

EVROPSKÁ MĚNOVÁ INTEGRACE A POSTAVENÍ JEJÍHO BÝVALÉHO HEGEMONA

Mojmír Hampl, Česká národní banka, Praha*

1. Úvod

Barry Eichengreen (2008) přesně a velmi přesvědčivě ukázal, že projekt evropské měnové integrace a jednotné měny euro ve stávající podobě tzv. hospodářské a měnové unie (EMU) nemá historický precedent. Měnová unie jako „měna bez státu“, v níž skupina fiskálně suverénních zemí sdílí jednu měnu a jednu centrální banku emitující neplnohodnotné papírové peníze a zároveň postrádá zjevného měnového hegemonu, je skutečně historicky unikátní. Takovýto projekt není jen jinou verzí zlatého standardu, jak se domnívá například Balczerowicz (2010), ale uspořádáním v mnoha ohledech odlišným.¹ Cílem tohoto příspěvku bude ukázat, že jakkoli je uspořádání eurozóny novátorské, tak ani takovýto novotvar nemohl a ani do budoucna nebude moci nakonec unikat ekonomické realitě a ekonomickým zákonům či zákonitostem, jakkoli si to možná jeho konstruktéři přáli či dokonce zamýšleli. To je – v historii nikoli poprvé ani naposledy – špatná zpráva pro představitele politiky, ale dobrá pro ekonomy. Zvláštní pozornost bude pak v této stati věnována Německu, jehož role v příběhu eura byla a nadále bude pozoruhodná a zaznamenáníhodná.

Stat' je členěna tak, že ve druhé části popisuje obecné znaky měnového hegemonu a zasazuje Německo a EMU do kontextu tohoto popisu. Část třetí se věnuje tématu

* Názory v této stati jsou názory autora a nevyjadřují nutně pozice ostatních členů bankovní rady České národní banky (nicméně mohou). Autor děkuje za připomínky Danielu Kozlovi, Jarku Hurníkovi, Richardu Ďuranovi, anonymním recenzentům a účastníkům pražské Výroční konference Montpelerinské společnosti v roce 2012. Za výzkumnou asistenci děkuji Michalu Skořepovi.

1 Nejde jen o zjevný fakt, že v plnohodnotném zlatém standardu na rozdíl od EMU chybí institut jediné a vylučné centrální měnové autority, která by kupříkladu mohla arbitrárně manipulovat s nabídkou kovu, na něž jsou pak jednotlivé měny třeba i řady fiskálních suverénů „navěšeny“. Fakt „exogenity“ kovu, který slouží jako „numeraire“, oproti možné endogenitě nabídky nehotových peněz či nemožnost snadného exitu jsou jen *jedněmi* z podstatných rozdílů, jak ukazují právě Eichengreen (2008, s. 2–5) či Schlichter (2011, s. 228–229).

pravidel v rámci EMU a jejich postupné proměny v neprospěch hegemona, který se postupem času změnil v hegemonu bývalého. Dále se věnuje otázce, čím se bývalý hegemon tuto ztrátu snaží kompenzovat a zda je a může být toto jeho snažení z hlediska institucionálního uspořádání EMU úspěšné. Třetí část pokračuje úvahou o konvergenci obecně a v rámci EMU zvláště a důsledkům nesladěnosti a nedostatku přizpůsobovacích mechanismů pro funkčnost měnové unie. Zároveň porovnává dosažené výsledky integračního projektu s jejich deklarovanými cíli optikou jak bývalého hegemona, tak i dalších zemí, které se s ním do projektu měnové unie vstupovaly. Část čtvrtá pak shrnuje.

2. Hegemon v zóně jedné měny

Zejména jedno z konstatování v úvodu jistě může okamžitě vyvolat vášnivou a důležitou polemiku. Evropská měnová integrace svého hegemona přece měla a má, a to v Německu, dalo by se jistě říci. Takové tvrzení by ale bylo i před vypuknutím aktuální finanční a fiskální krize v eurozóně (2008–2010) přehnané. Po jejím vypuknutí je pak již zcela neadekvátní. Jak implicitně či explicitně ukazují mnozí autoři,² Německo mělo v projektu měnové integrace zcela výsadní postavení. Bez Německa totiž projekt měnové integrace v evropských podmínkách nebyl a stále není logický a smysluplný. Byl by myslitelný a asi i proveditelný bez jakékoli jiné země, ovšem právě s výjimkou Německa. Ale to neznamená, že Německo bylo a je skutečným hegemonom eurozóny a měny euro. Hegemon by měl mít sílu určit úvodní nastavení podmínek fungování měnové zóny a mít i přirozenou sílu tyto podmínky kdykoli libovolně upravit, tedy i) *definovat a vnutit rámeček pro provádění politiky*. Navíc by měl mít ale i autoritu činit ii) *operativní rozhodnutí v tomto rámci* dle svého uvážení. Hegemon je hegemonom pokud určuje a ostatní povinně následují, nechtějí-li utrpět újmu.³

Ani jedno z toho však v rámci eurozóny nefunguje a už to ji podstatně odlišuje od dob před jejím vznikem, kdy tehdejší německá marka a její strážce, tedy Bundesbank, roli měnového hegemona skutečně plnily. Ať už pro své „blízké okolí“ sestávající z menších ekonomik (např. Rakousko, Nizozemí, Dánsko), nebo pro jiné větší ekonomiky Evropy fungující v režimu mechanismu směnných kurzů ERM.⁴ Abildgren (2010, s. 7–19) na příkladu Dánska plasticky ukazuje, co pro hospodářskou politiku země a zejména pak politiku fiskální znamená, když se stát fakticky vzdá vlastního měnového rozhodování a pouze následuje hegemona, který logicky činí autonomní rozhodnutí. Jsou to mnohdy bolestné procesy indukované touto volbou, které jako jediné dokáží zajistit domácí přizpůsobení. Bez přizpůsobení ale není možné, aby země navázaná na hegemona pasivně přijímala jím vytvářené měnové podmínky

2 Viz např. Marsh (2009) či Connolly (1995).

3 Lze dokonce argumentovat, že ryzí hegemon je pouze ten, který má moc občas i nedodržet pravidla a přitom stále jejich respektování vynutit od ostatních.

4 Viz Connolly (1995).

a nevytvářela časem makroekonomicky neudržitelné prostředí a nerovnováhy.⁵ Takto skutečně hegemon funguje. Diktuje.

