

PERSPEKTIVA EMU A OČEKÁVANÉ PŘIJETÍ EURA PRŮZKUM NÁZORŮ ANALYTIKŮ

Sekce bankovních obchodů
Odbor řízení měnových operací a finančních trhů

2012

**„Eurozóna připomíná hořící dům,
jen blázen by se do něj stěhoval.“**

Výběr citace z odpovědí analytiků

Shrnutí

Letošního průzkumu se zúčastnilo 9 domácích a dva zahraniční analytici. Jeden analytik odmítl účast v šetření, jelikož nepovažuje dané téma za aktuální a další vnímá budoucí vývoj za tak nejistý, že nedokáže na otázky odpovědět. Nicméně velká míra nejistoty je patrná i z odpovědí analytiků, kteří se šetření zúčastnili.

Z výsledků šetření vyplývá, že ani odborná veřejnost nemá na řešení současné dluhové krize jednoznačný názor. Naopak od analytiků zazněly mnohdy naprosto protichůdné názory. Část z nich předpokládá, že eurozóna (EMU) přečká krizi v aktuálním složení, zatímco jiná skupina věří v oddělení Řecka, v extrémním případě rozklad EMU na několik měnových zón. Hlavní úlohu ECB při snaze o vyřešení dluhové krize analytici spatřují v dodávání a udržování likvidity bankovního sektoru.

Podle analytiků ekonomická pozitiva vstupu ČR do EMU převáží nad negativy až v následujících letech. Většina dotázaných si myslí, že euro bude nakonec v ČR zavedeno, i když k tomu asi nedojde v blízké budoucnosti. Vstup do mechanismu ERM II je v průměru očekáván v roce 2016 a zavedení eura o dva roky později. Tento scénář je ovšem zatížen velkými riziky. Stěženi z nich spočívá v dalším vývoji v EMU. Zanedbatelným faktorem není ani malý politický zájem a ekonomická nepřipravenost ČR.

Letošního průzkumu očekávaného přijetí eura v ČR se zúčastnili:

Martin Lobotka z České spořitelny

Jan Vejmělek z Komerční banky

Pavel Sobíšek z UniCredit Bank

Vladimír Pikora z Next Finance

Michal Brožka z Raiffeisenbank

Petr Dufek z ČSOB

Petr Sklenář z J&T

Vojtěch Benda z ING Commercial Banking

Jaromír Šindel ze Citi

Nicolaie Alexandru z JP Morgan

Katya z Economic Intelligence Unit

Za příspěvky do průzkumu Inflačních očekávání finančního trhu velmi děkujeme.

V Praze dne 23. 2. 2012

Perspektiva EMU

Důvěra v zachování eurozóny v aktuálním složení je značně otřesena. Pouze čtyři analytici jsou nyní přesvědčeni, že Řecko ani žádný jiný stát EMU neopustí. Své argumenty opírají především o silnou ekonomickou i finanční provázanost členských zemí a jejich případné oddělení by bylo příliš traumatické. Proto očekávají, že politici učiní vše, aby zachovali EMU v aktuálním složení. Nicméně i podle těchto respondentů je stále velké riziko, že k zúžení eurozóny stejně nakonec dojde. Tři analytici dávají odchodu Řecka 30-50 % šanci. Jeden věří, že se tak nestane v letošním roce, ale co se bude dít v letech dalších, odmítá s akceptovatelnou mírou pravděpodobnosti a objektivitu předpovídat. Zbývají nedávají budoucnosti EMU v nynějším členském složení příliš velké naděje. Počítají, že bude vytvořen legislativní mechanismus na řádné opuštění EMU a bude minimálně Řeckem využit. Řecko, případně Portugalsko, totiž odmítne cestu vnitřní devalvace, kterou bude pociťovat jako ekonomicky, sociálně a politicky nepřijatelnou. Pochopitelně tento proces nebude rychlý, ale může trvat i několik let. Podle nejhoršího scénáře by se eurozóna mohla po roce 2013 rozpadnout na několik menších měnových zón.

