

Európska menová únia na prahu nového storočia

Jan IŠA*

Úvod

Myšlienka menovej únie nie je nová.¹ V ekonomickej literatúre sa v 90. rokoch spomínali niektoré menové únie, ktoré poznačili ekonomickú históriu Európy – najmä Nemecko-Rakúska menová únia (1857–1867), Latinská menová únia (1865–1926) a Škandinávská menová únia (1872–1931). O projekte menovej únie v nových ekonomických podmienkach sa v Európe začalo znova intenzívne diskutovať v 60. rokoch minulého storočia, pričom podnet k tomu dalo prehlbovanie západoeurópskej ekonomickej integrácie. Do diskusií sa okrem politikov (A. Marjolin, P. Werner, Giscard d'Estaing, H. Schmidt, J. Delors) zapojili aj viacerí významní ekonómovia. Priekopníkom na tomto poli bol predovšetkým R. A. Mundell [13], ktorý v roku 1999 dokonca dostal Nobelovu cenu za ekonómiu. K jeho hlavným prínosom patrí skutočnosť, že ako prvý formuloval teóriu optimálnej menovej oblasti (OMO), ktorá sa usilovala odpovedať na otázku, za akých podmienok by sa mali krajiny zapojiť do menovej integrácie a aké sú náklady a prínosy z účasti na tomto procese. Za optimálnu pokladal Mundell menovú oblasť s vysokou mobilitou výrobných faktorov. Ďalší ekonómovia akcentovali iné kritériá – otvorenosť ekonomiky, stupeň odvetvovej alebo výrobkovej diverzifikácie, stupeň finančnej integrácie, pružnosť miezd a cien, „sklon“ k inflácii, stabilitu menového kurzu, stupeň synchronizácie ekonomického cyklu a pod. Vcelku teda možno rozlišovať mikroekonomické a makroekonomické kritériá, tradičná teória OMO však (v súlade s Mundellovou koncepciou) pripisovala kľúčový význam pružnému trhu práce. Je zaujímavé, že stúpenci teórie OMO nesformulovali nejaké konvergenčné kritériá, resp. ukazovatele, ktoré mali uchádzači o členstvo v menovej únii spĺňať. Dôvodov môže byť viac. Jedným z problémov mohla byť napríklad skutočnosť, že viaceré mikroekonomické kritériá (najmä tie, ktoré sa týkajú trhu práce – a ten je nesporne kľúčový) sa ťažko kvantifikujú. Ak by sa aj všetky mikro- a makroekonomické kritériá dali kvantitatívne vyjadriť, vznikla by veľmi široká, do značnej miery neprehľadná sústava, ktorá by sa ani nedala prakticky využiť. Splnenie všetkých kritérií by navyše

* doc. Ing. Jan IŠA, DrSc., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava I

¹ Pozri Vanthoor [18].

odsunulo projekt menovej únie do nedohľadnej budúcnosti a nemohlo by sa o ňom vôbec reálne uvažovať. Pripomíname, že možno uvažovať aj o ďalších makroekonomických kritériách (ako je napr. miera nezamestnanosti, ekonomická úroveň (!), stav platobnej bilancie a pod.), ktorých „plnenie“ má pre fungovanie menovej únie takisto veľký význam.

Projektanti a realizátori menovej únie na čele s Delorsom postupovali v praxi inak, ako odporúčala teória OMO, a zdôraznili rozhodujúcu úlohu *makroekonomickej konvergenzie* vyjadrenej pomocou ukazovateľov inflácie,² stability meny, rozpočtového deficitu, vládneho dlhu a úrokových sadzieb. Tieto kritériá sa napokon dostali do Maastrichtskej zmluvy a na základe nich prijala Európska rada v máji 1998 rozhodnutie o tom, ktoré krajiny splnili podmienky na členstvo v *Európskej menovej únii* (EMÚ). Tento (do určitej miery pragmatický) prístup však neznižuje význam spomínaných mikroekonomických kritérií – osobitne trhu práce.

Empirické analýzy (T. Bayoumi a B. Eichengreen), ktoré sa sústredili na hlavné faktory vyplývajúce z teórie OMO, dospeli k záveru, že optimálnu menovú oblasť tvorí 5 z 11 súčasných členov EMÚ (Nemecko, Rakúsko, Belgicko, Holandsko a Írsko) [12]. Ku skupine, ktorá postupne konverguje k optimálnej menovej oblasti, patrí Švédsko a južné krajiny EÚ (Grécko, Portugalsko a Španielsko). Je možné, že od uskutočnenia týchto analýz publikovaných roku 1997 došlo k určitým zmenám, pretože maastrichtské kritériá splnili takmer všetky členské štáty EÚ a Grécko bude od budúceho roka členom EMÚ.

1. Štart Európskej menovej únie

Bez ohľadu na spory stúpcov rôznych teoretických koncepcií a na odpor euroskeptikov³ Európska menová únia v súlade s príslušnými ustanoveniami Maastrichtskej zmluvy (článok 109j) vstúpila 1. januára 1999 do svojho tretieho, záverečného štádia a začala reálne fungovať. Tejto udalosti predchádzalo rozhodnutie Európskej rady o tom, ktoré krajiny splnili podmienky nevyhnutné na vstup do Európskej menovej únie. Bolo to 11 krajín, ku ktorým v roku 2001 pribudne Grécko. Okrem toho Rada prijala odporúčanie o menovaní prezidenta, viceprezidenta a ďalších štyroch členov Výkonnej rady *Európskej ústrednej banky* (ECB).⁴

² Obavy z možného inflačného vývoja v budúcej menovej únii (vyjadrované najmä Nemeckom) rozhodujúcim spôsobom ovplyvnili stanoviská Delorsovho výboru.

³ Napríklad aj v Nemecku vystúpila tesne pred prechodom k tretiemu štádiu EMÚ skupina ekonómov, ktorá požadovala, aby tento krok prehodnotil ústavný súd.

⁴ Bližšiu charakteristiku Európskeho systému ústredných bánk (ESCB) obsahuje štúdia J. Išu [8].

Začiatok tretej etapy EMÚ charakterizovalo neodvolateľné fixovanie výmenných kurzov mien členov EMÚ, zavedenie eura na bezhotovostné platby a jednotná menová politika, ktorej výkonom bola poverená ECB.

Vlastným jadrom Európskej menovej únie je ECB a 11 (od roku 2001 už 12) národných ústredných bánk (NCB) členov EMÚ. Na ľahšie pochopenie zložitej sústavy európskeho centrálného bankovníctva sa Riadiaca rada⁵ rozhodla prijať názov *Eurosystem*, zahŕňajúci ECB a národné centrálné banky tých členských štátov, ktoré prijali euro. (Popri tom sa však často používa aj názov *eurozóna*.) V záujme úplnosti uvádzame ešte pojem *Európsky systém ústredných bánk* (ESCB), ktorý zahŕňa ECB a všetkých 15 NCB EÚ. Hlavným cieľom ESCB je udržiavanie cenovej stability, pričom hlavné úlohy ESCB sa v jeho štatúte definujú takto:

- definovanie a realizácia menovej politiky Spoločenstva,
- uskutočňovanie devízových operácií,
- správa a riadenie oficiálnych devízových rezerv členských štátov,
- zabezpečenie hladkého fungovania platobných systémov [11].

Hlavným cieľom menovej politiky Európskej ústrednej banky je *udržiavanie cenovej stability* v eurozóne. Vzhľadom na časové oneskorenia v transmisii impulzov monetárnej politiky do cenovej hladiny ECB musí pozerat' dopredu. Preto pravidelne hodnotí povahu a rozsah ekonomických šokov a z toho vyplývajúcich rizík pre budúcu cenovú stabilitu. Menová stratégia ECB vychádza, po prvé, z kľúčovej úlohy peňazí (ECB oznamuje referenčnú hodnotu pre rast zásoby peňazí – M_3) a, po druhé, z analýzy širokého okruhu ďalších ekonomických a finančných indikátorov, čím sa má vytvorit' široká základňa na hodnotenie rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Tieto dva prvky sa nazývajú dva *piliere* stratégie menovej politiky ECB [16].

V diskusiách o stratégii menovej politiky ECB sa spočiatku uvažovalo aj o koncepcii tzv. *inflačného cielenia* (inflation targeting), ktorá sa od roku 1990 začala uplatňovať vo viacerých krajinách.⁶ Európska ústredná banka však prijala flexibilnú stratégiu regulovania peňažnej zásoby, ktorá sa v mnohom podobá na menovú stratégiu Bundesbank. Jedna z odlišností spočíva v tom, že zatiaľ čo nemecká centrálna banka definovala peňažnú zásobu ako medzicieľ svojej menovej politiky, v Eurosysteme má štatút referenčnej hodnoty pre rast zásoby peňazí v strednodobom horizonte. Referenčná hodnota sa stanovila peňažným

⁵ Riadiacu radu tvoria všetci členovia *Výkonnej rady* a guvernéri národných centrálnych bánk členských štátov, ktoré prijali euro. Ešte širším orgánom je tzv. *Hlavná rada*, ktorá zahŕňa navyše aj guvernérov národných centrálnych bánk štátov EÚ mimo Eurosystemu.

⁶ Prvou krajinou, ktorá prešla k tejto stratégii, bol Nový Zéland (1990). Roku 1998 vyhlásila inflačný cieľ Česká národná banka a v roku 1999 Národná banka Slovenska. Charakteristiku inflačného cielenia pozri v štúdií Z. Komínkovej [10].

agregátom M_3 na úrovni 4,5 %, pričom cenová stabilita sa definovala ako medziročné zvýšenie harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v eurozóne o menej ako 2 %.

Efektívne fungovanie menovej únie predpokladá trvalé „dodržiavanie“ tak makroekonomických („maastrichtských“), ako aj mikroekonomických kritérií analyzovaných v rámci teórie OMO. Len tak postupne vznikne homogénny ekonomický priestor, ktorý bude základom širšej optimálnej menovej oblasti. Spomínali sme už, že o „plnenie“ tých kritérií, ktoré súvisia s menovou politikou (napr. inflácia, menový kurz, čiastočne aj úrokové sadzby), sa stará ECB, ktorá je zodpovedná za jednotnú menovú politiku. Naproti tomu fiškálna politika zostala v právomoci národných vlád členských štátov, čo vzbudzovalo obavy najmä v NSR,⁷ ktorá presadzovala, aby sa ekonomika členov eurozóny v oblasti rozpočtovej disciplíny neodchyľovala od tej úrovne, ktorú stanovila Maastrichtská zmluva. Riešenie sa napokon našlo prijatím *Paktu stability a rastu* z roku 1997, ktorý stanovil, že deficity vyššie než 3 % HDP sa budú sankcionovať. Na včasnú identifikáciu potenciálnych problémov s rozpočtovým deficitom členské štáty musia predkladať Rade a Komisii ročné programy stability so špecifikáciou strednodobých rozpočtových cieľov. V rokoch 1997–1998, teda s približovaním štartu menovej únie, sa proces fiškálnej konsolidácie zrýchlil, čo niekedy podporovali rozličné kozmetické úpravy. Pravda, na fiškálnu konsolidáciu pôsobilo aj zrýchlenie ekonomického rastu.⁸ O priaznivom vývoji deficitu a vládneho dlhu po roku 1996 svedčia údaje tabuľky 1.