Jakkoli bylo euro v mnoha veřejných debatách v Německu před jeho zavedením prezentováno jako „německá marka pro celou Evropu“, je jasné, že takto fungovat nemohlo a nemůže. Jednoduše řečeno, vstupem do eurozóny se Německo proměnilo z *hegemonu pouze v jednoho z klíčových hráčů* a to jak při tvorbě pravidel, tak při provádění praktické politiky. Pokud bychom použili nepochybně zjednodušenou paralelu z motorismu, v dobách německé marky ovládalo Německo volant, všechny pedály i řadící páku měnového vozu, zatímco v době eura a zejména v době od propuknutí krize drží pevně už spíše jen brzdu. A to dokonce ne vždy.

Jak ukazují texty některých „otců-zakladatelů“⁶ konceptu společné evropské měny, mnozí stoupcenci německé měnové školy a zároveň měnové integrace skutečně od počátku velmi silně toužili po tom, aby Německo zůstalo hegemonem alespoň v první fázi, v době tvorby základních pravidel budoucí měny,⁷ protože si byli zjevně dobře vědomi toho, že v procesu praktického rozhodování o měnové politice a zejména dalších hospodářských politikách, které tu měnovou ovlivňují a determinují, logicky nebude tak snadné či vůbec možné hegemonii Německa udržet.

Issing shrnuje (2008, s. 234–235), že pro úspěch eura bylo nutnou podmínkou to, aby bylo postaveno a udržováno jako „*depolitizovaná* a tudíž stabilní měna“ s nezávislou centrální bankou, která skutečně požívá statutu nezávislosti stejně tak, jako německá Bundesbanka.

Nicméně je otázkou, zda tato úvaha vůbec kdy mohla být udržitelná. Jak ukázala historie dávná i nedávná, politicky generovaná pravidla jsou velmi často dynamicky nekonzistentní. A to často tím více, čím jsou ekonomicky závažnější. Opravdu silná pravidla jsou jen ta, která naopak v čase zůstávají dynamicky konzistentní.

Pokud *kooperativní* měnová unie vzniká mimo jiné proto, že ti, kteří do ní vstupují spolu s hegemonem, chtějí omezit jeho dosavadní moc, parazitovat na ní, či případně ovlivňovat nejen spolu s ním, ale možná i místo něj důležitá rozhodnutí,⁸ pak se není možné vyhnout tomu, aby i preference takovýchto adeptů ovlivňovaly výsledná rozhodnutí o pravidlech a jejich změnách a i praktickém rozhodování v jejich rámci.

V měnové unii typu eura se zkrátka o mnoha důležitých věcech vyjednává a hlasuje. A *vyjednávání a hlasování má typicky jiné výsledky než diktát*. Pokud kdy existovala představa, že euro může být stejně depolitizovanou měnou, jako bývala marka, pak šlo o omyl. Ve skutečnosti se *muselo* z definice stát měnou politizovanou

5 Z měnového hlediska se tedy může zdát nelogické, že Dánsko si stejně jako Spojené království vyjednalo výjimku z přijetí eura. Zatímco totiž Spojené království uplatňuje autonomní měnovou politiku, Dánsko před eurem, ale i po jeho vzniku disponuje sice vlastní měnou, ale nikoli vlastní měnovou politikou, kterou „outsourcovalo“ nejprve na Bundesbanku, později na ECB. To se může jevit jako suboptimální uspořádání, samozřejmě pokud bychom nebrali v úvahu, že tato smlouva o outsourcingu se dá na rozdíl od plného členství kdykoli vypovědět.

6 Viz Tietmeyer (2008).

7 Zejména mandátu a Statutu budoucí Evropské centrální banky (ECB) a Paktu Stability a růstu.

8 Zejména Marsh (2009)

více. Euro nemohlo být odpolitizovanou německou markou, protože v mnoha důležitých rozhodnutích a aspektech musí být také trochu více politizovaným někdejší francouzským frankem, italskou lirou, či španělskou pesetou, protože jinak by ani nemohlo ve stávajícím uspořádání vzniknout.⁹

Allan Meltzer onehdy konstatoval (Krueger et al., 2009), že nejzásadnější výhodou ECB oproti americkému Federálnímu rezervnímu systému je, že proti sobě nemá žádnou vládu. To je dle něj pojistka, která nejlépe garantuje nezávislost ECB. Dalo by se ovšem též argumentovat zcela obráceně. Ukazuje se, že v klíčových okamžicích ECB má proti sobě spíše až sedmáct vlád všech členských zemí eurozóny, což jí může situaci oproti jiným centrálním bankám paradoxně komplikovat.

3. Pravidla, konvergence, divergence a přizpůsobení

3.1 Posedlost smlouvou a „papírem“

Síla jakéhokoli ekonomického projektu se pochopitelně ukazuje nikoli v dobrých časech, ale až v těch špatných. Jen v nich se odhalí, jak silná byla konstrukce, která jej měla udržet a přenést do dalších lepších časů. Úsilí věnované tvorbě základů jakéhokoli projektu je tak jistě smysluplnou investicí. Jak už bylo řečeno, zejména zástupci německé měnové školy si to dobře uvědomovali.

Kromě definování pravidel omezitelného hospodaření v Paktu stability a růstu, konvergenčních kritérií pro vstup do prostoru společné měny a zakázaného prostoru měnového financování vlád ze strany ECB a nepřipustných příkazů směrem k ní se klíčovou pojistkou a výstrahou proti černému pasažérství měl stát dnešní článek 125 Lisabonské smlouvy, zakazující tzv. bail-out jedné vlády členské země měnové zóny druhou. Kromě přehnaného důrazu na nominální kritéria a naopak pomíjení klíčových kritérií reálné konvergence v počátku eura se určitě nejen pro vnějšího pozorovatele musel stát poměrně překvapivým fakt, jak slabé se všechny tyto pojistky¹⁰ následně ukázaly v realitě při odrazování od černého pasažérství. A jak rychle se naopak ukázala jako dynamicky nekonzistentní pojistka v podobě zmíněné „no bail-out clause“ v primárním právu EU.

Zatímco dle této klauzule měly být fiskální transfery zakázané v jakékoli podobě (a až do roku 2010 to tak formálně bylo), v průběhu první finanční krize, která eurozónu

9 Nabízí se tak otázka, z jakého důvodu mohla být alespoň vstupní idea měnové integrace pro Německo výhodná. Jak ukazují Marsh (2009) i Connolly (1995), především by zřejmě bez vzniku eura nemohlo dojít k hladkému sjednocení Německa a ani rozšíření a prohloubení jednotného trhu. Ovšem například Issing (2010) uvádí i další důvody osobní, historické, politické či romantické povahy, které mohly mít na rozhodnutí německých elit ohledně projektu měnové integrace významný vliv. Objektivní zvážení všech těchto přínosů a nákladů z pohledu zmíněných německých elit či elektorátu však stejně musí učinit až s notným odstupem historie.