Analytici většinou nevidí z dluhové krize v Evropě snadné východisko a zároveň nejsou ve svých návrzích na řešení příliš jednotní. **Vedle minoritního názoru, že současné mechanismy na vyřešení krize jsou nastaveny adekvátně** (i když to není zcela zadarmo), **převažuje přesvědčení, že je nutné přijmout další zásadní opatření a udělat hlubší reformy**, a to nejen v oblasti snižování dluhu problematických jihoevropských zemí.

Kromě obecné potřeby strukturálních reforem a snahy o zvýšení konkurenceschopnosti EU (například prostřednictvím snížení míry byrokracie, zvýšení flexibility trhu práce nebo rychlejšího růstu mezd ve střední a severní části Evropy), se podle jednoho zahraničního analytika ukazuje potřeba větší ekonomická koordinace, fiskální integrace a také emise společných dluhopisů. Pouhá fiskální integrace však ještě nemusí plně dostačovat. Proto pokud nebude přistoupeno k politické unii, kdy členské země budou muset obětovat část své suverenity, hrozí rozpad celé EU.

Naproti tomu někteří domácí respondenti si myslí, že je nezbytné postupovat směrem k dezintegraci, a tedy zúžení aktuálního počtu členských zemí, pro které by společná měna dávala ekonomický smysl. K tomu je potřeba uskutečnit legislativní úpravu, aby bylo umožněno členským zemím společnou evropskou měnu opustit. V periferních oblastech EMU by mělo dojít (za asistence IMF) k řízenému bankrotu a zavedení národních měn. Někteří analytici tak soudí, že by se nemělo bránit přirozeným regeneračním procesům. Krize totiž zatím dluhy neodstranila a některé ekonomiky potřebují projít ozdravnou recesí i vnitřní devalvací. K defaultu některých států údajně stejně dojde, jenom je otázka, jak nákladné to bude. Dosavadní záchranné akce jen odsouvaly problémy a byly velmi nákladné. Navíc nezahrnovaly dostatečně tvrdý tlak na Řecko, zvláště když Řecku samotnému chybí podle analytiků potřebná vůle problémy vyřešit.

Méně striktní přístupy připouští zachování současné členské struktury EMU, ovšem při defaultu či odpuštění dluhů minimálně Řecka a Portugalska, jejichž zátěž je extrémní a neúnosná.

Část respondentů tvrdí, že rychlá federalizace rozpočtů a dluhů není řešením. To může přinést pouze odpovědná hospodářská politika, například prostřednictvím tvorby legislativních závazků snižovat deficity veřejných financí (fiskální pravidla). Větší fiskální disciplína je totiž nezbytná i k vydávání společných eurodluhopisů. Objevila se i myšlenka o rozšíření dosavadních záchranných fondů (ESM, EFSF a IMF), případně vytvoření fondů nových, které by snížily riziko přenesení nákazy na další země. Kvůli nedostatku transparentnosti v oblasti statistik a vládních financí neunikla kritice ani samotná EU.

Pozornost by se podle některých měla soustředit více na bankovní sektor než na státy samotné. Ten potřebuje velký přísun likvidity, aby byl schopný se vyrovnat s případným řízeným pádem Řecka. Zapomenut tedy nebyl ani význam ECB.

