

PERSPEKTIVA EMU A OČEKÁVANÉ PŘIJETÍ EURA  
PRŮZKUM NÁZORŮ ANALYTIKŮ

2014

## Shrnutí

Letošního průzkumu se zúčastnilo osm domácích a dva zahraniční analytici. Z výsledků šetření vyplývá, že dluhová krize vzbudila nedůvěru v odolnost a fungování EMU. Analytici vnímají reakce vrcholných politiků EMU jako pomalé a nedostatečné, přičemž pozornost je soustředěna více na následky a nikoli na příčiny dluhové krize, obavy z jejího návratu tak rozhodně nejsou zcela zažehnány. Na další prohlubování integrace EU mají analytici rozdílné názory. Měnová politika ECB je podle většiny analytiků adekvátně nastavená a její další uvolnění velmi pravděpodobné.

Nadpoloviční většina analytiků si myslí, že nová vláda přijetí eura výrazně neurychlí a se stanovením konkrétního data vstupu ČR do EMU bude spíše nadále vyčkávat. Intervence na devizovém trhu sice rozpoutaly velké diskuze, nicméně na načasování přijetí eura v ČR vliv podle většiny analytiků mít nebudou. Zároveň panuje přesvědčení, že v současné chvíli ekonomické výhody vstupu ČR do EMU nepřevažují nad nevýhodami. Navzdory tomu téměř všichni respondenti věří, že se v ČR nakonec eurem přece jen platit bude. K zintenzivňování tempa příprav však nevidí důvod. Připojení ČR k EMU analytici v průměru očekávají v roce 2019, ovšem i tento termín je zatížen spoustou rizik, a to jak na straně ČR, tak i EMU.

Letošního průzkumu očekávaného přijetí eura v ČR se zúčastnili:

David Navrátil z České spořitelny  
Jan Vejmělek z Komerční banky  
Pavel Sobíšek z UniCredit Bank  
Helena Horská z Raiffeisenbank  
Petr Dufek z ČSOB  
Petr Sklenář z J&T  
Jan Kudláček z AXA investiční společnosti  
Tomáš Holinka z Moody's Analytics  
Nicolaie Alexandru z JP Morgan  
Katya Kocourek z Economic Intelligence Unit

V Praze dne 9. 4. 2014

## Dluhová krize a perspektiva EMU

### *Zpochybnila dluhová krize fungování EMU?*

**Mezi dotázanými analytiky převažuje přesvědčení, že dluhová krize znejistila, či dokonce odhalila nedostatečné fungování EMU jako takové.** Podle některých názorů EMU nenaplnuje parametry optimální měnové oblasti.

Navíc dluhová krize ukázala neschopnost EMU flexibilně a dostatečně rychle řešit její příčiny. Místo toho došlo ke zvýšení tlaku na politickou soudržnost a hlubší integraci, především u centrálních institucí např. ECB.

### *Reakce na dluhovou krizi*

**Mnozí analytici považují dosud přijatá opatření za nedostatečná, aby dokázala zabránit další eskalaci dluhových problémů.** Například není zcela vyřešena otázka řeckého dluhu a zadlužení v dalších jihoevropských zemích je stále příliš velké. Země s vysokou mírou zadlužení by mohly benefitovat na odpouštění dluhů. Naproti tomu si někteří analytici myslí, že mocné státy odmítají nést „společenskou“ odpovědnost a nestojí o hlubší integraci. Proto nelze vyloučit, že v případě dalšího propadu evropské ekonomiky do recese se dluhová krize nevrátí.