10 Porušování a změkčování Paktu stability a růstu je tak notoricky známé, že k němu na tomto místě dodáváme jen jedině. I před změkčením a porušováním nebylo možné kritéria tohoto Paktu brát jako svaté „standards správnosti“, ale spíše jako hrubé průměry existujících hodnot zemí aspirujících na členství v eurozóně, což by mělo dále snižovat jejich domnělou posvátnost (Issing, 2008, s. 17).

zasáhla, se staly prostřednictvím bilaterálních půjček a dočasného mechanismu EFSF (European Financial Stability Facility) nejprve *možné a přípustné* a po spuštění trvalého záchranného mechanismu ESM (European Stability Mechanism) budou dokonce *běžné*.¹¹ Pokud navíc dojde k zavedení jakékoli formy společného dluhopisu v eurozóně, pak se takové transfery stanou uvnitř dané unie dokonce *povinné*. Jak neuvěřitelný intelektuální i faktický vývoj za pouhé dva roky. Nejen Issing (2009) přitom zcela správně argumentuje, že idea eurobondu je zcela chybná, neboť zvyšuje morální hazard a snižuje ochotu provést reformy politik, které v prvé řadě vůbec vedly k tomu, že zátěž, kterou chtějí slabší přenést na bedra silnějších, vůbec vznikla. Navíc snižuje budoucí motivace k zodpovědnému hospodaření i u těch silnějších. Nicméně to neznamená, že nebude zaveden, protože v unii, v níž se hlasuje a „tábor stability“ je v menšině, takové rozhodnutí nelze vyloučit, lze jej zřejmě pouze odkládat.

Což je epitaf snahy původního hegemonu o nastavení pravidel pro fungování měnové unie dle jeho preferencí. V rozhodujícím okamžiku se přizpůsobily smlouvy a pravidla požadavkům většiny, nikoli většina psaným a dohodnutým pravidlům. Epitaf pro operativní provádění politiky v rámci těchto pravidel přišel synchronně v podobném okamžiku, a to ve formě odchodu klíčových funkcionářů pocházejících ze země někdejšího hegemonu z výkonných funkcí v rámci ECB, instituce, která má politiku v mezích pravidel provádět.¹² Je to překvapující? Nemělo by být, je to v logice systému.

Jediné, co zůstává poněkud nepochopitelné, je snaha bývalého hegemonu vyřešit pro něj nekomfortní situaci nerespektování a porušování pravidel v daném klubu (ovšem včetně porušování z jeho strany) *tvorbou nových a zdánlivě lepších pravidel v tomtéž klubu s identickými členy*. Jak jinak, než jako marný pokus musí pak působit snaha uvést v život například tzv. fiskální kompakt? Tato mezivládní dohoda je v klíčových fiskálních ustanoveních buď nadbytečná, či věci dokonce komplikuje.

11 Rozhodnutí německého Federálního ústavního soudu z 12. září 2012 týkající se ústavnosti ESM nezměnilo nic na tomto sledu kroků (viz: BVerG, BvR 1390/12, 12. 9. 2012, Absatz-Nr. (1-248), http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20120912_2bvr139012en.html). Otázka je, zda bylo možné očekávat cokoli jiného. Soud, který nežije ve vakuu, hermeticky oddělen od okolního světa, posvětil velikost a právní formu ESM, stejně jako další principy jeho fungování jako například rozsáhlou imunitu všech, kteří v rámci ESM rozhodují. Čili lze se předpokládat, že kdyby vstupní velikost ESM byla větší (či menší), posvětil by ji soud též. Co zůstává na rozhodnutí zajímavé – kromě uznání nezadatelného práva německých zákonodárců na informace o fungování mechanismu – je tak podmínka, že německý finanční závazek vůči ESM nesmí být za žádných okolností zvýšen bez souhlasu německého zástupce. Tato podmínka se může zdát redundantní, neboť většina zásadních rozhodnutí vyžaduje jednomyslnost či kvalifikovanou většinu, která stejně není bez německého hlasu dosažitelná. Ovšem pokud by například ESM měl získat do budoucna bankovní licenci a pak nabírat do své balance další závazky, někteří tržní hráči by mohli oprávněně začít zvažovat, zda do jaké míry jsou skutečně všechny tyto nové závazky (a možné ztráty z nich plynoucí) kryty oním souhlasem německého zástupce a na proporcionální bázi tudíž i německým federálním rozpočtem. Z tohoto pohledu i tato zdánlivě zbytečná podmínka může mít svůj význam.

12 Axel Weber rezignoval z funkce presidenta Bundesbanky a člena Rady guvernérů ECB v roce 2011, Jürgen Stark ve stejném roce rezignoval z funkce člena Výkonné rady ECB. Právě v tomto roce se také začaly častěji objevovat hořké komentáře, že bývalý měnový hegemon má v klíčových hlasováních stejnou sílu jako Malta.

je.¹³ Obsahuje pravidla, která jsou či už dávno byla napsána v jiných normách, ať už v primárním či sekundárním právu EU. Je navíc normou slabší právní síly, než tolikrát porušený Pakt stability a růstu či platná klíčová ustanovení základních smluv EU. Kodifikuje navíc klíčové nové pravidlo pro přímo neměřitelný tzv. strukturální (cyklicky očištěný) schodek rozpočtů a tak bohužel navádí k nekonečným debatám o jeho definici a aplikaci.¹⁴

Jak jsem se snažil argumentovat na jiném místě (Hampl, 2010), *vymáhání jakkoli tvrdých psaných pravidel je v klubu přátel – rozpočtových suverénů – prakticky nemožné z definice*. Jediné, co lze tedy u fiskálního kompaktu rozumně předvídat, je, že lepší rozpočtové hospodaření celého klubu v této podobě v budoucnu nepřinese.

Je pochopitelné, že takováto nová smlouva má symbolicky uklidnit elektorát země bývalého hegemonu ujištěním, že bez splnění podmínek této smlouvy už žádné budoucí zachraňování nebude možné. Bohužel, to by ale v první řadě nesmělo být možné už prováděné zachraňování, které bylo a stále je zakázáno platnou normou mnohem větší síly. Kde neplatily normy (a jejich vymáhání) včera, nemohou kreditbilně začít platit ani zítra.

3.2 Realita konvergence a divergence

Byla-li předchozí subkapitola věnována tomu, jaké lekce přinesla autorům evropského měnového projektu realita viděná zhruba řečeno optikou teorie veřejné volby, je nutné se také stručně zmínit, jak politický projekt měnové integrace nedokázal zatím zvítězit ani nad ekonomii konvergence.