Tabuľka 1

Fiškálne ukazovatele členov eurozóny

	Rozpočtový deficit (-) a prebytok (+), % HDP				Vládny dlh, % HDP			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
Belgicko	-3.8	-1.9	-0.9	-0.7	130.9	125.4	119.6	116.1
Nemecko	-3.4	-2.7	-2.1	-1.4	59.8	60.9	60.7	61.1
Španielsko	-5.0	-3.2	-2.6	-1.1	68.2	66.9	65.1	63.7
Francúzsko	-4.1	-3.0	-2.7	-1.8	57.1	59.3	59.7	58.9
Írsko	-0.2	0.7	2.1	1.9	74.3	65.1	55.0	50.1
Taliansko	-7.1	-2.7	-2.8	-1.9	122.1	119.8	116.2	115.1
Luxembursko	2.6	3.4	3.7	4.4	6.2	6.0	6.4	6.0
Holandsko	-1.8	-1.1	-0.7	1.0	75.2	70.0	66.6	62.9
Rakúsko	-3.8	-1.7	-2.3	-2.1	69.1	64.5	64.0	65.2
Portugalsko	-4.0	-2.6	-2.3	-2.0	62.7	59.4	55.7	55.8
Fínsko	-3.2	-1.5	1.3	1.9	57.1	54.1	48.7	46.6

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

⁷ Nemecká spolková republika na tento problém upozorňovala už pri diskusiách o Maastrichtskej zmluve.

⁸ Rast HDP eurozóny sa zrýchlil z 1,3 % v roku 1996 na 2,2 % v roku 1997 a 2,7 % v roku 1998 (pozri [5]).

Roku 1996 dosiahlo 8 budúcich členov eurozóny rozpočtový deficit prevyšujúci maastrichtské kritérium, v prípade vládneho dlhu to bolo 7 budúcich členov. Rekordnú úroveň deficitu dosahovalo Taliansko (-7,1 %) a Španielsko (-5,0 %), zatiaľ čo v prípade dlhu to bolo Belgicko (130,9 %) a Taliansko (122,1 %). V roku 1997 iba Španielsko (-3,2 %) prekročilo požadovanú úroveň deficitu a Francúzsko (3 %) presne splnilo kritérium. Menej priaznivá však bola situácia s ukazovateľom vládneho dlhu. Väčšina členských štátov (s výnimkou Nemecka) zaznamenala roku 1997 zlepšenie, ale 7 krajín stále prekračovalo stanovenú referenčnú hodnotu. V rozhodujúcom roku 1998 všetkých 11 krajín stlačilo deficit pod 3 %, ale iba 5 krajín dosiahlo požadovanú úroveň dlhu.⁹ Pri rozhodovaní o tom, ktoré krajiny splnili podmienky na vstup do EMÚ, sa využilo ustanovenie článku 104c Maastrichtskej zmluvy, v ktorom sa hovorí o tom, že pri hodnotení kritéria dlhu je výnimkou prípad, keď sa pomer (vládneho dlhu k HDP) „dostatočne znižuje a približuje sa uspokojivým tempom k odporúčanej hodnote“ [11].

T a b u ľ k a 2

Fiškálna pozícia všeobecnej vlády v eurozóne

	Rozpočtový deficit eurozóny, % HDP		Vládny dlh eurozóny, % HDP
	celkový	ústredná vláda	
1995	-5.0	-4.1	74.0
1996	-4.3	-3.6	75.2
1997	-2.6	-2.3	74.6
1998	-2.1	-2.1	72.9
1999	-1.3	-1.6	72.1

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

Vo svojej štatistike ECB uvádza aj údaje o deficite, resp. vládnom dlhu za celú eurozónu. Aj tieto údaje svedčia o tom, že fiškálna pozícia všeobecnej vlády sa v druhej polovici 90. rokov postupne zlepšovala, aj keď – najmä pokiaľ ide o vládny dlh – ani zd'aleka nebola ideálna (pozri tab. 2).

Pokiaľ ide o financovanie vládneho dlhu, pozitívnym javom je vzostup podielu dlhodobých cenných papierov.

K hodnoteniu ekonomického vývoja v eurozóne a k jeho porovnaniu s USA a Japonskom sa vrátíme v ďalšej časti. Teraz ešte stručne poukážeme na ekonomický a finančný vývoj v ďalších členských štátoch EÚ – v Dánsku, v Grécku, vo Švédsku a vo Veľkej Británii. Budeme pritom vychádzať zo širšieho okruhu ukazovateľov (pozri tab. 3).

⁹ Ťažkosti s plnením dlhového kritéria pretrvávali aj roku 1999, t. j. po prechode do tretieho štádia EMÚ, a zdá sa, že aj v budúcnosti to bude práve fiškálne „úskalie“, ktoré bude najviac ohrozovať stabilitu menovej únie.

Tabuľka 3

Ekonomický a finančný vývoj v členských štátoch EÚ (mimo eurozóny) – (ročné percentuálne zmeny, pokiaľ sa neuvádza inak)

	HICP	Všeobecná vláda, deficit (-), prebytok (+) ako % HDP	Všeobecná vláda hrubý dlh ako % HDP	Výnosy dlhodobých vládných obligácií ako % ročne ¹	Výmenný kurz ako národná mena k ECU alebo EUR	Bežný a nový kapitálový účet ako % HDP
Dánsko						
1997	1.9	0.5	61.4	6.26	7.48	0.6
1998	1.3	1.2	55.8	4.94	7.50	-1.1
1999	2.1	2.8	52.6	4.91	7.44	1.5
2000 1. Q	2.8			5.79	7.45	1.3
2000 2. Q	2.9			5.67	7.46	0.8
2000 3. Q				5.69	7.46	.
Grécko						
1997	5.4	-4.6	108.3	9.92	309.3	4.1
1998	4.5	-3.2	105.5	8.48	330.7	-3.1
1999	2.1	-1.8	104.6	6.30	325.8	-4.1
2000 1. Q	2.6			6.44	332.7	.
2000 2. Q	2.3			6.11	336.2	.
2000 3. Q				6.06	337.6	.
Švédsko						
1997	1.8	-2.0	75.0	6.62	8.65	.
1998	1.0	1.9	72.4	4.99	8.92	3.3
1999	0.6	1.9	65.7	4.98	8.81	1.6
2000 1. Q	1.2			5.79	8.50	3.5
2000 2. Q	1.2			5.30	8.28	1.4
2000 3. Q				5.29	8.40	.
Spojené kráľovstvo						
1997	1.8	-2.0	51.1	7.13	0.692	0.9
1998	1.6	0.4	48.0	5.60	0.676	0.0
1999	1.3	1.3	45.7	5.01	0.659	-1.1
2000 1. Q	0.8	6.9	43.6	5.60	0.614	-1.8
2000 2. Q	0.6	-2.0	43.9	5.31	0.610	.
2000 3. Q				5.31	0.612	.

Pokračovanie tabuľky 3

	Jednotkové náklady práce ²	Reálny HDP	Index priemyselnej výroby ³	Štandardizovaná miera nezamestn. ako % prac. sily	Široké peniaze ⁴	3-mesačná úroková miera ako % ročne ¹
Dánsko						
1997	1.4	3.1	5.3	5.6	4.7	3.73
1998	2.6	2.5	2.2	5.2	4.6	4.27
1999	3.4	1.7	1.8	5.2	4.2	3.44
2000 1. Q	2.5	3.1	3.1	4.9	2.2	3.95
2000 2. Q	2.3	7.2	7.2	4.8	1.3	4.73
2000 3. Q	.	.	.	.	.	5.84
Grécko						
1997	8.4	3.4	1.8	7.9	11.8	12.48
1998	5.5	3.7	8.3	10.0	10.2	13.53
1999	2.5	3.5	3.4	.	7.6	10.08
2000 1. Q	.	.	7.8	.	5.1	8.71
2000 2. Q	.	.	5.5	.	8.9	8.83
2000 3. Q	.	.	.	.	.	7.93
Švédsko						
1997	0.4	2.0	7.1	9.9	4.2	4.43
1998	1.6	3.0	4.1	8.3	3.5	4.36
1999	0.1	3.8	1.0	7.2	6.8	3.32
2000 1. Q	6.7	4.0	6.2	6.5	8.7	3.99
2000 2. Q	5.2	3.9	10.4	6.1	9.1	4.09
2000 3. Q	.	.	.	.	.	4.14
Spojené kráľovstvo						
1997	2.9	3.5	1.3	7.0	11.2	6.92
1998	2.9	2.6	0.8	6.3	9.7	7.42
1999	3.6	2.2	0.6	6.1	5.3	5.54
2000 1. Q	2.9	3.0	2.0	5.8	3.8	6.20
2000 2. Q	.	3.2	1.8	5.5	5.6	6.28
2000 3. Q	.	.	.	.	.	6.21

¹ Priemerné hodnoty za dané obdobie.

² Celá ekonomika; údaje pre Spojené kráľovstvo neobsahujú príspevok zamestnávateľov na sociálne poistenie.

³ Bez stavebníctva; prispôsobené na počet pracovných dní.

⁴ Priemerné hodnoty na konci mesiaca; M₃, M₄ pre Grécko a Spojené kráľovstvo.

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

Na porovnanie uvedieme niektoré základné údaje charakterizujúce ekonomický vývoj v celej eurozóne (pozri tab. 4).

Tabuľka 4

Vybrané ekonomické indikátory eurozóny
(ročné percentuálne zmeny, pokiaľ sa neuvádza inak)

	HICP	Hodinov- vé náklad- y práce (celá ekono- mika)	Reálny HDP	Priemysel- ná výroba (bez stave- bníctva)	Miera nezamest- nanosti (% prac. sily)	M ₃ ¹	3-mesačné úrokové sadzby (EURIBOR % ročne)	10-ročný výnos z vládnych obligácií (% ročne)	USD/ EUR výmenný pomer
1999	1.1	2.2	2.4	1.8	10.0	5.6	2.96	4.66	1.066
2000 1. Q	2.0	3.6	3.4	4.8	9.5	5.9	3.55	5.61	0.986
2000 2. Q	2.1	3.7	3.7	6.0	9.2	6.2	4.27	5.43	0.933
2000 3. Q	2.5					5.4	4.74	5.44	0.905
August	2.3			6.2	9.0	5.6	4.78	5.40	0.904
September	2.8					5.5	4.85	5.47	0.872

¹ Mesačné miery rastu sa vzťahujú na koniec obdobia.

