

FRANCOUZSKO-NĚMECKÉ MONETÁRNÍ VZTAHY – PNUTÍ V ZÁKLADECH EUROZÓNY

Vladan Hodulák, Oldřich Krpec, Masarykova univerzita*

Úvod

V posledních letech došlo v rámci eurozóny k několika kontroverzním krokům, jde například o záchranu jednoho člena eurozóny ostatními zeměmi, či de facto o měnové financování některých států Unie Evropskou centrální bankou (ECB) (Eichengreen, 2012; Hampl, 2012). Pokusíme se ukázat, že takovéto kroky logicky vyplývají z limitů zvolené cesty hospodářské integrace a ze zájmů jejích nejdůležitějších členů.

Hlavní tezí tohoto příspěvku je, že Hospodářská a měnová unie (HMU) je politickým projektem Francie a Německa, v jehož rámci oba státy sledují své specifické, avšak velmi obtížně slučitelné zájmy, které se odrážejí jak v institucionálním nastavení HMU, tak v paradigmatickém nastavení její praktické hospodářské politiky. Eurozóna jako celek v současnosti je, a bude i v blízké budoucnosti, technicky schopná dostát svým závazkům, z tohoto hlediska zásadnější problémy nehrozí. Největší, v současnosti ještě ne zcela akutní hrozbu naopak představují zmíněné odlišné představy o jejím fungování ze strany dvou nejmocnějších členů. Tvrdíme, že veškerá prakticky dosažitelná řešení v rámci hospodářské politiky musejí respektovat představy obou zemí, přičemž při potencionálním přímém střetu to bude v dlouhodobé perspektivě spíše francouzská představa, která převládne, a to kvůli obecně nižší hospodářské zranitelnosti Francie a její schopnosti vytvořit širší koalici na obhajobu svých zájmů. Náš text se tudíž zabývá problémy současného institucionálního nastavení eurozóny a hrozbami, které se pro takovéto uspořádání rýsují. Nicméně rozpad eurozóny považujeme za velmi málo pravděpodobnou alternativu. Pokud by už k němu mělo dojít, tak bude podle našeho názoru iniciovaný mnohem pravděpodobněji Francií. Paříž se za tímto účelem může spojit s jižním křídlem eurozóny, které se již několik let snaží vypořádat se s hospodářskými problémy, do nichž se Francie teprve dostává.

* Tato práce byla podpořena z projektu „Zaměstnáním čerstvých absolventů doktorského studia k vědecké excelenci“ (CZ.1.07/2.3.00/30.0009), který je spolufinancován Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky.

Ve svém textu nejprve představíme naše základní teoretická východiska. V další části představený teoretický přístup použijeme k interpretaci francouzsko-německých hospodářských vztahů po druhé světové válce. Na tento krátký historický exkurz navážeme rozbohem francouzských a německých představ o smyslu fungování HMU. Následuje analýza současné situace a představení možných scénářů budoucího vývoje. Cílem textu je vysvětlit, proč nedávný vývoj spojený s přepisováním pravidel není s ohledem na cíle Francie a Německa nikterak překvapivý, a dokonce ani výjimečný. Dále bychom chtěli představit možnosti dalšího vývoje s ohledem na reálná hospodářská a politická omezení.

1. Teoretická východiska

Pro analýzu francouzsko-německých monetárních vztahů jsme zvolili interdisciplinární přístup, a vycházíme tak z teoretických směrů ekonomie i mezinárodních vztahů. Státy jsou pro nás dostatečně kompaktní organizace na to, aby v rámci mezinárodního systému mohly působit jako do jisté míry samostatní aktéři s vlastní agendou, a tudíž i zájmy (Gilpin, 2001; Guzzini, 1998). Pro analýzu vztahu mezi státem jakožto svébytným aktérem a jeho peněžním systémem nám posloužila postkeynesovská teorie peněz. Tento článek je napsán v tradici teorie státních/kreditních peněz¹, a navazuje tak na příspěvky autorů jako G. F. Knapp (1924), M. Innes (1913) či samotného J. M. Keynesa (1971). V českém prostředí lze mezi zastánce státní/kreditní teorie peněz zařadit např. Milana Sojku (2010) nebo Jana Kordu (2011). Státní/kreditní teorie peněz již byla aplikována na otázku fungování eurozóny jako celku (Goodhart, 1998), v současné době je využívána i k analýze postavení monetárního hegemonu v současném mezinárodním měnovém systému (Fields a Vernengo, 2012). Postkeynesovská peněžní teorie se v několika důležitých aspektech liší od běžného výkladu monetární a fiskální politiky v rámci monetaristické a (i když poněkud méně) nové keynesovské ekonomie.²

Měnově suverénní stát

Podle postkeynesovců hrají peníze v hospodářském systému velkou roli, která přesahuje jejich tradiční funkci prostředku směny. Peníze samy jsou institucí, specificky lidským nástrojem, vzniklým ke koordinaci hospodářských aktivit v čase (Keynes,

-
- 1 Blíže ke sporu mezi zastánci státní/kreditní a metalistické teorie peněz viz Bell (2001), Goodhart (1998), nebo Ingham (2004). V souhrnu metalistická teorie svou deduktivní metodologií lépe odpovídá normativním předpokladům neoklasické ekonomie, proto je v ní obecně preferována. Antropologické a archeologické důkazy naopak téměř jednoznačně hovoří ve prospěch státní/kreditní teorie. Autoři článku jsou ohledně původu peněz agnostičtí, náš příspěvek byl napsán s ohledem na realie současného světa nekrytých peněz.
 - 2 Zaměření textu neumožňuje podrobný výklad rozdílů mezi jednotlivými přístupy. V českém prostředí lze doporučit *Teorii peněz* od Jitky Koderové, Milana Sojky a Jana Havla (2008) nebo *Finance v globální ekonomice* od Josefa Jílka (2013). Pravděpodobně nejkomplexnějším dílem v této oblasti je *Controversies in Monetary Economics* od Johna Smithina (2003).

1971, s. 3). Z funkčního hlediska je jejich nejdůležitější vlastností fakt, že působí jako účetní jednotka či měřítko hodnoty (Fields, Vernengo, 2012, s. 745). Hospodářská koordinace je pak prováděna s pomocí závazků denominovaných v peněžích, tj. s pomocí dluhů (Bell 2001, s. 150). Státy peníze již po několik tisíc let používají k mobilizaci společenských zdrojů ke svým účelům (Bell 2001: 155), při této snaze však narážejí na dva typy omezení – můžeme je rozdělit na dobrovolná finanční omezení a reálná omezení (Tymoigne, Wray, 2013, s. 2–3). První z nich (jsou dobrovolná z hlediska státu jako aktéra) jsou dána institucionálním nastavením vlastního hospodářsko-politického systému a mezinárodními závazky. Druhá se týkají omezené dostupnosti reálných zdrojů (statků a služeb). Některé zdroje nelze získat, protože nejsou dostupné za peníze daného státu, není dostupná technologie pro jejich získání, zvýšená poptávka po zdrojích ze strany státu by znamenala zvýšení inflace, nebo tyto zdroje jednoduše neexistují.

S nejmenším počtem dobrovolných omezení se musí potýkat *měnově suverénní stát*. Jedná se o stát, který spravuje svou vlastní měnu, nad kterou má politickou kontrolu (Čína, Spojené státy či Česká republika). Francie a Německo nejsou od přijetí eura v roce 1999 měnově suverénními státy. Klíčovým poznatkem je, že měnově suverénní stát nemůže technicky zbankrotovat, pokud dluží ve vlastní měně (Alsopp a Vines, 2005, s. 486; Therneva, 2011, s. 429–430). Měnově suverénní stát se může rozhodnout zbankrotovat, pokud se tak usnesou jeho představitelé (Wray, 2012, s. 164–169).

Měnově suverénní státy na sebe uvalují finanční omezení, aby byly schopny zajistit předvídatelná pravidla a stabilní správu vlastního měnového systému. Konkrétní podoba omezení je historicky podmíněná a je výsledkem politického procesu.³ Příkladem takového omezení je rozpočtový proces, kdy moc zákonodárná stanovuje základní strukturu příjmů a výdajů pro moc výkonnou v podobě státního rozpočtu. Dalším typem je nezávislost centrální banky, jakožto instituce zodpovědné za správu peněžního systému, a zákaz měnového financování vlády skrze centrální banku (Tymoigne a Wray, 2013, s. 2–6). V neposlední řadě jsou zde omezení v podobě zavedení určité formy měnové konvertibility, kdy se stát zaváže směnit svou měnu za měnu cizího státu či komoditu v určitém poměru (zlatý standard a brettonwoodský měnový systém byly tímto typem omezení) (Wray, 2012, s. 149–150). Měnová unie je de facto stejným typem omezení. Jednotlivé unijní státy se zavázaly směňovat své peníze v poměru 1:1 s penězi ostatních zemí, vzdaly se práva na jejich tvorbu a předaly je nadnárodní instituci.

Měnově suverénní stát je vždy schopen dostát závazkům denominovaným ve vlastní měně, a proto deficity veřejných rozpočtů a veřejný dluh ve vlastní měně neznamenají pro měnově suverénní stát vážnější problém.⁴ Politická a institucionální

3 Podle našeho názoru jsou tato omezení z části dána výsledkem politického boje mezi zájmovými skupinami uvnitř státu a historickými omezeními, jež jsou důsledkem minulého vývoje (path-dependency) a z části externími omezeními danými mezinárodními dohodami. Blíže viz Ingham (2004).

