z EU pochází i většina jejich přímých zahraničních investic. Euro se stalo nejvýznamnější měnou rovněž v celé oblasti Balkánu, tedy i v těch zemích, které dosud nejsou oficiálními kandidáty na vstup do

EU.⁵¹ V zemích bývalého Sovětského svazu s výjimkou Pobaltí zůstává zatím zahraniční měnou číslo jedna americký dolar, avšak poté, co se euro objevilo v hotovostní podobě, jeho význam i v této oblasti znatelně vzrostl, a to především na Ukrajině a v o něco menší míře rovněž v Rusku.

Zatímco v celé Evropě, ve velké části Afriky a Středomoří euro je nebo se brzy stane dominantní měnou, v Latinské Americe bude pravděpodobně ještě dlouhou dobu soutěžit s americkým dolarem a v oblasti jihovýchodní Asie a v Tichomoří vedle dolaru též s japonským jenem.

Podle některých analytiků by se země jižního a východního Středomoří v dohledné době mohly stát součástí měnové oblasti eura.⁵² Nebude to však lineární proces.⁵³ Vztahy mezi jednotlivými státy Středomoří a EU se velmi liší, v neposlední řadě i z hlediska váhy, jakou ve vzájemných vztazích má zahraniční obchod na jedné straně a finanční sféra na druhé straně. Některé z těchto zemí jsou důležitými exportéry strategických surovin (zejména ropy) a je nepravděpodobné, že by změnilo odvozování cen komodit z dolaru na euro. Také vnější dluh (zvláště jeho dlouhodobá část) většiny středomořských států je denominován v dolarech. Totéž platí i pro většinu plateb a příjmů kapitálového účtu, přičemž podíl měn EU před zavedením eura činil méně než 10 %. Svou roli hraje rovněž nízká konkurenceschopnost evropských finančních trhů ve srovnání s USA a zvláštní politické vazby, které mají Spojené státy s některými středomořskými zeměmi (zejména s Egyptem, s Izraelem a s Tureckem) a které generují významnou finanční pomoc. Ve prospěch eura však jasně hovoří velký podíl EU na jejich obratu zahraničního obchodu, jenž představuje zhruba přes 50 %, zatímco s USA jen něco přes 10 %. Pokud jde o měnovou skladbu oficiálních devizových rezerv u středomořských států, např. v Egyptě a v Libanonu převažuje dolar, v Maroku a v Tunisku zase euro.⁵⁴ Celkově lze očekávat, že soutěž mezi dolarem a eurem ve Středomoří ještě nějakou dobu potrvá. V již nepřilíživě vzdálené budoucnosti může však euro získat dominantní pozici prakticky v celém tomto regionu, snad s výjimkou Izraele, kde budou nejspíše přetrvávat silné vazby na USA ve všech směrech.

***Měnová skladba dlouhodobého vnějšího dluhu
vybraných států Středomoří a Středního východu v roce 1998***

	<i>Měny EU</i>	<i>Americký dolar</i>	<i>Japonský jen</i>	<i>Ostatní</i>
Alžírsko	22,8	44,8	12,1	20,3
Egypt	30,6	37,2	12,5	19,7
Írán	12,1	75,0	7,8	5,1
Jordánsko	22,5	30,4	23,0	24,1
Libanon	8,1	37,7	0,0	54,2
Maroko	26,7	37,9	2,7	32,7
Sýrie	3,5	84,4	3,1	9,0
Tunisko	16,4	40,2	15,2	28,2
Turecko	24,7	51,7	15,8	7,8

Pramen: World Bank, Global Development Finance, 2000.

Poměrně ostrou soutěž mezi dolarem a eurem lze očekávat v oblasti integračního seskupení MERCOSUR.⁵⁵ Jižní Amerika v podstatě nepatří ani do dolarové, ani do eurové měnové oblasti, třebaže vazba některých jihoamerických měn na dolar byla a v mnoha případech stále je velmi silná. Typickým příkladem byla Argentina, kde její těsné napojení

na dolar společně s celkovou makroekonomickou nestabilitou přispělo ke státnímu bankrotu. „Případ MERCOSUR se může stát paradigmatickým příkladem implikací bipolárního měnového systému.“⁵⁶ Na makroekonomickou a měnovou stabilitu uvedené oblasti má a bude mít velký vliv, jak se bude vyvíjet směnný kurz dolaru a eura. Ať se však bude vyvíjet jakkoli, ukazuje se, že pro MERCOSUR bude stále obtížnější udržovat zavěšení na dolar. Pokud bude dolar posilovat ve vztahu k euru, členské státy MERCOSUR získají ve smyslu stabilizačních tendencí (antiinflační tlaky), ale ztratí na konkurenceschopnosti ve vztahu k EU (včetně eurozóny). Pokud bude dolar oslabovat ve vztahu k euru, stane se opak; obchodní konkurenceschopnost se zvýší, avšak mohou se objevit destabilizační efekty. Rovněž velká volatilita kurzu dolaru vůči euru může vyvolat řadu nepříznivých efektů. MERCOSUR se nachází v situaci, kdy pro něj jak dolarová oblast, tak i oblast eura představují kromě oblasti Latinské Ameriky dva nejvýznamnější obchodní partnery. V období 1996–1997 činil podíl EU na jeho vývozech 24 % a na dovozech 26,2 %. Příslušné podíly USA byly v tomto období 20 % (export) a 21,6 % (import). Podíly Latinské Ameriky činily 33,6 % (vývoz) a 29 % (dovoz). V této souvislosti se zdá, že by bylo řešením zavěšení měn členských států MERCOSUR jak na dolar, tak na euro, tj. na měnový koš složený z obou měn.⁵⁷ I toto řešení však skrývá četná úskalí, byť za určitých okolností by jeho přínosy mohly převýšit náklady. V každém případě se Latinská Amerika, včetně členských států MERCOSUR, stává další velkou oblastí, kde se vliv eura začíná relativně zvyšovat na úkor amerického dolaru.

Státy střední a východní Evropy, které vstoupí do EU a splní všechna maastrichtská konvergenční kritéria, včetně dvouleté účasti v ERM II,⁵⁸ budou zřejmě „nuceny“ bez zbytečných prodlev zavést euro, jak víceméně vyplývá z kodaňských kritérií. Krátkodobě to bude mít nenulové náklady, ale dlouhodobě by to mělo být přínosem. Hlavním přínosem měnové unie je pokles transakčních nákladů. Největším problémem při zavedení měnové unie je ztráta možnosti devalvovat měnu při nepříznivém vývoji platební bilance. I proto je důležité, aby se výrazně zlepšila konkurenceschopnost zemí střední a východní Evropy na světových trzích. Je velmi těžko předvídatelné, zda vstup těchto relativně slabých ekonomik do EMU euro oslabí, nebo naopak posílí. Stojí za zmínku, že v momentě vstupu do EU se nové členské státy stanou též členy EMU. Bude pro ně však zatím platit výjimka pro zavedení eura. Vstup prvních postkomunistických zemí do eurozóny se očekává někdy v období 2007–2009.