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

Aj keď tieto údaje zahŕňajú len krátke obdobie (rok 1999 a dva, resp. tri kvartály roku 2000), umožňujú urobiť niektoré dôležité závery. Tempo ekonomického rastu (reálny HDP, priemyselná výroba) sa v eurozóne v uvedenom období zrýchľuje, čomu zodpovedá pokles miery nezamestnanosti. V Dánsku sa v roku 1999 tempo rastu v relácii k eurozóne síce spomalilo, ale v prvých dvoch štvrtrokoch roku 2000 došlo znova k obratu. Inak sú všetky kľúčové ukazovatele Dánska (vrátane fiškálnych) na úrovni, ktorá ho viac ako kvalifikuje na členstvo v Európskej menovej únii. Vo viacerých ukazovateľoch (rozpočtový deficit, vládny dlh, bežný účet platobnej bilancie, miera nezamestnanosti) sa Dánsko zaraďuje k najlepšie fungujúcim ekonomikám nielen v Európe, ale na celom svete. Pravda, Dánsko – podobne ako Veľká Británia, ktorá takisto vykazuje vynikajúce ekonomické výsledky – si v Maastrichtskej zmluve zvolilo možnosť nebyť zatiaľ členom Európskej menovej únie („Opting Outs“). V *Protokole o určitých ustanoveniach týkajúcich sa Dánska* sa napríklad uvádza: „1. Dánska vláda oznámi Rade svoj postoj týkajúci sa účasti v tretom štádiu skôr, než Rada uskutoční svoje hodnotenie ... 2. V prípade oznámenia, že Dánsko sa nezúčastní tretieho štádia, bude mať výnimku“ [11]. Dánska vláda navyše v minulom roku neuspela s referendom o vstupe do Európskej menovej únie. Obyvatelia Dánska sa tesnou väčšinou vyslovili proti prijatiu eura.

V osobitnom protokole, ktorý sa týka Spojeného kráľovstva, sú takisto viaceré ustanovenia, ktoré ponechávajú Spojenému kráľovstvu voľné ruky, pokiaľ ide o vstup do tretieho štádia. Okrem iného sa tu uvádza: „Spojené kráľovstvo si ponechá svoje právomoci vo sfére menovej politiky podľa vnútroštátneho

práva.“¹⁰ O čo sa vlastne opierajú argumenty britských odporcov eura? Pri úvahách o vstupe do EMÚ sa britskí ekonómovia zamýšľajú predovšetkým nad tým, aký vplyv by euro malo na flexibilitu britskej ekonomiky, na investície, finančné služby a zamestnanosť. Hlavným argumentom britskej centrálnej banky, ktorým zdôvodňuje skutočnosť, že Spojené kráľovstvo nevstúpilo do menovej únie, je obava z inflácie. „Mali by sme nižšie (úrokové) sadzby, ale aj vyššiu infláciu, čo by viedlo k strate konkurenčnej schopnosti“ – vyhlásil John Townend, riaditeľ pre Európu v Bank of England.¹¹ Rozdiel v miere inflácie medzi eurozónou a Spojeným kráľovstvom skutočne existuje (pozri tab. 3 a 4), nie je však dramatický. Ani J. Townend nie je kategoricky proti EMÚ, nazdáva sa však, že treba počkať, ako sa „upraví“ vzťahy medzi USA a eurozónou a ako sa budú hodnotiť potenciálne účinky eura na prosperitu a zamestnanosť v Spojenom kráľovstve. Zdá sa teda, že v pozadí námiatok proti euru nie sú v Spojenom kráľovstve ani tak ekonomické problémy ako skôr tradičný britský euroskepticizmus, ktorého nositeľom sú hlavne konzervatívci. Prekonať tento skepticizmus nebude ľahké – veľa bude závisieť od ekonomického a menového vývoja eurozóny a od presvedčivosti konkrétnych argumentov o výhodách eura.

V citovanom materiáli [6] sa napríklad uvádza, že v prospech spoločnej meny hovoria niektoré štúdie zaoberajúce sa intenzitou vzájomného obchodu. Výskumy Kalifornskej univerzity vychádzajúce z porovnania 186 krajín počas 20 rokov potvrdzujú, že dve krajiny so spoločnou menou uskutočnia trikrát viac obchodov ako národy, ktoré používajú rôzne meny. „Každý v EÚ by sa mal pripojiť k euru, skôr alebo neskôr“, tvrdí vedúci výskumného tímu A. Rose v správe agentúry Bloomberg (pozri [6]).

V Dánsku, vo Švédsku a vo Veľkej Británii sa často argumentuje výhodami pružnej menovej politiky, ktorá vraj umožňuje rýchle a efektívne prispôbovanie danej krajiny na vonkajšie ekonomické šoky. Tento argument, ktorý je teoreticky správny, však „zabúda“ na jeden veľmi závažný moment. Ide o to, že „Opting Outs“ (t. j. Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo) nemôžu podľa Maastrichtskej zmluvy uskutočňovať úplne nezávislú menovú politiku, lebo aj pre nich platí, že budú „zaobchádzať“ so svojou menovou politikou ako so záležitosťou spoločného záujmu.“¹² Netreba osobitne zdôrazňovať, že vstup Spojeného kráľovstva, Dánska a Švédska do EMÚ by bol veľkým prínosom a značne by posilnil ekonomické postavenie eurozóny vo vzťahu k USA a k Japonsku.

¹⁰ Inú (eleganťnejšiu) formu neúčasti v EMÚ si zvolilo Švédsko, ktoré nie je členom EMS. a už z tohto dôvodu sa nemôže rokovať o jeho vstupe do EMÚ.

¹¹ Pozri [6]. Pravda, konkurenčnú schopnosť britskej ekonomiky oslabuje aj príliš vysoký kurz libry.

¹² Treba pripomenúť, že národné banky Spojeného kráľovstva, Švédska a Dánska ako krajín s derogáciou sú členmi ESCB a ich guvernéri sú členmi Hlavnej rady ESCB.

Na rozdiel od Dánska, Švédska a Veľkej Británie, ktorí si zvolili štatút „Opting Outs“ dobrovoľne, Grécko – napriek tomu, že jeho makroekonomické ukazovatele sa v druhej polovici 90. rokov zlepšovali – neprešlo roku 1998 sitom náročných „maastrichtských“ kritérií a k 1. januáru 1999 sa nestalo členom Európskej menovej únie. Grécku sa však podarilo udržať priaznivé trendy v konjunkturálnom vývoji i pri plnení požadovaných kritérií aj v rokoch 1999 a 2000 a 1. januára 2001 sa stalo dvanástym členom EMÚ. Rast reálneho HDP v Grécku bol napríklad v roku 1999 vyšší (3,5 %) ako priemer eurozóny (2,4 %) a podstatne sa znížilo tempo inflácie merané pomocou HICP (r. 1999 bolo 2,1 %). Podstatne sa znížil vládny deficit, klesli úrokové sadzby (hoci ešte stále značne prevyšovali priemer EMÚ) a klesajúci trend vykazoval aj dôležitý ukazovateľ pomeru hrubého vládneho dlhu k HDP. To všetko môže slúžiť ako pozitívny príklad pre kandidátske krajiny vrátane SR.

2. Eurozóna, USA a Japonsko vo svetovom hospodárstve

Perspektívy Európskej menovej únie (a najmä výsledky jej menovej a kurzovej politiky) závisia od toho, ako sa dlhodobo presadí nová kvalita eurozóny v porovnaní s ekonomickými možnosťami jednotlivých členských štátov v konkurencii s USA a s Japonskom.¹³ Eurozónu možno vcelku charakterizovať ako veľkú ekonomiku (megaekonomiku), ktorá má významnú váhu vo svetovom hospodárstve a je porovnateľná s USA a s Japonskom.

Za hlavnú charakteristickú črtu eurozóny možno považovať skutočnosť, že pôvodne malé a stredne veľké samostatné európske ekonomiky sa integrovali a vytvorili kvalitatívne novú ekonomiku s rozsiahlym vnútorným trhom. Globálnu predstavu o ekonomickej sile eurozóny v porovnaní s USA a s Japonskom poskytujú tabuľka 5 zahŕňajúca hlavné makroekonomické ukazovatele.

Podľa dostupných údajov podiel eurozóny na svetovom HDP bol (r. 1998) asi 15,5 %, čo je o niečo menej ako podiel USA (20,8 %), ale dvakrát viac ako podiel Japonska. Na porovnanie možno uviesť, že podiel najväčšej jednotlivkej krajiny eurozóny na svetovom HDP sa odhaduje iba na 4,5 %. Relatívne malé rozdiely charakterizujú sektorovú tvorbu HDP, pravda, USA má určitý predstih v sektore služieb, ktorého podiel na HDP v USA je takmer 72 % proti 66,8 % v eurozóne a 60 % v Japonsku. V prípade priemyslu je to naopak – podiel Japonska (38 %) je najvyšší a podiel USA (26,3 %) najnižší. Eurozóna sa

¹³ Aj v prípade eurozóny a jej ekonomických perspektív by malo platiť, že celok (t. j. ekonomika celej EMÚ) je viac ako suma jednotlivých častí, t. j. ekonomik jednotlivých členských štátov (NSR, Francúzska, Talianska, Portugalska, Fínska atď.). Pravda, nová ekonomická kvalita eurozóny sa nemusí presadiť automaticky a za každých okolností.

v oboch prípadoch nachádza medzi USA a Japonskom. Nepatrné rozdiely sú v podiele primárneho sektora (poľnohospodárstvo, rybolov, lesníctvo), ktorý sa pohybuje okolo 2 %.

T a b u ľ k a 5

Hlavné makroekonomické ukazovatele eurozóny, USA a Japonska

	Obdobie	Jednotka	Eurozóna	USA	Japonsko
Obyvateľstvo ¹	1998	mil.	291	271	126
HDP (podiel na svetovom HDP) ²	1998	%	15.5	20.8	7.4
Sektory výroby:					
Poľnohosp., rybolov, lesníctvo	1995	% HDP	2.2	1.8	1.9
Priemysel (vrátane stavieb.)	1995	% HDP	30.8	26.3	38.0
Služby	1995	% HDP	66.8	71.9	60.0
Vývoz tovarov a služieb ³	1998	% HDP	17.1	11.0	11.5
Dovoz tovarov a služieb ³	1998	% HDP	15.1	12.9	9.6
Bežný účet platobnej bilancie	1998	% HDP	1.0	-2.6	3.2
Miera zamestnanosti ⁴	1998	%	59.4	73.8	69.5
Miera nezamestnanosti	1999	% prac. sily	10.0	4.2	4.7
Inflácia ⁵	1999	ročný rast v %	1.1	2.2	-0.3
Všeobecná vláda					
Príjmy	1999	% HDP	47.1	36.1	30.5
Výdavky	1999	% HDP	48.6	33.9	38.7
Prebytok (+) al. deficit (-)	1999	% HDP	-1.6	2.2	-8.2
Hrubý dlh	1999	% HDP	72.9	57.7	127.8
Rast reálneho HDP	1999	%	2.4	-4.2	0.2

¹ K 1. januáru 1998.

² Podiely na HDP sú vypočítané na základe parity kúpnej sily (PPP).

³ Bez vnútorného obchodu v rámci eurozóny; vývoz: f. o. b.; dovoz: c. i. f.

⁴ Pomer osôb vo veku od 15 do 64 rokov, ktorí sú zamestnaní, k obyvateľstvu v produktívnom veku.

