

POSTRÁDÁME KURZOVOU POLITIKU PŘI PŘIZPŮSOBENÍ BĚŽNÉHO ÚČTU? IMPLIKACE PRO NOVÉ ČLENSKÉ STÁTY EVROPSKÉ UNIE

Jaromír Šindel

ČNB, 22. září 2008

Motivace

- Proces přijetí eura v nových členských státech Evropské Unie
- Vysoké deficity běžného účtu mezi novými členskými státy EU
- Politická ekonomie režimů měnových kurzů
 - Role zájmových skupin
 - Mezivládní vyjednávání

Motivace

- Zůstane ČR ostrovem v rámci eurozóny?
 - průzkum Reuters (duben 2008)
 - **Litva, Estonsko** **2012**
 - **Lotyšsko** **2013**
 - **Polsko** **2013 (2012)**
 - **Bulharsko** **2014**
 - **Romania** **2015**

Euro – jeho důsledky

□ Evropská komise – emu@10

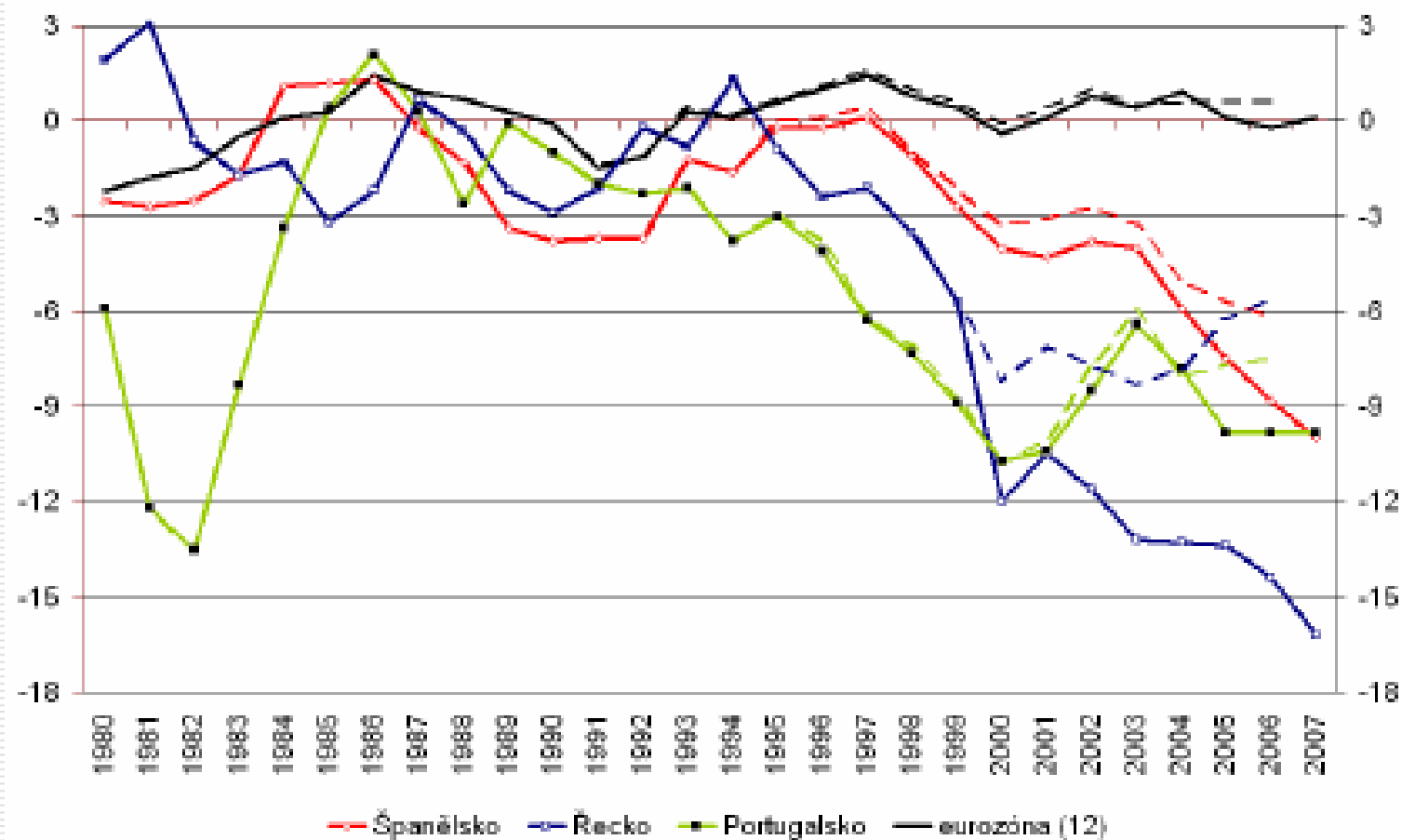
- mj. nízké náklady na cizí kapitál

vs.

- nárůst nerovnováhy mezi členskými státy jako další výzva pro hospodářskou politiku