Za pozornost stojí výrok bývalého prezidenta Bundesbanky Hanse Tietmeyera: „Euro zůstane dlouhodobě stabilní pouze tehdy, bude-li hrát úlohu kotvy nového ERM II. a bude-li sloužit jako měřítko pro srovnání transformujících se zemí. Na druhé straně by se euro s proměnlivou vnitřní hodnotou, kterému chybí mezinárodní důvěra a kredibilita, mohlo lehce stát zdrojem napětí v procesu evropské integrace. Trvalá stabilita eura je proto věcí společného zájmu všech zemí Evropy.“⁵⁹

V poslední době se objevila řada renomovaných ekonomů, zejména z USA, kteří se domnívají, že by východoevropské země měly přijmout euro již před vstupem do EU, a to buď na základě jednostranného rozhodnutí, nebo na základě předchozích dohod s EU (tzv. „konsenzuální euroizace“).⁶⁰ V takovém případě by euro cirkulovalo v zemi paralelně s národní měnou, nebo by ji zcela nahradilo. Na euroizaci je v tomto ohledu nahlíženo jako na analogii dolarizace, tj. situace, kdy byla měna určité země jako legální platiadlo částečně či plně nahrazena americkým dolarem. V této souvislosti je ovšem třeba podotknout, že takto chápaná dolarizace nedosáhla ve světě zatím nijak mohutných rozměrů, třebaže dolar byl a v celé řadě zemí stále je používán jako neoficiální druhá měna. Šlo většinou o velmi malé ekonomiky se silnými obchodními vazbami na USA a současně s relativně nerozvinutým domácím finančním trhem. Z nedávné doby je znám případ jihoamerického Ekvádoru, kde k dolarizaci došlo v roce 2000, a středoamerického Salvadoru, kde k ní došlo v roce 2001. Historie ukazuje, že jak zavedení, tak i zrušení dolarizace nebylo příliš obtížné. Za příklad dedolarizace může sloužit západoafrická Li-

bérie, která zrušila používání amerického dolaru v roce 1998 po 54 letech jeho používání jako paralelní oficiální měny.

Keith Crane z kalifornského think-tanku RAND se domnívá, že tím, jak Evropská komise i Evropská centrální banka trvají na splnění stejných maastrichtských kritérií⁶¹ (zejména inflačního kritéria) ze strany kandidátských zemí, jako tomu bylo v případě současných členů eurozóny, uvalují na tyto země příliš velké náklady.⁶² Proto by prý země střední a východní Evropy na tom byly lépe, pokud by mohly přijmout euro již nyní. Ve své argumentaci K. Crane poukazuje na velký rozdíl mezi HDP na jednoho obyvatele vyjádřeným pomocí tržního směnného kurzu a stejným ukazatelem vyjádřeným na základě parity kupní síly v případě těchto zemí s tím, že druhá verze ukazatele je podstatně blíže k průměru členských států EU. Ke snížení propasti mezi oběma typy směnných kurzů může dojít dvěma způsoby, buď může dojít k nominálnímu zhodnocení tržního směnného kurzu, nebo k reálnému efektivnímu zhodnocení směnného kurzu, kdy domácí inflace bude vyšší než inflace v eurozóně. Pokud se však bude centrální banka pomoci příliš restriktivní měnové politiky snažit omezit inflaci, může to mít negativní dopad na ekonomický růst. Jinými slovy řečeno, inflační cílování spojené s dodržováním maastrichtského inflačního kritéria může vyvolat hospodářskou recesi. Proto K. Crane považuje povinnost okamžitě dodržovat konvergenční kritéria pro nové členské státy za velmi nešťastnou. Domnívá se, že by bylo lepším řešením co nejrychlejší přijetí eura kandidátskými zeměmi (aniž by se ihned staly členy ECB), což by eliminovalo kurzové riziko a transakční náklady spojené se směnou domácích měn za euro. To by podle jeho názoru přispělo k rychlejšímu ekonomickému růstu, k nižší inflaci a k nižším kapitálovým nákladům pro kandidátské země. K tomu je třeba dodat, že podobné úvahy jsou jistě legitimní a zajímavé. Nicméně na problematiku brzkého připojení méně rozvinutých zemí střední a východní Evropy do eurozóny je třeba se dívat nejen optikou toho, co je výhodné pro kandidátské země, ale i z hlediska toho, jak neohrozit dosavadní křehkou stabilitu samotné EMU. V této souvislosti je nutné dodat, že odborníci z Evropské komise si již začínají uvědomovat, že snaha kandidátských zemí splnit konvergenční kritéria za každou cenu co nejdříve by mohla podvázat jejich ekonomický růst a důsledně před tím varují.

Je pozoruhodné, že řada odborníků v zemích střední a východní Evropy rovněž vidí řadu rozporných momentů mezi plněním maastrichtských kritérií (kritéria nominální konvergence) a procesem postupné reálné konvergence, tedy s doháněním členských států EU v úrovni produktivity práce a HDP na jednoho obyvatele,⁶³ avšak vyvozují z toho přesně opačné závěry než K. Crane a řada dalších amerických ekonomů. Spíše se přiklánějí k názoru, že by se v nových členských státech s přijetím eura nemělo příliš pospíchat. Někteří dokonce doporučují přijetí eura pokud možno co nejpozději. Po přijetí kandidátských zemí do EU lze očekávat několikaleté období četnějších změn relativních cen a rychlejšího pohybu cenové hladiny směrem k průměrné hladině EU. „*Po absorbování počátečních integračních vlivů by mělo být ekonomice poskytnuto další adaptační období, během něhož by docházelo k větší míře synchronizace ekonomického cyklu se zeměmi eurozóny a k snižování rozdílu relativní ekonomické úrovně i cenové hladiny ČR oproti průměru Evropské unie. V tomto období nemá smysl usilovat o předčasné přibližování míry inflace maastrichtským kritériím.*“⁶⁴

Přijetí eura bude v nových členských státech jednoznačně výhodné teprve tehdy, až dojde k určitému sblížení ekonomické úrovně s průměrem EU, což předpokládá i určitý stupeň reálného zhodnocení domácí měny. Lze očekávat, že důležitým dlouhodobým zdrojem reálného zhodnocení bude tzv. Balassův-Samuelsonův efekt, vyvolaný růstem produktivity práce. Tento efekt je založen na hypotéze, podle níž je technologický pokrok rychlejší v sektoru obchodovatelného zboží než v sektoru neobchodovatelného zboží.⁶⁵ Podstatu Balassova-Samuelsonova efektu lze vysvětlit následovně. Roste-li v procesu dohánění vyspělejších zemí produktivita v obchodovatelném sektoru ekonomiky rychleji než v zahraničí, nedokáže růst produktivity v neobchodovatelném sektoru zpravidla držet stejné tem-

po. Nicméně mzdy v neobchodovatelném sektoru mají naopak tendenci růst téměř stejně rychle jako v obchodovatelném sektoru. V neobchodovatelném sektoru tak vzniká mezera mezi růstem produktivity a mezd, která je zde zdrojem vyšší míry inflace. Z toho plyne i vyšší míra inflace v celé ekonomice oproti zahraničí. V dohánějících zemích tak ekonomická úroveň, úroveň produktivity i cenová hladina společně konvergují k úrovni vyspělejších zemí.⁶⁶ Je empiricky potvrzeno, že Balassův-Samuelsonův efekt mezi zeměmi eurozóny v minulosti fungoval, a ECB počítá s tím, že bude obdobně fungovat i v případě zemí střední a východní Evropy. Nicméně někteří autoři upozorňují, že obvyklá vysvětlení opírající se o Balassův-Samuelsonův efekt vysvětlují pouze relativně malou část zhodnocení. „*Lze se proto domnívat, že Balassův-Samuelsonův efekt bude alespoň prozatím představovat spodní hranici inflačního diferenciatu po vstupu do měnové unie.*“⁶⁷

BUDE EURO SILNOU A STABILNÍ MĚNOU?