⁵ Eurozóna – harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP – Harmonised Index of Consumer Prices); USA a Japonsko – index spotrebiteľských cien (CPI – Consumer Prices Index), národné štatistiky.

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

T a b u ľ k a 6

Finančná štruktúra v eurozónce, USA a Japonsku

	Obdobie	Jednotka	Eurozóna	USA	Japonsko
Bankové vklady	jún 1999	mld EUR	4 752.2	4 742.8	4 467.5
	jún 1999	% HDP	77.8	55.2	111.7
Bankové pôžičky	jún 1999	mld EUR	6 136.1	4 154.8	4 280.8
	jún 1999	% HDP	100.4	48.4	107.0
Domáce dlžnicke cenné papiere	jún 1999	mld EUR	5 422.7	14 140.8	5 061.1
	jún 1999	% HDP	88.8	164.6	126.5
vydané korporáciami	jún 1999	mld EUR	202.3	2 403.8	583.4
vydané finančnými inštitúciami	jún 1999	mld EUR	1 891.5	3 900.1	753.7
vydané verejným sektorom	jún 1999	mld EUR	3 329.0	7 746.8	3 723.9
Celková hodnota cenných papierov na burze ¹	október 1999	mld EUR	4 346.0	13 861.1	6 275.8
	október 1999	% HDP	71.1	163.3	137.7

¹ Údaje v eurozónce, USA a Japonsku nie sú úplne porovnateľné.

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5].

Pokiaľ ide o úlohu vo svetovom obchode, eurozóna predstihuje svojich najväšších konkurentov. Jej podiel na celkovom svetovom vývoze roku 1999 predstavoval 19,5 % v porovnaní s 15 % v USA a 8,5 % v Japonsku.¹⁴ Tým, že sa eurozóna stala megaekonomikou, stupeň jej otvorenosti meraný priemerným podielom vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP sa v porovnaní s otvorenosťou jednotlivých členských štátov v minulosti znížil. Napriek tomu je vyšší ako v USA a v Japonsku, pričom príslušné hodnoty sú 16,1 %, 11,9 % a 10,5 %. V minulosti ale išlo o podstatné rozdiely, keďže podiel vývozu na HDP jednotlivých členských štátov eurozóny (zahŕňajúci aj obchod vnútri EÚ) sa pohyboval od 19 % do 62 % (priemer za celú oblasť bol 35 %). Obchod medzi členskými štátmi EÚ sa však stal teraz vnútorným obchodom, a preto sa už v štatistike nevykazuje ako zahraničný obchod, a nie je, prirodzene, ovplyvňovaný pohybmi menových kurzov. Ďalšou charakteristickou črtou zahraničného obchodu eurozóny ako celku je jeho geografická orientácia. Hlavným obchodným partnerom eurozóny je teraz Spojené kráľovstvo (jeho podiel na zahraničnom obchode eurozóny je takmer 18 %), USA (vyše 13 %), Švajčiarsko (vyše 6 %) a Japonsko (niečo nad 5 %).¹⁵ Spolu sa tieto štyri krajiny podieľajú na zahraničnom obchode eurozóny asi 43 %. Podiel ďalších členských štátov EÚ, ktorí nie sú členmi menovej únie, predstavuje 8 %, kým podiel strednej a východnej Európy je asi 7 %. V zahraničnom obchode eurozóny prevláda strojárstvo, dopravné zariadenia, ďalšie výrobky spracovateľského priemyslu a chemikálie. Relatívne menší význam pre eurozónu má obchod so službami.

Oveľa väčšie rozdiely medzi eurozónou, USA a Japonskom sa týkajú rozsahu a štruktúry vládneho sektora, čo sa prejavuje tak v príjmovej, ako aj vo výdavkovej časti štátneho rozpočtu. Podiel vládnych výdavkov na HDP je v eurozóne podstatne väčší ako v USA a v Japonsku (t. j. 49 % v porovnaní s 34 % a 39 %). Aj podiel príjmov všeobecnej vlády je v eurozóne (47 %) omnoho výraznejší ako v USA (36%) a v Japonsku (30 %). Relatívne vysoké sú v eurozóne vládne transfery domácnostiam, čo treba do značnej miery pripísať rozdielom v systémoch sociálneho zabezpečenia. Podiel HDP určený na zabezpečenie kolektívnych služieb vládami je takisto v eurozóne vyšší ako v USA a v Japonsku. Zatiaľ čo eurozóna sa viac spolieha na nepriame dane, v USA a v Japonsku hrajú významnejšiu úlohu priame dane, čo má závažné makroekonomické dôsledky. Značné rozdiely sa týkajú rozsahu rozpočtového deficitu a vládneho (resp. štátneho) dlhu. V eurozóne ako celku je pomer dlhu k HDP stále výrazne nad

¹⁴ Svetový vývoz tovarov a služieb roku 1999 dosiahol 6,884 mld USD. Pozri World Economic Outlook [19].

¹⁵ Na ďalších miestach je Švédsko, Čína, Rusko, Dánsko, Poľsko, Nórsko, Turecko a Česká republika, ktorá predstihuje Brazíliu, Maďarsko, Taiwan, Južnú Kóreu, a dokonca aj Kanadu.

referenčnou úrovňou stanovenou Maastrichtskou zmluvou, aj keď sa od roku 1997 prejavuje mierne zlepšovanie. Pozitívne sa v eurozóne vyvíja rozpočtový deficit, ktorý v prípade všeobecnej vlády roku 1996 dosiahol 1,6 %. V obidvoch kľúčových fiškálnych ukazovateľoch eurozóna zaostáva za USA, ktoré v posledných rokoch znížili ukazovateľ pomeru dlhu k HDP pod 60 % a od roku 1998 vykazujú ako jedna z mála krajín sveta prebytkový rozpočet.¹⁶ Situácia Japonska v tejto oblasti je však kritická – rozpočtový deficit v rokoch 1998 a 1999 prekročil neuveriteľných 10 %¹⁷ a ukazovateľ dlhu sa približuje k 130 %, čo je úroveň, ktorú už nepozná žiadny člen EÚ (vrátane Belgicka, Talianska a Grécka). Ide o veľkú slabinu japonskej ekonomiky, ktorá negatívne ovplyvňuje jej medzinárodný rating.¹⁸

Osobitnú pozornosť by si zasluhoval trh práce, ktorého odlišné fungovanie v eurozóne, v USA a v Japonsku (ako aj v rámci samotnej EÚ) má závažné dôsledky pre makroekonomický vývoj všeobecne a menový vývoj osobitne. Prípadom je len, že teórie OMO pripisujú hlavný význam práve trhu práce.

V eurozóne ako celku priemerná úroveň nezamestnanosti roku 1999 dosahovala vyše 13 miliónov osôb, t. j. takmer 10 %, čo podstatne prevyšuje mieru nezamestnanosti v USA (4,1 %) a v Japonsku (4,6 %). Tento rozdiel nie je krátkodobý, ale prejavuje sa počas celých 90. rokov. Ďalšiu informáciu o trhu práce nám podáva tzv. miera participácie,¹⁹ ktorá sa roku 1998 pre eurozónu odhaduje na 66,4 %, zatiaľ čo v USA dosiahla 77,4 % a v Japonsku 72,6 %. Ešte väčšie rozdiely sa týkajú miery zamestnanosti, ktorá roku 1998 bola v eurozóne 59,4 %, v USA 73,8 % a v Japonsku 69,5 %. Významné rozdiely, ktoré sa týkajú štruktúrnych charakteristík, sa prejavujú na národných trhoch práce samotnej eurozóny.²⁰ Vo viacerých členských štátoch eurozóny existujú väčšie štruktúrne nepružnosti, ktoré implikujú okrem iného pomalšie prispôsobovanie reálnych miezd a iných relatívnych cien podmienkam ponuky na trhoch výrobkov a práce.

¹⁶ Bude zaujímavé sledovať, či v tomto trende bude pokračovať nová Bushova vláda, ktorá sa chystá k rozsiahlemu zníženiu daní.

¹⁷ V októbromom čísle ECB Monthly Bulletin [5] sa uvádza, že roku 1998 tento deficit dosiahol -10,3 % a roku 1999 sa ešte zvýšil na -10,4 %. V tabuľke 5 sa na rok 1999 uvádza údaj -8,2%.

¹⁸ Moody's Investor Service v novembri 2000 rozhodla o znížení ratingu japonských dlhopisov denominovaných v jenocho o jeden stupeň na Aa2, čo je už dve úrovne pod najvyšším hodnotením Aaa, ktoré Japonsko stratilo v novembri 1998. Okrem toho Moody's umiestnilo na rating Japonska negatívny výhľad. To všetko znamená, že japonský dlh má jedno z najnižších hodnotení medzi priemyselne vyspelými krajinami. Uvedené hodnotenie sa zdôvodňuje rastúcim zadlžením Japonska a pomalým zotavovaním sa z recesie.

¹⁹ Miera participácie predstavuje súčet zamestnanosti a nezamestnanosti ako podiel na obyvateľstve v pracovnom veku.

²⁰ Väčšina členov eurozóny (najmä Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Nemecko) sa vyznačuje nepružným trhom práce. Výnimkou je Luxembursko a Holandsko, z nečlenov EÚ je to hlavne Spojené kráľovstvo.

To zasa obmedzuje rýchlosť, s akou možno využívať makroekonomickú politiku na redukovanie nezamestnanosti smerom k dlhodobej rovnováhe, a zvyšuje riziko dočasných šokov, ktoré ovplyvňujú štruktúrnú nezamestnanosť a potenciálny output (efekt hysterézy) [3]. Štruktúrne nepružnosti, ktoré zahŕňajú vysoký stupeň rezistencie reálnych miezd, pomalé prispôsobovanie cien a vysokú zotrvačnosť nezamestnanosti, sú v eurozóne dôležitejšie ako v iných veľkých ekonomikách (osobitne v USA).

K zaujímavým záverom vedie porovnanie finančnej štruktúry eurozóny, USA a Japonska (tab. 6). Z údajov v tejto tabuľke je na prvý pohľad zrejmé, že v eurozóne (a podobne aj v Japonsku) hrá významnú (v Európe dokonca kľúčovú) úlohu financovanie prostredníctvom bankových pôžičiek. Zatiaľ čo v júni 1999 bankové pôžičky v eurozóne dosiahli 6 136,1 mld EUR (t. j. 100,4 % HDP), v USA predstavovali 4 154,8 mld EUR (t. j. iba 48,4 % HDP!). Ešte vyšší bol však podiel bankového financovania v Japonsku – 107,0 % HDP (t. j. 4 280,8 mld EUR). Táto skutočnosť (v súvislosti s vysokým podielom zlých úverov) predstavuje mimochodom jednu zo štruktúrnych slabostí japonskej ekonomiky. Zatiaľ čo v eurozóne je podiel bankového financovania viac ako 2-krát vyšší ako v USA, pri priamom financovaní je tento pomer zhruba opačný. Financovanie pomocou dlhových cenných papierov v júni 1999 dosiahlo v eurozóne 88,8 % HDP (t. j. 5 422,7 mld EUR), zatiaľ čo v USA až 164,6 % HDP (t. j. 14 140,8 mld EUR). To znamená, že hodnota domácich dlhových cenných papierov emitovaných v USA v júni 1999 bola 2,6-krát vyššia ako v eurozóne (a 2,8-krát vyššia ako v Japonsku). Tieto rozdiely by boli ešte oveľa výraznejšie, ak by sme brali do úvahy iba dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom. (Tu je pomer medzi USA a eurozónou $2\,493,8 \text{ mld EUR} / 202,3 \text{ mld EUR} = 12,3!$)

Podobné rozdiely možno pozorovať aj na úrovni vlastného financovania korporácií, t. j. financovania prostredníctvom emisie akcií, kde je pomer USA/eurozóna dokonca ešte vyšší (3,2) ako pri dlhových cenných papieroch (2,6). Celková hodnota akcií na burze cenných papierov dosiahla v eurozóne v októbri 4 346,0 mld EUR (t. j. iba 71,1 % HDP) v porovnaní s 13 861,1 mld EUR (t. j. 163,3 % HDP) v USA.