Euro – jeho důsledky

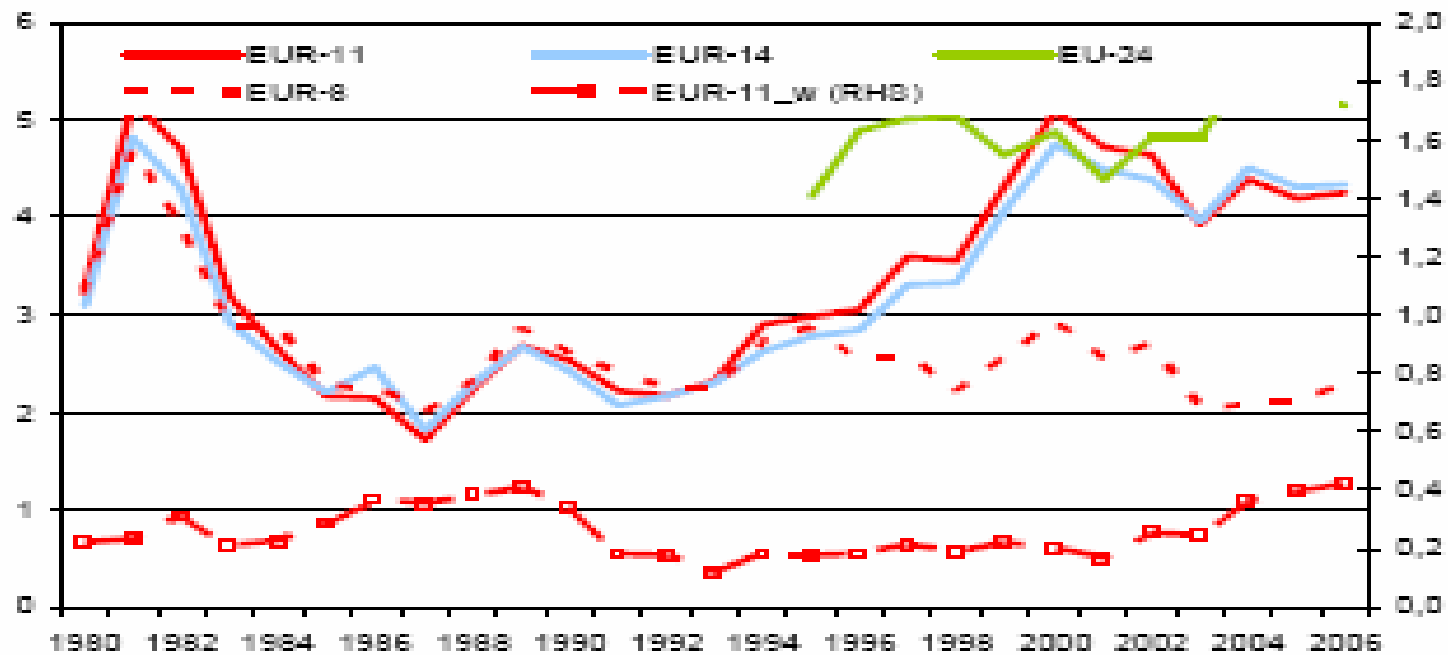
- nárůst nerovnováhy běžného účtu



Poznámka: Přerušovaná čára odpovídá časovým řadám z 2. pololetí 2006 s predikcí EK na roky 2006-07. Zdroj: Evropská komise (jaro 2008 a podzim 2006)

Euro – asymetrie nerovnováhy

**Standard deviation of current account balance
(% GDP) excl. Luxembourg, 1980-2006**



Euro – jeho důsledky

- nárůst nerovnováhy běžného účtu

- Nárůst nerovnováhy mezi členskými státy jako další výzva pro hospodářskou politiku ...
- Výraznější podmíněnost hodnotícího procesu připravenosti přijetí eura?

ECFIN emu@10

- výzvy pro tranzitivní ekonomiky

- (a) velké kapitálové toky a rapidní finanční integrace
- (b) konvergence cenových hladin

Challenges. Výzvy?

- Zkušenosti z hodnotícího procesu Slovenska

- **Výzvy → Překážky**

- Mezivládní vyjednávání
 - neeurová vláda, NB vs. Evropské instituce
 - neeurová vláda vs. Eurová vláda

Euro – jeho důsledky

- větší podmíněnost hodnocení?

- čl. 121 odst. 1 Smlouvy vyžaduje, aby Konvergenční zpráva také přihlédla k několika dalším relevantním faktorům, a to zejména k „výsledkům integrace trhů, **situaci a vývoji běžného účtu platební bilance** a posouzení vývoje nákladů na jednotku pracovní síly a jiných cenových indexů“.

Euro – jeho důsledky

- větší podmíněnost hodnocení?

□ emu@10

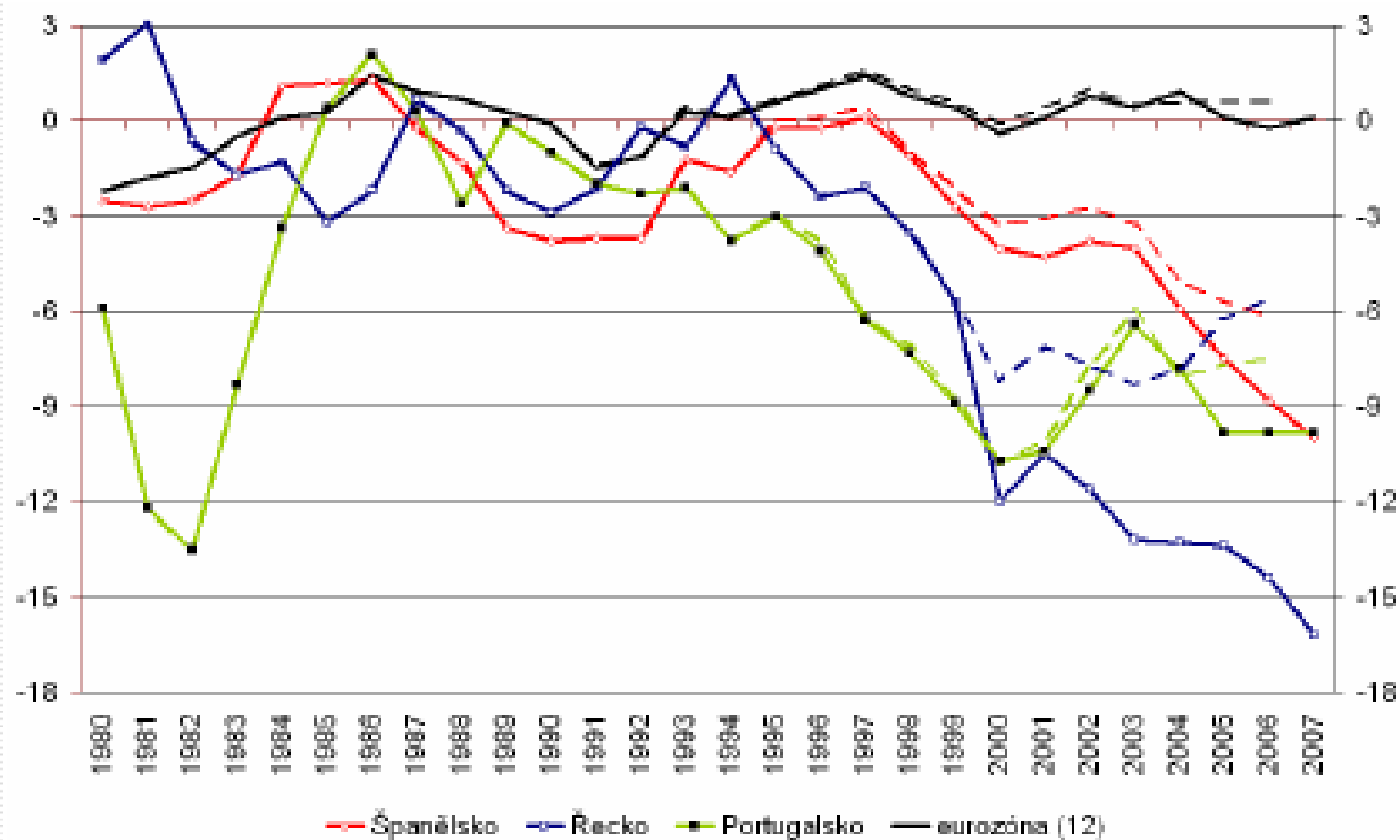
- Rušivý typ divergence může vyvstávat ze suboptimální reakce na změnu režimu – přijetí eura.
- Hlavní roli zde sehrává finanční integrace