Proreformní kroky, které se dosud podařilo prosadit, jsou spíše považovány za polovičaté. Navíc **místo důsledného vymáhání dosud velmi laxně respektovaných pravidel došlo k tvorbě řady dalších regulací a omezení.**

**Za zásadní rizikové faktory tak je považovaná stabilita bankovního sektoru a nutnost strukturálních změn.** Někteří analytici pokládají za nezbytné oddělit rizika vlád od rizik bankovního sektoru, dobudovat bankovní unii, zřídit společné pojištění vkladů a dále vytvořit fiskální případně politickou unii, jinak se EMU své náchylnosti k dluhové krizi nezbaví. K dlouhodobé udržitelnosti bude také zásadní zachovat konkurenceschopnost na světových trzích, a tedy realizovat významné strukturální reformy, které by zlepšily produktivitu práce, posílily investice na výzkum, udržely rozpočtovou kázeň, omezily štedrý sociální systém a potlačily dlouhodobou nezaměstnanost.

### *Je dluhová krize definitivně pryč?*

V otázce, zda hrozí, že by se mohla dluhová krize vrátit, se pohled respondentů značně rozchází. Zatímco menší část z nich považuje dluhovou krizi za definitivně zažehnanou, jejich **větší část připouští, že sice bezprostředně zažehnaná je, ovšem v delší budoucnosti, případně v pozměněné podobě, její návrat stále hrozí.**

### *Hlubší integrace v Evropě – ano či ne?*

Z pohledu propojení finančního sektoru a ekonomické provázanosti **působila krize podle některých názorů spíše dezintegračně,** jelikož narůstá ekonomická divergence mezi severními a jižními členskými zeměmi EMU. Někteří analytici si také myslí, že **přispěla ke snížení atraktivnosti zavedení eura v členských zemích EU, které s ním dosud neplatí.**

Většina respondentů se shodne na tom, že EMU je na jednotnou měnovou politiku příliš heterogenní. Nabízí se několik variant řešení, buďto EMU rozpustit a vrátit se k původním národním měnám nebo zvážit koncept dvourychlostní Evropy anebo dále posílit integrační proces směrem ke společné fiskální politice.

**Obhájci hlubší integrace** a současného přístupu tvrdí, že Brusel zvolil třetí variantu, proto se z pohledu zachování EMU vydal správnou cestu. Navíc integrační proces pokročil příliš daleko a už není cesty zpět. Další prohlubování integrace přinese větší odolnost EMU jako celku, lepší mobilitu práce, společnou fiskální politiku, zároveň ale zvýší finanční toky od bohatších zemí k chudším. Samotné tempo však může být limitováno nechutí širší veřejnosti příliš rychle přenášet kompetence do centra.

Naproti tomu **kritici současného přístupu** si myslí, že současný způsob prohlubování integrace nejde správným směrem, protože neřeší problém vnitřní heterogenity, ale více se soustředí na zmírnění jejich negativních projevů. Z toho důvodu by mělo nejdříve dojít k odstranění strukturálních odlišností, aby nadále nepokračoval dosavadní kostrbatý vývoj bez jasné vize doprovázený neustálým pocitem křivdy, že každý člen doplácí na ty ostatní. EMU by měla dále usilovat o posílení atraktivnosti v očích členských zemí EU, které dosud eurem neplatí (např. Česká republika nebo Polsko), tak aby měly motivaci společnou evropskou měnu brzy přijmout.

### Aktuální přístup ECB

**Oprostíme-li se od základního problému**, že společná měnová politika nemůže najednou vyhovovat všem zemím, které netvoří optimální měnovou zónu, a že je značně ovlivněna US Fedem, **pak je aktuální politika ECB převážně považována za nastavenou adekvátně vzhledem k současné a předpokládané budoucí hospodářské situaci v EMU**. Někteří analytici ji ale chápou mírně vychýlenou směrem k podpoře problémových zemí. K celkovému efektivnímu fungování měnové politiky je však potřeba účinná úvěrová transmise, která je momentálně podle některých názorů zamrzlá.

Přibližně polovina dotázaných analytiků spatřuje další uvolnění měnové politiky za potřebné či pravděpodobné, ovšem s ohledem na odlišné podmínky v jednotlivých zemích by někteří z nich místo snížení klíčové úrokové sazby, které stejně nepřinese potřebný efekt, spíše upřednostnili nestandardní nástroje<sup>1</sup>.