4 Deficity a dluh veřejných financí způsobují redistribuci bohatství, a proto vyvolávají vnitrostátní politické střety mezi různými skupinami ve společnosti. Dále mají vliv i na hospodářský výkon. Všechny tyto faktory ale stojí mimo hlavní zaměření tohoto textu.

omezení financování státu jsou v praxi v případě nutnosti obcházena. Stát je v případě nouze schopen zajistit si financování ve své měně skrze vlastní centrální banku.⁵ Finanční moc centrální banky státu (ve vlastní měně) je v principu neomezená (Weidmann, 2012).⁶ Úrokovou sazbu v domácí měně stanovuje (minimálně v krátkém období) exogenně rovněž centrální banka (Moore, 1998, s. 175; Sojka, 2010, s. 5; Korda, 2011, s. 681, 684; McLeay, Radia, Thomas, 2014, s. 8), která je v případě nutnosti navíc schopna dluh monetizovat (Fields a Vernengo, 2012, s. 746). Monetizace je samozřejmě extrémním řešením. Nicméně jak názorně ukazuje Jílek (2013a, s. 114–123), nákup vládních dluhopisů na sekundárním trhu má de facto stejné dopady jako přímý nákup na primárním trhu a z tohoto důvodu „zákaz koupě vládních dluhopisů na primárním trhu centrálními bankami je fakticky zbytečný“ (Jílek, 2013a, s. 120), podobně argumentuje např. Lavoie (2013). Zkušenost ECB z podzimu 2012 navíc jasně ukazuje, že stačí pouhé prohlášení představitelů centrální banky, že jsou připraveni nakupovat státní dluhopisy, aby došlo ke zdatelnému snížení úrokové míry vládních dluhopisů (viz graf 2). Nicméně státy eurozóny nejsou na rozdíl od České republiky měnově suverénními státy, svou měnovou suverenitu delegovaly na ECB, a proto u nich existuje riziko bankrotu, podobně jako v ČR hrozí riziko bankrotu krajů nebo obcí.

Měnově suverénní stát nemá (mimo vlastní na sebe uvalená omezení) finanční omezení ve vlastní měně. Jeho omezení ve finanční oblasti tak mají převážně politické důvody. Stát se však nadále musí vypořádat s *reálnými omezeními*. Při nezodpovědné správě finančního systému může být získávání reálných zdrojů (statky a služby potřebné k zajištění činnosti státu a provádění jeho politik) od vlastního obyvatelstva velmi nákladné (potřeba přinutit vlastní obyvatelstvo, aby za zboží a služby, které vytváří, akceptovalo domácí měnu) a může se dostat do rozporu s demokratickým uspořádáním státu.⁷ Přílišné deficitní financování (tj. v ekonomice při plném využití zdrojů) a institucionální rigidity (působí i před tím, než je dosaženo plného využití zdrojů) navíc mohou za určitých okolností vést k vysoké inflaci, která (od určité úrovně) může negativně ovlivnit hospodářský růst (Timoigne a Wray, 2013, s. 9). Daleko častější jsou ale zahraniční omezení vyplývající z faktu, že cizí státní příslušníky lze k poskytnutí jimi nabízených reálných zdrojů za domácí měnu přinutit pouze stěží. Za spotřebu zahraniční produkce tak musí stát jako celek (veřejný i soukromý sektor dohromady) platit buď skrze vlastní exporty, nebo přes příliv kapitálu denominovaného v zahraniční

5 Centrální banka měnově suverénního státu je, stejně jako vláda, jednou z institucí státu. Její postavení podléhá rozhodnutí parlamentu, který jej může na základě svého rozhodnutí kdykoli změnit. Některé země (např. Kanada) navíc mají měnové financování vlády skrze vlastní centrální banku v určité míře povoleno.

6 Kreace peněz ex nihilo pouhým rozhodnutím měnové autority může vést k růstu inflace, postkeynesovci jsou ale velmi skeptičti ohledně tvrzení ekonomů hlavního proudu, že takovéto rozhodnutí nutně časem způsobí hyperinflaci. Za určitých, poměrně specifických okolností se to stát samozřejmě může. Pro postkeynesovskou analýzu hyperinflace v Německu po první světové válce viz Robinson (1938).

7 Blíže k problematice zajišťování reálných zdrojů pro potřeby státu skrze peněžní systém a reálná omezení tohoto procesu viz Lerner, 1943; Goodhart, 1998; Bell, 2001 nebo Wray 2012.

měně. Na vztah země jako celku se zahraničím tak skutečně lze použít analogii s financováním domácnosti. Tento vztah zachycuje platební bilance, přičemž proces jejího vyrovnávání s sebou v praxi nese řadu ekonomických a politických problémů. Jde zejména o politickou nestabilitu, restrukturalizaci a pokles hospodářského výkonu (Kregel, 2008).

Reálná omezení vyplývající ze vzájemné závislosti

Koncept reálných omezení a potřeba vyrovnávání platební bilance v dlouhém období nám umožňují smysluplně definovat *konkurenceschopnost* jako schopnost státu produkovat takové statky a služby, které ve střednědobé perspektivě postačí k zaplacení zahraničních dovozů (Krpec a Hodulák, 2013, s. 764–765). Státy se díky reálným zahraničním omezením (tj. potřebě vstupovat do hospodářských vztahů s ostatními zeměmi) dostávají do vztahů vzájemné závislosti. V rámci oboru mezinárodní politické ekonomie má pojem vzájemná závislost dlouhou tradici (Keohane a Nye, 2001). Vzájemná závislost je stav, kdy mezistátní vazby v rámci různých společenských sfér dosáhly takové úrovně, že omezují autonomii státního rozhodování.

Zaměříme se na pojetí Benjamina Cohena (2006), vytvořené specificky za účelem analýzy vyrovnávání nerovnováh platební bilance a dopadů zvoleného způsobu vyrovnávání na relativní postavení státu v mezinárodním prostředí. Stav závislosti omezuje autonomii jednání státu, a proto musí výhody získané ze vzájemné závislosti převážet nad náklady, které plynou z omezení domácí hospodářské politiky. Ekonomické výhody plynou především ze zvýšení hospodářského výkonu díky zapojení se do mezinárodní dělby práce. V reálném světě jsou náklady nejčastěji spojeny s vyrovnáváním nerovnováh platební bilance. Cohen rozlišuje dva typy nákladů. *Trvalé* náklady přizpůsobení definuje jako snížení absorpce dané země po ustanovení nové rovnováhy. Pokud porovnáme postavení státu vůči ostatním zemím, znamená nucené vyrovnání deficitu na běžném účtu (BÚ), který dosahoval 5 % jejího HDP, trvalé náklady přizpůsobení oněm 5 % HDP spotřeby, o které vyrovnáním přišla. Tyto náklady nese z logiky věci vždy deficitní země, některé státy jsou ale díky svému postavení v mezinárodním měnovém systému schopny odkládat své přizpůsobení po velmi dlouhou dobu.⁸ Představený způsob uvažování platí pouze za předpokladu, že státy v mezinárodním prostředí usilují o relativní zisky (zlepšení vlastní pozice vůči ostatním státům). Výsledkem takového přizpůsobení je totiž ztráta podílu na světové absorpci relativně vůči ostatním zemím.⁹ Pokud předpokládáme, že státy usilují o absolutní

8 Jílek ve své učebnici (2013b, s. 413–414) uvádí příklad vzájemné závislosti USA a jejich věřitelů.

9 Spory o to, zda státy v mezinárodním prostředí usilují spíše o relativní nebo absolutní zisky, jsou typické pro debaty mezi dvěma hlavními proudy teorie mezinárodních vztahů – neorealisty a neoliberaly. Zastánci obou přístupů jsou schopni doložit řadu příkladů existence jimi preferovaného státního jednání, státy usilují buď o relativní, nebo o absolutní zisky především v závislosti na konkrétní situaci v mezinárodním prostředí a na povaze dané politiky (bezpečnost a ekonomické záležitosti bývají obvykle chápány jako důležitější než např. problematika ochrany lidských práv či životního prostředí). Pro podrobnější výklad viz např. Grieco, Powel a Snidal (1993).

zisky (růst bohatství bez ohledu na ostatní), tak je Cohenův přístup problematický. V ekonomii existuje řada modelů analyzujících dopady přizpůsobení vnější nerovnováhy a na jejich základě nelze obecně tvrdit, že by stát v dlouhodobé perspektivě nutně tratil, protože musel vyrovnat deficit na běžném účtu PB. *Přechodné* náklady Cohen definuje jako náklady samotné změny nutné k vyrovnání nerovnováh platební bilance (např. náklady na rekvalifikaci pracovníků pro nové typy výrob). Pokud je země přinucena k náhlému vyrovnání vnější nerovnováhy vnějšími silami, logika absolutních a relativních zisků se do značné míry stírá, protože takovéto krátkodobé přizpůsobení je vždy spjato s určitými náklady. Na rozdíl od trvalých nákladů přizpůsobení není předem zřejmé, kdo dané náklady ponese. Záleží na zvoleném způsobu přizpůsobení, zda se jedná o systém fixních či plovoucích kurzů, a na mocenské kapacitě jednotlivých zemí – tj. schopnosti vnutit svou představu o hospodářské politice jiným zemím – či na tom, zda v rámci vyrovnání dojde k nějakým transferovým platbám.¹⁰

Vztah vzájemné závislosti mezi státy je často silně asymetrický. Na základě postavení státu v mezinárodním hospodářství a jeho schopnosti přizpůsobit se novým podmínkám Cohen rozlišuje mezi citlivostí a zranitelností státu. *Citlivost* státu popisuje, jak velké přizpůsobení své hospodářské struktury musí daný stát provést, pokud je náhle nutno vyrovnat nerovnováhy na BÚ (typická situace, kdy zahraniční subjekty odmítnou dále půjčovat v cizí měně). Dá se přibližně měřit aktuální velikostí deficitu BÚ a mírou otevřenosti ekonomiky. *Zranitelnost* popisuje míru obtížnosti dlouhodobého přizpůsobení se státu vyrovnanému BÚ. Je mnohem obtížnější ji měřit, zahrnuje takové veličiny jako míru potravinové a energetické soběstačnosti, či dostupnost technologií.