Start eura mohl být pro příliš velké eurooptimisty dost hořkým zklamáním. Počáteční kurz nové jednotné evropské měny (ECU bylo nahrazeno eurem v poměru 1:1) 1. 1. 1999 činil 1,17 dolaru za euro, vytrvale se však snižoval, až koncem roku 2000 klesl na 85 amerických centů. Euro tedy během prvních dvou let své existence ztratilo zhruba 30 % své hodnoty. Tomu nedokázaly zabránit ani intervence ECB, které vždy přinesly jen krátkodobé posílení. Slabé euro mělo však své výhody pro evropské exportéry do třetích zemí. Snad i proto se předseda ECB Wim Duisenberg do intervencí zpočátku vůbec nehrnul. Později euro vůči dolaru začalo posilovat a postupně se opět stalo silnějším než dolar.⁶⁸ Na konci května 2003 překonalo dosavadní rekord 1,1886 \$ z prvních dnů v lednu 1999.

Pokles eura, k němuž došlo v prvních dvou letech, by neměl být přeceňován, neboť toto znehodnocení bylo vyvoláno spíše silou americké ekonomiky než slabostí evropské ekonomiky. Dlouhotrvající vysoký růst americké ekonomiky měl částečně reálný základ (nové komunikační a informační technologie), částečně však šlo o bublinu (nadhodnocené kurzy akcií). Po období konjunktury došlo v USA k recesi a americká ekonomika se v současnosti stále potýká se značnými potížemi, což se odrazilo rovněž na kurzu dolaru vůči euru. Žádnou nadsázkou není tvrzení, že krach gigantických amerických firem jako např. Enronu a WorldComu spojený s falšováním účetnictví, což ovlivnilo i kredibilitu renomovaných auditorských firem, uškodil americké ekonomice více než teroristické útoky z 11. 9. 2001. S hospodářskými obtížemi se však potýkají též členské státy EU, takže je nesnadné dělat předpovědi o kurzu eura vůči dolaru jak v krátkodobém, tak i dlouhodobějším horizontu. Nicméně euro překonáním úrovně 1,1747 dolaru ve druhé polovině května 2003 dokončilo cyklus dvouletého poklesu a následného návratu na startovací úroveň. Poptávka po euru je do značné míry „tažena“ chutí investorů na výnosné vládní obligace zemí eurozóny a absencí námitek proti pohybu kurzu ze strany ECB. Příznivě působí evropský přebytek obchodní bilance ve srovnání s vysokým deficitem USA. Mnozí renomovaní analytici se domnívají, že prolomením hranice 1,18 dolaru za 1 euro nekončí období dalšího posilování eura. K jeho výraznému posílení by mohlo v budoucnosti dojít, pokud do EMU vstoupí Velká Británie a Švédsko, popřípadě Dánsko, kde by muselo dojít k opakování referenda o vstupu do eurozóny.

Mnozí odborníci tvrdí, že EMU vede k federalizaci EU. Někteří z nich to vítají, jiní právě v tom vidí velké nebezpečí, a proto EMU odmítají. Např. Karel Machala říká: „*Má-li se euro udržet jako stabilní a dobrá měna trvale, nebude stačit současné institucionální uspořádání. A proto i stabilní euro potřebuje mít v zádech silnější politické krytí, než je dnešní volný svazek zvaný Evropská unie.*“⁶⁹ Zároveň se ptá, zda euro nepostavilo evropské voliče před nutnost federalizace, aniž by o tom dopředu věděli.⁷⁰ Jiní odborníci se naopak domnívají, že se účastníci měnové unie i bez federalizace vždy dohodnou na nějakém přijatelném řešení, protože „nedohoda“ by je stála daleko víc než jakýkoli kompromis. Prezident ECB Wim Duisenberg zastává flexibilní a v podstatě optimistické stanovisko: „*Zavedení eura by mohlo působit jako katalyzátor další evropské integrace v jiných oblastech*“

politiky. Další integrace však není nutnou podmínkou pro úspěšné fungování jednotné měny.⁷¹ Oproti tomu známý monetaristický ekonom a nositel Nobelovy ceny za ekonomii Milton Friedman už asi deset let varuje před nedokonalostmi v institucionálním zabezpečení jednotné měny a před riziky, vyplývajícími z jejího zavedení při neprovedené politické unifikaci. Nicméně je nesporné, že diskuze o případné federalizaci EU je jednou z nejzásadnějších otázek v rámci širší diskuze o finalitě EU. Stejně tak je nesporné, že její nedílnou součástí je problematika EMU.

Obecně řečeno, měnová unie je nejvyšším stupněm ekonomické integrace, která postupuje po linii: pásmo volného obchodu – celní unie – společný trh – měnová unie. Lze říci, že měnová unie může být určitým předstupněm a zároveň předpokladem politické unie. Z tohoto hlediska představuje Evropská hospodářská a měnová unie završení celého evropského integračního procesu z ekonomického hlediska, kdy k dalšímu zásadnímu prohloubení integrace může v podstatě dojít již jen v mimoekonomických oblastech, zejména v politické oblasti. Politické unii by ještě mohla předcházet či ji doprovázet fiskální harmonizace, avšak názory na to, zda je opravdu nutná, nevyhnutelná či žádoucí se dost výrazně liší. Také ekonom a současný český prezident Václav Klaus se k této otázce v minulosti mnohokrát vyjádřil, např.: „*Souhlasím s těmi, kteří argumentují, že měnová unie vyžaduje k úspěšnému fungování fiskální federalismus a že měnová oblast by neměla být větší než fiskální oblast.*“⁷² Zatím v EU neexistují žádné plány, které by směřovaly k harmonizaci daňových sazeb.⁷³ Pokud tedy v EU vůbec někdy bude nastolen fiskální federalismus, pak se nejspíše jedná o hudbu relativně vzdálené budoucnosti. Zatím se tedy EMU bude muset obejít bez něho.

