

PERSPEKTIVA EMU A OČEKÁVANÉ PŘIJETÍ EURA PRŮZKUM NÁZORŮ ANALYTIKŮ

Sekce bankovních obchodů
Odbor řízení měnových operací a finančních trhů

2015

Shrnutí

Letošního průzkumu se zaměřením na perspektivu EU a zavedení eura v ČR se zúčastnilo deset analytiků. Z jejich odpovědí vyplývá, že například potenciální prohloubení deflace v EMU vyvolává smíšené názory. Na jedné straně se objevují obavy z negativních dopadů do hospodářského růstu, na straně druhé není pokles cenové hladiny považován za příliš škodlivý, pokud pramení z pozitivního nákladového šoku. Od nekonvenčních opatření ECB bylo oslabení kurzu EUR vůči USD očekáváno, stejně jako pokles výnosů státních dluhopisů. Ovšem dopad do úvěrové aktivity a reálné ekonomiky není zaručený a samotné efekty mohou být jen omezené a zároveň velmi diskutabilní. Ke společným evropským dluhopisům se analytici staví spíše negativně. Restrukturalizaci řeckého dluhu si dokáže, ač v některých případech velmi neochotně, větší část dotázaných respondentů představit. Je však nutné zabránit morálnímu hazardu, který z toho může zcela jasně vyplývat. Odchodu Řecka z EMU přisuzují analytici menší než 50% pravděpodobnost, a to především z politických důvodů, jelikož ekonomicky a z pohledu stability finančních trhů si Grexit představit dokáží. Polsko by mohlo vstoupit do EMU přibližně stejně jako ČR, případně o něco dříve. U Maďarska lze jen velmi těžko odhadovat.

Žádný z dotázaných analytiků není přesvědčen, že by výhody vstupu do EMU momentálně převažovaly nad nevýhodami, přesto si myslí, že se v ČR jednou platit eurem bude. V průměru se nyní odhaduje, že se tak stane v roce 2022 při konverzním poměru poblíž 25 EUR/CZK. Nicméně tento termín je zatížen velkým rizikem dalšího odkladu. Toto riziko spočívá především v domácí politické neochotě i v nejisté budoucnosti a podobě samotné EMU. Větší část analytiků se nedomnívá, že současný kurzový závazek bude ukončen plynulým přechodem do ERM II. Zároveň nepovažuje za výhodné vstupovat do bankovní unie ještě před vstupem do EMU.

Letošního průzkumu očekávaného přijetí eura v ČR se zúčastnili:

David Marek z Deloitte Czech Republic
Jan Šedina z České spořitelny
Jan Vejmělek z Komerční banky
Pavel Sobíšek z UniCredit Bank
Michal Brožka z Raiffeisenbank
Petr Dufek z ČSOB
Petr Sklenář z J&T
Jan Kudláček z AXA investiční společnosti
Tomáš Holinka z Moody's Analytics
Jakub Seidler z ING Bank

V Praze dne 3. 4. 2015

Dluhová krize a perspektiva EMU

Deflace v EMU?

Na potenciální deflaci a její dopady v EMU panoval mezi analytiky smíšený názor. Část z nich se domnívá, že deflace by mohla přinést oslabení důvěry v EMU a v její ekonomiku. Objevily se obavy z návratu evropské ekonomiky do recese, případně z dlouhodobého oslabení hospodářského růstu. Deflační očekávání by totiž mohla zapříčinit pokles investic a spotřeby. Také kvůli peněžní iluzi by v případě poklesu nominálních mezd mohlo dojít k omezování spotřebních výdajů, a to i navzdory faktickému nárůstu reálných mezd. Nárůst reálného dluhu z titulu deflace by mohl mít negativní dopady na ratingová hodnocení, následně na emise dluhu (vyšší výnosy v primárních aukcích) a i tímto kanálem na spotřebu a investice. Zmíněny byly také potenciální problémy se splácením vládního dluhu u některých fiskálně slabých zemí.

Naproti tomu stojí názor, že současné deflační tlaky pramení především z levnější ropy a cen energie obecně, což přináší pozitivní nákladový impuls a rychlejší růst ekonomiky. Pokud nedojde ke snížení střednědobých inflačních očekávání, pokles indexu spotřebitelských cen by potom neměl představovat žádný problém.