Eurozóna jako měnově suverénní subjekt

Eurozóna jako celek nemá v současné době problémy s konkurenceschopností tak, jak ji definujeme my, protože její BÚ typicky osciluje kolem nuly a v posledních letech je patrný trend k rostoucím přebytkům. EU navíc tradičně dosahuje vysokých přebytků v obchodu v segmentu zboží s vysokou přidanou hodnotou, a je tak i v tomto ohledu jednou z nejkonkurenceschopnějších ekonomik na světě (Krpec a Hodulák, 2012, s. 350–356).

Členské státy eurozóny denominují své dluhopisy v eurech, tudíž ECB je technicky v případě nouze schopna je vždy nakoupit za jí stanovenou úrokovou sazbu

10 Standardním scénářem je tlak USA na země s přebytkem na BÚ, aby přijaly expanzivnější hospodářské politiky. Tento tlak se stabilně týká Německa, v minulosti bylo často jeho terčem i Japonsko. Je pozoruhodné, že v případech, kdy na tom USA opravdu záleželo, byl tento tlak poměrně úspěšný. Současné přebytky německého BÚ nebrání USA v provádění autonomní hospodářské politiky (na rozdíl od dob brettonwoodskeho systému), proto se jejich reakce zatím omezují pouze na slovní kritiku německého postupu (viz např. Heller a Marsh, 2013).

(minimálně na sekundárním trhu v rámci OMT operací).¹¹ Z dosavadní diskuze proto lze udělat následující závěr – problémy eurozóny jsou v konečném důsledku především domácího charakteru. Eurozóna je měnově suverénní celek (i když s komplikovanou politickou strukturou), která technicky nemůže zbankrotovat v eurech a může kteroukoli svou část zachránit, pokud k tomu bude politická vůle. Eurozóna rovněž díky přebytkům na BÚ a denominaci svých dluhů v eurech netrpí závažnějšími zahraničními reálnými omezeními.

Problémy eurozóny jsou z našeho úhlu pohledu vnitřního původu. Řada autorů vycházející ze státní/kreditní tradice peněz (Goodley, 1992; Goodhart, 1998; Kregel, 1999) kritizovala nastavení pravidel v HMU a poukazovala na řadu problémů, které se v průběhu posledních několika let materializovaly a v současnosti vyžadují razantní řešení. Hlavní argument je, že oddělení monetární a fiskální politiky a de facto vzdání se měnové suverenity bez zajištění vyrovnávání BÚ skrze fiskální transfery povede k hospodářskému úpadku pro deficitní země. Těm v rámci měnové unie nezbude jiná možnost než vnitřní devalvace spojená s dalším hospodářským poklesem. Slovy ekonomů Wynne Godleyho:

„If a country or region has no power to devalue, and if it is not the beneficiary of a system of fiscal equalisation, then there is nothing to stop it suffering a process of cumulative and terminal decline leading, in the end, to emigration as the only alternative to poverty or starvation.“ (Goodley, 1992, s. 4).

Tato politika by vedla nejen ke snížení hospodářského výkonu země ale následně i k oslabení jejího mocenského potenciálu v mezinárodním systému. V rámci našeho přístupu je to velmi nákladná cesta přizpůsobení vnější nerovnováze, které je ale v současnosti v rámci eurozóny z hlediska jejich elit preferovaným způsobem řešení hospodářských problémů.

Logika jednání státu v mezinárodním měnovém systému a měnové unii

Závěrem teoretické diskuze předkládáme model chování státu v mezinárodním měnovém systému. Podle našeho modelu je preferovanou pozicí každé země měnová suverenita, která umožňuje účinnější mobilizaci domácích zdrojů pro potřeby státu a zároveň zajišťuje maximální možný stupeň autonomie hospodářské politiky. Státy budou ochotny obětovat svou měnovou suverenitu, pouze pokud z ní budou plynout zřejmé hospodářské výhody, a navíc pouze pokud náklady spojené s obětováním měnové suverenity nebudou podvazovat jejich schopnost mobilizace zdrojů pro provádění mocenské politiky a nebudou znamenat diktát hospodářské politiky zvnějšku.

11 Nákup státních dluhopisů centrální bankou za účelem stanovení jí preferované úrokové sazby není zase tak výjimečný jev. Např. americká centrální banka vlastní téměř dvojnásobné množství amerického vládního dluhu než největší zahraniční věřitel USA – Čína (Amadeo, 2014). Bank of England je vlastníkem více než čtvrtiny britského dluhu (Pettinger, 2013) podobně se chová japonská centrální banka (Ito, 2014) atd. Kanadská centrální banka dokonce nakupuje dluhopisy své vlády přímo (Department of Finance Canada, 2011). V současnosti stále ještě poněkud rezervovaný postoj ECB k nákupu dluhopisů států eurozóny je v tomto světle spíše výjimkou, než pravidlem.

Pokud bude člen měnové unie přinucen nést náklady přizpůsobení nerovnováh platební bilance, bude v měnové unii setrvávat jen tak dlouho, dokud náklady na vystoupení budou vyšší než na setrvání. Náklady na setrvání lze vyjádřit jako růst dluhu a závislosti, hospodářský pokles, snížení relativního postavení v systému a snížení autonomie v důsledku podřízení hospodářské politiky zahraničním aktérům. Náklady na opuštění lze vyjádřit jako míru citlivosti a zranitelnosti.¹²

2. Francouzsko-německé vztahy do vzniku Hospodářské a měnové unie

V této části představíme krátký historický výklad vztahu mezi Německem a Francií ve spojitosti s vývojem EU, při kterém zohledníme klíčové události/proměnné, které vedly k současnému nastavení pravidel EU v hospodářské oblasti. Analýza těchto událostí rovněž umožňuje srovnání se současnými problémy a poskytuje možnost poučit se při řešení politických a hospodářských problémů v budoucnosti.

Evropané se před ustanovením HMU pokoušeli posílit spolupráci v měnové oblasti hned několikrát, ale bez trvalého úspěchu. Prvním významnějším pokusem o měnovou spolupráci evropských zemí byl systém vzájemně navázaných kurzů (Had v tunelu, po rozpadu bretonwoodského měnového systému pak pouze Had). Systém byl původně zamýšlen jako symetrický, ale v praxi v něm jasně dominovala německá marka. Němci využívali postavení měnově silného státu, vyplývající z jejich konzervativnější monetární politiky, a především z jejich přebytků na BÚ. Většina členských států EHS měla problémy se v systému udržet a ten se kvůli tomu ve druhé polovině 70. let 20. stol. de facto rozpadl (Sychra, 2009).

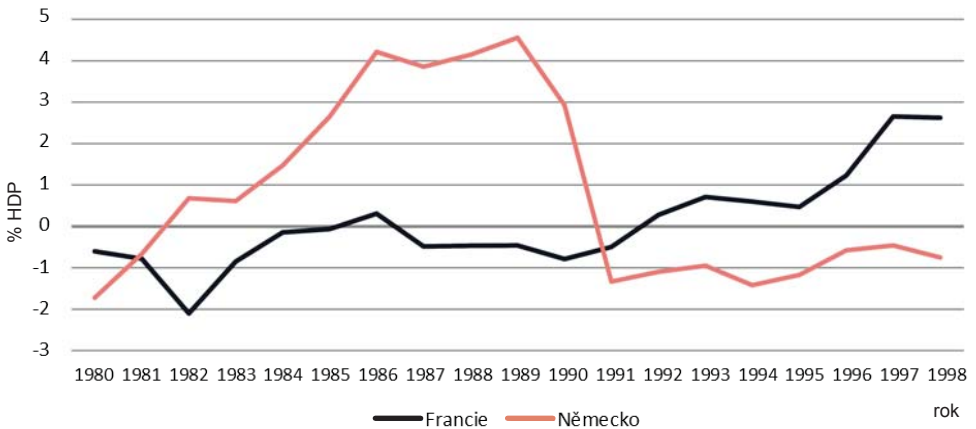
Nový impuls přinesla dohoda mezi francouzským prezidentem Giscard d'Estaingem a německým kancléřem Helmutem Schmidtem, která vedla ke vzniku Evropského měnového systému (EMS) v roce 1979. I jeho součástí byl systém na sebe navázaných kurzů – Mechanismus směnných kurzů (ERM), který měl být kompromisem mezi francouzským a německým přístupem. V původním plánu se hovořilo o povinnosti jak deficitních, tak přebytkových (myšlen BÚ) zemí zasáhnout v případě, že budou překročeny určité indikátory. Tyto indikátory byly součástí tzv. Spouštěcího mechanismu a měly zaručit, že za vyrovnaní nerovnováh budou odpovědny obě strany. Německá centrální banka měla proti takto nastavenému systému velké výhrady, což vedlo k vnitroněmeckému sporu mezi ní a vládou.¹³ Konečná dohoda byla kompromisem. Na jednu stranu byl vypuštěn automatický spouštěcí mechanismus, ale na druhou stranu se v něm stále hovořilo o neomezené míře zahraniční pomoci v rámci systému, zároveň nebyl stanoven žádný limit na čerpání z velmi krátkodobé finanční facility.

12 Mimo výše zmíněné náklady by náš model v budoucnu bylo možné rozšířit i o další, jako např. o náklady porušení norem. Lze uvažovat i o jeho rozšíření na další analytickou úroveň, v tomto případě vnitrostátní konflikt mezi zájmovými skupinami. Vydat se touto cestou nám ale nedovoluje rozsah textu.

13 Kancléř Helmut Schmidt podle svých slov dokonce hrozil změnou zákona o centrální bance (Kennedy 1991, s. 81). Obecně měnová politika země jakožto tradiční výsada národních vlád znamenala pro Bundesbanku vždy největší nebezpečí pro její nezávislost.

Francouzi mohli mít pocit, že dosáhli svého. V rámci tajné vnitroněmecké debaty mezi ministerstvem financí a centrální bankou však bylo dohodnuto, že Bundesbanka bude moci omezit svou pomoc zahraničním partnerům v případě, že vláda nebude schopna dosáhnout dohody o koordinaci hospodářských politik se svými partnery v ES (Eichengreen and Wyplosz, 1993).