Je evidentní, že možná budoucí rizika a důsledky provádění jednotné měnové politiky v cyklicky, makroekonomicky a strukturálně nesladěných zemích soustředěných v jednotné měnové zóně si klíčoví iniciátoři projektu uvědomovali. Už v základech projektu eura je ovšem otisknut fundamentální spor o to, jakou roli hraje a má hrát měnová integraci v jejich obecně žádoucí konvergenci.

Skupina tzv. ekonomů (economists) soustředěná zejména okolo vlád a centrálních bank Německa a Nizozemí (Marsh, 2009, s. 40–41) měla za to, že země, které chtějí neodvolatelně zafixovat navzájem své kurzy, musejí před tímto krokem provádět konvergující a udržitelné hospodářské politiky. A to pak následně platí i pro období po fixaci kurzu. Na druhé straně skupina tzv. monetaristů (monetarists) – kteří ovšem neměli intelektuálně nic společného s chicagskou ekonomickou školou – koncentrující se okolo administrativ Francie, Belgie či Lucemburska se domnívala, že teprve samotná měnová integrace přinese kýženou konvergenci těch zemí, které k sobě neodvolatelně zafixují své měny. Tento zásadní intelektuální spor a jeho očekávané důsledky shrnuje brilantně Issing (2008, s. 12):

13 Oficiálně jde o tzv. *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union* (viz http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf).

14 Vezměme v úvahu, že i jen dvě panevropské instituce – Evropská komise a Evropská centrální banka – používají různou metodiku pro kalkulaci strukturálního schodku.

„Roky mezi Maastrichem a začátkem měnové unie 1. ledna 1999 byly poznamenány napětím mezi těmito dvěma přístupy. Čím více vytvářel proces konvergence podmínky pro trvalou a stabilní měnovou unii, tím více její ustavení začínalo připomínat akt korunovace. Čím lehkomyšlnější byli budoucí členové při plnění svých domácích úkolů, tedy při vytváření trvalé a stabilní základny pro domácí hospodářskou politiku a tím i při vzájemné konvergenci, tím více se jejich vstup z ekonomického hlediska jevil jako předčasný, a tím větší zkouškou tedy procházela teze monetaristická (tedy přizpůsobení podmínkám měnové unie post festum).“

V tomto rozporu je zaprvé vidět otisk dlouhodobé ekonomické diskuse o volně plovoucích a fixních kurzech, která se desítky let periodicky vrací v různých reinkarnacích, před nějakou dobou například v podobě hypotézy strachu z volného plování kurzu¹⁵ (viz Calvo, Reinhart 2000), ale zadruhé je z něj patrné, že rozdíl mezi tzv. severní a jižní osou eurozóny byly a jsou dlouhodobé nejen v makroekonomickém a institucionálním, ale též *intelektuálním* slova smyslu. A aktuální napětí mezi těmito osami není primárně důsledkem současné krize v eurozóně, krize jen toto implicitní napětí zesílila a více obnažila.

Pokud kdokoli věřil, že samotná měnová integrace jako politické rozhodnutí přinese automaticky konvergenci do té doby odlišných ekonomik, vynutí strukturální reformy a ekonomiky v měnové unii pouze prostřednictvím existence jednotné měnové politiky sblíží, musel být nevyhnutelně zklamán. Vzhledem k tomu, že monetární politika nemůže dlouhodobě vytvářet blahobyt,¹⁶ a ani nemůže nahradit strukturální reformy v jakékoli ekonomice, nemohla a nemůže tak činit ani měnová politika v eurozóně. Země může žít v jakémkoli měnovém a kurzovém uspořádání a nevytvářet nerovnováhy, jen se musí tomuto měnovému uspořádání přizpůsobit jiné hospodářské politiky a zbylé přizpůsobovací mechanismy. To se v mnoha zemích eurozóny nestalo, a jak bylo již argumentováno výše, nebylo zřejmě moudré předpokládat, že by se tak stát mohlo.¹⁷

Naopak, naplnila se rizika. Jak správně upozornil jeden z dlouhodobých tvůrců samotné měnové politiky ECB Bini Smaghi (Bini Smaghi, 2008, s. 184–185), jednotná měnová politika „...zvýšuje pravděpodobnost příliš nízkých rizikových premií a procyklického chování reálných úrokových sazeb, což může dočasně zpomalit nebo dokonce destabilizovat proces strukturálního přizpůsobení.“

Přesně to se také stalo a euro během dobrých časů nevyutilo strukturální reformy, ale umožnilo naopak strukturálně slabším žít po nějakou dobu z *transfúze kredibility* silnějších ekonomik, uměle tak zesilovat a protahovat růstovou fázi cyklu a tak nutné reformy a přizpůsobení odkládat. Čili jednotná měnová politika některé dlouhodobé strukturální problémy nejen petrifikovala, ale dokonce je začala prohlubovat, protože

15 V literatuře je tento fenomén označován jako tzv. fear of floating.

16 To nic nemění na faktu, že špatná měnová politika může samozřejmě snadno blahobyt destruovat.

17 Na podobný fakt konečností upozornila i řada českých ekonomů věnujících se oblasti měnové integrace (viz např. Kotlán a Macháček, 2000 či Bulíř a Hurník, 2009).

fakticky „zlevnila“ financování neudržitelných politik v některých zemích. A to vše s důsledky pro konkurenceschopnost a z nich vyplývající další nerovnováhy, či pro oblast zadlužení jednotlivých sektorů ekonomiky.

V příloze stati je pro dokreslení graficky znázorněno naplnění rizik, která popisoval Bini Smaghi. Graf 1 ukazuje nízkou reálnou úrokovou sazbu v některých zemích jižní osy eurozóny oproti jádru v podobě bývalého hegemonu od zavedení hotovostního eura. Ta vyplývá z faktu vyšší inflace v této ose, kterou popisuje graf 2. Graf 3 ukazuje postupně se rozevírající nůžky v oblasti jednotkových mzdových nákladů mezi periferií a bývalým hegemonem, což platí i pro reálné mzdy zachycené v grafu 4. Toto prostředí samozřejmě snižuje konkurenceschopnost periferie proti bývalému hegemonovi, což se postupně projevuje v narůstající vnější nerovnováze periferie. Ta je zobrazena v grafu 5. Pro dokreslení je uveden i graf 6 ukazující vývoj míry zadlužení soukromého sektoru v dotčených zemích. Míra zadlužení veřejného sektoru se stala natolik notoricky známou veličinou, že není uvedena. Vše dohromady to působí téměř jako učebnicový příklad vzniku nerovnováh uvnitř vnitřně nesladěné měnové unie, kde umělé zvýšení kredibility suverénních i soukromých dlužníků na periférii vytváří bubliny a nerovnováhy, které by bez tohoto faktoru kredibility v daném rozsahu zřejmě nevznikly, a které musejí ve špatných časech být eliminovány.