Implikace pro hodnotící proces

- nárůst vnější nerovnováhy nebyl doprovázen silnější fiskální konsolidací (Blanchard & Giavazzi, 2002; Šindel 2005, 2006)
- → bezpečnější hranice vůči 3% hranici vládního deficitu? (ECFIN, emu@10, 2008)
 - Portugalsko i Španělsko provádělo procyklickou fiskální politiku

Euro – jeho důsledky

- nárůst nerovnováhy běžného účtu



Poznámka: Přerušovaná čára odpovídá časovým řadám z 2. pololetí 2006 s predikcí EK na roky 2006-07. Zdroj: Evropská komise (jaro 2008 a podzim

Literatura

- **Milesi-Ferreti & Razin (1998), Edwards (2004), Freund (2002)**
 - Definice přizpůsobení deficitu běžného účtu
- **Blanchard & Giavazi (2002)**
 - Deficity běžného účtu v eurozóně
- **Lane & Milesi-Ferretti (2002)**
 - Zlepšení obchodní bilance vede k poklesu relativní ceny neobchodovatelných statků
- **Obstfeld & Rogoff (2000,2005)**
 - Diskuse nad deficity běžného účtu v USA
- **Frieden (1991,1996,2001)**
 - Politická ekonomie režimů měnových kurzů
 - Přístup zájmových skupin

Literatura

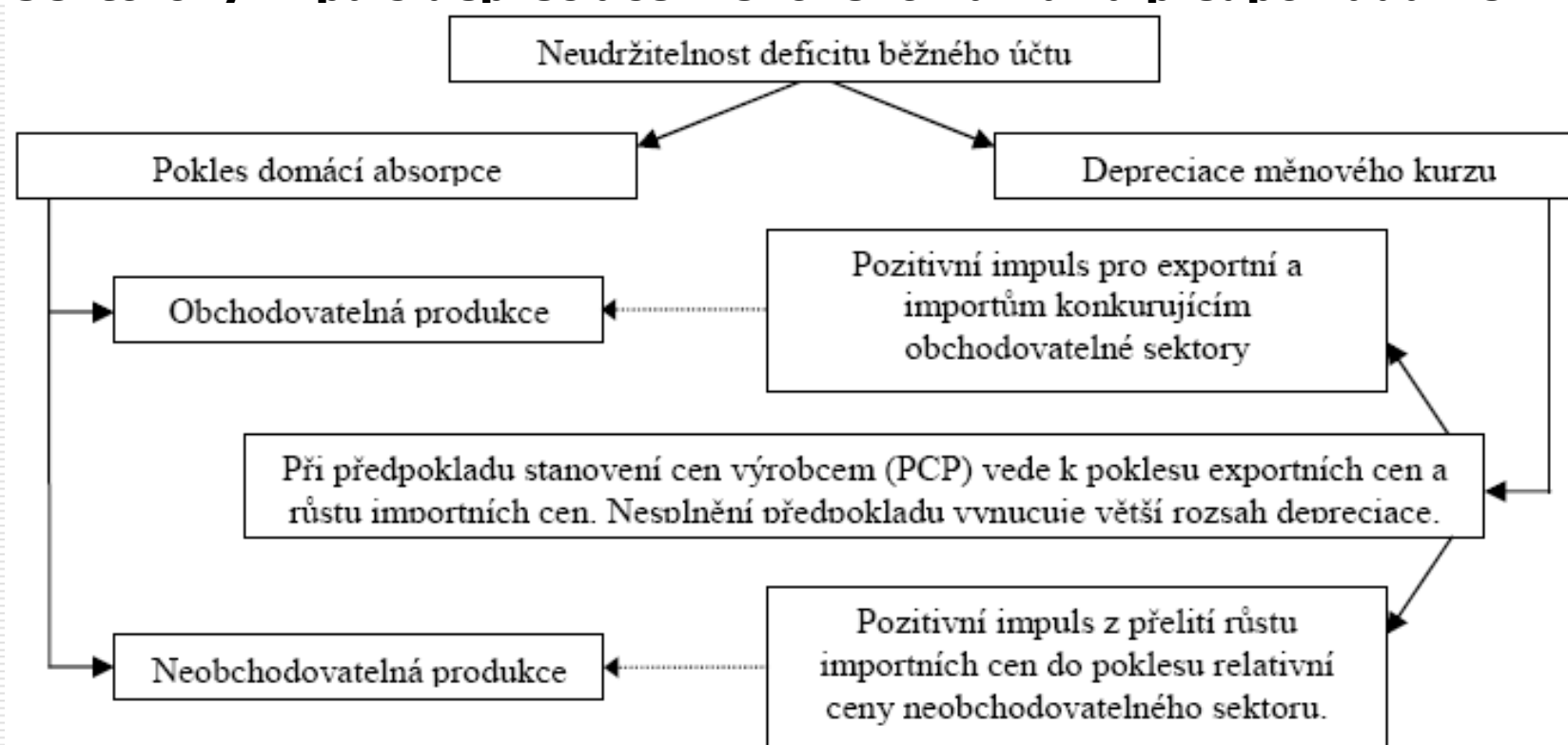
- **Šindel, Jaromír, Šaroch, Stanislav.**
 - Politická ekonomie kursové politiky ve střední a východní Evropě – odvětvový přístup. Politická ekonomie, 2008, č. 1.

- **Šindel, Jaromír.**
 - Postrádáme kursovou politiku? Dopad přizpůsobení běžného účtu na obchodovatelný a neobchodovatelný sektor v měnové unii. Politická ekonomie, 2007, č. 3.

- **Šindel, Jaromír.**
 - Nerovnováha běžného účtu platební bilance v členských státech eurozóny. Politická ekonomie, 2005, č. 2.

Impuls měnového kurzu

Sektorový impuls deprecie měnového kurzu za předpokladu PCP



Zdroj: Vlastní úprava.