Několik analytiků také spekulovalo, že deflace by mohla přinutit ECB k agresivnějším nekonvenčním postupům, jako například zvyšování nakupovaných objemů nebo prodlužování období nákupů, případně by mohla přistoupit ke slovním intervencím.

Nekonvenční opatření ECB

Nekonvenční opatření podle analytiků vedou k růstu cen finančních aktiv, tedy především akcií a dluhopisů (resp. poklesu výnosů státních dluhopisů). **Zároveň způsobují oslabení kurzu EUR vůči USD.**

Někteří se domnívají, že nákupy státních dluhopisů ze strany ECB nakonec povzbudí úvěrovou aktivitu. To v kombinaci se slabým kurzem EUR¹ a nízkými úrokovými sazbami posílí hospodářský růst a potenciálně zvýší inflaci.

Nicméně všichni dotázaní tento názor nesdílí. Větší část je naopak velmi skeptická a žádný úvěrový boom ani výrazné hospodářské oživení neočekává. Navíc pozitivní dopady na úvěrovou aktivitu budou podle nich zmírňovány přísnějšími regulatorními požadavky, které se na banky nově kladou. **Mnozí respondenti tak soudí, že celkové efekty QE budou jen omezené a velmi diskutabilní.**

Zmíněn byl také dopad na státní dluhy zemí EMU. Pokles výnosů státních dluhopisů by mohl prostřednictvím nižší dluhové služby ulevit zemím s dluhovými problémy.

Společné evropské dluhopisy

Názor analytika: „Efektní cesta, jak zvýšit odpovědnost Německa za neodpovědné předlužené země“.

Z odpovědí jednoznačně vyplývá, že analytici společné evropské dluhopisy vnímají více jako politické téma. **Převážná většina z nich se ke společným dluhopisům staví negativně.** Obávají se, že by šlo spíše o nástroj přerozdělovací bohatství v EMU a dále

¹ Oslabení kurzu EUR analytici považují za nejúčinnější kanál podpory ekonomického růstu, jehož účinnost připouští i jinak skeptičtí respondenti.

štěpící evropskou společnost, než aby ji stmeloval. V současné době není EMU vnímána jako dostatečně připravená na emisi společných dluhopisů. Zásadní podmínku analytici spatřují ve „federalizaci“ fiskální politiky zemí EMU, tedy přesun velké části národních fiskálních politik na centrální, resp. celoevropskou úroveň. Neméně významný apel je pokládán na nutnost zavést odpovědnost a zřídit kontrolní mechanismy, které by zabránily morálnímu hazardu a efektu černého pasažéra, resp. aby nedocházelo ke zneužití fakticky nižších nákladů na obsluhu dluhu. Jako alternativní a schůdnější cesta byla ojedinele zmíněna bankovní unie.

Z opačných, tedy pozitivních, ohlasů vyplývá, že by společné evropské dluhopisy mohly být považovány i za prostředek snižující riziko rozpadu EMU. Nicméně analytik, který prezentuje tento názor, sám připouští, že s ohledem na pokračování expanzivní politiky ECB (QE) jejich brzké zavedení nepovažuje za nutné.

Měl by se Řecku odpustit dluh nebo jeho část?

Ani v této otázce nepanuje jednoznačná odpověď. Někteří respondenti striktně odpuštění odmítají a přitom odkazují na riziko obrovského morálního hazardu. Mohlo by se to také údajně stát inspirací a návodem pro další jihoevropské země. Smazání dluhu by navíc mohlo oddálit odchod z Řecka z EMU, přičemž tzv. „Grexit“ je některými analytiky považován za nejlepší řešení z hlediska dlouhodobé stability i makroekonomického vývoje EMU.

Naproti tomu větší část se domnívá, že odpuštění, případně nějaký způsob restrukturalizace (změna splatnosti nebo úrokových sazeb), **je teoreticky představitelné, vhodné nebo dokonce nevyhnutelné, jelikož řecký dluh považují za nesplatitelný.** Míra ochoty ulevit předluženému Řecku se však v jednotlivých odpovědích značně liší.

Celkově analytici silně zdůrazňují nevyhnutelnou potřebu nastavit jasné podmínky, za kterých by byl dluh odpuštěn. Nemělo by se stát, že se oddlužené Řecko vydá na cestu populistického programu vládní strany. Což ale není vnímáno jako zcela nereálné.

Jaká je pravděpodobnost, že Řecko opustí EMU? Hrozí rozpad EMU?