Podle názoru Milтона Friedmana je EU jednoznačně příkladem situace, kdy zavedení společné měny je nevýhodné, neboť Unie je složena z různých národů, které hovoří různými jazyky, mají rozdílné zvyky a jsou více oddány vlastní zemi než společnému trhu nebo myšlence „Evropy“. Přestože je EU oblastí společného trhu, zboží a kapitál se pohybují méně volně než v USA a pracovní síla je mnohem méně mobilní. Z rozpočtu EU se vydává jen malý zlomek celkových výdajů vlád členských států. Ve srovnání s USA jsou v EU strnulější mzdy i ceny. Za těchto podmínek flexibilní měnové kurzy představují velmi užitečný vyrovnávací mechanismus. V případě negativního ekonomického šoku, který si vynutí např. nižší mzdy ve srovnání s okolními zeměmi, může být tohoto snížení dosaženo změnou měnového kurzu snáze než změnami v tisících mzdových relací nebo emigrací pracovní síly.⁷⁴

EMU obsahuje celou řadu nákladů a přínosů (*costs and benefits*). Jejich analýzou se již řadu let zabývá nemalý počet odborníků, včetně odborníků z Evropské komise.⁷⁵ Kvantifikace těchto nákladů a přínosů je poměrně obtížná. Za zmínku stojí výrok Barryho Eichengreena a Jeffreyho Friedena: „*Poukazujeme na to, že ani ekonomická teorie, ani ekonomická realita neposkytují jasné důkazy pro nebo proti měnové unifikaci. Příímé ekonomické přínosy měnové unifikace budou pravděpodobně relativně malé a mohou i nemusejí být převáženy náklady. Absence jasného ekonomického ospravedlnění EMU nás vede k závěru, že události v Evropě jsou ovlivněny hlavně politickými faktory.*“⁷⁶ Zjednodušeně řečeno, v anglosaském světě vždy panovala větší zdrženlivost až skepse a menší nadšení vůči projektu EMU než v kontinentální Evropě. Nicméně v některých aspektech EMU existuje dost velká všeobecná shoda.

Za hlavní přínosy jednotné evropské měny se všeobecně považuje zjednodušení obchodních i turistických plateb, odstranění rizik plynoucích z kurzové volatility, transparentnější fungování společného trhu, snadnější porovnatelnost cen, mezd i poplatků přes hranice, vyšší konkurenční tlaky, tlak na snížení cen,⁷⁷ tlak na sjednocování daňových systémů a regulačních pravidel. Jednotná měna eliminuje náklady spojené s převodem jedné měny eurozóny do jiné. Výsledné úspory jsou odhadovány na zhruba 0,5 % až 1 % HDP eurozóny. Velké přínosy byly a jsou očekávány od stabilnějších cen jako důsledku EMU. Za nejvýznamnější položku na straně nákladů se považuje ztráta měnové auto-

mie doprovázená ztrátou svobody používat nominální měnový kurz jako důležitý a mocný nástroj hospodářské politiky.

Na otázku, zda se euro stane rovnocenným konkurentem amerického dolaru, není zatím možné odpovědět stručně a jasně. Pro EMU je důležité, zda se v průběhu několika let či desetiletí nerozpadne. Zatím tomu nic nenasvědčuje. Bude však podstatné, jak se členské státy eurozóny budou schopny vyrovnat s první vážnou krizí, analogickou např. krizi z let 1992–1993. Tehdy mechanismus směnných kurzů (ERM) dočasně opustila italská lira a britská libra dokonce natrvalo. Tehdejší krize Evropského měnového systému poukázala na obtížnost až neschopnost stanovit takovou monetární politiku, která by byla současně výhodná pro všechny členské státy určitého měnového systému. Je otázkou, zda to bylo vůbec možné při tak velkých rozdílech v momentální ekonomické situaci jednotlivých zemí. Podobná či ještě vážnější krize by se mohla objevit i v delším časovém horizontu.

V poslední době se vedou poměrně ostré diskuze ohledně Paktu stability a růstu.⁷⁸ Předsesta Evropské komise Romano Prodi dokonce v určité souvislosti označil pravidla zmíněného paktu za hloupá. Pakt především nedostatečně přihlíží k cyklickému vývoji ekonomiky. Ekonomové na něm kritizují hlavně to, že nutí země v těžké situaci bojovat proti přirozeně rostoucím deficitům zvyšováním daní a omezováním výdajů, i když to ekonomiku dále oslabuje. Do takové obtížné situace se dostalo v průběhu roku 2002 dokonce i Německo, které v minulosti trvalo na striktním dodržování podmínek paktu a pak *de facto* spadlo do „vlastní pasti“.⁷⁹ Do podobné situace se dostala též Francie a Portugalsko, které již překročilo maximální limit ročního schodku veřejných financí, jenž činí 3 % HDP. Pakt stability je kritizován z rozličných stran. Někteří odborníci se pozastavují i nad skutečností, že vlády zemí, které se dostanou do konfliktu s ustanoveními paktu, mají následně hlasovací právo, čímž se jeho účinnost značně snižuje.⁸⁰ Vzhledem ke spornosti jeho podmínek připravuje Evropská komise jeho vylepšení do všeobecně přijatelné podoby. Následující tabulka ukazuje, jak budou podle odhadu Evropské centrální banky země eurozóny dodržovat fiskální disciplínu v roce 2003.

Ukazatele fiskální pozice v zemích eurozóny v roce 2003

	<i>Hrubý veřejný dluh (% HDP)</i>	<i>Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)</i>
Německo	60,4	-2,0
Francie	56,0	-1,4
Itálie	104,5	-1,5
Španělsko	53,5	0,5
Nizozemsko	51,0	0,0
Belgie	103,0	0,3
Rakousko	57,0	0,2
Finsko	41,0	3,5
Řecko	92,5	0,0
Portugalsko	53,0	-1,7
Irsko	32,5	1,5
Lucembursko	4,5	4,0
Eurozóna	67,1	-1,1

Pramen: ECB, 2002.

Ve svém projevu v Lucemburku v předvečer vzniku společné evropské měny v prosinci 1998 označil Robert A. Mundell euro za významný bod obratu, jenž povede ke změně celé konfigurace světového měnového systému a ke vzniku bipolárního měnového systému (dolar – euro), který si vyžádá koordinaci hospodářské politiky USA a EU, protože měnový kurz mezi dolarem a eurem bude prý „nejdůležitější cenou na světě“. Nicméně na to, aby se euro stalo naprosto rovnocenným konkurentem dolaru z hlediska všech důležitých aspektů, si nejspíše budeme muset nějaký čas počkat. Prozatím navzdory různým výkyvům zůstává světovou měnou číslo jedna americký dolar. Euro však v sobě skrývá velký potenciál a je tedy otázkou, jak s ním v příštích letech bude naloženo.