Graf 1
Běžný účet k HDP v období let 1980–1998



Zdroj: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>)

Problémy takto stanovené dohody se ukázaly brzy. Nová francouzská vláda socialistického prezidenta Mitterranda se v době hospodářského útlumu v roce 1981 rozhodla pro expanzivní hospodářskou politiku. Naopak nová německá konzervativní vláda vedená kancléřem Kohlem, zvolená v roce 1982, preferovala hospodářskou restrikcí. Dopady zvolených politik na BÚ obou zemí jsou viditelné v grafu 2. Francouzský frank se díky rostoucímu deficitu BÚ dostal pod tlak a Francie ztrácela měnové rezervy. Nová německá vláda odmítla činit nátlak na Bundesbanku, aby splnila závazky vyplývající z dohody o EMS. Mezi zářím 1981 a březnem 1983 byl frank třikrát devalvován, situace došla tak daleko, že francouzská vláda začala zvažovat vystoupení z EMS a dokonce i ES (Sachs and Wyplosz, 1986). Nakonec převážil názor, že ES je politicky příliš cenný projekt a i pouhé vystoupení z EMS by mohlo vážně ohrozit fungování Společné zemědělské politiky, a tudíž i systém evropské solidarity. Francouzi omezili poptávkový stimul, a de facto se tak podřídili německému vedení. Byl přejet německý model zvyšování konkurenceschopnosti skrze omezování růstu mezd a důrazu na nízkou inflaci (Bibow, 2013). Krize na jednu stranu odhalila měnovou spolupráci jako jednu z největších hrozeb evropské integrace. Na druhou stranu ukázala, že státy považují společný integrační projekt za natolik významný, že jsou kvůli němu podstoupit i nemalé oběti. Lekce z let 1981–1983 však nezůstala

zapomenuta a Francie se nadále cíleně snažila o omezení německé moci v měnové politice.

Ještě před vznikem HMU však došlo ke třem podstatným událostem, které mají zásadní vliv na vývoj eurozóny a její současný stav. První bylo uvolnění kapitálových toků, dohodnuté v rámci Jednotného evropského aktu a cíleně prováděné od první fáze budování HMU. Díky volnému pohybu kapitálu od 90. let dochází k novému typu finančních krizí spojených se vznikem bublin cen aktiv, jejich následným splasknutím a s navazujícími problémy bankovního sektoru (Krugman, 1999). Uvolnění toků kapitálu rovněž znamená, že nerovnováhy BÚ mohou být mnohem větší a daleko důležitější roli při jejich vytváření může hrát soukromý sektor.

Druhou událostí byla krize EMS v letech 1992–1993. Francie byla v této době v poměrně dobré hospodářské kondici a dosahovala přebytků na BÚ (viz graf 1). Útoky na frank měly původ v úrokovém diferenciálu mezi Francií a Německem, nikoliv v nerovnováze na BÚ (Eichengreen, 2008, s. 172–178). Výsledkem byly opět rozsáhlé intervence ze strany centrálních bank obou zemí. Situaci mělo vyřešit setkání ministrů zemí EMS v červenci 1993. Obě delegace na něm zaujaly tvrdý postoj a odmítly přizpůsobit svou hospodářskou politiku společnému zájmu (tj. udržení ERM v dosavadní podobě). Výsledkem setkání bylo rozšíření fluktučního pásma ERM, což následně vedlo k oslabení spekulčních tlaků. Frank na určitou dobu výrazně oslabil, což se následně podepsalo na zvýšení exportní výkonnosti země ve druhé polovině 90. let. Německo se naopak vydalo svou tradiční cestou zvyšování konkurenceschopnosti pomocí snižování domácích nákladů. Oba státy si z krize vzaly ponaučení. Francie se přesvědčila, že potřebuje svázat německou monetární moc skrze evropské instituce, Němci začali nekompromisně trvat na konvergenčních kritériích a později na Paktu stability a růstu (Eichengreen, 2008, s. 220–221).

Třetí událostí, která s druhou úzce souvisí, bylo sjednocení Německa. Připojení východních spolkových zemí vedlo k překlopení BÚ země do deficitu přetrvávajícího celá devadesátá léta. Nerovnováhy platebních bilancí v rámci EU tak přestaly na určitou dobu představovat problém, shodou okolností právě v době, kdy docházelo k vytváření měnové unie.

3. Zájmy a pozice Francie a Německa v Hospodářské a měnové unii

Na základě svých vlastních národních strategií a historických zkušeností s dosavadními pokusy v oblasti měnové integrace se jak Francie, tak Německo rozhodly prosadit vznik HMU se společnou měnou euro.

Francouzský model hospodářského rozvoje po druhé světové válce byl založen na poměrně silné roli státu v ekonomice. Vláda se na základě procesu indikativního plánování snažila zajistit soulad jednotlivých cílů hospodářské politiky (Eichengreen, 2007). Francouzské hospodářství dosahovalo po většinu času poměrně solidního hospodářského růstu, jehož základním pilířem byly domácí investice a poptávka, přičemž zvyšování exportu sloužilo primárně k překonávání externích omezení, která

se čas od času materializovala v podobě deficitů na BÚ. Tato externí omezení představovala základní problém pro provádění autonomní francouzské hospodářské politiky. Vedla k několika devalvacím, které kumulativně způsobily, že směnný poměr francouzského franku vůči německé marce propadl mezi lety 1949–1998 z 0,83 na 3,3. Devalvace znamenaly politické ponížení a vzhledem k (primárně) vnitřnímu zaměření francouzské hospodářské politiky a poměrně slabé korporativistické tradici nevedly k trvalému zlepšení externí pozice (Bibow, 2013). Na druhou stranu zvolený model hospodářské politiky znamená, že Francie je relativně málo mezinárodně citlivou a zranitelnou zemí. Její míra otevřenosti obchodu (součet importů a exportů) k HDP dosahovala v roce 2012 47,6% (World Bank, 2014). Francie je jedinou zemí EU, která dosahuje soběstačnosti v produkci všech hlavních zemědělských komodit (Eurostat, 2011), díky rozsáhlé síti jaderných elektráren a tradičním politickým vazbám na své bývalé kolonie má země zajištěny stabilní dodávky elektrické energie a ropy. Vzhledem k důrazu na nezávislý rozvoj domácích technologií není na jiných zemích příliš závislá ani v této oblasti.

O německém vývoji po druhé světové válce se hovoří jako o hospodářském zázraku. Země dosahovala v průměru ještě vyšších hospodářských růstů než Francie, nicméně rostla z mnohem nižší ekonomické základny a při vzniku HMU byla životní úroveň v obou zemích velmi podobná. Němci však zvolili velmi odlišnou strategii hospodářského rozvoje. Země se silnou korporativistickou tradicí a silnou nezávislou centrální bankou dokázala zajistit relativně nižší růst mezd a stabilní cenový vývoj. Cílem bylo zajistit konkurenceschopnost německých produktů na zahraničních trzích, přebytky na BÚ se staly základním kamenem hospodářského růstu, který se až následně odrážel v růstu životní úrovně obyvatelstva (Bibow, 2013). Německé přebytky se však staly trnem v oku nejdříve USA a posléze partnerů v rámci EHS, kteří neustále tlačili na revaluaci měny. Tento vývoj se však nelíbil Bundesbance – marka se stávala oblíbenou mezinárodní rezervní měnou, což omezovalo možnosti této instituce v domácím hospodářství. Revalvace byly navíc velmi negativně vnímány německými průmyslníky, protože podkopávaly jejich konkurenceschopnost na mezinárodních trzích (Henning, 2006, s. 125–127). Kvůli zvolené cestě hospodářského rozvoje je německá ekonomika mezinárodně mnohem citlivější a zranitelnější než francouzská. Míra německého otevření mezinárodnímu obchodu dosáhla 75,7% v roce 2012 (World Bank, 2014), potravinová soběstačnost v základních komoditách dosahuje slušné úrovně (Eurostat, 2011), nicméně zdaleka nedosahuje francouzské, podobně je tomu v energetice. Obě země jsou jednoznačně čistými plátcí do rozpočtu EU (European Commission, 2012).

Z odlišných historických zkušeností Francie a Německa pramení i odlišná očekávání od fungování HMU. Cílem Francie bylo odstranit externí omezení domácí autonomie v hospodářské politice, která v jejích očích pramenila z příliš silného postavení německé marky, při zachování evropského integračního projektu. Za tímto účelem byli Francouzi ochotni skousnout i hořkou pilulku v podobě nezávislé Evropské centrální banky vystavěné podle německého vzoru. Aby si zajistili německý závazek k HMU, svolili i k ustanovení konvergenčních kritérií.

Německým cílem bylo zamezit neustálým tlakům na posilování vlastní měny. Německá politická reprezentace měla nadto ještě jeden cíl, euro se mělo stát nástrojem užší politické integrace, ke které byli němečtí představitelé nakloněni dlouhodobě mnohem více, než jejich francouzští kolegové. Otázka užší koordinace ve fiskální oblasti byla smetena ze stolu z obou stran – Francie se odmítla vzdát suverenity v pro ni naprosto klíčové oblasti rozhodování, Němci se naopak snažili za každou cenu zabránit vzniku transferové unie. Konečnou pojistkou v tomto směru měl být explicitní zákaz financování záchrany členského státu EU evropskými institucemi.