Postup

- Domácí absorpce

$$A = A_T + A_N \quad A_N = Y_N \quad Y_T - A_T = NX$$

- Běžný účet

$$\frac{CA}{Y} = \frac{NX + NI}{Y} = \frac{Y_T - A_T + NI}{Y}$$

- Spotřeba

$$C = \left[\gamma^{\frac{1}{\theta}} C_T^{\frac{\theta-1}{\theta}} + (1-\gamma)^{\frac{1}{\theta}} C_N^{\frac{\theta-1}{\theta}} \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}}$$

- Relativní cena

$$p = \frac{P_N}{P_T} = \left[\frac{1-\gamma}{\gamma} \right]^{\frac{1}{\theta}} \left[\frac{C_T}{Y_N} \right]^{\frac{1}{\theta}}$$

Postup

- (A) obchodovatelný sektor
 - Zemědělství a průmysl
- (A) neobchodovatelný sektor
 - stavebnictví a služby
- (B) vyjímá zemědělství z obchodovatelného sektoru a vládních služeb z neobchodovatelného sektoru
- (C) zahrnuje zemědělství v obchodovatelném sektoru

OKEČ: (A) T – a,b,c,d,e; NT. – f,g,h,i,j,k,l-p; (B) T – c,d,e; NT. – f,g,h,i⁸,j,k;
(C) T – a,b,c,d,e; NT – f,g,h,i,j,k

Postup: rozšíření, dekompozice

$$Y = W + C \quad (1 - \alpha_K) \cdot Y = W$$

$$(1 - \alpha_K) \cdot P \cdot Y^R = W \quad P = \frac{L \cdot w}{(1 - \alpha_K) \cdot Y^R}$$

$$P_T = \frac{L_T \cdot w_T}{(1 - \alpha_{T,K}) \cdot Y_T^R} = \frac{w_T}{(1 - \alpha_{T,K}) \cdot (Y/L)_T^R}$$

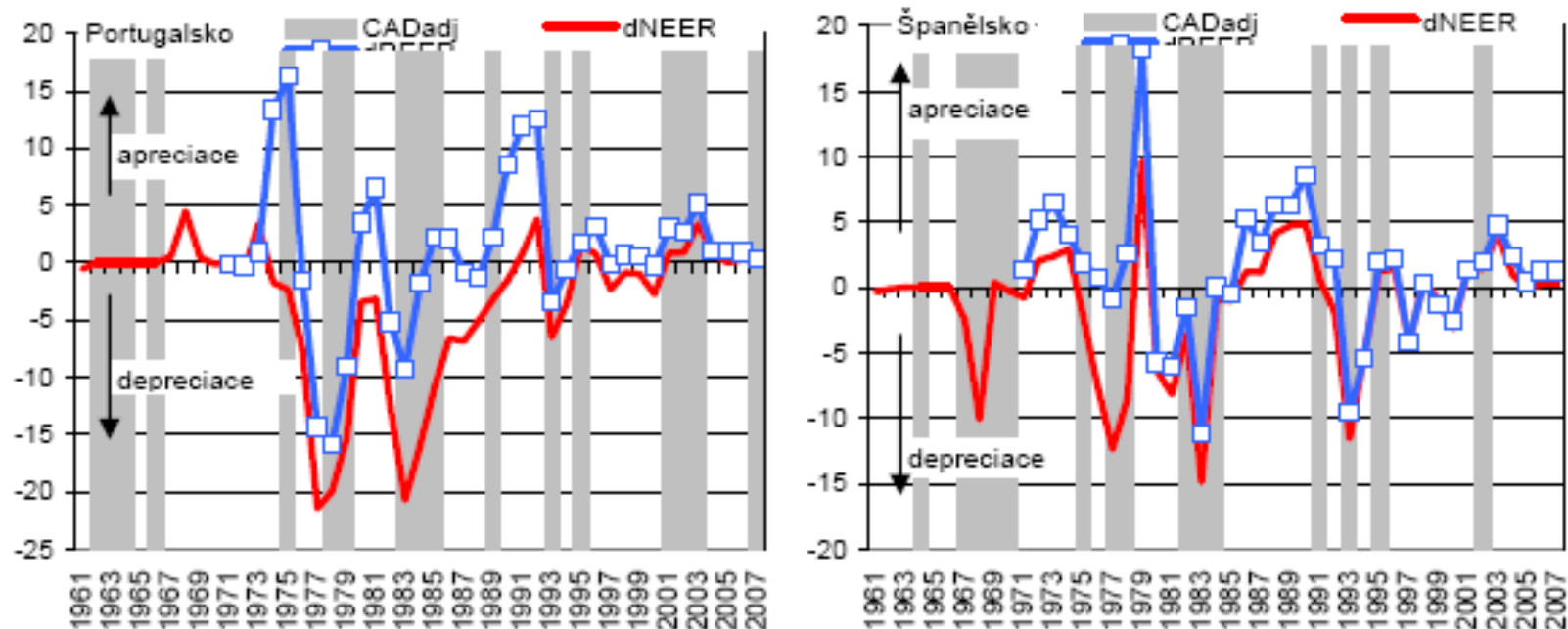
$$p = \frac{P_N}{P_T} = \frac{w_N}{w_T} \cdot \frac{L_N}{L_T} \cdot \frac{(1 - \alpha_{K,T})}{(1 - \alpha_{K,N})} \cdot \frac{Y_T^R}{Y_N^R}$$

Postup: rozšíření, dekompozice

- Nižší než očekávaný růst relativní ceny neobchodovatelných statků může být způsoben:
 - - relativní **pokles náhrad zaměstnanců v NT** sektoru vůči T sektoru.
 - - relativní **pokles zaměstnanosti v NT** sektoru oproti T sektoru,
 - - relativní růst marže v T sektoru a tedy relativní **pokles marže v NT sektoru**,
 - - relativní růst reálné přidané hodnoty v T sektoru vůči NT sektoru, což odpovídá relativně vyššímu růstu produktivity práce v T sektoru.

Zkušenost s vlastní měnou

Přizpůsobení běžného účtu a vývoj nominálního a reálného efektivního měnového kurzu v Portugalsku (vlevo) a ve Španělsku (vpravo) v letech 1961-2007



Poznámka: Roky 2006 a 2007 jsou předpovědi Evropské komise. CADadj = přizpůsobení deficitu běžného účtu. Jedná se o meziroční změnu nominálního (dNEER) a reálného (dREER) efektivního kurzu vůči státům EU-15 a 9 průmyslových států bez Lucemburska.

Zdroj: Evropská komise (2006), vlastní úprava.

Přizpůsobení běžného účtu v minulosti převážně bylo doprovázeno oslabením měnového kurzu

Zkušenost s vlastní měnou

Souběh korekce deficitu běžného účtu a depreciačního impulsu v odlišných kurzových režimech

Portugalsko	Peg to USD	Crawling Band to DM ±5	Crawling Band to DM ±2	Peg to DM	Euro	
Období	1961:1972	1973:1980	1981:1992	1993:1998	1999:2007	
Impuls	NE	ANO	ANO	ANO	NE	
Španělsko	Peg to USD	Crawling Band around USD	Crawling Band around DM	Peg to DM	Euro	
Období	1961:1973	1974:1980	1981:1994	1994:1998	1999:2007	
Impuls	ANO	ANO	ANO	---	---	
Řecko	Peg and Band around USD	Crawling Peg and Band around USD	Managed Floating	Crawling band DM	Peg to DM	Euro
Období	1961:1974	1975:1981	1981:1984	1984:1989	1990:1998	1999:2007
Impuls	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	NE