Úloha a význam ECB při řešení dluhové krize

Hlavní role ECB podle analytiků spočívá především v udržování dostatečné likvidity bank. Většina dotázaných považuje dodávací tendry za užitečné a myslí si, že ECB by v tom měla i nadále pokračovat. Někteří dokonce soudí, že úloha ECB je v boji proti dluhové krizi klíčová. ECB by měla být více aktivní, při splnění podmínek fiskální konsolidace tvořit ochranný štít a podporovat dluhopisové trhy. Měla by také zvážit další formy kvantitativního uvolňování, nebude-li to ohrožovat inflační cíl. ECB má podle některých respondentů také udržovat základní úrokové sazby na nízké úrovni, aby tak stimulovala hospodářský růst. Naopak podle více konzervativních názorů má ECB hrát jen pasivní roli, soustředit především na cenovou stabilitu a zachování své kredibility. Řešení krize je pak spatřováno spíše jako politická otázka, která náleží do kompetence vládních představitelů. Nákupy dluhopisů na trhu (SMP) trpí nedostatkem transparentnosti a jsou některými považovány za kontroverzní. Jakékoliv kroky jdoucí za hranici zákonného mandátu ECB jsou nepřípustné, proto by se od ECB ani příliš víc očekávat nemělo.

ČR a euro

Ani na otázku, zda z čistě ekonomického pohledu převažují pozitiva spojená se vstupem ČR do EMU nad negativy, neměli analytici stejný názor. Odpověď ANO se vyskytla jen ve čtyřech případech. Čtyři analytici byli opačného názoru. Jeden považuje bilanci pozitiv a negativ za vyrovnanou. Poslední dva dotázaní v současné době sice převahu pozitiv také nevnímají, ovšem očekávají, že v průběhu času k tomu dojde (například až bude dluhová krize v EMU vyřešena).

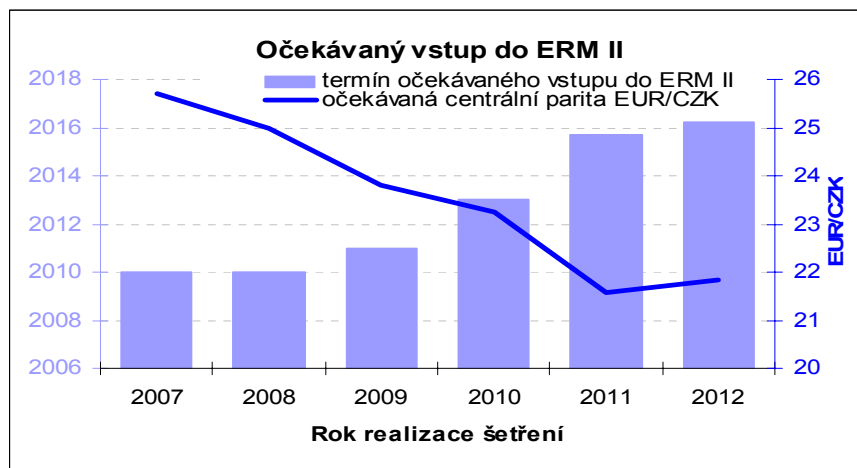
Na dotaz zda se ČR stane členem EMU, odpovědělo 9 respondentů ANO, přestože k tomu nemusí dojít v blízké budoucnosti. Podle některých se po odeznění krize zvýší vnější politický tlak, aby ČR dostala svému závazku a k EMU se připojila. Zbylí 2 dotázaní vůbec se zavedením eura v ČR nepočítají. Věří, že aktuální vývoj v EMU je dostatečně odstrašující. Cítí dále malý zájem obyvatelstva a velké obavy domácích politiků. Navíc podtrhují negativa spojená s obětováním vlastní nezávislé měnové (případně i fiskální) politiky.