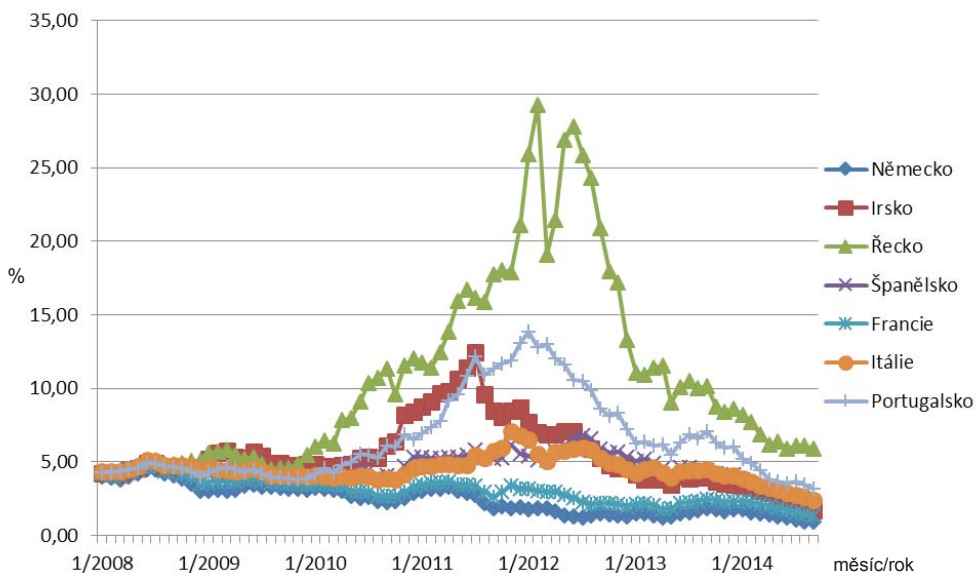
4. Francouzsko-německé vztahy od propuknutí krize

Krize eurozóny propukla naplno v roce 2010, když se ukázalo, že Řecko není bez zahraniční pomoci schopno dostát svým závazkům. Vůdčí silou při řešení krize se od počátku stalo Německo. Plně v souladu se svým pojetím HMU se snažilo předejít problémům s morálním hazardem a zabránit vzniku transferové unie. Francouzské zájmy nebyly bezprostředně ohroženy a reakce Paříže byla z počátku vlažná. Vše se změnilo v roce 2011. V důsledku prohlubující se krize začaly růst spready mezi německými dluhopisy a dluhopisy zemí jižního křídla eurozóny. K překvapení Paříže francouzské dluhopisy následovaly z části spíše osud dluhopisů problémových států než Německa. V důsledku tohoto šoku, a aby posílili své postavení na mezinárodních finančních trzích, se Francouzi nejprve na krátko postavili za své německé sousedy (Inman, 2011).

V Paříži si začali pomalu uvědomovat, že jejich představy o fungování HMU dostaly povážlivé trhliny a že i samotnou Francii může potkat osud podobný státům jižního křídla eurozóny. Reakce na sebe nenechala dlouho čekat. První vlaštovkou bylo rozhodnutí o nákupu dluhopisů problémových zemí ze strany ECB na podzim roku 2012. Její role se měnila postupně. ECB nejprve v roce 2010 zavedla omezený program nákupu dluhopisů (program SMT), od září 2012 se rozhodla přejít na jejich neomezený nákup na sekundárním trhu (program OMT). ECB tak de facto přistoupila ke Smlouvě o EU zakázanému měnovému financování, které však oficiálně provádí pod záminkou udržování měnové stability (Hampl, 2012, s. 710–711). Rozhodnutí ECB o neomezeném nákupu dluhopisů znamená pro Německo zásadní porážku. Němečtí zástupci byli ostře proti tomuto kroku, nicméně země se v tomto případě ocitla v izolaci. Tehdejší prezident ECB Jean-Claude Trichet tvrdil, že rozhodnutí pro nákup dluhopisů bylo učiněno uvnitř instituce bez nátlaku francouzské politické reprezentace, nicméně spekulace na toto téma byly (nikoli překvapivě) velmi rozšířené (van Esch a de Jong, 2011, s. 16).

Graf 2

Výnosy z desetiletých státních dluhopisů (vybrané země eurozóny, měsíční průměry)



Zdroj: Eurostat. EMU convergence criterion series.

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcbym_m&lang=en)

Francouzi si dlouhodobě uvědomovali potencionální nebezpečí, které pro ně nezávislá ECB znamená, a tak od počátku podnikali praktické kroky, které měly její nezávislost de facto omezit. Toho mělo být dosaženo především zvolením vhodných kandidátů do jejího čela. Vše začalo už volbou prvního prezidenta ECB, kdy si Francie (proti všem) prosadila zkrácení mandátu prvního prezidenta ECB Wima Duisenberga a jmenování francouzského kandidáta Tricheta jako jeho nástupce (Shawn, 2004). Bez problémů se neobešlo ani jmenování třetího prezidenta, kdy se kandidát, Němec Axel Weber, ukázal pro Francouze nepřijatelný. Weber se nakonec sám rozhodl na funkci prezidenta nekandidovat, oficiálně proto, že se neztotožňoval s nastoleným směrem monetární politiky ECB. Nahradil jej Ital Mario Draghi, který byl jako kandidát ze země jižního křídla eurozóny pro Francii mnohem přijatelnější. Ani jeho nástup se ale neobešel bez problémů, Paříž si vynutila odstoupení druhého italského člena Výkonné rady ECB Bini Smaghiho, na jehož místo byl dosazen Francouz Benoît Coeuré, a to i přesto, že na podobné požadavky oficiálně neměla žádné právo (van Esch a de Jong, 2011).

Druhým způsobem, jímž se Francie snažila omezit nezávislost ECB, byly neustálé návrhy na vytvoření nějaké formy evropské ekonomické vlády, která by de facto omezila část pravomocí centrální banky. Dosavadní úspěchy Paříže na tomto poli jsou však pouze nepatrné. Na její popud sice došlo v roce 1998 ke vzniku euroskupiny, nicméně všechny snahy o významné posílení jejích pravomocí zatím ztroskotaly.

Zatímco se Francie snažila přetvořit na základě svých představ institucionální fungování eurozóny, byli to Němci, kdo zřetelně určoval obecný směr hospodářské politiky eurozóny a způsobu řešení jejích potíží. Výsledkem byly dvě iniciativy, které mají podle německých představ vyřešit dva hlavní problémy eurozóny – nedostatečnou regulaci finančního sektoru na nadnárodní úrovni a nezodpovědné fiskální politiky národních vlád.

Paříž s Berlínem se rozhodly řešit problémy bankovního sektoru vytvořením bankovní unie. Mezi vládami vznikl spor ohledně financování nákladů na refinancování bank. Konkrétní návrh na vytvoření bankovní unie byl schválen na zasedání Evropské rady v prosinci 2013 a přinesl velké francouzské vítězství, když Německo souhlasilo s vytvořením společného fondu na záchranu evropských bank do roku 2025 (Waterfield, 2013). Vzhledem ke komplikované struktuře rozhodování je ale otázkou, nakolik bude bankovní unie skutečně akceschopná.

Ze všech problémů spojených s fungováním eurozóny si v posledních letech nejvíce pozornosti vysloužila *dluhová krize*, která je specifickým problémem států platících eurem. Jak vyplývá z teoretické diskuze výše, státy dlužící ve vlastní měně problémy se solventností většinou nemívají a hodnocení ratingových agentur pro ně není příliš významné (Fields a Vernengo, 2012, s. 751; Tymoigne a Wray, 2013, s. 41).¹⁴ Do skutečných dluhových problémů se dostaly buď členské státy eurozóny, nebo země, které povolily zadlužení významným sektorům svého hospodářství v zahraniční měně (Lotyšsko, Maďarsko), a narazily tak na reálná vnější omezení, při jejichž překonávání příliš nepomůže ani měnová suverenita země.

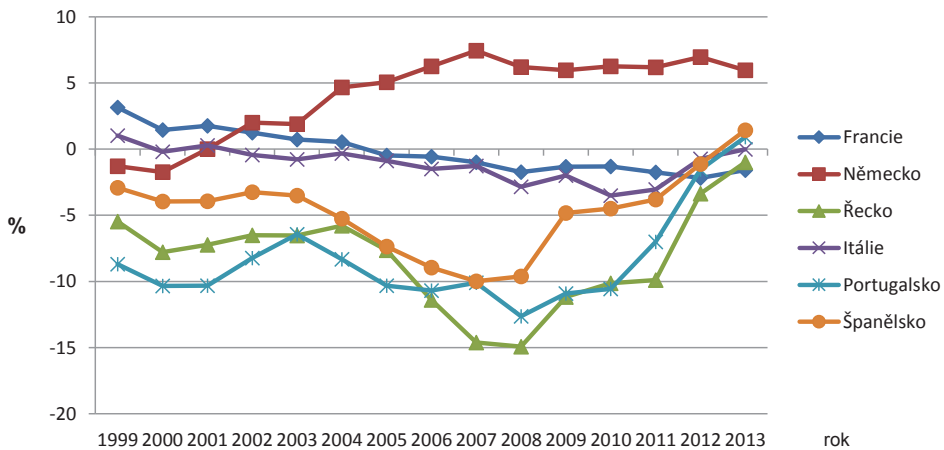
Řešení problémů se ujala EU ve spolupráci s IMF. V EU hrají hlavní roli Evropská komise a Německo. Bylo rozhodnuto o poskytnutí finanční pomoci problémovým státům výměnou za implementaci úsporných opatření. Jako hlavní problém byly v souladu s praxí hospodářské politiky posledních 30 let identifikovány přílišné státní výdaje. V rámci EU byl vytvořen Evropský stabilizační mechanismus (ESM), který byl inkorporován do její právní struktury. Jedná se o trvalou instituci sloužící k poskytování finanční podpory zemím, které mají problémy s financováním svého rozpočtu, nebo zemím s problematickým bankovním sektorem (Eichengreen, 2012, s. 131–133).