Hoci teda vo finančnej štruktúre eurozóny došlo v posledných rokoch k určitým zmenám, aj v súčasnosti ju možno pokladať za finančnú štruktúru, ktorá sa blíži *bankovo orientovanej* (t. j. na prevládanie nepriameho financovania založenej) štruktúre. Finančná štruktúra Spojených štátov naproti tomu vykazuje veľa znakov *sekuritizovanej* (t. j. na prevládanie financovania prostredníctvom domácich dlhových cenných papierov založenej) finančnej štruktúry. Vznik Európskej menovej únie vytvára predpoklady, aby sa podobným smerom vyvíjala aj finančná štruktúra eurozóny.

Počas roka 1999 došlo v eurozóne k ďalšej konsolidácii sektora finančných služieb. Od decembra 1998 do novembra 1999 sa v eurozóne napríklad znížil počet peňažno-finančných inštitúcií (MFIs) asi o 4 % (z 9 856 na 9 443). Najväčšia skupina MFIs (úverové inštitúcie) sa zmenšila takmer o 5 % (z 8 320 na konci roka 1998 na 7 906 v novembri 1999). Tento pokles počtu úverových inštitúcií predstavuje trend charakteristický pre viac ako desaťročie.

Reakciou na zavedenie eura a nový rámec menovej politiky je proces integrácie a štandardizácie prebiehajúci v celej eurozóne. Pravda, stupeň tejto integrácie dosiahnutý v rôznych segmentoch trhu sa veľmi odlišuje. Ďalšia integrácia by zvýšila efektívnosť finančných trhov eurozóny, čo by bolo prospešné pre všetkých účastníkov trhu i pre efektívnosť jednotnej menovej politiky ECB.

Štart eura je zatiaľ sprevádzaný vcelku priaznivým *konjunkturálnym vývojom* eurozóny, čo sa najskôr prejavilo v oblasti peňažného obehu a v cenovej stabilite, a v roku 2000 aj v dynamike reálneho HDP. Oveľa komplikovanejší a rozpornejší je naproti tomu vývoj kurzu eura – k tejto otázke sa vrátíme v ďalšej časti.

Pozitívne sa hodnotí predovšetkým značný pokles úrokových sadziieb, ktoré sa v eurozóne znížili v prípade krátkodobých sadziieb (t. j. trojmesačných vkladov) zo 6,59 % v roku 1995 na 3,83 % v roku 1998 a 2,96 % v roku 1999, zatiaľ čo dlhodobé úrokové sadzby (t. j. priemerný výnos desaťročných vládnych obligácií) sa znížili z 8,73 % v roku 1995 na 4,66 % v roku 1999.²¹ Mimoriadne priaznivo sa v eurozóne vyvíja inflácia a zrýchľuje sa aj tempo rastu reálneho HDP. Naproti tomu menej priaznivý je vývoj trhu práce (pozri tab. 5), čo sa odzrkadľuje v pomalom poklese miery nezamestnanosti.

T a b u ľ k a 7

Vývoj reálneho HDP a inflácie v eurozóne, USA a Japonsku v rokoch 1996–2000 (ročné zmeny v %)

	Eurozóna		USA		Japonsko	
	CPI ¹	reálny HDP	CPI ¹	reálny HDP	CPI ¹	reálny HDP
1996	2.2	1.4	2.9	3.6	0.1	5.1
1997	1.6	2.3	2.3	4.4	1.7	1.6
1998	1.1	2.7	1.6	4.4	0.6	-2.5
1999	1.1	2.4	2.2	4.2	-0.3	0.2
2000 ²	2.1 ²	3.5 ²	3.2 ²	5.2 ²	-0.2 ²	1.4 ²
2000 1. Q	2.0	3.4	3.2	5.3	-0.7	0.7
2000 2. Q	2.1	3.7	3.3	6.1	-0.7	1.0
2000 3. Q	2.5	.	3.5	5.3	-0.7	.

¹ Eurozóna – HICP; USA a Japonsko – CPI (národné štatistiky).

² Prognóza.

Prameň: ECB Monthly Bulletin [5]; World Economic Outlook [19].

²¹ V roku 2000 sa úrokové sadzby v eurozóne v dôsledku pôsobenia viacerých vnútorných a vonkajších faktorov zvýšili, zostávajú však stále nižšie ako v USA. Najnižšie úrokové sadzby vykazuje Japonsko, ktoré však zápasí s deflačnými tendenciami.

Pohľad na tabuľku 7 svedčí o tom, že Európska menová únia plní svoj hlavný cieľ, ktorým je udržiavanie cenovej stability, v súlade s definíciou ECB tak, aby ročný rast HICP bol nižší ako 2 %.²² Vidíme, že v rokoch 1998–1999 bolo tempo rastu HICP (1,1 %) hlboko pod referenčnou hodnotou a bolo tiež oveľa nižšie ako rast CPI v USA (1,6 % v roku 1998 a 2,2 % v roku 1999). Tempo rastu inflácie v roku 2000 sa zrýchlilo tak v eurozóne, kde má tesne prekročiť 2 %, ako aj v USA, kde má dosiahnuť 3,2 %.²³ Osobitnú analýzu by si zasluhoval vývoj CPI v Japonsku, kde priemerný prírastok spotrebiteľských cien v rokoch 1992–2000 predstavoval iba 0,6 %, pričom nechýbali roky (1995, 1996, a pravdepodobne aj 2000), v ktorých spotrebiteľské ceny dokonca absolútne klesli. V rokoch 1993–1996 sa v Japonsku vytvorila extrémna deflačná špirála, ktorá ekonomiku stále tlačí do dlhodobej recesie.

Pokiaľ ide o celkový konjunkturálny vývoj eurozóny vo vzťahu k USA, možno tu nesporne pozorovať určitý *časový posun*, ktorý sa začal prejavovať už v prvej polovici 90. rokov. Zatiaľ čo USA prekonali recesiu už roku 1992, európske krajiny (Nemecko, Francúzsko, Taliansko, Španielsko, Belgicko, Švédsko, Fínsko, Grécko a Portugalsko) prežívali recesiu až roku 1993²⁴ a v ďalších rokoch nasledovalo nevyrazné oživenie.

V druhej polovici 90. rokov sa ekonomický rast v eurozóne vyznačoval zhruba polovičnou dynamikou v porovnaní s USA a tento rozdiel (aj keď sa trochu zmenšil) sa zachoval aj po štarte menovej únie. Vysoké tempo rastu HDP sprevádzalo zlepšovanie ďalších ukazovateľov – rekordne nízka miera nezamestnanosti, rast produktivity práce, pokles jednotkových nákladov práce, rast osobnej spotreby a investícií do fixného kapitálu, čo všetko vyústilo do rekordného rastu kurzov amerických cenných papierov.²⁵ Nie náhodou práve koncom 90. rokov zosilnela technologická prevaha USA, ktorá umožnila intenzívny rozvoj tzv. *novej ekonomiky* (New Economy).²⁶ Vo všetkých týchto faktoroch (označovaných ako *fundamentálne*), ktoré koniec-koncov vytvárajú základný rámec pre tvorbu menovej politiky a formovanie menových kurzov, mali Spojené štáty

²² Treba zdôrazniť, že tento cieľ sa má dosahovať v strednom období.

²³ Na vývoj inflácie pôsobí v USA najmä pretrvávajúca „prehriata konjunktúra“ a až donedávna vysoké ceny ropy. V eurozóne malo menšiu úlohu zrýchlenie ekonomického rastu. Hlavným faktorom zosilnenia inflácie boli ceny ropy a oslabenie eura.

²⁴ Reálny HDP eurozóny sa roku 1993 znížil o 0,8 %.

²⁵ Odhaduje sa napríklad, že majitelia amerických cenných papierov v priebehu piatich rokov získali v dôsledku rastu kurzov akcií obrovskú sumu 8 biliónov dolárov.

²⁶ Zatiaľ neexistuje všeobecne prijímaná definícia novej ekonomiky. V analýze obsiahnutej v ECB Monthly Bulletin [5] sa poukazuje na súvislosť novej ekonomiky s informačnou a komunikačnou revolúciou (ICT), rastom úhrnnej produktivity faktorov, kvalitatívne vyššou efektívnosťou organizácie, globalizáciou a silnejšou konkurenciou a prehĺbením finančných trhov.

(zhruba) do tretieho štvrt'roku 2000 nad eurozónou značnú prevahu, čo, prirodzene, ovplyvňovalo vzťah eura a dolára. R. Dornbusch dospel v máji 2000 dokonca k záveru, že pohyby eura sú založené na absolútnom a relatívnom poklese európskej ekonomiky vo vzťahu k americkej. Jednou z výnimiek z tejto série priaznivých ukazovateľov je stav bežného účtu platobnej bilancie USA, ktorého deficit zaznamenáva od roku 1992 vzostupnú tendenciu a roku 1999 dosiahol viac ako 331 mld USD (-3,6 %),²⁷ pričom podľa prognózy IMF by sa mal roku 2000 zvýšiť na 418,5 mld USD (4,2 % HDP). Rozsah amerického vonkajšieho deficitu sa, prirodzene, môže znížiť, ak sa spomalí rast americkej ekonomiky a ak sa oslabí nadhodnotený kurz dolára.

Prvé náznaky obratu vo vývoji americkej konjunktúry sa objavili koncom roka 2000, čím sa začali potvrdzovať prognózy realistických ekonómov, že ani Spojeným štátom sa nepodarí zázrak a ich ekonomika nebude stále fungovať na úrovni potenciálneho produktu. Éra najdlhšej povojnovej prosperity v USA sa končí a americká ekonomika vstupuje do „rizikovej etapy“ (J. Sachs), v ktorej sú možné dve alternatívy – mäkké pristátie alebo tvrdé pristátie spojené s recesiou.