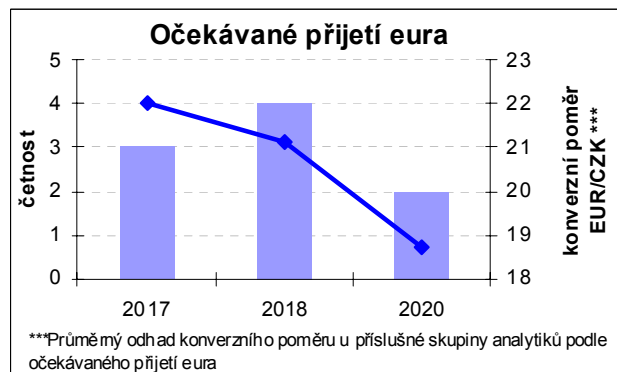
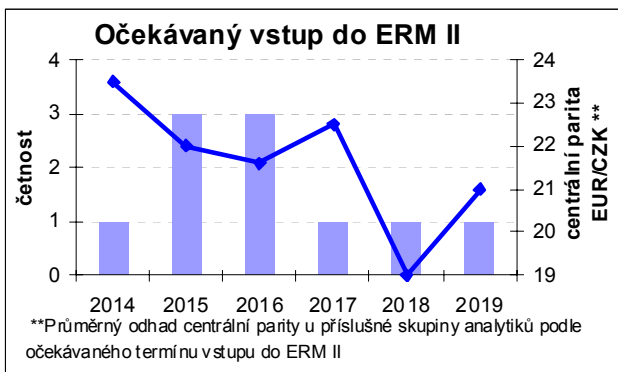
Vstup koruny do ERM II

Očekávaný termín vstupu do ERM II	
min	2014
průměr	2016
max	2019
Předpokládaná centrální parita (EUR/CZK)	
min	19,00
průměr	21,64
max	24,00

Analytici, kteří stále věří v zavedení eura v ČR, v průměru očekávají, že do Mechanismu směnných kurzů (ERM II) ČR vstoupí v roce 2016 při centrální paritě 21,64 EUR/CZK. Dochází tak k dalšímu mírnému oddálení vstupu do ERM II, který byl v minulého šetření předpokládán v 2H roku 2015. Tento posun ale není už tak výrazný jako v minulých letech.

Netradičně se vyvíjí očekávaná průměrná centrální parita, která se oproti loňskému šetření lehce pohnula (o 0,08 CZK) směrem ke slabším úrovním. Tato změna byla pravděpodobně výrazně ovlivněna vývojem kurzu koruny na devizových trzích, který meziročně deprecioval. Z důvodu oslabení koruny se navýšilo i průměrné roční tempo apreciacie do doby předpokládaného vstupu do ERM II z 2,8 % v minulém šetření na 3,3 %.





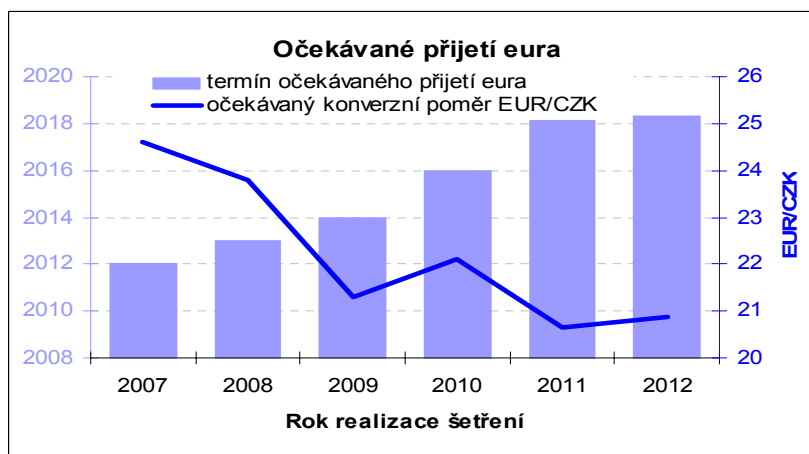
Přijetí eura v ČR

Očekávaný termín přijetí eura v ČR	
min	2017
průměr	2018
max	2020
Předpokládaný konverzní poměr (EUR/CZK)	
min	17,00
průměr	20,75
max	24,00

Analytici dále v průměru očekávají, že k eurozóně se ČR připojí v roce 2018 při konverzním poměru 20,75 CZK/EUR. Předpokládaný termín přijetí eura je tak stejný jako v loňském šetření. Konverzní poměr je nepatrně slabší (jen o 0,09 CZK). Tempo průměrné roční apreciacie do okamžiku předpokládaného vstupu do EMU je 2,9 % (oproti 2,5 %

v loňském šetření).