Německo v reakci na krizi požadovalo zpřísnění Paktu stability a růstu, což vyústilo v podepsání Fiskálního paktu většinou států EU v roce 2012. Zároveň došlo k provázání nově vzniklého ESM s Fiskálním paktem. Státy s finančními problémy budou mít přístup k prostředkům z ESM pouze v případě, že budou ochotny provést požadované

14 Například úrokové sazby na americké desetileté dluhopisy jsou více než tři roky po snížení ratingu ze strany Standard & Poor's trvale nižší, než byly před tímto snížením. U Japonska je trend ještě výraznější. Rating Japonska byl snížen ze strany hned několika agentur (Standard & Poor's, Fitch, Moody's) a dlouhodobé úrokové sazby přesto vytrvale klesají. Snížení ratingu pro Británii rovněž nepřineslo prakticky žádný efekt. Naopak pro měnově nesuverénní státy (např. státy eurozóny či státy zadlužené v cizí měně) může mít snížení ratingu citelné dopady. Pro důvody snižující se úrokové míry při rostoucím zadlužení státu ve vlastní měně z hlediska postkeynesovské ekonomie viz např. Wray (2012), pro vysvětlení podobného jevu z hlediska nové keynesovské ekonomie viz Krugman (2013).

restriktivní reformy a budou se držet pravidel Paktu. Od začátku finanční krize v roce 2008 se Německo usilovně snaží vnutit především jižnímu křídlu eurozóny čím dál tvrdší omezení jejich rozpočtových pravomocí. Na základě zkušeností s původním Paktem stability a růstu, který se ukázal jako bezzubý, prosadili Němci skrze Fiskální pakt povinnost každého státu přijmout zákony omezující jejich rozpočtové deficity. Francie se k Fiskálnímu paktu staví mnohem chladněji, prezident François Hollande byl ochoten k němu přistoupit až na základě souhlasu Německa s Paktem růstu, který znamená dodatečné investiční výdaje v rámci EU ve výši 130 mld. eur. Z jeho strany se však jedná o velmi rozporuplné vítězství (Volkery, 2012).

Graf 3
Běžný účet k HDP v období let 1999–2013¹⁵



Zdroj: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>)

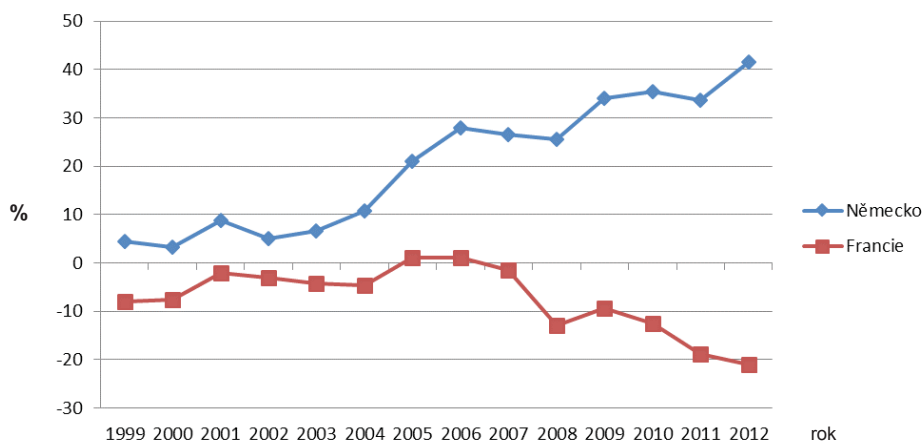
Třetí a nejzásadnější problém, kterému se ale původně nevěnovala dostatečná pozornost, je spojen s *nerovnováhami BÚ* uvnitř eurozóny. Je to poněkud paradoxní uvážíme-li, že nerovnováhy BÚ byly hlavním tématem evropských měnových jednání až do 80. let 20. století. Spory o přebytky na BÚ jsou v mezinárodním systému potenciálně silně konfliktní téma. Není náhoda, že státy, které se dostaly do problémů, měly poměrně vysoké deficity na BÚ a naopak státy, typicky označované za rozpočtově zodpovědné, měly BÚ v přebytku. Německo je na své exportní přebytky hrdé a považuje je za důkaz toho, že jím zvolená cesta je správná. Po ostatních zemích požaduje, aby víceméně přejaly německý způsob řešení, který spočívá ve vnitřní devalvaci – především snížení nákladů práce (Bibow 2013). Naopak státy jižního křídla eurozóny a Francie si stěžují, že nerovnováhy jsou výsledkem neomerkantilistické politiky Německa a nejsou dlouhodobě udržitelné. To proto, že německé přebytky jsou možné jenom do té doby, dokud ostatní země budou schopné a ochotné utrácet.

¹⁵ Data za rok 2013 jsou odhad IMF.

Francie se díky krizi v eurozóně rovněž dostává do problémů. Jak ukazuje graf 2, francouzský BÚ je v deficitu a situace země se pomalu ale trvale zhoršuje. Tento stav do značné míry vyplývá ze zvoleného způsobu řešení krize v eurozóně a z německé reakce na ni. Státy s velkými deficity na svých BÚ musejí vytvářet přebytky, aby byly schopny v minulosti akumulovaný zahraniční dluh vůbec splácet. Jak dokládá graf 3, to se postupně skutečně děje. V kombinaci s úspornými opatřeními však vzniká problém s nedostatečnou agregátní poptávkou uvnitř eurozóny. Uvážíme-li, že Německo dělá všechno možné, aby své přebytky udrželo, musí existovat někdo, kdo „nadbytečnou“ produkci absorbuje. Vzhledem k mírně pozitivnímu vývoji BÚ celé eurozóny je zjevné, že část produkce absorbují státy mimo ni, zbylou část pak státy uvnitř eurozóny, které cíleně neprovozují neomerkantilistické politiky a nemají ještě výrazné problémy se zadlužením, tedy zejména Francie.

Lze předpokládat, že nový socialistický prezident Hollande bude chtít alespoň částečně naplnit svůj program. Jeho otálení s přijetím úsporných opatření ale může vést k dalšímu prohlubování rozpočtových schodků, což v situaci zvyšujícího se salda BÚ může přispět k odlivu peněz ze země (nebo ke zvyšování zahraničního dluhu). Rýsuje se tak obdoba sporu z roku 1982–1983 v nových institucionálních podmínkách. Tato situace je pro eurozónu velmi nebezpečná. Znamená to, že se Francie pomalu dostává do podobných problémů jako ostatní státy jižního křídla HMU. Graf 3 ukazuje čistou mezinárodní investiční pozici Německa a Francie. Dokládá poměrně zřejmou věc, že spolu s přetrvávajícími deficity/přebytky BÚ dochází k situaci, že se z Německa stává významný věřitel, a naopak Francie se zadlužuje. Je potřeba opět připomenout, že pro stát s vysokým zahraničním zadlužením je velmi obtížné generovat dostatečné zdroje pro státní rozpočet bez vytvoření přebytku na BÚ.

Graf 4
Čistá mezinárodní investiční pozice (% k HDP)



Zdroj: Eurostat

(<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tipsii10>)

Paříž se postupně dostává do paradoxní situace. Jejím dlouhodobým cílem v monetární oblasti bylo vytvoření takového měnového systému, ve kterém by žádná země neměla dominantní postavení, a Francie by jí proto nemusela podřizovat svou hospodářskou politiku. Jenže jejímu vedení se díky vzniku eura podařilo odstranit pouze symptom (silnou marku), nikoli vyřešit jádro problému – tendenci Německa k vytváření trvalých přebytků na BÚ. Francie si mohla při krizích v roce 1983 či 1993 vždy vybrat mezi měnovou suverenitou a pokračováním integrace, zvolila si pokračování integrace. Nastavení pravidel HMU podle německých představ se však pro Francii postupně ukazuje jako strategický problém. Je otázka, nakolik bude tato země v případě prohlubování svých potíží ochotná zůstat v systému, který neplní funkci, kvůli kterému jej jako jeden z hlavních aktérů pomohla vytvořit – tj. spoutání Německa. Opuštění eurozóny je však extrémní krok, ke kterému by se země pravděpodobně odhodlala pouze ve zcela extrémních podmínkách (např. skokový a výrazný růst úrokové sazby francouzských státních dluhopisů).

Francouzské kroky v průběhu roku 2013 napovídají, že si země uvědomila podstatu problému a rozhodla se cílevědomě prosazovat kroky, které by vedly ke změně institucionálního nastavení eurozóny a jejího dominantního hospodářského paradigmatu. Ten v současnosti sdílí Německo s Evropskou komisí. Prezident Hollande velmi tvrdě odmítl požadavky Evropské komise na provedení strukturálních reforem ve Francii a vynutil si prodloužení přechodného období pro dosažení 3% deficitu státního rozpočtu. Potvrdil nicméně závazek k vyrovnání strukturální složky státního rozpočtu do roku 2017 (John a Rinke, 2013). Někteří francouzští představitelé otevřeně kritizují měnovou politiku ECB, přičemž jeho kritika má nepříliš dobře skrývaný antiněmecký podtón (Cottle, 2013). Na domácí půdě se však prezident Hollande prozatím přeci jenom rozhodl postupně implementovat hospodářskou politiku podle německého vzoru (Münchau, 2014). Otázkou zůstává, zda je francouzská společnost připravena nést dopady takové hospodářské politiky. Sílicí postavení nacionalistické populistické strany Front National (Národní fronta) je varováním, že obyvatelstvo bude ochotno tolerovat politiku úsporných opatření jen do určité míry.

Německá pozice je paradoxní a schizofrenní zároveň. HMU vytvořená podle německých představ umožnila opětovné nastartování německé exportní lokomotivy. Němci se však chytli do vlastní pasti. Chtějí po ostatních, aby přijali jejich model, který ale může fungovat pouze tehdy, když se jím ostatní neřídí. Pokud se jím totiž řídí, je udržování trvalých přebytků na BÚ uvnitř eurozóny nemožné. Německo nicméně stále trvá na správnosti svého přístupu. Současná situace v EU je o to složitější, že spolu musí spolupracovat konzervativní vláda v Německu a socialistická vláda ve Francii. To je z hlediska dlouhodobého vývoje ta nejhorší možná konstelace. Dosavadní zkušenosti s řešením francouzsko-německých monetárních sporů nám dovolují formulovat následující poznatek. Oba státy mají velké potíže dělat v kritických okamžicích ústupky ve své hospodářské politice. Převažuje tendence jít cestou nejmenšího odporu. V minulosti to bylo rozšíření fluktuálního pásma ERM, v současnosti je to přenesení zodpovědnosti na ECB. Takový přístup na jednu stranu většinou pouze oddaluje

řešení problému, na druhou stranu ale umožňuje získat čas pro nalezení kompromisního řešení. Zásadní rozpor mezi představami obou zemí ale stále přetrvává. Případné vyostření sporu lze očekávat zvláště v případě, kdy se Francii nepodaří výrazněji snížit deficity státního rozpočtu a nedostaví se vnější impulz, který by pomohl její ekonomiku oživit.