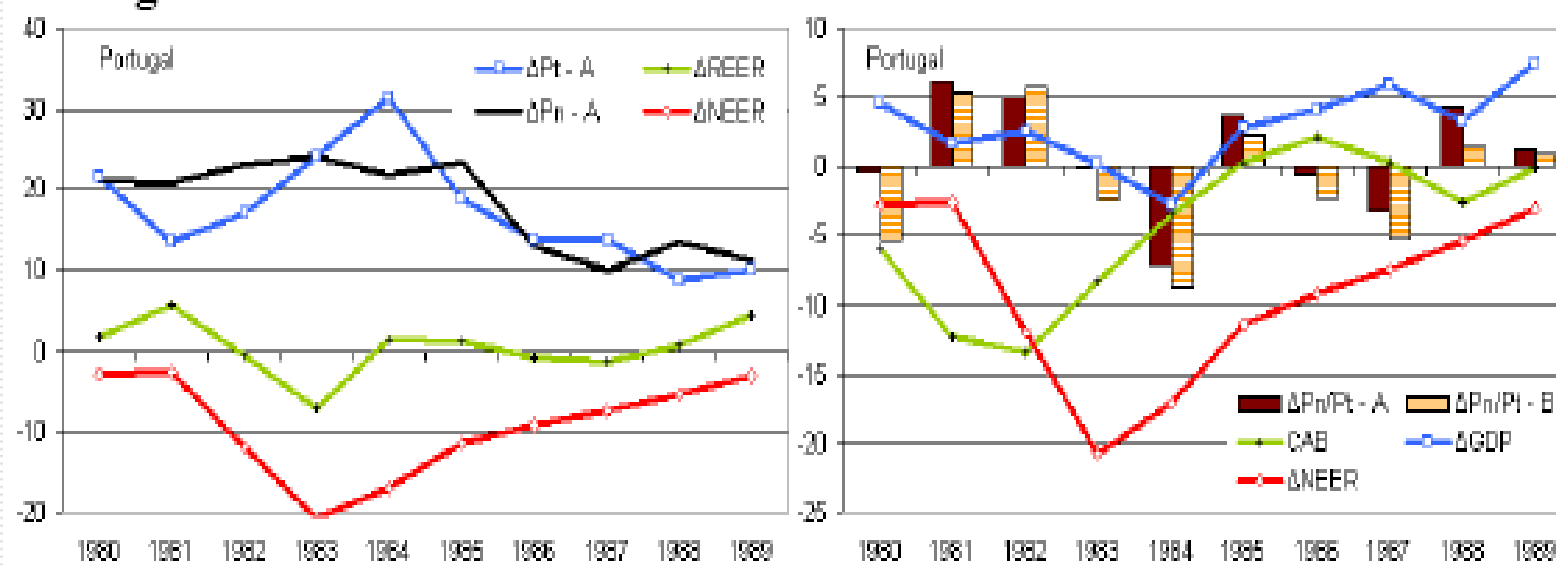
Poznámka: Depreciační impuls odpovídá depreciační nominálního efektivního kurzu vůči státům EU-15 a 9 průmyslových států bez Lucemburska.

Zdroj: Vlastní úprava na základě klasifikace režimů měnového kurzu podle Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2002, s. 70, 92, 95) a databáze Evropské komise (2006).

Přijetí eura tuto situaci mění.

Zkušenost s vlastní měnou

Portugalsko – 1980-1989

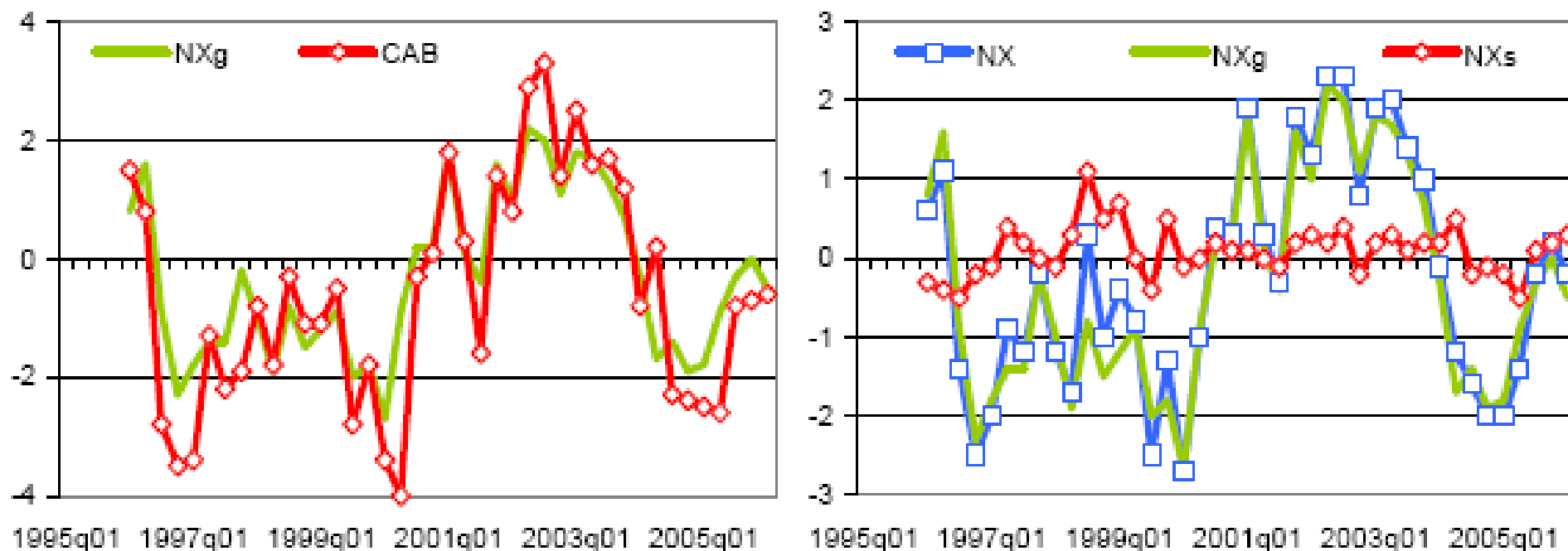


- Přizpůsobení běžného účtu bylo spojeno s výrazným oslabením měnového kurzu
- Ceny neobchodovatelného sektoru relativně poklesly

Vyšší rigidita obchodovatelných cen v eurozóně zvyšuje tlak na cenovou konkurenceschopnost neobchodovatelného sektoru

Zkušenost s eurem

Meziroční změna poměru bilance zboží a služeb a běžného účtu k HDP v běžných cenách (v p.b.)



Poznámka: NXg – bilance zboží, NXs – bilance služeb, CAB – běžný účet

Zdroj: Databáze Eurostatu (23. 8. 2006), vlastní výpočty.