Z dnešního pohledu je velmi pravděpodobné, že se euro i přes všechny problémy může stát v nepříliš vzdálené době silným konkurentem dolaru. Již dnes se to v některých ohledech stává realitou. Např. euro se již stalo druhou nejužívanější oficiální rezervní měnou na světě.⁸¹ Koncem roku 2001 se na světových devizových rezervách podílel dolar 68 %, euro zaujímalo 13 % a na japonský jen připadalo 5 %. Předpokládá se, že se bude podíl eura zvyšovat, neboť stále větší počet centrálních bank začíná oceňovat, že společná evropská měna má ve srovnání s jinými rezervními měnami vyšší stabilitu. Eurová depozita stoupla v roce 2001 více než o 13,5 miliardy eur a v mnoha zemích se v roce 2002 ještě výrazně zvýšila. Vzestup byl zaznamenán především v Chorvatsku, v Maďarsku, v Polsku, v Turecku a v Izraeli. V polovině roku 2002 na euro připadalo 41 % všech mezinárodních dluhopisů, zatímco v roce 1998 měny všech dvanácti zemí dnešní eurozóny dohromady dosahovaly podílu asi 27 %. Podle názoru Ramira Cibriana, velvyslance EU v České republice, irácký konflikt poskytl důkaz, že se euro prosadilo jako mezinárodní měna.⁸² Posilování eura po skončení války bylo do značné míry způsobeno tím, že se euro začalo považovat za „bezpečnou“ měnu. I když se postupně stává světovou měnou číslo dvě, není zatím příliš reálné, že by se v blízké době stalo světovou jedničkou jako mezinárodní měna.⁸³

Jednou otázkou je, jak významnou měnou se euro z hlediska některých důležitých aspektů stalo, druhou otázkou však zůstává, zda euro evropské ekonomice výrazně pomohlo. Podle zprávy poradenské a auditorské firmy PricewaterhouseCoopers (PwC) zatím nelze říci, zda ji euro prospělo nebo uškodilo.⁸⁴ Zpráva PwC si všímá slabé domácí poptávky a následného pomalého růstu zejména v Německu, ve Francii a v Itálii, které dohromady tvoří tři čtvrtiny HDP eurozóny. Hospodářské potíže těchto tří nejvýznamnějších zemí eurozóny jsou z velké části cyklické, ale i jejich strukturální problémy jsou závažné. Podle PwC euro Evropu ekonomicky neintegrovalo. Pokud jde o reálnou ekonomickou integraci, v období 1999–2001 byly obchodní cykly méně korelovány než v období 1993–1998. To je jistě dost závažné zjištění. Jediným prokazatelným efektem Evropy spojené eurem podle zprávy PwC je částečná integrace finančních trhů, která se však ještě nestačila „přetavit“ do lepších výkonů reálné ekonomiky ani do její větší integrace. Poněkud optimističtější než analytici PwC, ale též poměrně kritičtí jsou vůči dosavadnímu přínosu eura a blízké perspektivě eurozóny analytici z prestižního Ústavu pro světovou ekonomiku v Kielu.⁸⁵

EMU tak zůstává dlouhodobým projektem a během na velmi dlouhou trať. Euroskeptici budou samozřejmě během následujících let stále hledat argumenty proti euru, podepřené o reálné problémy zemí eurozóny. Eurooptimisté budou naopak pečlivě zaznamenávat veškeré, byť i drobné přínosy jednotné měny, které se budou postupně objevovat. Hospodářský výkon eurozóny bude neustále konfrontován s výkonem americké a japonské ekonomiky. Lze nicméně předpokládat, že v horizontu deseti let by mohlo být naprosto jasné, zda je projekt EMU velkým úspěchem nebo velkým omylem.

¹ V prosinci 1995 Evropská rada na svém zasedání v Madridu rozhodla, že se evropská společná měna bude nazývat euro.

² Robert A. Mundell významně přispěl k vytvoření teoretických předpokladů pro zavedení měnové unie v západní Evropě.

- ³ K dalším důležitým světovým měnám patří ještě britská libra a švýcarský frank. Význam všech ostatních měn z hlediska globální ekonomiky je jen více či méně marginální.
- ⁴ Tzv. bretton-woodsý systém vznikl na základě dohody o vytvoření Mezinárodního měnového fondu (MMF), která byla podepsána zástupci 44 států v Bretton-Woodsu v americkém státě New Hampshire. Bretton-woodsý systém byl konstruován jako systém pevných devizových kurzů. Devizové kurzy zúčastněných zemí byly pevně stanoveny vůči americkému dolaru a hodnota dolaru byla fixována ve vztahu ke zlatu. Hlavním problémem tohoto systému bylo, že v případě nerovnovážné makroekonomické politiky USA byla přímo v systému zabudována možnost, aby se prvky nestability přelávaly i do ostatních ekonomik.
- ⁵ Třetí etapa EMU byla zahájena dne 1. 1. 1999.
- ⁶ K takovým ekonomům patří např. američtí laureáti Nobelovy ceny Milton Friedman, James Buchanan a Gary Becker.
- ⁷ Např. Petr Mach z malého, ale vlivného Centra pro ekonomiku a politiku píše na závěr jednoho svého komentáře: „Romano Prodi měl možná pravdu, když označil Pakt stability za hloupý kvůli jeho rigiditě. Kdyby však byl konzistentní, musel by toto hodnocení vztáhnout na projekt eura jako takový.“ – Mach, Petr: Euro přináší Evropě hospodářské problémy. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, Newsletter, prosinec 2002, s. 3.
- ⁸ Zde byl naprosto neopomenutelný vliv již zesnulého francouzského prezidenta Françoise Mitterranda a bývalého německého kancléře Helmuta Kohla.
- ⁹ Velmi výstižně odpovídá na tuto otázku Jan Hřích z Ústavu mezinárodních vztahů v rozhovoru pro Euroskop: „Je přirozené, že k tomu, aby se něco prosadilo, musí existovat politická vůle, která dokáže tlačit věci dopředu, dokáže najít termíny a snaží se je naplnit. Jen málokdy se zdá, že je pro něco ideální čas, že nejsou žádná proti... Samozřejmě, že ve chvíli, kdy členské země došly v otázce jednotné měny ke konsenzu, musel přijít zcela jasný časový harmonogram úkolů a ten bylo nutné dodržet... V takové chvíli je třeba tu vizi uskutečňovat, nikoli dalších třicet let diskutovat, zda již nastal ten správný čas. Členské země navíc přijaly konvergenční podmínky nutné k tomu, aby přechod na jednotnou měnu nebyl dobrodružný akt, aby to nebyl krok do neznáma.“ – <http://www.euroskop.cz/euroskop/site/oko/rozhovor/html>, s. 2 (25. 2. 2002).
- ¹⁰ MF Dnes, 2. 1. 2002, s. B4.
- ¹¹ Základní rysy EMS:
- kurzový mechanismus (ERM – Exchange Rate Mechanism), založený na relativně pevných kurzech fluktuujících v rozpětí $\pm 2,25\%$ od základních sazeb (v roce 1993 bylo pásmo rozšířeno na $\pm 15\%$);
 - rozhodnutí o změnách tohoto rozpětí je předmětem společné shody;
 - po přechodnou dobu mohlo být pásmo pro některou z měn široké $\pm 6\%$;
 - všechny měny EMS se musely zapojit do ERM;
 - centrální banky zemí se silnějšími měnami měly za povinnost poskytnout intervenční půjčku centrální bance v zemi, které by hrozilo odchýlení kurzu měny od vzájemného dvoustranného limitního poměru;
 - jako zúčtovací jednotka bylo zavedeno ECU (European Currency Unit), vycházející z koše národních měn participujících zemí.
- ¹² Viz Pinder, John: Evropské společenství. Budování unie. Praha: Nadace Jiřího z Poděbrad pro evropskou spolupráci, 1994.
- ¹³ Viz Mundell, Robert A.: A Theory of Optimal Currency Areas. American Economic Review, September 1961.
- ¹⁴ Viz Mundell, Robert A.: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economics and Political Science, November 1963.
- ¹⁵ Viz McKinnon, Ronald L.: Optimal Currency Areas. American Economic Review, September 1961.
- ¹⁶ Viz Kenen, Peter: The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View. Monetary Problems of the International Economy. Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- ¹⁷ Viz Grauwe, Paul de: The Economics of Monetary Integration. Oxford: Oxford University Press, 1992, s. 22.
- ¹⁸ Viz Flowers, Edward B. – Lees, Francis A.: The Euro, Capital Markets and Dollarization. New York: Rowman & Littlefield Publishers, 2002, s. 21.
- ¹⁹ Viz zejména Friedman, Milton: Essays in Positive Economics. Chicago: The University of Chicago Press, 1953.
- ²⁰ Viz Horváth, Roman – Komárek, Luboš: Teorie optimálních měnových zón: rámec k diskuzím o monetární integraci. Finance a úvěr, ročník 52, číslo 7–8 (2002), s. 390.
- ²¹ Viz One Market, One Money: Study of the Directorate – General for Economic and Financial Affairs. European Commission, European Economy, No. 44 (1990).
- ²² Podstatou asymetrického ekonomického šoku je vznik nerovnováhy, jejíž zdroj může být na straně nabídky či poptávky plynoucí z vnitřních či vnějších podmínek. Jejich společným rysem je, že nepostihují celou měnovou oblast, ale pouze jednotlivé regiony, mohou vznikat v různé době a projevit se různou intenzitou i dobou trvání, což může být způsobeno např. nerovnoměrným ekonomickým vývojem jednotlivých zemí.
- ²³ Viz Horváth, Roman – Komárek, Luboš: cit. dílo, s. 395.
- ²⁴ Viz Krugman, Paul: Lessons of Massachusetts for EMU. In: Torres, G. – Giavazzi, F.: Adjustment and Growth in European Monetary Union. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- ²⁵ Viz např. Bergeijk, Peter A. G. van – Berndsen, Ron J. – Jansen, W. Jos (eds.): The Economics of the Euro Area. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2000.
- ²⁶ Viz tamtéž, s. 25.
- ²⁷ Viz Salvatore, Dominick: The Euro: Expectations and performance. Eastern Economic Journal (Bloomsburg), Winter 2002, s. 122.