Scénáře budoucího vývoje

V souladu s teoretickou perspektivou představenou v úvodu článku jsme se rozhodli představit možné scénáře budoucího vývoje. Hlavním kritériem při tvorbě scénářů byla konvergence či divergence zájmů Francie a Německa na základě jejich reálných omezení, tj. na základě vývoje francouzského BÚ.

První skupina scénářů počítá s konvergencí zájmů obou zemí. Jedním ze způsobů jak toho dosáhnout je přizpůsobení Francie a vyrovnání jejího BÚ skrze zavedení politiky úsporných opatření vedoucí ke zvýšení konkurenceschopnosti země. Na základě zkušeností s podobnými politikami ve státech jižního křídla eurozóny lze očekávat, že je bude doprovázet hospodářský pokles a rostoucí nezaměstnanost, což se ve Francii neobejde bez prudké odezvy společnosti. Úspěch této politiky je proto málo pravděpodobný, i když se podle dostupných informací jedná o v současnosti preferovanou alternativu v obou zemích. Další cestou k urovnání vzájemných sporů je vyrovnání vzájemných nerovnováh s pomocí německého poptávkového stimulu. Tento scénář je vzhledem k dominanci konzervativních sil v současné německé vládě krajně nepravděpodobný. Posledním z konvergenčních scénářů je vytvoření transferové unie. Německo se tomuto kroku vehementně brání, nicméně dohoda o bankovní unii naznačuje, že ústupky v tomto směru nejsou zcela vyloučeny. Navíc již částečné odpuštění řeckého dluhu bylo de facto transferem.

Tabulka 1
Scénáře

| | |
|--------------------------|---|
| Konvergence zájmů | Přizpůsobení Francie skrze úsporná opatření |
| | Přizpůsobení Německa skrze poptávkový stimul |
| | Zavedení vyrovnávacích transferů |
| Status quo | Vnější poptávkový stimul |
| | Udržování výše francouzských deficitů s pomocí kombinace opatření |
| | Využití role ECB, nárůst německých pohledávek |
| Divergence zájmů | Německo odmítne další nárůst pohledávek |
| | ECB odmítne financovat deficity francouzského BÚ |
| | Francie/Německo se rozhodnou vystoupit z eurozóny |

Zdroj: vlastní zpracování

Druhá skupina scénářů počítá se zachováním statutu quo bez toho, aby některá ze zemí musela zásadně přizpůsobit svou hospodářskou politiku. První způsob, který často dopomohl k vyřešení evropských hospodářských problémů v minulosti, je vnější poptávkový stimul. Tradičně se této role ujímají USA, v současnosti se jako možný kandidát jeví i Čína. Je však otázkou, nakolik výrazný tento poptávkový stimul bude v situaci, kdy se USA snaží snižovat svůj rozpočtový deficit a v Číně dochází ke zpomalování hospodářského růstu. Druhým způsobem udržení současného stavu je zavádění ad hoc opatření, jako např. Hollandem vyjednaný Pakt růstu, který se má sestávat z dodatečných investic ve výši 130 mld. ze strukturálních fondů a Evropské investiční banky na oživení evropské ekonomiky (Volkery, 2012). Třetí cestou je nákup francouzských dluhopisů ze strany ECB či kumulace pohledávek za Francií ze strany Bundesbanky podobně, jak se tomu stalo v případě jižního křídla eurozóny.¹⁶ V souladu se státní/kreditní teorií peněz je tímto způsobem technicky možné pokračovat donekonečna. Tuto skutečnost si uvědomují i některé soukromé banky (Garber, 2010, s. 3). Lze však předpokládat, že Němci budou na takový vývoj reagovat s krajní nelibostí.

Poslední, v současné situaci málo pravděpodobný scénář počítá s rozpadem eurozóny. Může se tak stát na základě rozhodnutí Německa, které odmítne další akumulaci pohledávek za ostatními členy HMU, přičemž ale nebude schopno prosadit změnu jejich hospodářských politik. Druhým důvodem může být nárůst francouzských úrokových sazeb a následné rozhodnutí ECB nekompromisně podmínit své další financování země změnou francouzské politiky, které se země nepodvolí. Jak jsme již avizovali výše, Francie má v tomto případě poměrně silnou výchozí pozici díky své relativně nízké mezinárodní citlivosti a zranitelnosti. Samozřejmě se může stát, že Francie či Německo se rozhodnou opustit eurozónu i na základě jiných důvodů, než jsou zde zmíněny. Nelze ani vyloučit, že se pro odchod z eurozóny rozhodne některá z dalších členských zemí jižního křídla (Itálie). Nicméně až odchod Francie či Německa by pro eurozónu představoval skutečně existenciální hrozbu.

Závěr

Z dosavadní historie evropské integrace lze usoudit, že socializace v rámci evropských struktur postoupila natolik, že státy jsou ve snaze o zachování EU ochotny podstoupit nemalé oběti. Nicméně nezodpovězenou otázkou zůstává, zda tato socializace je již tak daleko, že francouzská politická reprezentace a společnost budou ochotny podstoupit scénář hospodářského přizpůsobení, kterým procházejí státy jižního křídla eurozóny. Francie si pravděpodobně buď na Německu, nebo v rámci evropských struktur vynutí další ohnutí pravidel, které jí umožní se takovému přizpůsobení vyhnout.

16 Tyto pohledávky jsou velmi dobře patrné z vývoje účtů jednotlivých centrálních bank v mezibankovním platebním systému EU TARGET2 (viz Euro Crisis Monitor, 2014).

V případě, že se Německu podaří vnutit zbytku eurozóny vlastní ekonomický model, je potřeba počítat s globálními dopady takovéto politiky. Přebytek jedné ekonomiky na BÚ nutně musí znamenat deficit (a zadlužování) jiných. Spojené státy již daly Německu najevo svou nelibost ohledně jeho současné neomerkantilistické politiky (Parkin a Donahue, 2013). Je navíc otázkou, zda například asijské státy budou ochotny na neomerkantilistickou hru ze strany celé EU přistoupit, zvláště po velmi negativních historických zkušenostech s evropskými merkantilistickými politikami.

Pokud se Francie rozhodne vynutit si zásadní restrukturalizaci současné podoby eurozóny, jsou možné dvě hlavní cesty dalšího vývoje: První je větší federalizace Evropy, v jejímž rámci Německo bude muset souhlasit s nějakou formou transferové unie umožňující existenci dlouhodobých nerovnováh na BÚ zemí eurozóny. Druhou alternativou je rozvolnění současné úrovně spolupráce, za extrémních podmínek nelze vyloučit ani úplný rozpad eurozóny. Možnou předzvěstí takového vývoje je současná maďarská hospodářská politika, která je cíleně zaměřená na snížení závislosti země na EU a zvýšení autonomie vlastního hospodářského rozhodování. Úsilí jedné země o zvýšení vlastní suverenity v hospodářských záležitostech nemusí v mezinárodním prostředí ještě nutně vyvolávat zásadní napětí, francouzské rozhodnutí vydat se touto cestou by však mohlo vyvolat systémovou změnu nebezpečně připomínající Evropu 30. let 20. století.

Literatura

- ALSOPP, C.; VINES, D. 2005. The Macroeconomic Role of Fiscal Policy. *Oxford Review of Economic Policy*. 2005, Vol. 21, No. 4, pp. 485–508.
- AMADEO, K. 2014. Who Owns the U. S. National Debt? *Aboutnews*. [cit. 2014-10-27] (<http://useconomy.about.com/od/monetarypolicy/ff/Who-Owns-US-National-Debt.htm>).
- BELL, S. 2001. The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*. 2001, Vol. 25, No. 2, pp. 149–163.
- BIBOW, J. 2013. On the Franco-German Euro Contradiction and Ultimate Euro Battleground. *Contributions to Political Economy*. 2013, Vol. 32, No. 1, pp. 127–149.
- COHEN, B. 2006. The Macrofoundations of Monetary Power. In: ANDREWS, David (ed.). *International Monetary Power*. Ithaca and London: Cornell University Press, 2006, pp. 31–50.
- COTTLE, D. 2013. France Has Never Liked Its Euro Too Strong. *The Wall Street Journal*. [cit. 2014-10-27]. (<http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/10/23/france-has-never-liked-its-euro-too-strong/>).
- Department of Finance Canada (2011). *Evaluation of the Debt Auction Process*. [cit. 2014-10-27]. (www.fin.gc.ca/treas/evaluations/edap-epatd01-eng.asp#09).
- EICHENGREEN, B. 2008. *The European economy since 1945: coordinated capitalism and beyond*. Princeton N. J.: Princeton University Press, 2008.
- EICHENGREEN, B. J. 1998. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton N. J.: Princeton University Press, 1998.
- EICHENGREEN, B. 2012. European monetary integration with benefit of hindsight. *JCMS: Journal of Common Market Studies*. 2012, Vol. 50, No. S1, pp. 123–136.
- EICHENGREEN, B.; SACHS, J. 1985. Exchange rates and economic recovery in the 1930s. *Journal of Economic history*. 1985, Vol. 45, No. 4, pp. 925–46.
- EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C.; BRANSON; W. H.; DORNBUSCH, R. 1993. The unstable EMS. *Brookings papers on economic activity*. 1993, Vol. 24, No. 1, pp. 51–143.