Špecifickým prípadom je vývoj japonskej ekonomiky, ktorá však na ekonomický a menový vývoj eurozóny má podstatne menší vplyv ako USA. Japonská ekonomika, ktorá až do roku 1990 rástla doslova zázračným tempom, nemôže sa v 90. rokoch dostať zo stagnácie. Priemerné tempo rastu HDP v rokoch 1991–2000 predstavovalo iba 1,29 %, v roku 1998 sa HDP dokonca absolútne znížil (-2,5 %), v ďalšom roku stagnoval (+0,2 %) a ani rok 2000 nevykazuje známky obratu. Japonsko čaká na koniec recesie, ktorá je spojená s defláciou. Niektoré analýzy poukazujú na to, že japonská ekonomika sa teraz nachádza v keynesovskej *pasci likvidity*, z ktorej sa dá ťažko dostať pomocou tradičných hospodárskopolitických nástrojov.

3. Budúcnosť eura

Euro, ktoré sa stalo spoločnou menou eurozóny, začalo oficiálne fungovať 1. januára 1999, pravda, zatiaľ iba v bezhotovostnej podobe.²⁸ Tak stúpenci, ako aj odporcovia eura si kladú rôzne otázky: Aká je budúcnosť eura? Čo euro prinesie

²⁷ Na tomto deficite sa „podpísal“ predovšetkým nadhodnotený kurz dolára. Na porovnanie uvádzame, že eurozóna a Japonsko dosiahli roku 1999 prebytok bežného účtu 39,9; resp. 106,8 mld USD, ktorý sa má roku 2000 zvýšiť na 55,6; resp. 121,2 mld USD.

²⁸ Euro, ktoré sa oficiálne vedie pod trojmiestnym kódom EUR, začne obiehať vo fyzickej podobe bankoviek a mincí až 1. januára 2002. Východiskový kurz eura bol stanovený na úrovni 1 EUR = 1,1667521 USD. K 1. januáru 1999 boli zároveň stanovené fixné prepočítavacie koeficienty medzi národnými menami členov eurozóny a eurom, napríklad: 1EUR = 1,95583 DEM; 6,55957 FRF; 1936,27 ITL; 2,20371 HLZ; 0,787564 IRL; 13,7603 ATS. Prepočítavacie koeficienty boli zafixované (bez nuly pred desatinnou čiarkou) na šesť číslic.

eurozóne, Európskej únii, celej Európe a medzinárodnému menovému systému? Ako sa bude vyvíjať kurz eura? Ohrozí euro postavenie dolára, alebo je odsúdené na dlhodobé živorenie v jeho tieni?

Najskôr si všimneme postavenie eura ako svetovej (medzinárodnej) meny. Pri vzniku Európskej menovej únie nesporne prevládal názor, že euro bude čoraz viac ovplyvňovať nielen ekonomiku členov eurozóny, ale aj niektoré ďalšie regióny svetového hospodárstva. Väčšinou sa však rátalo s tým, že vplyv eura spočiatku nebude taký silný ako vplyv dolára a prejaví sa predovšetkým v krajinách, s ktorými má EÚ tesnejšie ekonomické vzťahy. Okrem Nórska, Švajčiarska, krajín strednej a východnej Európy sa vplyv eura mal silnejšie prejavíť napríklad v štátoch ležiacich na pobreží Stredozemného mora, v mnohých afrických krajinách, v Islande, vo Francúzskej Guayane, prípadne v niektorých ďalších krajinách. Ak by do eurozóny vstúpilo Spojené kráľovstvo, vplyv eura by zrejme zosilnel aj vo viacerých členských štátoch Spoločenstva, s ktorými má Spojené kráľovstvo tradične rozsiahle ekonomické a finančné vzťahy. Nové možnosti pre euro by sa mohli otvoriť aj pri rozvoji ekonomických vzťahov s Ruskom, s Ukrajinou, prípadne s ďalšími členmi Spoločenstva nezávislých štátov. Autori zaujímavého štúdie o úlohe eura napríklad uvádzajú, že euro sa používa ako menová kotva vo viac ako 50 krajinách, väčšinou v Európe a v Afrike [3].

Súčasný medzinárodný menový systém je síce stále založený na dominantnom postavení amerického dolára, funkcie svetovej (medzinárodnej) meny však môžu v určitom rozsahu plniť aj ďalšie národné, resp. nadnárodné meny. Najvýznamnejšou medzinárodnou menou od polovice 19. storočia do štyridsiatych rokov 20. storočia bola anglická libra, pomocou ktorej sa v rokoch 1860–1914 realizovalo 60 % a v rokoch 1920–1940 zhruba 50 % svetového obchodu. Americký dolár sa začal presadzovať popri libre ako medzinárodná transakčná mena až medzi dvoma svetovými vojnami a po roku 1945 sa stal hlavnou svetovou rezervnou menou.²⁹

V 50. a 60. rokoch sa postavenie dolára postupne oslabovalo (deficity platobnej bilancie USA, vznik eurodolárového, resp. euromenového trhu). Dolár však zostal hlavnou medzinárodnou transakčnou a rezervnou menou aj v kingstonskom menovom systéme, ktorý roku 1976 nahradil skrachovaný bretonwoodsky systém. Jeho úloha sa však čiastočne znížila na úkor rastúceho používania niektorých národných mien (napr. JPY, z európskych mien iba DEM) a nadnárodných menových jednotiek (hlavne SDR). Zatiaľ čo až do polovice 60. rokov sa pomocou USD realizovalo zhruba 70 % svetového obchodu (čo, prirodzene,

²⁹ Na základe bretonwoodských dohôd (1944) bol vytvorený nový medzinárodný menový systém založený na fixných menových kurzoch a na obmedzenej priamej vonkajšej vymeniteľnosti dolára za zlato. Výsadné postavenie dolára v bretonwoodskom menovom systéme sa spočiatku opieralo o obrovské zlaté rezervy USA a o monopolné postavenie USA vo svetovom obchode.

odzrkadľovalo špecifické poveljovné podmienky), na prelome 80. a 90. rokov podiel USD klesol na 55 % a v roku 1995 sa prostredníctvom USD uskutočnilo asi 48 % svetového obchodu.³⁰ Podiel európskych mien predstavoval vtedy 31 % (z čoho najviac – takmer 20 % – pripadalo na DEM), podiel JPY bol 6 % a v iných menách sa realizovalo 16 % svetového obchodu.

Pokiaľ ide o euro, jeho globálna úloha závisí od viacerých faktorov,³¹ z ktorých treba spomenúť najmä veľkosť a výkonnosť ekonomiky, rozsah vnútorného trhu, podiel zahraničného obchodu na HDP, podiel danej ekonomiky na globálnom (svetovom) obchode, preferencie exportérov a importérov pokiaľ ide o používanie danej meny ako jednotky zúčtovania, vnútorná a vonkajšia rovnováha, existencia rozsiahleho konkurenčného finančného trhu, na ktorom sa aktívne obchoduje s aktívami denominovanými v danej mene (odstránenie devízových kontrol, likvidita a liberalizácia kapitálových trhov), vonkajšia pozícia (konkurenčná schopnosť) danej ekonomiky a jej schopnosť odolávať vonkajším šokom, kvalita cezhraničného platobného systému, celková ekonomická a politická stabilita danej menovej oblasti, ktorá potom vytvára „bezpečný prístav“ pre danú menu. Vplyv uvedených faktorov na globálnu úlohu danej meny (v našom prípade eura) nemožno zistiť ich jednoduchou mechanickou sumarizáciou. Ťažko tiež izolovať relatívny význam jednotlivých faktorov, pretože kľúčovú úlohu má práve ich kombinácia. Príkladom môže byť napríklad jen, ktorý sa pomerne málo používa ako medzinárodná mena napriek objemu japonského zahraničného obchodu a jeho podielu na svetovom obchode i napriek vcelku stabilnému kurzu jenu [3]. V prvých dvoch častiach sme síce uviedli viaceré údaje, ktoré naznačujú, že euro má dobrú štartovaciu pozíciu,³² zatiaľ by však stále ešte bolo predčasné hodnotiť, či sa euro skutočne stane kľúčovou medzinárodnou menou a vážnym konkurentom dolára. Viacerí experti sa zhodujú v tom, že menová únia vytvorí priaznivé predpoklady na posilnenie eura. V tomto smere bude napríklad pôsobiť fakt, že menová únia uľahčuje integráciu európskych finančných trhov a posilňuje ich sekuritizáciu. Rozvoj veľkého európskeho trhu s domácimi finančnými pohľadávkami zasa podporí používanie eura pri medzinárodnom úverovaní a pohybe kapitálu. Krajiny eurozóny začali už emitovať nový vládny dlh v eure a musia do eura denominovať aj existujúce vládne dlhy, ktoré predtým boli v národných menách.

³⁰ Pravda, ceny kľúčových komodít (najmä ropy) sa stále určujú v dolároch, čo napokon v minulom roku, keď rástol kurz dolára, silne pocítila aj slovenská ekonomika.

³¹ Tieto faktory, ktoré spolu s ďalšími (tempo rastu HDP, úroveň produktivity, miera nezamestnanosti, tempo inflácie, jednotkové náklady práce a pod.) určujú aj menový kurz, sa označujú ako *fundamentálne* (fundamentals).

³² V niektorých ukazovateľoch euro (EMÚ) dokonca predstihuje dolár (USA), v iných (napr. pokiaľ ide o trh s domácimi cennými papiermi) zasa euro zaostáva.

Medzinárodná úloha eura bude závisieť od toho, ako bude plniť funkciu transakčnej meny (t. j. pri medzinárodných obchodných a devízových operáciách), ako bude slúžiť ako mena na portfóliové investície (na trhoch medzinárodných obligácií i v súkromnom sektore), ako sa bude podieľať na svetových oficiálnych menových rezervách a ako bude ovplyvňovať menové kurzy. Pravda, viaceré štatistické údaje, ktoré by umožnili hodnotiť súčasné postavenie eura, nie sú k dispozícii, prípadne nie sú vždy úplne spoľahlivé. Vývojové tendencie do roku 1999 možno iba čiastočne hodnotiť na základe národných mien členov Európskej únie a novšie údaje (rok 1999, nehovoriac už o roku 2000) sú veľmi neúplné. Ukazuje sa však, že euro má napríklad priaznivé vyhliadky pri realizácii portfóliových investícií (najmä medzinárodných obligácií) a predpokladá sa, že rastúci počet centrálnych bánk zvýši podiel eura na svojich oficiálnych rezervách.³³ Podľa odhadov nemeckej Bundesbank-y sa roku 2010 bude euro podieľať na medzinárodných obchodných transakciách zhruba 35 %, na svetových menových rezervách 25–30 %, na medzinárodných investíciách 30–40 % a na medzinárodnom financovaní 30–35 %.

Skutočná sila a stabilita Európskej menovej únie sa preverí až v budúcnosti, keď sa eurozóna stretne s asymetrickými a so symetrickými šokmi. Jedným z takýchto šokov nepochybne bude pristúpenie krajín strednej a východnej Európy, ktoré sa podľa najväčších optimistov očakáva po roku 2002, realistickejšie odhady však hovoria o neskoršom termíne. Ďalšou previerkou Európskej menovej únie, ktorá je aktuálna už v tomto roku, je šok spojený s „ochladzovaním“ ekonomiky USA, pri ktorom nemožno zatiaľ vylúčiť ani recesiu, alebo ako sa v USA často hovorí, „tvrdé pristátie“.