- ²⁸ Viz např. Muller, Henrik – Straubhaar, Thomas: The euro and the international monetary system. Society (New Brunswick), January/February 1999.
- ²⁹ Viz tamtéž, s. 78.
- ³⁰ Viz např. Begg, Iain: The Euro: A success against the odds? Eastern Economic Journal (Bloomsburg), Winter 2002, s. 26.
- ³¹ Viz Brůžek, Antonín: Příprava a realizace Evropské měnové unie a jednotné měny euro. In: Holub, Alois a kol.: Metamorfóza světové ekonomiky na sklonku 20. století a její výhled. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2002, s. 118.
- ³² Viz např. Cohen, B. J.: The Future of Sterling as an International Currency. London: Macmillan Press, 1971.
- ³³ Viz The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2001, s. 29.
- ³⁴ Viz tamtéž, s. 30.
- ³⁵ Viz Musílek, Petr: Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, s. 20.
- ³⁶ Viz Trichet, Jean-Claude: The Robert A. Mundell Distinguished Address. 53rd International Atlantic Economic Conference, March 13–17, 2002. Paris: Banque de France, 2002, s. 225.
- ³⁷ Réunion leží v Indickém oceánu, Martinique a Guadeloupe ve východním Karibiku, Francouzská Guyana v Jižní Americe.
- ³⁸ Mayotte leží v Indickém oceánu, Saint-Pierre a Miquelon v Atlantickém oceánu nedaleko kanadského pobřeží.
- ³⁹ V pátém evropském ministátě – v Lichtenštejnsku –, které je členem EFTA, se jako platidlo stále používá švýcarský frank.
- ⁴⁰ Communauté Financière Africaine.
- ⁴¹ Benin, Burkina Faso, Pobřeží slonoviny, Mali, Niger, Senegal, Togo, Kamerun, Středoafrická republika, Čad, Kongo, Rovnická Guinea (bývalá španělská kolonie), Gabun a Komory (souostroví v Indickém oceánu).
- ⁴² Comptoirs Français de Pacifique.
- ⁴³ Nová Kaledonie, Francouzská Polynésie, Wallis a Futuna.
- ⁴⁴ Bývalá belgická kolonie ve střední Africe.
- ⁴⁵ Special Drawing Rights (Zvláštní práva čerpání) – smluvně vytvořená devizově úvěrová facilita MMF, založená na souboru národních měn, nyní též eura. První bezhotovostní emise SDR byla provedena v roce 1970.
- ⁴⁶ Kohl, Helmut: Der Euro und die Zukunft Europas. Bonn: Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, 2002, s. 12.
- ⁴⁷ Viz Danske Bank's EMU Poll, February 27, 2003.
- ⁴⁸ Dne 28. 9. 2000 Dánové odmítli euro v referendu poměrem 46,9 % ku 53,1 %.
- ⁴⁹ Norsko, Island, Švýcarsko a Lichtenštejnsko.
- ⁵⁰ Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Polsko, Slovinsko, Estonsko, Lotyšsko, Litva, Bulharsko, a Rumunsko.
- ⁵¹ Chorvatsko, Bosna a Hercegovina, Srbsko, Makedonie a Albánie.
- ⁵² Zvláštní případ představuje Kypr a Malta, které by se měly za několik let po vstupu do EU (k čemuž dojde pravděpodobně v květnu 2004) připojit k eurozóně.
- ⁵³ Viz Henning, C. Randall – Padoan, Pier Carlo: Transatlantic perspectives of the Euro. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2000, s. 102.
- ⁵⁴ Viz Gomel, Giorgio: Implications of the Euro for International Monetary Relations: A Pole of Attraction in Europe and in the Mediterranean Basin. EUI Working Papers. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 2001, s. 19.
- ⁵⁵ Jižní společný trh (Mercado Común del Sur) je jedno z nejdůležitějších integračních seskupení Latinské Ameriky, kam patří Argentina, Brazílie, Uruguay a Paraguay. Smlouva o MERCOSUR byla podepsána v roce 1991 a vstoupila v platnost v roce 1995. Jejím cílem bylo vytvoření pásma volného obchodu, směřujícího k přeměně v celní unii, uvolnění pohybu služeb, kapitálu a pracovních sil a postupně i koordinace daňové, monetární a devizové politiky. MERCOSUR uzavřel dohodu o pásmu volného obchodu s Chile (1996) a s Bolívií (1997).
- ⁵⁶ Henning, C. Randall – Padoan, Pier Carlo: cit. dílo, s. 103.
- ⁵⁷ Viz tamtéž, s. 106.
- ⁵⁸ O vhodném načasování vstupu do ERM II. po vstupu do EU se v odborných kruzích vedou dost intenzivní diskuze.
- ⁵⁹ Tietmeyer, Hans: Euro a ekonomiky v transformaci. Praha: Liberální institut – Centrum liberálních studií – Megaprint, 1999, s. 10.
- ⁶⁰ Viz např. Meade, Ellen E.: Euroisation in EU Accession Countries, <http://www.aicgs.org/eu/eumeade.shtml>
- ⁶¹ Maastrichtská konvergenční kritéria jsou následující:
- Cenová stabilita – členský stát musí vykazovat dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu v období jednoho roku před přezkoumáním i průměrnou míru inflace, která nepřesáhne více než o 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše ve třech členských státech, kde je tato míra nejnižší.
 - Úrokové sazby – dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nesmí být v období jednoho roku před přezkoušením více než dva procentní body nad dlouhodobými nominálními úrokovými sazbami nejvýše tří členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability.
 - Veřejné finance – členský stát musí dodržovat náležitou rozpočtovou disciplínu, což v praxi znamená, že:
 - deficit jeho veřejných rozpočtů nesmí ve fiskálním roce překročit 3 % HDP;
 - celková (kumulovaná) veřejná zadluženost nesmí překročit 60 % HDP;