Z výsledků šetření dále vyplývá, že míra očekávané apreciacie se po vstupu do ERM II zpomalí. Zatímco průměr odhadů v období před vstupem koruny do ERM II dosahuje 3,3 % p. a., v období členství koruny v ERM II to je 2,0 % p. a.



Rizika přijetí eura

Rizika načasování vstupu ČR do EMU od minulého roku opět značně vzrostla a jsou vychýlená směrem k pozdějšímu přijetí. Zvýšil se nejen počet analytiků, kteří předpokládají, že ČR euro nepřijme v blízké budoucnost, ale i těch, kteří se zavedením eura nepočítají vůbec.

Na významu výrazně nabyly rizika vnější, tedy nejistota ohledně dalšího vývoje EMU. Velmi silné jsou pochybnosti o budoucím formálním uspořádání EMU či dokonce o její existenci samotné. Nezodpovězenou otázkou tedy zůstává, zda se dokáže EMU dostatečně zkonsolidovat (a to nejen v oblasti veřejných financí) nebo převáží „odstředivé tendence“. Problémem zůstává i akceschopnost a náročnost rozhodovacího, například při řešení dluhové krize. Vše dohromady ještě více oslabuje důvěru domácích politických elit i českého obyvatelstva a snižuje veřejnou podporu k zavedení společné měny. Nedostatečné přesvědčení panuje také okolo samotné ekonomické výhodnosti zavedení eura v ČR.

Klíčovým domácím rizikem je absence politické podpory u parlamentních stran a nepřipravenost na straně ČR. Analytici hovoří nejen o dosud plně neskonsolidovaných veřejných financích, ale například i o nedostatečné flexibilitě na trhu práce. Ovšem jeden respondent se nechal slyšet, že větší význam přisuzuje právě rizikům politickým než těm ekonomickým.

Vzor dotazníku

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA Sekce bankovních obchodů Odbor řízení měnových operací a finančních trhů	
BUDOUCNOST EMU A PRIJETI EURA V CESKE REPUBLICE	
Datum:	<input type="text"/>
Název organizace:	<input type="text"/>
1. Perspektiva EMU <i>Přežije EMU současnou krizi v aktuálním složení nebo ji budou muset některé státy opustit? Očekávaný vývoj prosím specifikujte.</i>	
<input type="text"/>	
<i>Jakým způsobem by mělo být postupováno při řešení současné krize?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Jakou roli má hrát ECB při řešení současné dluhové krize?</i>	
<input type="text"/>	
2. Připojení ČR k EMU <i>Převažují z čistě ekonomického hlediska pozitiva nad negativy spojenými se vstupem ČR do EMU?</i>	
<input type="radio"/> Ano <input type="radio"/> Ne	
<i>Stane se ČR členem EMU?</i>	
<input type="radio"/> Ano <input type="radio"/> Ne	
<i>Pokud ne, z jakého důvodu?</i>	
<input type="text"/>	
3. Vstup do ERM II <i>Kdy očekáváte vstup koruny do mechanismu měnových kurzů ERM II?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Při jaké centrální paritě kurzu CZK/EUR?</i>	
<input type="text"/>	
4. Přijetí eura v České republice <i>Kdy očekáváte přijetí eura v ČR?</i>	
<input type="text"/>	
<i>V jakém kurzu očekáváte konverzi CZK na EUR?</i>	
<input type="text"/>	
<i>Jaká vidíte hlavní rizika přijetí eura v CR ve Vámi očekávaném termínu?</i>	
<input type="text"/>	
Poznámka:	
<input type="text"/>	
Formulář mi prosím zašlete zpět e-mailem na adresu: petr.cermak@cnb.cz	