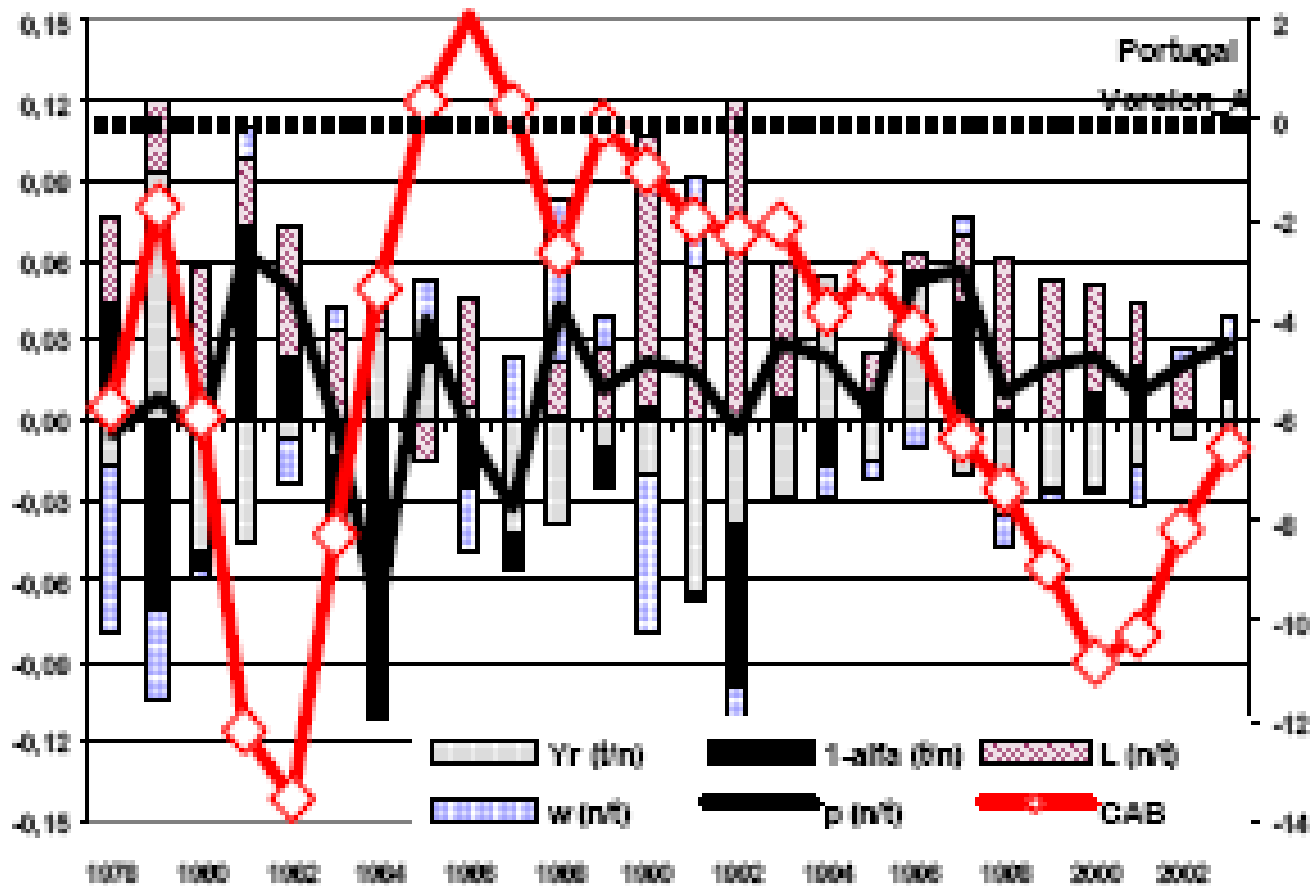
Zkušenost s eurem

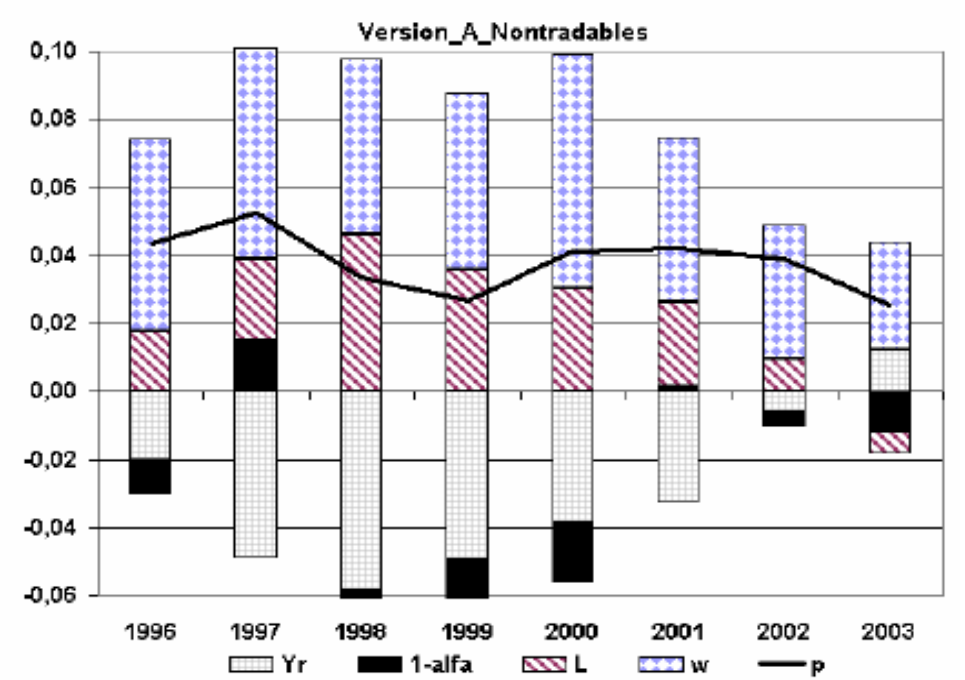
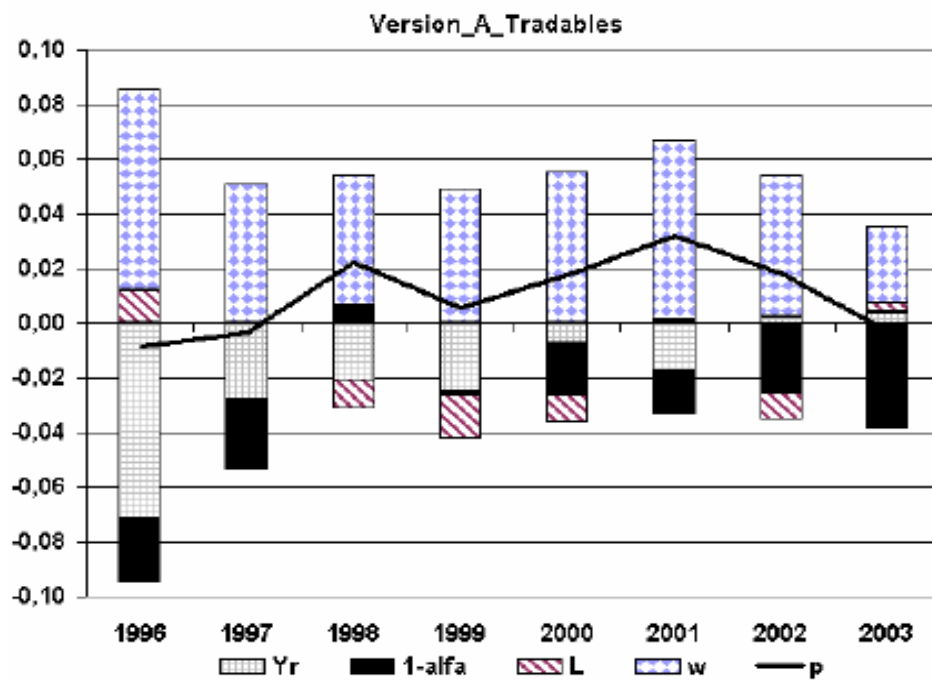
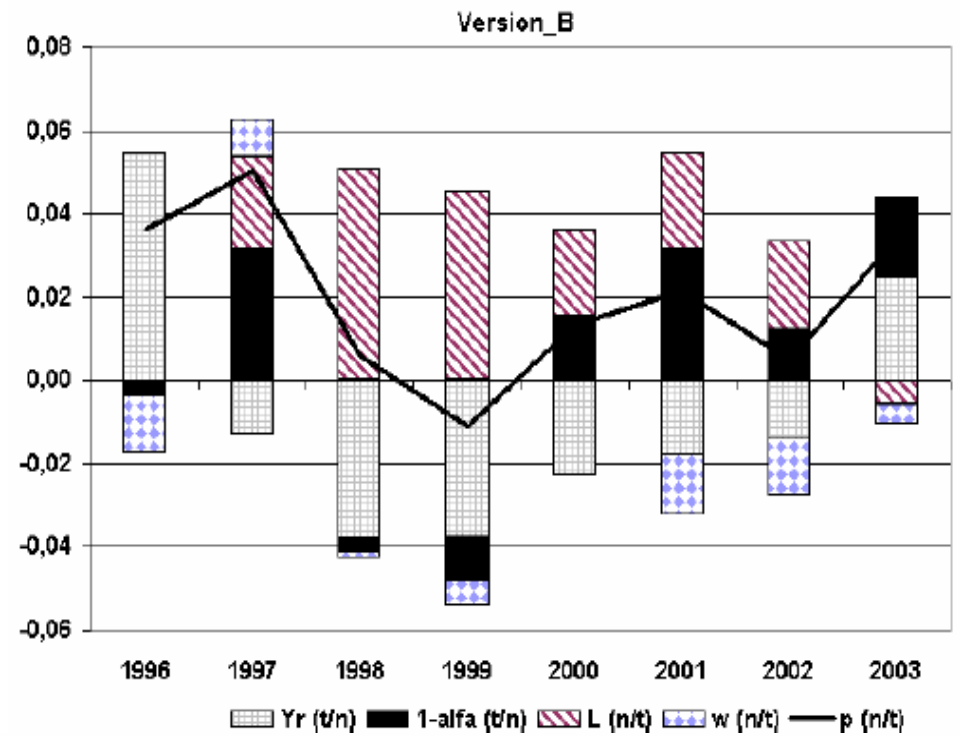
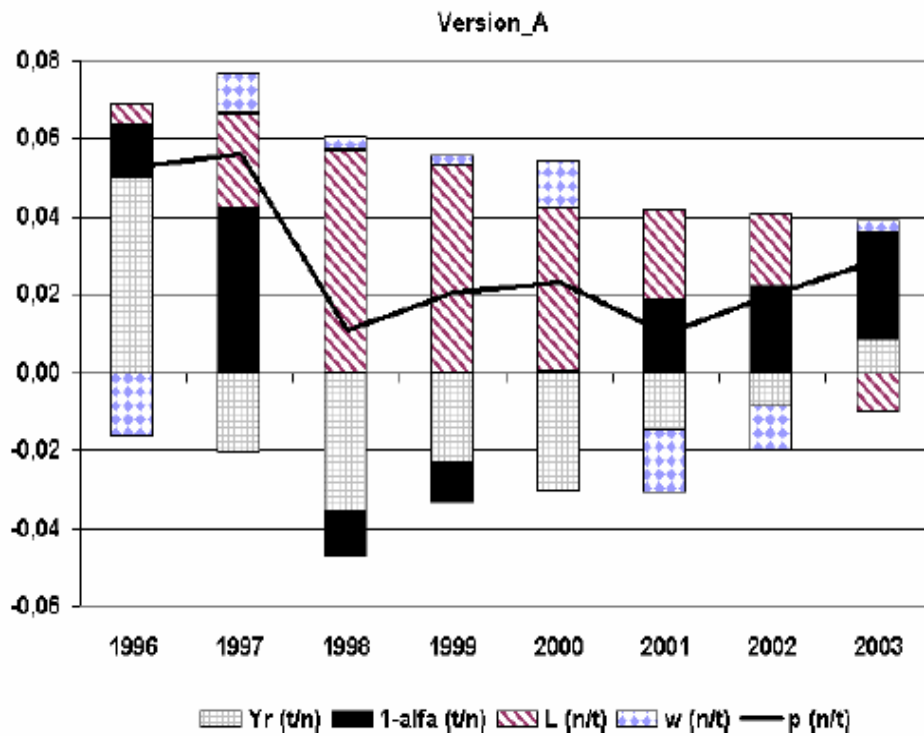
Přizpůsobení běžného účtu a odhad „potřebného“ poklesu neobchodovatelných cen

Year and country	Duration	Current account balance		Net exports balance	
		adjustment	$\Delta Pn/Pt$	adjustment	$\Delta Pn/Pt$
<u>Spain</u>					
1981-1986	5	4.0	-12.2	3.9 (<i>4.1 from '80</i>)	-12.2
1990-1997	7	4.0	-13.9	4.1	-14.5
<u>Greece</u>					
1985-1987	2	3.9	-13.8	2.5	-7.8
1990-1994	4	4.2	-16.9	3.6	-11.3
<u>Portugal</u>					
1982-1986	4	15.6	-35.9	13.1 (<i>13.7 from '81</i>)	-30.1
2000-2003	3	4.3	-12.0	4.0	-11.2

Source: European Commission (2006), OECD (2005), author calculation.

Dekompozice - Portugalsko 80's





Závěr

- Přizpůsobení běžného účtu nebylo doprovázeno oslabením kurzu a růstem cen v obchodovatelném sektoru.