Protože politická rozhodnutí nemohou v konečném důsledku porazit ekonomii jako vědeckou disciplínu, nemohou porazit ani konvergenční teorém, který je variací na známý teorém nemožné trojjednosti (Burda, Wyplosz, 2005, s. 246–248). Její konvergenční verze v zásadě říká, že není možné mít zároveň i) **vysoký hospodářský růst**, ii) **fixní kurz** a iii) **nízké (vnitřní a vnější) nerovnováhy**. Vždy je třeba jedno z toho obětovat. Pokud díky zafixování kurzu vznikne iluze, že hospodářství „roste bez potíží“, může snadno dojít k přehlédnutí hromadících se nerovnováh a ekonomika může tzv. „překonvergovat“, tedy odpoutat se od svého stálého stavu a tak se dostat se v úrovni bohatství na nestabilní úroveň, která je bez hromadění dalších a postupně se zvětšujících nerovnováh neudržitelná. Neudržitelná divergence od stálého stavu musí být následně korigována. A přizpůsobení je tím obtížnější, čím dále od rovnováhy se ekonomika dostala a čím nepružnější jsou přizpůsobovací mechanismy. Zdá se, že právě to se v mnoha zemích eurozóny stalo a děje.¹⁸

Samozřejmě lze správně namítnout, že viníkem všeho uvedeného není samotný koncept jednotné měny, ale ty hospodářské politiky, které nezajišťují přizpůsobení měnícím se měnovým podmínkám, a že je krize v eurozóně tudíž podobná situaci jakéhokoli úvěrového boomu daného nevhodnou měnovou politikou. Jistě, jen v unikátní eurozóně je následné přizpůsobení zřejmě komplikovanější, jak si ukážeme v zápleti.

18 To znovu ukazuje na imperativ nutného sledování a testování nejen nominální, ale zejména *reálné* konvergence v době před vznikem jakékoli měnové unie. Je otázkou, jak dobře v tomto kontextu vznik eurozóny vyznívá.

3.3 Zánik „ponižujících“ devalvací

Zmíněné přizpůsobení je složitější proto, že jedním z důvodů vzniku eurozóny zkrátka *mělo být i to, aby komplikovanější bylo*. Pokud by se to čtenáři zdálo jako příliš příkré tvrzení, je dobré způsob myšlení některých politických tvůrců eura dokreslit. Skvěle tak učinil Marsh (2009, s. 170) popisem jednoho rozhovoru mezi tehdejším prezidentem Francie Mitterandem a jeho kolegou, italským premiérem Amatem v listopadu 1992:

„Při setkání s italským premiérem Giulianem Amatem formuloval Mitterand svoji filozofickou vizi zdůvodňující, proč řešení spočívá v měnové unii.

Mitterand: „Kdyby nebylo téhle interakce mezi evropskými měnami, neexistovaly by spekulace. Frank tomu skoro podlehl. Je to nepřijatelné. Neexistuje důvod, proč by politika státu měla být vydána na milost volatilnímu kapitálu, který nepředstavuje žádné reálné bohatství nebo tvorbu reálných statků. Je to nepřijatelná nemorálnost.“

Amato: „Souhlasím s Vámi.“

Mitterand: „Musí to přestat.“

Amato: „To nezáleží jenom na nás. Musíme pokračovat po cestě integrace.“

Mitterand: „Jednoho dne budou jedinými významnými měnami ECU, dolar a jen.“

Amato: „Před dvěma sty lety socialisté věřili, že dokáží zrušit peníze. Každopádně by jednotná měna byla hodně užitečná.“

Tento rozhovor ukazuje, že jedním z klíčových politických důvodů vzniku eura byla mimo jiné snaha představitelů zemí s méně kredibilní a stabilní měnovou politikou zbavit se permanentních ponižujících a degradujících devalvací jejich měn vůči německé marce.¹⁹ Jinými slovy, zbavit se též jednoho *politicky nepřijemného přizpůsobovacího mechanismu*.

A skutečně, jak ukazuje opakovaně též ve své zásadní práci Connolly (1995), jedním z velkých přínosů eura a celé měnové integrace měl být v očích jeho zastánců právě fakt, že se vznikající eurozóna konečně zbaví „prokletí“ kompetitivních kurzových devalvací. I evropská finanční krize je od počátku provázena neustálým opakovaním tvrzení, že krize by bývala neskonale horší, kdyby byla navíc provázena kompetitivními devalvacemi samostatných měn a nesportovními „měnovými válkami“ jednotlivých zemí mezi sebou.

Je to skutečně tak jednoduché? Pomiňme fakt, že kdyby k měnové integraci vůbec nedošlo, stávající *dluhová* část krize by zřejmě nebyla tak hluboká. Mnohé dluhy by prostě nemohly být vytvořeny, protože vládám, podnikům či jednotlivcům v ekonomicky slabších zemích eurozóny by v systémech decentralizovaných měn tržní podmínky prostě tak velké zadlužení nedovolily.

Když ale i toto odmyslíme, pak stručně řečeno: *co jiného nyní svorně mezinárodní společenství požaduje po jižní ose eurozóny, než zase jen kompetitivní deval-*

¹⁹ Či revalvací marky vůči těmto měnám, což je ekonomicky totéž, ale politicky se tato varianta zdá jaksí přijatelnější.

vaci?²⁰ Ta už však při neexistenci národních měn musí mít podobu nikoli úpravy jedné klíčové ceny v ekonomice, tedy devizového kurzu, ale simultánního snížení celé řady cen a také mezd, tedy ceny práce. Ve výsledku je ale očekáván tentýž výsledek, jaký přinášely devalvace měn, jen byl změněn slovník a používáme termín „vnitřní devalvace“.

Je-li tedy původní měnová devalvace „nefér hra“ jedné země proti jiné a snaha „ožebračit souseda“ (beggar-thy-neighbour), pak čím jiným je devalvace vnitřní? I ta má přinést zvýšení konkurenceschopnosti devalvující ekonomiky „na úkor jiných zemí“. I ta znamená snížení blahobytu, reálných příjmů a nemalé oběti na straně populace devalvující země.

Oba typy devalvace samozřejmě přinášejí náklady. Opomíjenou drobnou výhodou té původní kurzové však je, že se především *vůbec dá provést*. A to poměrně rychle a – jak ukazují dějiny – v jakékoli zemi. Nevyžaduje tisíce hodin jednání vlády s odbory, zaměstnanců se zaměstnavateli, politických stran mezi sebou, vlád a ministrů celého kontinentu navzájem a pak s mezinárodními institucemi. Prostě se v jednom okamžiku provede. A ještě lépe, když se neprovede administrativně, ale v režimu volně plovoucího kurzu snížení hodnoty měny pružně provedou samy trhy.