## Přistoupení ČR k EMU

Jen malá část analytiků předpokládá, že kabinet B. Sobotky a kroky více eurooptimisticky laděného prezidenta, který jmenuje proevropsky smýšlející členy bankovní rady ČNB, urychlí přípravy na vstup ČR do EMU. **Naopak nadpoloviční většina žádnou změnu tempa příprav v průběhu tohoto volebního období nepředpokládá.**

S ohledem na více evropsky orientovaný přístup současné vlády se rétorika ve vztahu k EU určitě změní, přestože nejde o její prioritu. Otázka zavedení eura bude pravděpodobně znovu otevřena a samotné připojení ČR k EMU získá jasnější kontury, nicméně vzhledem ke značně populistickému charakteru současné vlády může být značnou překážkou právě euroskeptismus, který je v české společnosti silně zakořeněný. **Vláda tak bude pravděpodobně nadále vyčkávat.**

Ať už si analytici myslí, že se přípravy na zavedení eura zrychlí či ne, v drtivé většině předpokládají, že v tomto volebním období o vstupu do EMU rozhodnuto nebude, tedy koruna nevstoupí do režimu ERM II a nebude ani stanoven žádný konkrétní termín, ačkoliv intenzivní debata o tom zaručeně probíhat bude.

<sup>1</sup> Například nástroje na podporu úvěrové emise v zemích čelících credit crunch.

## Dopad devizových intervencí na načasování vstupu ČR do EMU

I když si někteří analytici myslí, že intervence ČNB na devizovém trhu vyvolaly diskuzi směřující k urychlení vstupu ČR do EMU a tendence vzít tak centrální bance tento měnově politický nástroj, většina z dotázaných respondentů se domnívá, že fakticky žádný dopad na načasování vstupu ČR do EMU mít nebudou. Proces přijetí eura je totiž dlouhodobý a stále ještě zůstává hudbou poměrně vzdálené budoucnosti.

Objevil se také názor, že samotná potřeba uskutečnění intervencí je argumentem proti přijetí eura, jelikož použití kurzu jako nástroje měnové politiky nebude v EMU pochopitelně možné.

## Ekonomická výhodnost připojení ČR k EMU

**Většina dotázaných analytiků je přesvědčena, že v současné chvíli nepřevažují ekonomické výhody vstupu České republiky do EMU nad nevýhodami.** Opačný názor mají jen dva analytici, což je o jednoho více než v loňském šetření.

## Je třeba zintenzivnit přípravu na vstup ČR do EMU?

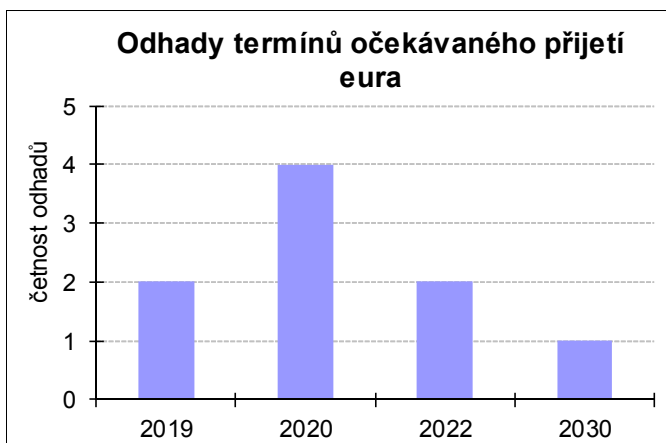
Stejní dva analytici si zároveň myslí, že by ČR měla v současné době zintenzivnit přípravu na zavedení společné evropské měny. Přitom jeden z nich říká, že zájmem ČR by nemělo ani tak být co nejrychlejší přijetí eura, ale spíše celková připravenost, abychom (v momentě pozitivních výsledků referenda Velké Británie o setrvání v EU) nezaostávali za jinými zeměmi usilujícími o vstup do EMU. Důraz by měl být také kladen na přípravu celkového rámce, na základě kterého by si domácnosti i firmy správně vytvářely očekávání ohledně budoucího přijetí eura. **Všichni ostatní analytici jsou opačného názoru a ke zintenzivňování příprav na zavedení eura žádnou potřebu nevidí.**