Budúcnosť eura je nerozlučne spojená s vývojom jeho *kurzu*. Pri vzniku Európskej menovej únie väčšina menových expertov a európskych politikov predpovedala, že euro sa bude na základe pôsobenia fundamentálnych ekonomických faktorov zhodnocovať. Realita však bola iná a skutočný vývoj kurzu eura nesplnil tieto optimistické očakávania.

Tendencia k oslabovaniu eura sa objavila už v prvých mesiacoch jeho reálnej existencie. Pripomeňme si najskôr, že východisková pozícia eura (1. 1. 1999) bola 1,1667521 USD/EUR. V prvý deň obchodovania (4. 1. 1999) zaznamenalo euro dokonca svoju rekordnú úroveň, t. j. 1,1827 USD/EUR. Za celý január tento kurz predstavoval 1,161 USD/EUR, 1. februára však klesol na 1,1304 a 1. marca 1999 sa dostal pod hranicu 1,1 (1,0893 USD/EUR). V roku 2000 potom euro kleslo na ďalšie historické minimum. Čo sa stalo s eurom?

³³ Euro sa pravdepodobne stane dôležitejšou rezervnou menou v Ázii a v Latinskej Amerike, pretože krajiny v týchto regiónoch prehodnocujú svoje rezervné pozície vo svetle nových diverzifikačných možností ponúkaných eurom. Hongkongský vrcholný monetárny orgán napríklad nedávno oznámil svoje rozhodnutie zvýšiť podiel eura na svojom oficiálnom rezervnom portfóliu z 10 % na 15 %. Pozri [3].

Predovšetkým treba uviesť, že pohyby menového kurzu³⁴ odzrkadľujú vplyv mnohých faktorov, a preto je ťažké presnejšie určiť, ktorý špecifický faktor, udalosť alebo vývojová tendencia vyvolali zmenu v hodnote danej meny. Menové kurzy reagujú na rozličné cyklické faktory, na monetárnu politiku, rozdiely v raste produktivity, výmenné relácie a sú kľúčovou zložkou nevyhnutného procesu korigovania vonkajšej nerovnováhy. Pritom sa však značne odlišujú názory, do akej miery devízové trhy odrážajú fundamentálne determinanty, ako plnia funkciu rovnovážnej (resp. vyrovnávajúcej) sily a či, resp. v akom rozsahu treba zasahovať do devízových trhov a menových kurzov [3]. Posledný problém je závažný najmä vo vzťahu k volatilitě menových kurzov.

Vráťme sa však k pohybu kurzu eura. Väčšina expertov poukazuje predovšetkým na výrazné oslabovanie eura, ktoré sa začalo čoskoro po jeho vzniku. Do konca roku 1999 euro stratilo proti USD viac ako 13 %, pričom tento proces pokračoval (dokonca zrýchleným tempom) až do začiatku decembra 2000. Od vyhlásenia dolárového kurzu eura (1. 1. 1999) do októbra 2000 (0,855 USD/EUR) stratilo teda euro proti doláru neuveriteľných takmer 27 %. Postačujú nám tieto údaje na spoľahlivé hodnotenie postavenia eura? Niektorí experti na základe podobných analýz vyslovili veľmi pesimistické závery o perspektívach eura, ktoré vraj nemá šancu stať sa dôstojným konkurentom dolára.³⁵ Nazdávame sa, že takéto prognózy sú zjednodušené.

Komplexnejšie hodnotenie by predovšetkým malo vysvetliť veľmi prudký pokles dolárového kurzu eura hneď v prvých mesiacoch existencie EMÚ. Už k 1. februáru 1999 totiž euro zoslablo v porovnaní s kurzom k 4. 1. 1999 o 4,4 % a k 1. 3. 1999 takmer o 8 %. V tom čase sa však ešte na strane USA neprejavovalo ani zďaleka tak silne pôsobenie faktorov posilňujúcich dolár proti euru. (Americký ekonomický „zázrak“ sa plne prejavil až v roku 2000.) Vysvetlenie je skôr v tom, že dolárový kurz eura bol pri svojom konštituovaní nadhodnotený a pred eurom ešte len stála (a napokon aj teraz stále stojí) úloha nájsť svoju rovnovážnu (resp. rovnováhu sa približujúcu) úroveň.³⁶ Stanovenie počiatkovej úrovne eura vychádzalo síce z úrovne kurzov mien členských štátov eurozóny k 31. 12. 1998 a opieralo sa o mnohé výpočty a seriózne hodnotenia, predsa len však išlo o *novú menu*, ktorá svoj rovnovážny kurz musí ešte len hľadať, a na to je potrebný určitý čas. Keďže kurz eura je pružný, nová mena sa postupne

³⁴ Máme tu na mysli kurzy, ktoré sú pružné. Pravda, z histórie vieme, že aj fixné kurzy napokon musia odzrkadľovať fundamentálne faktory. Príkladom je aj vývoj kurzu dolára na začiatku 70. rokov.

³⁵ V niektorých analýzach sa však poukazovalo na skutočnosť, že oslabenie eura zároveň posilňuje konkurenčnú schopnosť eurozóny. K takému záveru dospeli napríklad niektorí rakúski ekonómovia [7].

³⁶ V eurozóne sa dokonca uvažovalo o ešte nereálnejšej úrovni 1,30 USD/EUR, ktorá bola oveľa vyššia ako predchádzajúce maximá.

adaptuje na nové prostredie dané menovou úniou a meniacimi sa ekonomickými podmienkami svetového hospodárstva (vrcholiaca prosperita ekonomiky USA, výkyvy cien ropy a pod.), čo je sprevádzané korekciami kurzu eura.

Tabuľka 8

Vývoj kurzu eura v rokoch 1995–2000 (priemer za obdobie; jednotky národnej meny pripadajúcej na ECU, resp. EUR; index 1999 1. Q = 100 (efektívny kurz))

	Efektívny kurz eura ¹				Bilaterálny kurz ECU alebo EUR ²	
	úzka skupina ³		široká skupina ⁴		USD	JPY
	nominálny CPI	reálny CPI	nominálny CPI	reálny CPI		
1995	–	–	–	–	1.320	124.3
1996	107.9	108.8	95.4	105.9	1.270	138.1
1997	99.1	99.4	90.4	96.6	1.134	137.1
1998	101.5	101.3	96.6	99.1	1.121	146.4
1999	95.7	95.7	96.6	95.8	1.066	121.3
1. Q	100.0	100.0	100.0	100.0	1.122	130.7
2. Q	96.1	96.0	96.5	96.0	1.057	127.7
3. Q	94.6	94.7	95.5	94.6	1.049	118.7
4. Q	92.2	92.2	94.2	92.6	1.038	108.4
2000						
1. Q	89.0	89.6	91.1	89.5	0.986	105.5
2. Q	86.0	86.6	88.4	86.6	0.933	99.6
3. Q	84.7	85.7	87.3	85.2	0.905	97.4
1999						
Január	102.0	101.8	101.4	101.4	1.161	131.3
December	90.1	90.4	92.2	90.7	1.011	130.8
2000						
Január	90.2	90.8	92.4	90.8	1.014	106.5
Október	81.6	82.6	84.4	82.0	0.855	92.7

¹ Výpočty ECB založené na vážených priemerných bilaterálnych kurzoch eura.

² Do decembra 1998 kurzy ECU; od januára 1999 kurzy EUR.

³ Úzka skupina zahŕňa 13 vyspelých krajín (okrem iných USA, Spojené kráľovstvo, Švajčiarsko, Japonsko, Švédsko, Dánsko).

⁴ Široká skupina zahŕňa ďalších 26 krajín vrátane SR, ČR, Ruska, Číny a Poľska.

Prameň: [3]; ECB Monthly Bulletin [5].

Pohľad na vývoj kurzu eura (do roku 1999 ECU) svedčí o tom, že dolárový kurz (vyjadrený ročnými priermi) dosiahol svoje maximum v rokoch 1995 a 1997, potom nasledoval pokles. Porovnanie východiskového kurzu eura (1. 1. 1999 – 1,166 USD/EUR a 1. 4. 1999 – 1,18 USD/EUR) naznačuje, že euro vstúpilo medzi ostatné meny značne nadhodnotené, čo čiastočne vysvetľuje jeho rýchly pokles pod hranicu 1,1 USD/EUR. Tendencia k poklesu eura sa prejavovala počas celého roka 1999 i v roku 2000.³⁷ Vo februári 2000 sa euro dostalo pod hranicu 1 USD/EUR. K obratu došlo až koncom novembra 2000, keď koncom októbra sa euro prepadlo až tesne nad hranicu 0,82 USD/EUR. Signálom k obratu boli

³⁷ Pokles sa roku 1999 zastavil v auguste a októbri a roku 2000 v januári a júni. Zostupný trend sa nezmenil ani po intervencii ECB.

štatistické údaje o raste HDP USA za tretí štvrt'rok 2000, ktoré svedčili o výraznom spomalení rastu americkej ekonomiky až na úroveň eurozóny. Odvtedy sú svetové devízové trhy svedkami postupného naprávania pokrivených kurzových relácií, pravda, táto „náprava“ vôbec nie je priamočiara.

Menoví experti sa väčšinou zhodujú v tom, že vývoj kurzu eura v rokoch 1999–2000 sa nedá vysvetliť ani tak slabou európskou ekonomikou ako skôr „zázračnými“ výsledkami americkej ekonomiky, ktoré vyvrcholili počas októbra 2000. Americká ekonomika dlho rástla rýchlejším tempom ako európska, pričom zahraničný kapitál priťahovali do USA aj úrokové sadzby, ktoré boli vyššie ako tie, čo ponúkala ECB. To všetko podnecovalo investorov, aby – zjednodušene povedané – nekupovali euro, ale dolár.³⁸

Na presnejšie a komplexnejšie meranie kurzu eura používa ECB aj indikátory efektívneho menového kurzu. Ide o tzv. nominálny efektívny kurz a niekoľko reálnych efektívnych kurzov eura. „Nominálny efektívny kurz (EER) je súhrnným meradlom vonkajšej hodnoty meny *vis à vis* meny najdôležitejších obchodných partnerov, zatiaľ čo reálny EER – ktorý získame deflovaním nominálneho kurzu príslušnými cenovými alebo nákladovými ukazovateľmi – je najbežnejšie používaný ukazovateľ medzinárodnej cenovej a nákladovej konkurenčnej schopnosti“ [5]. Tieto ukazovatele sú skonštruované pre úzku (13 krajín) a širokú (39 krajín) skupinu.

Pokles kurzu eura, ktorý na druhej strane prispieval k zhoršovaniu bežného účtu platobnej bilancie USA, bol sprevádzaný neúnosnou volatilitou eura, ktorá vyvolala rozsiahlu, stále trvajúcu diskusiu o intervenciách na devízových trhoch. Niektorí ekonómovia a politici sa vyslovovali za intervencie na podporu eura, iní zasa potrebu takýchto intervencií odmietali. Táto diskusia zatiaľ prebieha ďalej a ani prax nie je jednoznačná [2].