Pravděpodobnost, se kterou analytici odhadují odchod Řecka z EMU, se pohybuje v intervalu 3-50 %, vyloučit však zcela nelze. Hodně tomu nahrává především neochota a neústupnost vládní strany Syriza. Případný Grexit by mohl rozpoutat určité turbulence na finančních trzích (zejména u jihoevropských aktiv). Největší dopad by asi měl na samotné Řecko, ovšem podle většiny dotázaných respondentů by je (na rozdíl od roku 2012) EMU patrně ustála. Dokonce i ECB by údajně mohla intervenovat na dluhopisových trzích, aby zachránila další zranitelné ekonomiky a zabránila tak řetězovému odchodu dalších zemí z EMU.

Pokud by však řecký návrat k národní měně zafungoval, mohlo by to vést k podobným scénářům i u dalších zemí. To by podle některých názorů mohlo znamenat faktický konec EMU a současné etapy integračních snah. EU je ale politický projekt postavený na velkém úsilí a dluzích, navíc velkou část řeckého dluhu drží veřejný sektor (vlády, EFSF, ECB nebo IMF), a proto se přihlíží spíše na politické zájmy než ekonomické. Z těchto důvodů odchod Řecka z EMU považován za málo pravděpodobný.

Vstup Polska a Maďarska do EMU

Jde o předčasnou otázku a přesný termín vstupu Polska a Maďarska do EMU analytici většinou odmítají říct. Orientačně však odhadují, že nejlépe připraveno ze zemí CEE je Polsko a mohlo by být do velké míry určující pro celý region. **Podle některých názorů by tak mohlo Polsko zavést euro přibližně ve stejný okamžik jako ČR, případně o něco dříve.** Každopádně tento krok očekávají spíše konci dekády nebo později.

Přístup a hospodářská politika Maďarska je pro analytiky velmi málo čitelná, proto je i jakýkoliv odhad termínu obtížný. Navíc Maďarsko bude mít větší problém s plněním dluhového maastrichtského kritéria.

Přistoupení ČR k EMU

Je vstup do EMU momentálně ekonomicky výhodný?

Žádný z dotázaných zástupců odborné veřejnosti si nemyslí, že ekonomické výhody vstupu České republiky do EMU v tuto chvíli převažují nad nevýhodami. V porovnání s minulým šetřením jde o posun, jelikož loni ještě si to dva analytici mysleli.

Ačkoliv nyní převahu výhod nespatřuje žádný z respondentů, dva jsou přesto přesvědčeni, že by ČR měla zintenzivnit přípravy na vstup do EMU.² Pravděpodobně nejde ani tak o snahu tento krok uspíšit, ale s větší pravděpodobností pojmenovat a řešit palčivé problémy, které se zavedením eura souvisí a zároveň Českou ekonomiku ovlivňují. Proto zdůrazňují například potřebu zlepšit kondici veřejných financí, což by bezpochyby přispělo ke zvýšení atraktivity ČR pro zahraniční investory. Navíc vláda by měla vytvořit pevný rámec příprav, aby domácnosti i firmy správným způsobem vytvářely svá očekávání.

I když nyní podle analytiků výhody nad nevýhodami vstupu do EMU nepřevažují, neznamená to, že by tak tomu nemohlo být v budoucnu. Naopak zazněl názor, že výhody převáží v okamžiku, kdy se EMU stane ekonomicky stabilizovaným celkem. Ekonomická integrace uvnitř pak má potenciál vytvořit nové impulsy pro růst ekonomiky, který budou země stojící mimo schopny využít jen omezeně.

Bude se v ČR vůbec někdy platit eurem?

Stejně jako v loňském šetření se téměř všichni respondenti domnívají, že ČR nakonec přeci jen do EMU vstoupí. Opačný názor má pouze jeden analytik. Ten poukazuje na rostoucí heterogenitu EMU, sílící vzájemné společenské animozity, momentální ekonomickou nevýhodnost a politickou nepopulárnost v ČR.

Silné přesvědčení o připojení ČR k EMU je pravděpodobně postaveno na formálním závazku ČR vůči EU. Tomu nasvědčuje i výrok, že snad „jen rozpad EMU by mohl ČR vyvázat z podmínky přijmout jednotnou evropskou měnu“.