## Bude se v ČR vůbec někdy eurem platit?

**Téměř všichni dotázaní analytici věří, že se v Česku nakonec eurem přeci jen platit bude,**<sup>2</sup> ovšem odhadovaná doba přijetí společné evropské měny byla opět odsunuta. Neoptimističtější z dotázaných odhadují, že k tomu dojde v roce 2019, naopak nejpesimističtější scénář pak počítá až s rokem 2030. Průměrný očekávaný termín<sup>3</sup> přijetí se oproti loňskému roku posunul o dva roky do budoucnosti, a to na rok 2021. Dosavadní a relativně stabilní šestiletý časový horizont (od okamžiku šetření) se tak právě díky jednomu extrémně pesimistickému názoru rozšířil na sedm let.

Očekávaný termín přijetí eura v ČR <sup>3</sup>	
min	2019
průměr	2021
max	2030
Předpokládaný konverzní poměr (EUR/CZK)	
min	20,00
průměr	22,93
max	26,50

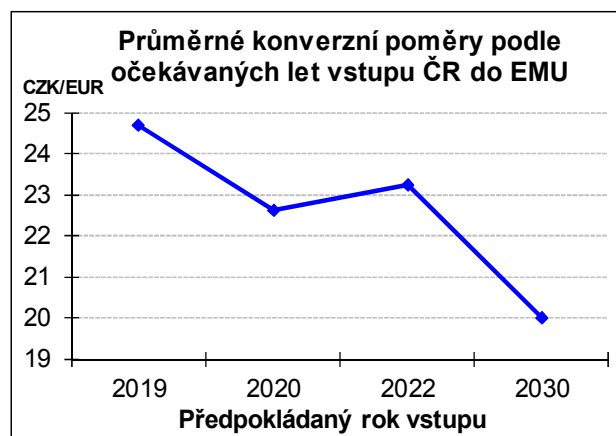
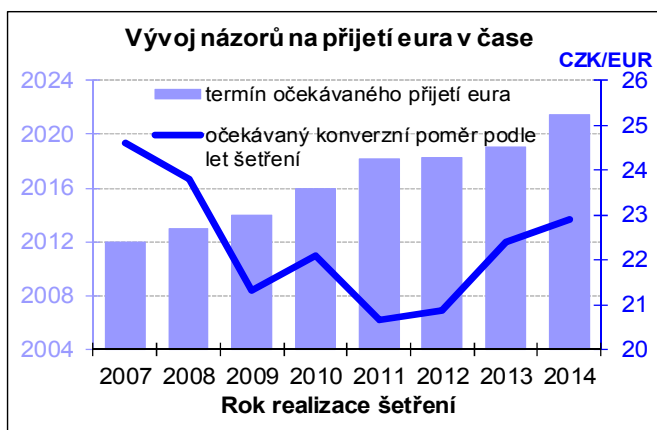
\*min konverzní poměr = nejsilnější očekávaný kurz EUR/CZK



<sup>2</sup> Opačný názor má pouze jeden analytik.

<sup>3</sup> Do výpočtu nebyl zahrnut názor analytika, který si myslí, že se eurem v ČR nikdy platit nebude.