Pre mnohých bola prekvapením nečakaná spoločná intervencia centrálnych bánk USA, Japonska a Eurosystemu, uskutočnená v septembri 2000, ktorá však nemala trvalejšie účinky. Intervencie ECB sa neskôr opakovali, ale bez viditeľnejších želaných účinkov.³⁹ Argumentovalo sa tým, že príliš slabé euro je hrozbou pre celý svet. Pravda, zásahy do finančných trhov a menových kurzov neuskutočňuje iba ECB, ale aj FRS. Začiatkom januára 2000 prekvapil finančné trhy A. Greenspan a pričiniť sa (v snahe odvrátiť recesiu) o zníženie úrokových sadzieb.

³⁸ Zahraničných investorov priťahovali aj iné momenty – vysoká kredibilita FRS (Federal Reserve System), neuveriteľná autorita jej šéfa A. Greenspana, ako aj Komisie pre cenné papiere a burzy, ktorá má rozhodujúci vplyv na americké finančné trhy.

³⁹ Eurosystem disponuje zahraničnými menovými rezervami v rozsahu viac ako 250 mld EUR, z čoho 50 mld EUR je v ECB a zvyšok v národných centrálnych bankách členov EMÚ. Ministri financií pritom v máji 2000 rozhodli, že ECB – ak to bude potrebné – môže požadovať viac rezerv.

Pri úvahách o kurze eura, o jeho súčasnej hodnote a o skutočnej miere znehodnotenia treba brať do úvahy časový rámec, v ktorom kurz, resp. hodnotu eura hodnotíme. Z dlhodobejšieho hľadiska nominálny efektívny kurz eura totiž dosiahol roku 2000 úroveň, ktorá je blízko svojej priemernej úrovne počas minulých piatich rokov. „Preto, ak sa pozeráme z dlhodobejšieho hľadiska, pohyby eura v minulých rokoch sa zdajú menej dramatické, ako by naznačovali bilaterálne zmeny *vis à vis* doláru“ (pozri [3]).

Iným vážnym problémom je volatilita menového kurzu. V tejto súvislosti si R. A. Mundell položil vo svojej nobelovskej prednáške otázku „V akom rozsahu je flexibilita (t. j. kurzová flexibilita – J. I.) prospešná?“ [14]. Mundell vychádza z toho, že volatilita menových kurzov môže byť zdrojom ekonomickej nestability, pričom osobitne negatívne sa prejavuje v krajinách, ktoré dosiahli stabilitu cenovej hladiny. Nadmerná volatilita menových kurzov môže vyvolať napríklad poruchy na finančných trhoch, prispieť k vzniku menových a finančných kríz a k deformácii odvetvových štruktúr.

Po roku 1971 sa stúpajúce a klesajúce pohyby dolárového kurzu marky⁴⁰ podstatne prehĺbili a dosahovali viac ako 100 %. Pre existenciu menovej únie by bolo zrejme veľmi nebezpečné, ak by v podobnom rozsahu kolísal aj dolárový kurz eura.⁴¹ Značnú volatilitu však vykazuje aj výmenný pomer medzi dolárom a jenom. Roku 1985 predstavoval napríklad jeden dolár 250 jenov, roku 1995 iba 79 jenov a potom išiel dolár znova hore (roku 1998 to bolo 146 jenov).

Euro podobné výkyvy menových kurzov síce odstránilo, ale iba v eurozóne, ktorá je z tohto hľadiska skutočnou oázou stability. Euro teda svojím spôsobom podstatne zjednodušilo menový svet, v ktorom teraz dominujú tri pevné kotvy – dolár, euro a jen.⁴² Mundell uvažuje o tom, že v 21. storočí sa možno objaví nový medzinárodný menový systém, pričom nevyklučuje určitú podobu menovej únie uvedených troch oblastí.

Došlo 19. 12. 2000

Literatúra

- [1] BRŮŽEK, A.: Postup a výsledky realizace Evropské měnové unie a společné měny EURO – první rok existence. *Acta oeconomica pragensia*, 8, 2000, č. 7.
 [2] CES ifo Forum, 1, leto 2000, č. 2.
 [3] COPPEL, J. – DURAND, M. – VISCO, I.: EMU, the Euro and the European Policy Mix. [OECD, Economics Department Working Papers, No. 232.] ECO/WKP 2000.

⁴⁰ Mundell označuje euro ako „ducha marky“.

⁴¹ Také kolísanie by ohrozovalo, prirodzene, aj USA i celú svetovú ekonomiku.

⁴² „Výmenné pomery medzi týmito troma ostrovmi stability sa stanú najdôležitejšími cenami vo svetovej ekonomike.“ Pozri Mundell, R. A. [14]. Pravda, k stabilite majú tieto „ostrovy“ ešte ďaleko.

- [4] Dopad Európskej menovej únie na perspektívu európskeho menového a finančného systému. Bratislava, [Expertízne štúdie, č. 12.] Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, november 1998.
- [5] ECB Monthly Bulletin, 2000, január, apríl, október, november.
- [6] DULSKÁ, V.: Británie dobre ví, proč ještě není v EMU. Ekonom, 2000, č. 43.
- [7] GUGER, A.: Verbesserung der relativen Lohnstückkostenposition durch Euro-Kursrückgang. Monatsberichte, WIFO, 2000, č. 9.
- [8] IŠA, J. a kol.: Aktuálne problémy Európskej menovej únie a jej predpokladané účinky na ekonomiku SR. [Expertízne štúdie č. 21.] Bratislava, Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, máj 1999.
- [9] JANÁČKOVÁ, S.: Chiméra autonómnej menovej politiky v malých otvorených ekonomikách. Politická ekonomie, 48, 2000, č. 6.
- [10] KOMÍNKOVÁ, Z.: Jednotná menová politika Eurosystému. In: Aktuálne problémy Európskej menovej únie a jej predpokladané účinky na ekonomiku SR. Bratislava, Národná banka Slovenska, Inštitút menových a finančných štúdií, máj 1999.
- [11] Maastrichtská smlouva (Pracovní překlad). Praha, Ústav mezinárodních vztahů 1992.
- [12] MUCHOVÁ, E.: Európska menová únia. Teoretické predpoklady a praktické skúsenosti. Bratislava, Ekonom 1999.
- [13] MUNDELL, R. A.: Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 60, september 1961, č. 4.
- [14] MUNDELL, R. A.: A Reconsideration of the Twentieth Century. The American Economic Review, 90, jún 2000, č. 3.
- [15] SCARPETTA, S. – BASSANINI, A. – PILAT, D. – SCHREYER, P.: Economic Growth in the OECD Area: Recent Trends at the Aggregate and Sectoral Level. [Economic Department Working Papers, č. 248.] ECO/WKP, 2000.
- [16] The Two Pillars of the ECB's Monetary Policy Strategy. In: ECB Monthly Bulletin, november 2000.
- [17] THYGESEN, N.: Pro: The ECB Should Intervene to Support the Euro. POSEN, A.: Contra: There's No Point in Intervention to Support the Euro. CES ifo Forum, 1, jeseň 2000, č. 3.
- [18] VANTHOR, W. F. V.: European Monetary Union Since 1848. A Political and Historical Analysis. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar 1996.
- [19] World Economic Outlook. International Monetary Fund, október 2000.

EUROPEAN MONETARY UNION AT THE THRESHOLD OF THE NEW CENTURY

Jan IŠA

In spite of some differences of the followers of various approaches towards monetary integration and in spite of the objection of Euro – sceptics, European Monetary Union entered on the 1st January 1999 its third stage and begun its real functioning. The start of the third stage of EMU was characterised by an irrevocable fixing of exchange rates of EMU members, introduction of EUR for noncash payments and single monetary policy implemented by ECB. Primary objective of the single monetary policy of ECB is to maintain price stability in the euro area. To achieve this objective ECB worked out special strategy of monetary policy, which leans on two pillars.

Effective functioning of monetary union assumes the observation of both macro-economic („Maastricht“), as well as micro-economic criteria analysed by the theory of optimum monetary area. Fulfilment of fiscal criteria represent a certain problem because fiscal policy remained under the authority of national governments of member countries. The paper analyses the process of fiscal consolidation, which was accelerated along with the approach of the monetary union start. Favourable tendencies in economic and financial development manifested themselves also in those member countries of the EU that did not join EMU on 1st January. Favourable economic development of Greece actually enabled its accession to EMU. Relatively strong opposition against the introduction of EUR occurs however in Denmark and in Great Britain and therefore the paper deals with the arguments of the British opponents of EUR too.

Prospects of EMU depend above all on the long-term achievements of the new quality of euro area in competition with the USA and Japan. Main characteristic feature of euro area is the fact that originally small and medium size independent European economies integrated themselves into the qualitatively new economy (megaeconomy) with an extensive internal market. The paper presents data on the economic power of the euro area compared to that of the USA and Japan. At issue are mainly general economic performance, real GDP growth rate, the sectoral breakdown of GDP, the role in the world trade, the degree of economy openness, the extension and structure of the government sector (especially government budget), labour market and unemployment.

The comparison of financial structure of euro area, USA and Japan leads to some very interesting conclusions. Unlike the USA, where financial structure shows many attributes of securitised structure, financial structure of euro area can be considered as being close to a bank oriented (e. g. based predominantly on an indirect financing) structure.

The start of EUR has been accompanied so far by altogether favourable economic development of the euro area, which at first manifested itself in the area of monetary circulation and in the price stability and in the year 2000 also in the dynamics of the real GDP. As for the economic development of the euro area in relation to the USA, certain time lag takes place. USA had up to the third – quarter of 2000 a significant prevalence over the euro area in all indicators (with the exception of current account), which are denoted as fundamentals. That influenced EUR exchange rate against USD. The first signs of trend reversal of the American cyclical development appeared towards the year 2000 and there are discussions in the USA, whether their economy will experience soft or hard landing.

The last part of the paper discusses current and future position and development of EUR. At the start of EMU many experts expected that EUR will more and more influence not only the economy of euro area members, but also some further regions of the world economy. One expected, however, that at first the EUR influence won't be so strong as the USD influence. Global role of EUR depends on various factors – especially on the

size and performance of economy, the extent of internal market, the share of its foreign trade in world trade, currency use preferences of exporters and importers, internal and external balance, existence of competing financial market, ability of the relevant economy to withstand external shocks and overall economic and political stability of the relevant monetary area.

The real power and stability of EMU will be tested in future, when euro area will face asymmetric and symmetric shocks (for instance accompanying the EU enlargement).

As for the development of the EUR exchange rate experts point out above all at its significant weakening that occurred soon after its start. The author means, that the USD/EUR exchange rate was overestimated at first and EUR (and still continues to face) the problem of finding its equilibrium level. To find an equilibrium exchange rate for the new currency one needs a certain time. Considering the EUR exchange rate development one should take into account the time period, in which the exchange rate is evaluated. From the long-term point of view nominal effective exchange rate of EUR in the year 2000 approaches the figures near to its average value throughout recent five years.

EUR in a way simplified the monetary world, where nowadays three solid anchors dominate – USD, EUR and Yen. Their exchange rates will be the most important prices in the world economy (R. A. Mundell).