KONZULTACE: EURO

- d) účast v mechanismu směnných kurzů – členský stát musí alespoň během posledních dvou let dodržovat normální rozpětí stanovená tímto mechanismem, musí se vyhnout zejména devalvaci proti měně jiného členského státu.
- ⁶² Viz Crane, Keith: European Union Enlargement: Implications for U.S. Trade and International Financial Policies. Příspěvek přednesený na konferenci AICGS (The American Institute for Contemporary German Studies), Ústav mezinárodních vztahů, 6. 12. 2002.
- ⁶³ Viz např. Janáčková, Stanislava: Rozšiřování eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. *Politická ekonomie*, číslo 6 (2002).
- ⁶⁴ Tamtéž, s. 775.
- ⁶⁵ Viz Balassa, B.: The Purchasing Power Parity doctrine. A reappraisal. *Journal of Political Economy*, No. 72 (1964), s. 584–596. Viz též Samuelson, P.: Theoretical notes on trade problems. *Review of Economics and Statistics*, No. 46 (1964), s. 145–154.
- ⁶⁶ Viz tamtéž, s. 769.
- ⁶⁷ Kubíček, Jan: Inflace po vstupu do měnové unie (pracovní verze). Praha: Vysoká škola ekonomická, leden 2003, s. 13.
- ⁶⁸ Koncem roku 2002 hodnota eura překonala hodnotu amerického dolaru. Posléze se ukázalo, že jde o dlouhodobější trend, což se odpovídajícím způsobem odrazilo i na kurzu české koruny, který např. 23. 5. 2003 činil: 1 EUR = 31,395 CZK a 1 \$ = 26,633 CZK (střední kurz).
- ⁶⁹ Machala, Karel: Přináší euro volbu mezi federalizací a nestabilitou? *Bankovníctví*, číslo 3 (2002), s. 26.
- ⁷⁰ Viz tamtéž, s. 24.
- ⁷¹ Cit dle tamtéž, s. 25.
- ⁷² Klaus, Václav: Evropa pohledem politika, Evropa pohledem ekonomu. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2001, s. 124.
- ⁷³ Viz např. Barysch, Katinka: The euro and prices, policy brief. London: Centre for European Reform, 2003, s. 3.
- ⁷⁴ Viz Friedman, Milton: Přispěje měnová jednotka k evropské nejednotě? *MF Dnes*, 30. 8. 1997, s. 10.
- ⁷⁵ Viz např. studie Evropské komise One Market, One Money, cit. dílo.
- ⁷⁶ Eichengreen, Barry – Frieden, Jeffrey (eds.): *The Political Economy of European Monetary Unification*. San Francisco: Westview Press, 1994, s. 5.
- ⁷⁷ Skokové zvýšení některých cen po 1. 1. 2002 v řadě zemí eurozóny bylo jen jednorázovou a velmi krátkodobou záležitostí.
- ⁷⁸ Pakt stability a růstu, který byl přijat Evropskou radou v roce 1996, zavazuje každý členský stát i po vstupu do měnové unie nenarušovat stabilitu společné měny. Z toho vyplývá, že členský stát v době, kdy už nebude moci provádět samostatnou měnovou politiku, nesmí ohrožovat společnou měnu nezodpovědnou fiskální politikou. Jinak mohou být vůči zemi, která nebude plnit tento závazek, uplatněny sankce. Ty spočívají zejména v povinnosti složit kauci v tom případě, pokud deficit veřejného rozpočtu překročí hranici 3 % HDP, přičemž celkové roční depozitum nesmí překročit 0,5 % HDP. Trvá-li nadměrný schodek dva roky a déle, mění se kauce v pokutu.
- ⁷⁹ Pakt stability a růstu byl přijat na naléhání Německa v roce 1997 před zavedením jednotné měny euro, pro niž měl představovat hlavní oporu.
- ⁸⁰ Viz Gern, Klaus-Jürgen – Kamps, Christophe – Meier, Carsten-Patrick – Scheide, Joachim: Euroland: Recovery is Under Way. *Kieler Diskussionsbeiträge*, Institut für Weltwirtschaft Kiel, April 2002, s. 13.
- ⁸¹ Viz Trichet, Jean-Claude: cit. dílo, s. 230.
- ⁸² Viz Cibrian, Ramiro: Z dětských botiček do velkého světa. *Ekonom*, číslo 20 (2003), s. 48.
- ⁸³ Blíže viz Salvatore, Dominick: cit. dílo, s. 126.
- ⁸⁴ Viz Dubská, Drahomíra: Evropě nenarostla křídla. *Ekonom*, číslo 9 (2003), s. 54–55.
- ⁸⁵ Viz Carstensen, Kai – Gern, Klaus-Jürgen – Kamps, Christophe – Meier, Carsten-Patrick – Scheide, Joachim: Euroland: Upswing Postponed. *Kieler Diskussionsbeiträge*, Institut für Weltwirtschaft Kiel, Oktober 2002.

Literatura

- Artis, Michael J.: The UK and the EMU. *EUI Working Papers*. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 2000.
- Artis, Michael J. – Winkler, Bernhard: The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank. *EUI Working Papers*. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 1997.
- Artis, Michael J. – Zhang, Wenda: Core and periphery in EMU: A Cluster Analysis. *EUI Working Papers*. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 1998.
- Artis, Michael J. – Zhang, Wenda: On Identifying the Core of EMU: An Exploration of Some Empirical Criteria. *EUI Working Papers*. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 1997.
- Bakule, Václav: Světové finance. Praha: SNTL, 1976.
- Bergeijk, Peter A. G. van – Berndsen, Ron J. – Jansen, W. Jos (eds.): *The Economics of the Euro Area*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2000.
- Brůžek, Antonín: Příprava a realizace Evropské měnové unie a jednotné měny euro. In: Holub, Alois a kol.: *Metamorfóza světové ekonomiky na sklonku 20. století a její výhled*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2002.
- Carstensen, Kai – Gern, Klaus-Jürgen – Kamps, Christophe – Meier, Carsten-Patrick – Scheide, Joachim: Euroland: Upswing Postponed. *Kieler Diskussionsbeiträge*, Institut für Weltwirtschaft Kiel, Oktober 2002.