**Navzdory výraznému oslabení kurzu koruny na devizovém trhu zaznamenal očekávaný konverzní poměr pro přepočtení korunových cen do eurových jen překvapivě malou změnu.** V loňském roce, kdy se aktuální kurz na devizovém trhu pohyboval okolo 25,7 CZK/EUR a analytici v průměru předpokládali vstup do EMU v roce 2019, jeho hodnota činila **22,40 CZK/EUR**, zatímco letos, kdy se aktuální kurz na trhu pohybuje okolo 27,4 CZK/EUR a analytici odhadují připojení ČR k EMU v roce 2021, představuje průměrná hodnota předpokládaného konverzního poměru **22,93 CZK/EUR**.



### Rizika přijetí eura

Rizik, která by mohla oddálit vstup ČR do EMU, je celá řada. **Na straně ČR je v politické rovině** zmiňována nerozhodnost a částečný euroskeptismus politiků, jejich neshody na řešení klíčových problémů, politická nestabilita reprezentovaná častou změnou vlád či prozatím velmi negativní postoj veřejnosti.

**V ekonomické rovině** analytici hovoří především o neplnění konvergenčních kritérií, a to zejména v oblasti veřejných financí.

**Na straně EMU** mohou vážnou překážku k přijetí eura v ČR představovat například nedořešené důsledky dluhové krize. Podstatným problémem je i nestabilita EMU, jakákoliv další turbulence nebo dokonce případný návrat dluhové krize se může stát zásadním odrazujícím faktorem. Oddálit vstup ČR do EMU může i další vzdalování jádra a periferii EMU či samotné pozastavení integračního procesu ze strany EMU, stejně jako závažné chyby evropských představitelů při přípravě bankovní a fiskální unie, které by byly pro ČR nepřijatelné.

## Vzor dotazníku

<b>ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA</b> Sekce bankovních obchodů Odbor řízení měnových operací a finančních trhů	
<b>BUDOUCNOST EMU A PŘIJETÍ EURA V ČESKÉ REPUBLICE</b>	
<b>Datum:</b>	<input type="text"/>
<b>Název organizace:</b>	<input type="text"/>
<b>1. Perspektiva EMU</b>	
<i>Myslíte si, že dluhová krize zpochybnila fungování EMU, nebo naopak členské země více semkla a urychlila integrační proces?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Je podle Vás dluhová krize v EMU definitivně zažehnána, nebo existuje riziko jejího návratu? Jsou přijatá opatření dostatečná, aby se tak nestalo?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Myslíte si, že hlubší integrace je krok správným směrem? Co od ní očekáváte?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Považujete měnovou politiku ECB za správně nastavenou? Bude muset ECB přistoupit k použití dalších nestandardních měnových nástrojů?</i>	
<input type="text"/>	
<b>2. Přistoupení ČR k EMU</b>	
<i>Očekáváte, že se s příchodem nové vlády urychlí přípravy na vstup ČR do EMU?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Myslíte si, že by devizové intervence mohly mít dopad na načasování vstupu ČR do EMU? Pokud ano, jaký?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Převažují v současné chvíli ekonomické výhody vstupu ČR do EMU nad nevýhodami?</i>	
<input type="radio"/> Ano <input type="radio"/> Ne	
<i>Měla by ČR zintenzivnit přípravy na zavedení eura?</i>	
<input type="radio"/> Ano <input type="radio"/> Ne	
<i>Pokud ano, jaké hlavní přednosti v rychlém zavedení eura spatřujete?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Domníváte se, že se ČR nakonec stane členem EMU?</i>	
<input type="radio"/> Ano <input type="radio"/> Ne	
<i>Pokud NE, z jakého důvodu?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Pokud ANO, kdy očekáváte přijetí eura v ČR?</i>	
<input type="text"/>	
<i>V jakém kurzu očekáváte konverzi CZK na EUR?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Co by mohlo ohrozit přijetí eura ve Vámi očekávaném termínu?</i>	
<input type="text"/>	
<b>Poznámka:</b>	
Formulář prosím zašlete zpět e-mailem na adresu: <input type="text"/>	
<a href="mailto:petr.cermak@cnb.cz">petr.cermak@cnb.cz</a>	