- EUROSTAT. 2011. *From farm to fork-food chain statistics*. [cit. 2014-10-27]. (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/From_farm_to_fork_-_food_chain_statistics).
- FIELDS, D.; VERNENGO, M. 2012. Hegemonic currencies during the crisis: The dollar versus the euro in a Cartalist perspective. *Review of International Political Economy*. 2012, Vol. 20, No. 4, pp. 740–759.
- EUROPEAN COMMISSION. 2012. *EU budget 2012. Financial Report*. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012.
- GILPIN, R. 2011. *Global political economy: Understanding the international economic order*. Princeton N. J.: Princeton University Press, 2011.
- GOODHART, C. A. 1998. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*. 1998, Vol. 14, No. 3, pp. 407–432.
- GODLEY, W. 1992. Maastricht and All That. *London Review of Books*. 1992, Vol. 14, No. 19, pp. 3–4.
- GRIECO, J.; POWEL, R.; SNIDAL, D. 1993. The Relative-Gains Problem for International Cooperation. *The American Political Science Review*. 1998, Vol. 87, No. 3, pp. 729–743.
- GUZZINI, S. 1998. *Realism in International Relations and International Political Economy: the continuing story of a death foretold* (Vol. 6). Taylor & Francis, 1998.
- HAMPL, M. 2012. Evropská měnová integrace a postavení jejího bývalého hegemonu. *Politická ekonomie*. 2012, Vol. 60, No. 6, pp. 707–722.
- HELLER, G.; MARSH, S. 2013. Germany rejects U. S. criticism of export reliance. *Reuters*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.reuters.com/article/2013/10/31/us-germany-usa-trade-idUSBRE99U0M920131031>).
- HENNIG, R. 2006. The Exchange-Rate Weapon and Macroeconomic Conflict. In ANDREWS; D. (ed.). *International Monetary Power*. Ithaca and London: Cornell University Press, 2006. 117–138 pp.
- INGHAM, G. 2004. *The Nature of Money*. Cambridge: Polity Press, 2004.
- INMAN, P. 2011. Eurozone crisis threatens to spread to France as Paris is warned over its debts. *The Guardian*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.theguardian.com/business/2011/nov/10/eurozone-crisis-threat-to-france>).
- INNES, M. 1913. What is money? *The Banking Law Journal*. 1913, Vol. 30, No. 5, pp. 377–408.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2013. *World Economic Outlook Database*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>).
- ITO, T. 2014. BOJ Becomes Top Holder of Japan Government Bonds. *Wall Street Journal*. [cit. 2014-10-27]. (<http://online.wsj.com/articles/boj-becomes-biggest-japan-government-bondholder-1403077610>).
- JÍLEK, J. 2013a. *Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk*. Praha: GRADA, 2013.
- JÍLEK, J. 2013b. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: GRADA, 2013.
- JOHN, M; RINKE A. 2013. Germans irked as Hollande says EU cannot dictate French reforms. *Reuters*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.reuters.com/article/2013/05/30/us-france-germany-idUSBRE94T0WE20130530>).
- KENNEDY, E. 1991. *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System*. London: Royal Institute of International Affairs, 1991.
- KEOHANE, R.; NYE, J. 2001. *Power and Interdependence*. New York: Longman, 2001.
- KEYNES, J. M. 1971. *A Treatise on Money in Two Volumes, 1. The Pure Theory of Money*. London: Macmillan and St Martin's Press for the Royal Economic Society, 1971.
- KNAPP, G. F. 1924. *The State Theory of Money*, abridged and translated by H. E. Batson, London, Routledge & Kegan Paul, 1924.
- KODEROVÁ, J.; SOJKA, M.; HAVEL, J. 2008. *Teorie peněz*. Praha: ASPI, 2008.

- KORDA, J. 2011. Monetární nerovnováha v teorii endogenních peněz. *Politická ekonomie*. 2011, Vol. 59, No. 5, pp. 680–705.
- KREGEL, J. A. 1999. Currency stabilization through full employment: Can EMU combine price stability with employment and income growth? *Eastern Economic Journal*. 1999, Vol. 25, No. 1, pp. 35–47.
- KREGEL, J. 2008. The discrete charm of the Washington consensus. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2008, Vol. 30, No. 4, pp. 541–560.
- KRPEC, O.; HODULÁK, V. 2012. *Evropa ve světové ekonomice*. Brno: Masarykova Univerzita, 2012.
- KRPEC, O.; HODULÁK, V. 2013. Konkurenceschopnost národních ekonomik – kritická reflexe konceptu. *Politická ekonomie*. 2013, Vol. 61, No. 6, pp. 752–770.
- KRUGMAN, P. 1999. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*. 1999, Vol. 6, No. 4, pp. 459–472.
- KRUGMAN, P. 2013. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises. *14th Jacques Polak Annual Research Conference*. Washington: International Monetary Fund, 2013.
- LAVIOE, M. 2013. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism. *Journal of Economic Issues*. 2013, Vol. 47, No. 1, pp. 1–32.
- LERNER, A. 1943. Functional finance and the federal debt. *Social Research*. 1943, Vol. 10, No. 1, pp. 38–51.
- MCLEAY, M.; RADIA, A.; THOMAS, R. 2014. Money creation in the modern economy. *Quarterly Bulletin*. 2014, Vol. 54, No. 1, pp. 14–27.
- MOORE, B. 1998. Accommodation to accommodationism. *Journal of Post Keynesian Economics*. 1998, Vol. 21, No. 1, pp. 175–178.
- MÜNCHAU, W. 2014. The real scandal is France's stagnant economic thinking. *Financial Times*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0a469808-7f6e-11e3-b6a7-00144feabdc0.html>).
- OSNABRÜCK UNIVERSITY. 2012. *Central Bank Balance Sheets in the Euro Area* (<http://www.eurocrisismonitor.com/>).
- PARKIN B; DONAHUE P. 2013. IMF Backs U. S. Treasury in Criticizing German Exports. *Bloomberg*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.bloomberg.com/news/2013-10-31/germany-strikes-back-at-u-s-criticism-over-economic-policy.html>).
- PETTINGER, P. 2013. Who Owns UK Debt? *Economicshelp*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.economicshelp.org/blog/1407/economics/who-owns-government-debt/>).
- ROBINSON, J. 1938. The Economics of Inflation. *The Economic Journal*. 1938, Vol. 48, No. 191, pp. 507–513.
- SACHS, J.; WYPLOSZ, CH. 1986. The Economic Consequences of President Mitterand. *Economic Policy*. 1986, Vol. 1, No. 2, pp. 261–322.
- SHAWN, D. 2004. *Reshaping Economic and Monetary Union: membership rules and budget policies in Germany, France and Spain*. Manchester, New York: Manchester University Press, 2004.
- SMITHIN, J. 2003. *Controversies in Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.
- SOJKA, M. 2010. Monetární politika Evropské centrální banky a její teoretická východiska pohledem postkeynesovské ekonomie. *Politická ekonomie*. 2010, Vol. 52, No. 1, pp. 3–19.
- SYCHRA, Z. 2009. *Jednotná evropská měna*. Brno: Masarykova Univerzita, 2009.
- TCHERNEVA, P. 2011. Bernanke's paradox: can he reconcile his position on the federal budget with his recent charge to prevent deflation? *Journal of Post Keynesian Economics*. 2011, Vol. 33, No. 3, pp. 411–433.
- TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. 2013. Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. [Working Paper No. 778]. Levy Economics Institute of Bard College, 2013.
- VAN ESCH, F.; DE JONG, E. 2011. *Culture Matters: French-German Conflicts on European Central Bank Independence*. (No. 11–23).

- VOLKERY, C. 2012. Window Dressing for Hollande: The Empty Promise of Europe's 'Growth Pact'. *Spiegel Online*. [cit. 2014-10-27]. (<http://www.spiegel.de/international/europe/the-eu-s-new-growth-pact-a-841243.html>).
- WATERFIELD, B. 2013. EU agrees 'general' principles of banking union. *The Telegraph*. (<http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/eu/10527089/EU-agrees-general-principles-of-banking-union.html>).
- WEIDMANN, J. 2012. *Money Creation and Responsibility*. Speech at the 18th colloquium of the Institute for Bank-Historical Research (IBF) in Frankfurt [cit. 2014-10-27]. (http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2012/2012_09_20_weidmann_money_creation_and_responsibility.html).
- WORLD BANK. 2014. *Merchandise trade (% of GDP)*. [cit. 2014-10-27]. (<http://data.worldbank.org/indicator/TG.VAL.TOTL.GD.ZS>)
- WRAY, R. 2012. *Modern Money Theory*. New York: Palgrave MacMillan, 2012.

FRANCO-GERMAN MONETARY RELATIONS – TENSIONS BUILT INTO THE EUROZONE CORE

Vladan Hodulák, Oldřich Krpec, Masaryk University, Faculty of Social Studies, Department of International Relations and European Studies, Joštova 10, CZ – 603 00 Brno (vlod@mail.muni.cz, krpec@mail.muni.cz)

Abstract

This paper discusses the thesis that the main danger for eurozone survival does not lie in the areas that most economists have focused on; that is, it lies neither in insufficient regulation of the financial sector (banking union) nor in fiscal irresponsibility of the European governments (fiscal compact). The eurozone technically has unlimited financial resources at its disposal to solve its recent financial problems, but the potential threats are rather of a political origin. The most important challenges are the distinct expectations that the strongest European economies harbored before the foundation of the eurozone. The French sought to gain more autonomy in the conduct of their domestic economic policy, which had been impeded by external constraints, particularly exacerbated by German monetary policy. The German goal was to prevent permanent upward pressure on their currency, which had been undermining their export-led economic model. These distinct expectations did partly influence the institutional arrangement of the Economic and Monetary Union. However, the essence of the Franco-German conflict has not been adequately addressed and we hold that the eurozone in its current setting is not able to fully resolve it. That being said, the ECB can employ means that could allow it to postpone the solution for a very long time.

Keywords

France, Germany, monetary policy, eurozone, monetary integration

JEL Classification

E42, E52, F55, F59