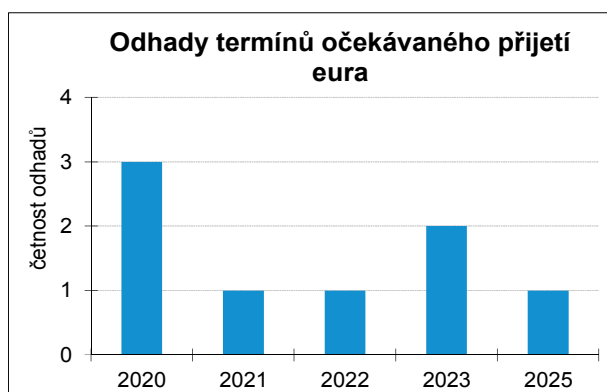
² Zbýlých osm analytiků si myslí přesný opak.

Termín očekávaného vstupu

Nejoptimističtější odhad počítá, že se s eurem v ČR začne platit v roce 2020, což je o rok později než v loňském šetření. **Také u průměrného odhadu došlo k posunu o jeden rok na rok 2022.** Zhruba sedmiletý odstup očekávaného průměrného termínu vstupu do EMU od okamžiku šetření zůstává od loňska zachován. Zde je však nutno zdůraznit, že několik analytiků považuje své odhady za nejbližší možné a zdůrazňuje riziko dalšího odkladu tohoto termínu. Stejně tak nejzazší předpokládaný termín (2025) je zatížen obrovskou mírou nejistoty.

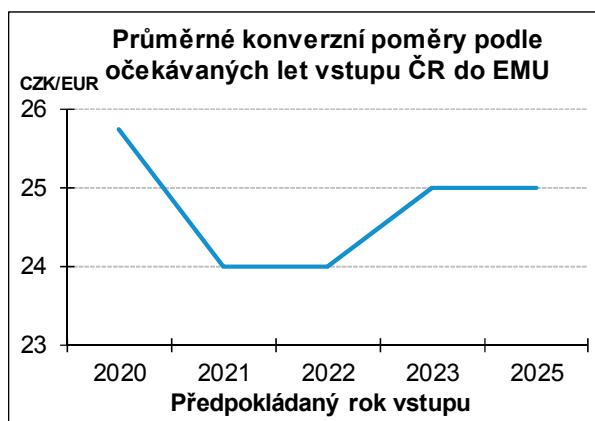
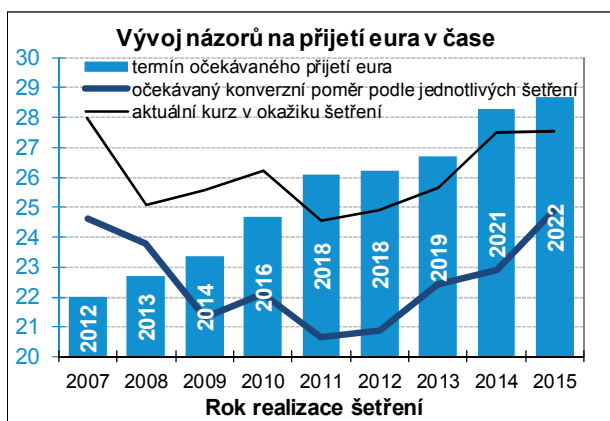
Očekávaný termín přijetí eura v ČR ³	
min	2020
průměr	2022
max	2025
Předpokládaný konverzní poměr (EUR/CZK)*	
min	24,00
průměr	24,92
max	26,50

*min konverzní poměr = nejsilnější očekávaný kurz EUR/CZK



Odhadovaný konverzní koeficient

Přestože se kurz koruny na devizovém trhu příliš nezměnil (viz graf níže), očekávaný konverzní poměr pro přepočítání korunových cen do eurových se posunul na slabší úroveň. V loňském roce, kdy se aktuální kurz na devizovém trhu pohyboval okolo 27,4 CZK/EUR a analytici v průměru předpokládali vstup do EMU v roce 2021, jeho hodnota činila **22,93 CZK/EUR**, naproti tomu letos, kdy se aktuální kurz na trhu pohybuje okolo 27,53 CZK/EUR a analytici odhadují připojení ČR k EMU v roce 2022, se předpokládaný konverzní poměr posunul až na **24,92 CZK/EUR**, což je nejslabší úroveň, která se od roku 2007 v šetřeních objevila.