Čili vadou období před eurem nebyly ani tak ony proklínané kompetitivní devalvace, ale *neudržitelné hospodářské politiky, které k nim periodicky vedly*. A těch se eurozóna nezbavila a zjevně nijak snadno nezbaví. Pokud dnes často hanobíme kurzové devalvace, měli bychom si též položit i otázku, co v eurozóně přišlo místo nich. Může se zdát, že prakticky nic. A je-li kurzová devalvace poslední záchrannou brzdou bránící prudkému nárazu do překážky, pak eurozóna bez kurzových devalvací dnes v této metafoře řečeno připomíná vlak, kde byly všechny záchranné brzdy odmontovány, nikdo jej neřídí a snad ani řídit nechce, všichni v něm ovšem dál hodlají jet jako větší či menší černí pasažéři. A tak sedí uvnitř vlaku a opakuji stále jen jednu mantru: že vlak by měl pokud možno ještě zrychlit.

3.4 Oboustranná frustrace

Výsledkem dosavadního průběhu měnové integrace v rámci struktury Evropské unie je tak, zdá se, především dvojí frustrace:

1. *Frustrace bývalého hegemonu* z faktické nevynutitelnosti pravidel a chování, které požadoval výměnou za ztrátu postavení hegemonu a z nemožnosti vyhnout se v daném uspořádání černému pasažérství. Bagus (2012) inspirativně předkládá myšlenku, že dobré jméno a vysoká kredibilita eura jako měny (vycházející dominantně z kredibility někdejší německé marky), bylo od počátku typem „the commons“,²¹ a že

20 Pikantní je, že právě tyto země (do jižní osy eurozóny řadíme zde i Francii jako jejího představitele a do velké míry i mluvčího) v dobách před vznikem eura nejčastěji devalvovaly své měny vůči německé marce.

21 Koncept „the Commons“ využit ze slavného textu Hardina (1968). Kredibilitou je dle Baguse nízká riziková prémie či implicitní záruka bail-outu za menší země ze strany větších, na kterou trh sázel bez ohledu na znění primárního práva EU (a měl nakonec pravdu).

zejména mezi menšími a slabšími zeměmi eurozóny musel tudíž vzniknout závod o to, kdo tyto „the commons“ co nejdříve maximálně využije ve svůj prospěch na úkor ostatních a tím tento společný majetek bude destruovat. A skutečně, na německou marku je možné se dívat jako na svého druhu panevropský veřejný statek, který se stal předmětem rozhodování i mimo Německo a tak se zásadně změnil jeho charakter.

2. A frustrace těch, kteří jej o toto postavení chtěli připravit (a připravili) z toho, že důsledkům špatných domácích hospodářských politik se ani změnou měnového uspořádání v Evropě nedá vyhnout. Že pouze nabývají jiné podoby,²² a že některé tyto důsledky jsou nakonec možná horší, než ty v časech před vznikem eurozóny.

Obě frustrace ale pravděpodobně vycházejí z nepochopení některých základních ekonomických paradigmat a nedocení nevyhnutelného konečného vítězství ekonomických zákonitostí a reality nad politickými rozhodnutími v dlouhém období.

S nadsázkou se dá dodat, že ten, kdo má nejvíce strachu z disciplinujících sil trhu a chce se jich co nejurputněji zbavit, je zřejmě nejméně kvalifikován vstoupit do společného měnového klubu s tím, kdo takovým strachem netrpí. A stejně tak se dá říci, že nechce-li hegemon přijít o své postavení, nesmí nikdy udělat kompromis.

4. Závěr

Optikou výše uvedeného je možné uzavřít, že je zásadní, jak se bude Německo k projektu měnové integrace dále stavět. Jak jsem argumentoval na jiném místě (Hampl, 2011), musí se Německo jako sice už bývalý hegemon, ale stále nejdůležitější součást projektu měnové integrace, v legitimním procesu vnitrostátní veřejné volby rozhodnout, zda chce nadále i) pokračování projektu politické evropské integrace nebo ii) všemi obdivovanou měnu, která bude mít kredibilitu a statut německé marky z dob před vznikem eurozóny. Až do první krize eura se zdálo, že je možné mít obojí. Je pravděpodobné, že dlouhodobě bude možné dosáhnout jen jednoho z toho. Dynamicky nekonzistentní pravidla neumožňují konzumovat obojí. A to je samozřejmě zásadní volba.

Lze jen spekulovat, zda by v případě, kdyby euro nevzniklo, německá marka v tuto chvíli nebyla spontánně ještě silnějším měnovým hegemonem pro své blízké i vzdálené okolí, než byla před rokem 1999. Retrospektivní futurologie není nejzajímavější disciplína. Nicméně vyloučeno to není. A spíše se vzhledem ke konzistenci německých politik od té doby těžko hledá argument pro opačný scénář.

A samozřejmě ve finanční krizi se hraje o víc – například i o to, zda krizi vůbec přežije či bude nadále udržitelný koncept nezávislé centrální banky, která nefinancuje dle potřeby závazky vlád. Hraje se i o to, zda ztráta postavení hegemonu nepovede i Německo ke snahám chovat se v budoucnu více jako konzument onoho veřejného statku s názvem euro a méně jako jeho sponzor. Vyloučeno to jistě není. Stejně tak se ale hraje

22 Například místo vynucených devalvací jde třeba o dramatický nárůst výnosů vládních dluhopisů ve špatných časech.

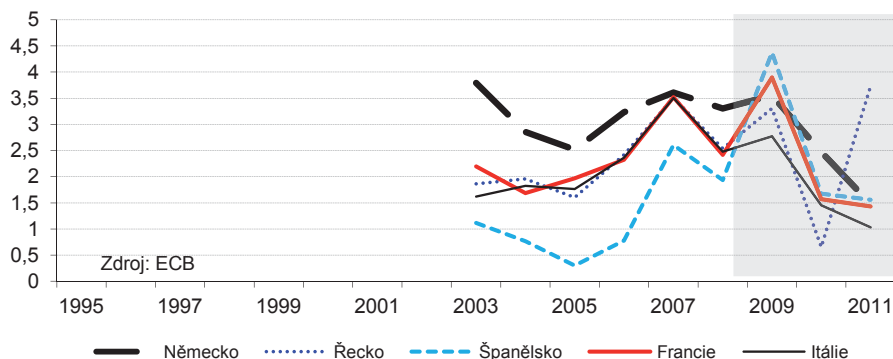
i o to, jak se bude křehká konstrukce eura, které se jako mnoho panevropských konceptů částečně tvořilo od střechy a nikoli od základů, dále upravovat a „vyztužovat“.²³

Jedno je však už v první krizi projektu měnové integrace budované v rámci EU jisté. Pokud se chtěl hegemon právě takovýmto bolestným otázkám úzkostlivě vyhnout, pak přijetím účasti v projektu měnové integrace udělal chybu.²⁴ Možná dokonce největší hospodářsko-politickou chybu od druhé světové války. Přímé i dodatečně indukované náklady tohoto fatálního rozhodnutí nelze ani jen odhadovat, mají otevřený konec. A budou se jistě týkat i blízkého okolí Německa, ať bude s Německem měnově integrováno či nikoli.