- Cibrian, Ramiro: Z dětských botiček do velkého světa. *Ekonom*, číslo 20 (2003).
- Cihelková, Eva – Křížková, Jana – Kunešová, Hana – Martinčík, David: Světová ekonomika. C. H. Beck, 2001.
- Clavera, Joan: La unión monetaria: vía abierta a la implantación del euro. Barcelona: Arbor, 2002.
- Coffey, Peter: The Euro. An Essential Guide. London: Continuum, 2001.
- Czesaný, Slavoj: Mírné zpomalení eurozóny. *Ekonom*, číslo 12 (22.–28. 3. 2001).
- Čapek, Aleš: Mezinárodní měnový a finanční systém. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1994.
- Čermák, Jan – Dvořák, Jakub: Chudé nebereme. *Euro*, číslo 12 (19. 3. 2001).
- Denton, Geoffrey: Europe after Economic and Monetary Union. Wilton Park Paper 142, Steyning, January 1999.
- Detken, Carsten – Hartmann, Philipp: The Euro and the International Capital Markets. EUI Working Papers. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 2000.
- Dubská, Drahomíra: Evropě nenarostla křídla. *Ekonom*, číslo 9 (2003).
- Duff, Andrew – Pinder, John – Price, Roy: Maastricht and Beyond. London: Routledge, 1994.
- Eichengreen, Barry – Frieden, Jeffrey (eds.): The Political Economy of European Monetary Unification. San Francisco: Westview Press, 1994.
- Flowers, Edward B. – Lees, Francis A.: The Euro, Capital Markets and Dollarization. New York: Rowman & Littlefield Publishers, 2002.
- Friedman, Milton: Essays in Positive Economics. Chicago: The University of Chicago Press, 1953.
- Gern, Klaus-Jürgen – Kamps, Christophe – Meier, Carsten-Patrick – Scheide, Joachim: Euroland, Peak of the Upswing – Little Evidence of a New Economy. Kieler Diskussionsbeiträge, Institut für Weltwirtschaft Kiel, October 2000.
- Gern, Klaus-Jürgen – Kamps, Christophe – Scheide, Joachim: Euroland: Recovery is Under Way. Kieler Diskussionsbeiträge, Institut für Weltwirtschaft Kiel, April 2002.
- Gomel, Giorgio: Implications of the Euro for International Monetary Relations: A Pole of Attraction in Europe and in the Mediterranean Basin. EUI Working Papers. San Domenico di Fiesole: European University Institute, 2001.
- Grauwe, Paul de: The Economics of Monetary Integration. Oxford: Oxford University Press, 1992.
- Henning, C. Randall – Hochreiter, Eduard – Hufbauer, Gary Clyde (eds.): Reviving the European Union. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1994.
- Henning, C. Randall – Padoan, Pier Carlo: Transatlantic Perspectives of the Euro. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2000.
- Horváth, Roman – Komárek, Luboš: Teorie optimálních měnových zón: rámec k diskuzím o monetární integraci. *Finance a úvěr*, ročník 52, číslo 7–8 (2002).
- Hřích, Jan: Evropská unie na cestě k jednotné měně. Praha: Czech Trade, 1998.
- Issing, Otmar – Gaspar, Vitor – Angeloni, Ignazio – Tristani, Oreste: Monetary Policy in the Euro Area. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- Jacquet, Pierre – Pisani-Ferry, Jean: Economic policy co-ordination in the euro-zone: What has been achieved? What should be done? London: Centre for European Reform, 2001.
- Janáčková, Stanislava: Rozšiřování eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. *Politická ekonomie*, číslo 6 (2002).
- Kamps, Christophe – Meier, Carsten-Patrick – Scheide, Joachim: Euroland: Strong Upswing, Risks to Price Level Stability. Kieler Diskussionsbeiträge, Institut für Weltwirtschaft Kiel, April 2000.
- Kenen, Peter: The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View. Monetary Problems of the International Economy. Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- Kim, Taeho: International Money and Banking. London: Routledge, 1993.
- Klaus, Václav: Evropa pohledem politika, Evropa pohledem ekonomu. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2001.
- Kohl, Helmut: Der Euro und die Zukunft Europas. Bonn: Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, 2002.
- Krugman, Paul: Currency Crises. Chicago: The University of Chicago Press, 2000.
- Krugman, Paul: Lessons of Massachusetts for EMU. In: Torres, G. – Giavazzi, F.: Adjustment and Growth in European Monetary Union. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- Machala, Karel: Přináší euro volbu mezi federalizací a nestabilitou? *Bankovníctví*, číslo 3 (2002).
- McKinnon, Ronald I.: Optimal Currency Areas. *American Economic Review*, September 1961.
- Mundell, Robert A.: A Theory of Optimal Currency Areas. *American Economic Review*, September 1961.
- Mundell, Robert A.: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1963.
- Musílek, Petr: Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002.
- One Market, One Money: Study of the Directorate – General for Economic and Financial Affairs. European Commission. *European Economy*, No. 44 (1990).
- Pavlík, Petr: Historie, současnost a perspektivy evropské měnové unie. *Mezinárodní politika*, ročník XXV, číslo 6 (2001).
- Pavlík, Petr: K problematice Evropské monetární unie. *Politická ekonomie*, číslo 5 (1992).
- Pavlík, Petr: Makroekonomické modely pro simulaci efektů Evropské monetární unie. *Politická ekonomie*, číslo 3 (1993).

KONZULTACE: EURO

- Pavlík, Petr: Trnitá cesta k Evropské monetární unii. Mezinárodní vztahy, číslo 4 (1992).
- Pinder, John: Evropské společenství. Budování unie. Praha: Nadace Jiřího z Poděbrad pro evropskou spolupráci, 1994.
- Procházka, Petr: Mezinárodní bankovníctví. Praha: Bankovní institut, 1996.
- Rácz, Margit: Risk Factors in the Establishment and Running of EMU. Budapest: Institute for World Economics, 2000.
- Siebert, Horst: The Euro: The Issues for the Future. Kieler Diskussionsbeiträge, Institut für Weltwirtschaft Kiel, April 2000.
- The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2001.
- Tietmeyer, Hans: Euro a ekonomiky v transformaci. Praha: Liberální institut – Centrum liberálních studií – Megaprint, 1999.
- Tomášek, Michal: Právní základy evropské měnové unie. Praha: Bankovní institut, 1999.
- Tsoukalis, Loukas: Economic and Monetary Union. In: Wallace, Helen – Wallace, William (eds.): Policy-Making in the European Union. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- Verdun, Amy (ed.): The Euro. European Integration Theory and Economic and Monetary Union. New York: Rowman & Littlefield Publishers, 2002.
- Zlý, Bohumil: Evropská unie a integrační procesy od A až do Z. Ostrava: Montanex, 2001.