Rizika vedoucí k pozdějšímu přijetí eura

Nejčastěji zmiňované riziko, které by mohlo způsobit oddálení vstupu ČR do EMU, spočívá podle analytiků v **politické neochotě, nerozhodnosti tuzemských politiků a malé odhodlanosti vlády vytvářet podmínky pro přijetí eura.**

Další neméně významné a s prvním uvedeným úzce související riziko analytici spatřují **v samotné eurozóně, její dezintegraci, ekonomických problémech a její nejasné budoucnosti.** V současné chvíli totiž není vůbec zřejmé, do jaké podoby a upořádání bude směřovat. V krajním případě by podle některých úvah mohl přijetí eura ohrozit rozpad EMU.

Proběhne opuštění kurzového závazku ČNB ve formě přechodu do ERM II?

I odpovědi na tuto otázku se pohybují v širokém spektru - od jednoznačného „ano“, přes váhavé vyjádření souhlasu či nesouhlasu, až po striktní „ne“. **Celkově převažuje přesvědčení, že závazek nebude ukončen přechodem do režimu Evropského mechanismu směnných kurzů II.**

Jeden z dotázaných v souvislosti s touto otázkou uvedl, že současné umělé udržování koruny na slabých úrovních neodpovídá fundamentům ekonomiky a brzdí růst životní úrovně obyvatel.

Máme se připojit k bankovní unii ještě před vstupem do EMU?

Téměř všichni analytici jsou přesvědčeni, že by pro Českou republiku nebylo výhodné vstupovat do bankovní unie před tím, než se stane členem EMU. Objevují se názory, že EU je v oblasti finančního sektoru přeregulovaná, proto dobrovolně přijmout regulaci navíc by nebylo v tuto chvíli nejlepší. Znamenalo by to pro ČR jen povinnosti, ovšem žádné příliš velké přínosy. Zároveň do určité míry zpochybňují kvalitu bankovního dohledu EMU, dokonce zaznělo, že v současné situaci, kdy má ČR silný bankovní sektor a kvalifikovaného regulátora, není vstup do bankovní unie na pořadu dne.

Zastánci opačného názoru spatřují přínosy dřívějšího začlenění do bankovní unie až v horizontu 2-3 let. Tedy poté, co se dohled ECB zapracuje. Ocenili by především případnou jednotnou dohledovou praxi napříč celé EU.

Další argument poukazuje na ČR jako malou zemi s limitovanou schopností domácí politické reprezentace prosazovat národní zájmy, proto doporučuje se držet hlavního proudu a vstoupit do bankovní unie spolu s Poláky, kteří nemají národní zájmy od ČR příliš odlišné a přitom jsou při jejich prosazování úspěšnější.

Vzor dotazníku

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce bankovních obchodů

Odbor řízení měnových operací a finančních trhů

BUDOUCNOST EMU A PŘIJETÍ EURA V ČESKÉ REPUBLICCE

Datum:

Název organizace:

1. Perspektiva EMU*Co může přinést prohlubující se deflace v EMU?**Myslíte si, že nově přijatá nekonvenční opatření ECB budou účinná? Jaký efekt očekáváte?**Jaký je Váš názor na společné evropské dluhopisy?**Měla by EU odpustit Řecku dluh nebo jeho část?**Jaká je pravděpodobnost, že Řecko opustí EMU? Jaké by to mohlo mít dopady? Hrozí rozpad EMU?**Kdy předpokládáte vstup Polska a Maďarska do EMU? Připojí se k EMU dříve než ČR?***2. Přistoupení ČR k EMU***Převažují v současné chvíli ekonomické výhody vstupu ČR do EMU nad nevýhodami?* Ano Ne*Měla by ČR zintenzivnit přípravy na zavedení eura?* Ano Ne*Pokud ano, jaké hlavní přednosti v rychlém zavedení eura spatřujete?**Domníváte se, že se ČR nakonec stane členem EMU?* Ano Ne*Pokud NE, z jakého důvodu?**Pokud ANO, kdy očekáváte přijetí eura v ČR?**V jakém kurzu očekáváte konverzi CZK na EUR?**Co by mohlo ohrozit přijetí eura ve Vámi očekávaném termínu?**Myslíte si, že opuštění kurzového závazku ČNB proběhne ve formě přechodu do ERM II a následně vstupem do EMU?**Myslíte, že by pro ČR bylo výhodné vstoupit do bankovní unie ještě před vstupem do EMU? Z jakého důvodu?*

Poznámka:

Formulář prosím zašlete zpět e-mailem na adresu:

petr.cermak@chnb.cz