Příloha

Graf 1

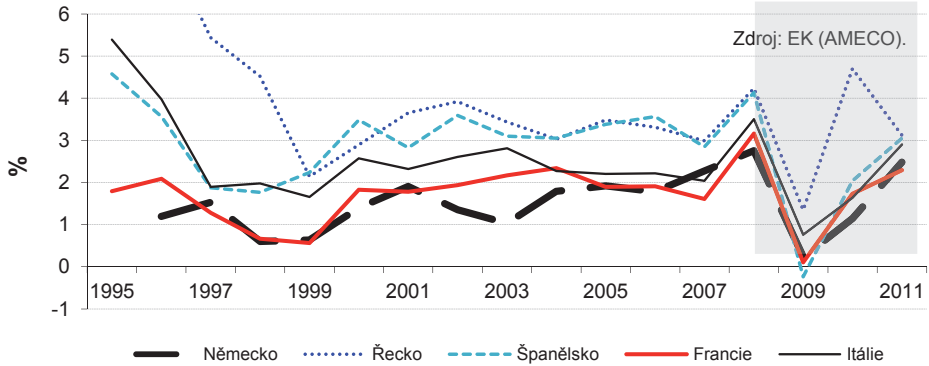
Reálná úroková sazba (deflovaná HICP, základem úvěry nefinančním institucím s výjimkou revolvingů)



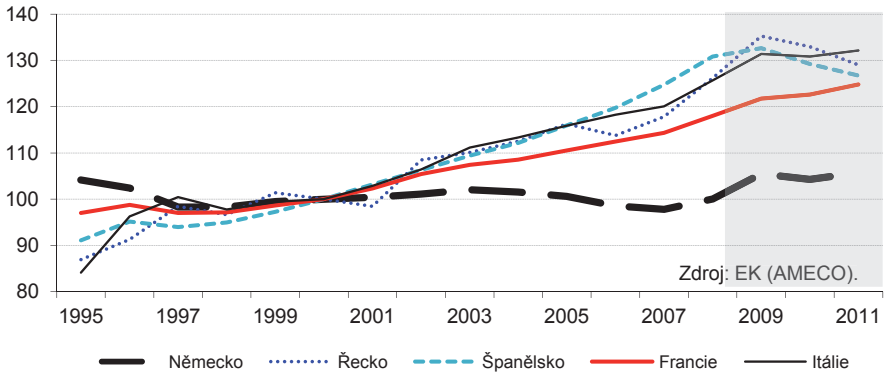
23 Velmi často se v evropské debatě objevuje odevzdané konstatování, že projektu jedné měny stejně nezůstává nic jiného, než pokračovat metodou tzv. „protloukání se“ (např. Joffe, 2012).

24 Je jisté možné uvažovat o tom, že „protipohybem“ bývalého hegemonu v této situaci by mohlo být požadování vyšší hlasovací síly ve formálním procesu rozhodování, která by lépe odpovídala jeho faktické ekonomické síle. Například již výše zmíněné hlasování v systému jedna země-jeden hlas v ECB by mohlo být takovým kandidátem. A to bez ohledu na to, že toto hlasování se netýká úplně všech rozhodnutí (některá, jako rozhodnutí o kapitálu ECB, vyžadují hlasování právě dle výše upsaného kapitálu). Ovšem tento protipohyb by byl zřejmě prakticky neproveditelný, protože by dle primárního práva EU vyžadoval též jednomyslný souhlas těch, kteří by hlas ztraceli. Čili bývalého hegemonu spíše čeká opačný proces, totiž již evropským právem předpokládaný další pokles rozhodovací váhy Německa s (možným) postupujícím rozšiřováním eurozóny, kdy při rostoucím počtu členských zemí eurozóny má docházet k rotaci při hlasování v Radě guvernérů ECB. Klíčovým mezníkem je počet členských zemí eurozóny nad 18. Německo se tak může ocitnout dokonce v situaci, kdy bude zcela bez formálního hlasu (pro detail viz Procházka, 2004).

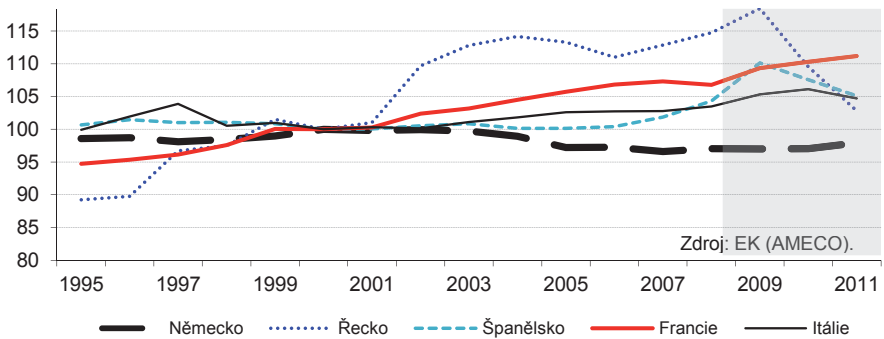
Graf 2
Inflace (HICP, meziroční změny)



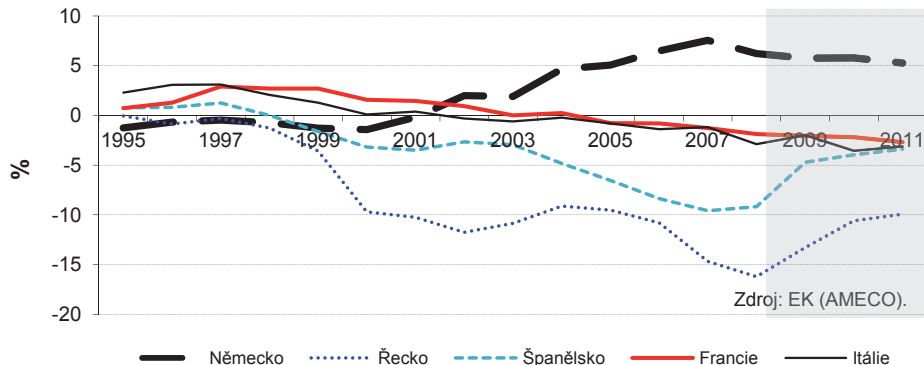
Graf 3
Nominální jednotkové mzdové náklady (rok 2000 = 100)



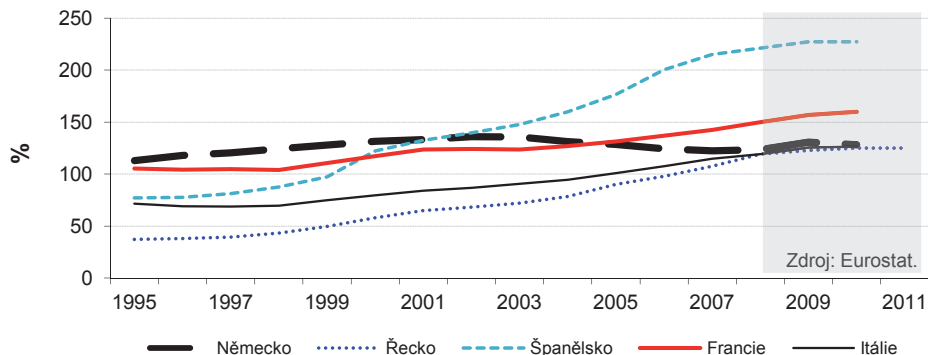
Graf 4
Reálná mzda (náklady na zaměstnance, deflovány deflátořem soukromé spotřeby, 2000=100)



Graf 5

Bilance běžného účtu (jako % HDP)

Graf 6

Soukromý dluh (závazky ve formě úvěrů a dluhopisů; % HDP)**Literatura:**

- ABILDGREN, K. 2010. *Monetary History of Denmark 1990–2005*. Copenhagen: Danmarks Nationalbank, 2010.
- BAGUS, P. 2012. The Euro and Competitiveness. CEVRO International Conference on the Eurozone. Praha, 12. února, 2012. (mimeo)
- BALCZEROWICZ, L. 2010. A More Perfect Monetary Union. *Project Syndicate*. 10. května, 2010.
- BINI SMAGHI, L. 2008. Real and Nominal Convergence: Policy Challenges in a Monetary Union. In LIEBSCHER, K.; CHRISTL, J.; MOOSLECHNER, P.; RITZBERGER-GRÜNWARD, D. (eds.). *Currency and Competitiveness in Europe*. Cheltenham: Edward Edgar, 2008, s. 181–194.
- BULÍŘ, A.; HURNÍK, J. 2009. Pre-Euro Inflation Convergence: Just Another Gimmick? *Journal of Financial Economic Policy*. 2009, 1(4), pp. 355–369.
- BURDA, M. C.; WYPLOSZ, C. 2005. *Macroeconomics: A European Text*. 4th edition. Oxford: Oxford University Press, 2005.

- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. 2000. Fear of Floating. NBER Working Paper 7993. Cambridge, MA. 2000.
- CONNOLLY, B. 1995. *The Rotten Heart of Europe – The Dirty War for Europe's Money*. London: Faber and Faber, 2005.
- EICHENGREEN, B. 2008. Sui Generis EMU. NBER Working Paper 13740. Cambridge, MA. 2008.
- HAMPL, M. 2010. The Euro's Instability Pact. *The Wall Street Journal*, 29. září, 2010. s. 13.
- HAMPL, M. 2011. Das Deutsche Dilemma. *Financial Times Deutschland*, 28. listopadu, 2011. s. 24.
- HARDIN, G. 1968. The Tragedy of the Commons. *Science*, 1968. Vol. 162, No. 3859, pp. 1243–1248.
- ISSING, O. 2008. *The Birth of the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- ISSING, O. 2010. The Euro – A Historically Unique Project. In DLOUHÝ, V. (ed.). Euro: Is the Real Test Only Ahead? Praha: Prague Twenty Conference Proceedings, Vol. 1, 2010, pp. 17–27.
- ISSING, O. 2009. Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea. *Europe's World*, Brussels, Vol. 12, 2009.
- JOFFE, J. 2012. Eurozone II: The Case for Muddling Through. *Europe's World*, Brussels, Vol. 20, 2012.
- KOTLÁN, V.; MACHÁČEK, M. 2000. Je EMU ohrožený druh? Regionální dopady jednotné měnové politiky. *Finance a úvěr*. 2000, No. 7-8, pp. 386–405.
- KRUEGER, A. D.; MELTZER, A. H.; KUBARYCH, R. M. 2009. Reforming the IMF: Is Bigger Better? And Who Should Get More Say? Council on Foreign Relations. New York, 22. květen, 2009.
- MARSH, D. 2009. *The Euro: The Politics of the New Global Currency*. New Haven: Yale University Press, 2009.
- PROCHÁZKA, P. 2004. Nový mechanismus hlasování v Radě guvernérů ECB: pohled zvenčí. *Finance a úvěr*. 2004, No. 3–4, pp. 117–137.
- SCHLICHTER, D. S. 2011. *Paper Money Collapse*. New Jersey: John Wiley&Sons, Hoboken, 2011.
- SOJKA, M. 2010. Monetární politika Evropské centrální banky a její teoretická východiska pohledem postkeynesovské ekonomie. *Politická ekonomie*, 2010, Vol. 58, No. 1, pp. 3–19.
- TIETMEYER, H. 2008. *Die Währungsunion aus historischer Perspektive*. In: Erfahrungen im ersten Jahrzehnt der Wirtschafts- und Währungsunion: Erste Schlussfolgerungen und Ausblick, 36. Volkswirtschaftliche Tagung, Wien: Österreichische Nationalbank, 2008, s. 129–140.

EUROPEAN MONETARY INTEGRATION AND A POSITION OF ITS FORMER HEGEMON

Mojmír Hampl, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 115 03 Praha 1 (mojmir.hampl@cnb.cz)

Abstract

There is no historical precedent for the institutional set-up of the eurozone. However, it is an arrangement that could not and cannot escape the universal laws and principles of economics. This paper tries to look generally at the consequences of this integration project from the perspective of the former monetary *hegemon*, Germany, whose hegemony largely ended as a result of the monetary integration method chosen. Those consequences are of course more apparent in bad

times than they were in good times. We then specifically examine the problem of convergence and divergence within a currency area and discuss the issue of competitive devaluation. In the conclusion we try to formulate the fundamental dilemma faced by the former monetary *hegemon*. Its solution will affect those inside and outside the integration project.

Keywords

monetary hegemony, monetary integration, convergence, divergence

JEL Classification

E42, E52, H87