- „náklady jednotné měny“:
 - T sektor: pokles marže,
 - NT sektor
 - Relativní pokles mezd
 - Pokles přidané hodnoty, posléze marže a zaměstnanosti
 - Zvýraznění cyklu v NT sektoru

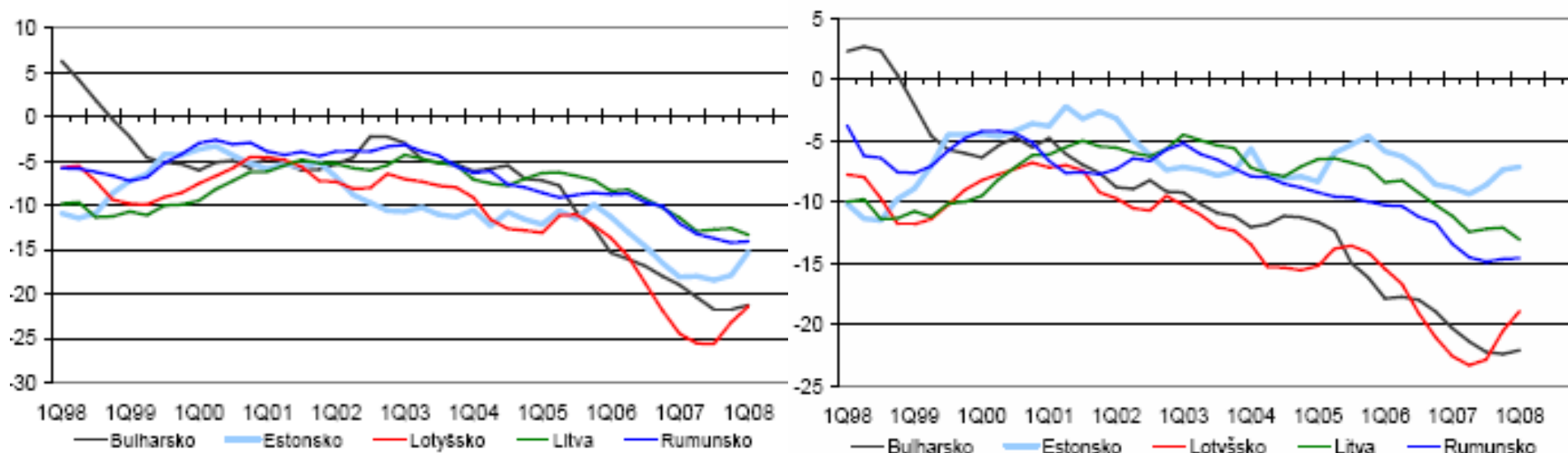
Implikace pro nové státy EU

- S výjimkou Rumunska mají tyto státy fixní kurzové režimy
 - Měnové výbory v Bulharsku, Estonsku a Litvě
 - ERM-II v Lotyšsku

- Proto neobchodovatelný sektor v těchto zemích může čelit nepříznivému vývoji, pokud dojde k přizpůsobení běžného účtu a současné kurzové režimy budou zachovány

Some NMS experience large current account deficits (LHS) reflecting mainly the trade balance gap (RHS) – especially the baltics & Romania & Bulgaria.

Implikace pro nové státy EU



Běžný účet (% GDP) – levý graf

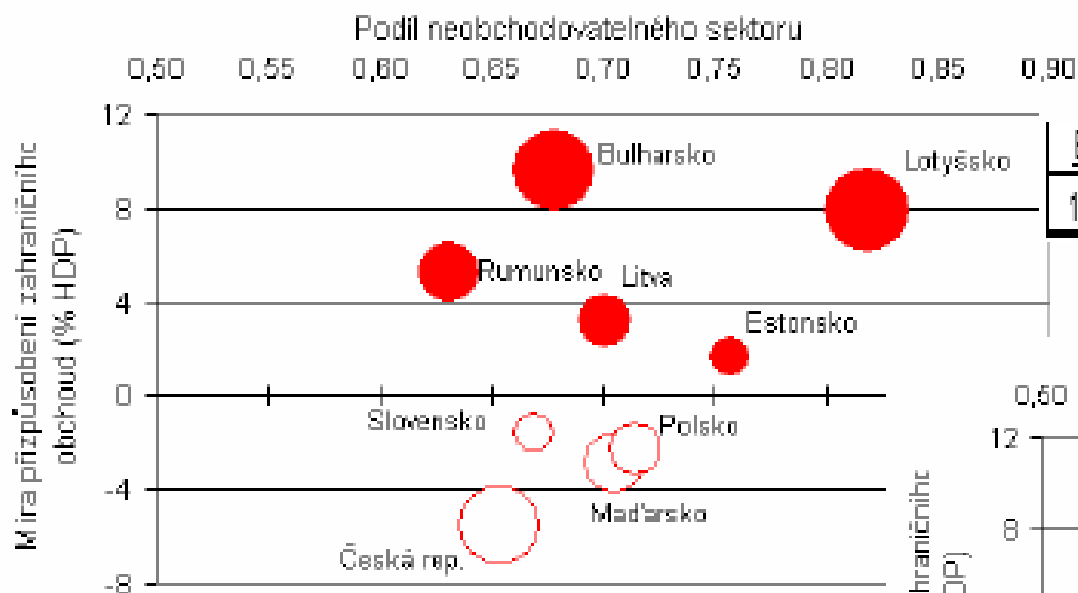
	Bulharsko	Česká rep.	Estonsko	Maďarsko	Lotyšsko	Litva	Polsko	Rumunsko	Slovensko	Slovinsko	CE5*	EE5*
1996-1999	-0.7	-2.7	-8.1	-6.8	-8.2	-10.5	-4.4	-6.1	-7.5	-1.2	-4.5	-6.7
2000-2004	-5.1	-5.1	-8.2	-7.5	-7.7	-6.3	-3.8	-4.5	-6.3	-1.0	-4.7	-6.4
2005-1Q08	-16.1	-2.5	-14.4	-6.3	-18.3	-9.7	-2.6	-10.8	-6.9	-3.0	-4.3	-13.9

Balance zboží a služeb (% GDP) – pravý graf

	Bulharsko	Česká rep.	Estonsko	Maďarsko	Lotyšsko	Litva	Polsko	Rumunsko	Slovensko	Slovinsko	CE5*	EE5*
1996-1999	-1.4	-1.6	-8.5	-1.3	-10.0	-10.6	-5.3	-6.2	-8.5	-2.1	-3.7	-7.3
2000-2004	-8.5	-2.1	-5.5	-2.7	-10.4	-6.4	-4.0	-6.6	-4.5	-1.1	-2.9	-7.5
2005-1Q08	-18.2	3.5	-7.2	0.1	-18.3	-9.6	-1.8	-11.9	-3.0	-1.1	-0.4	-13.0

Estimate of impact on relative prices

Implikace pro nové státy EU

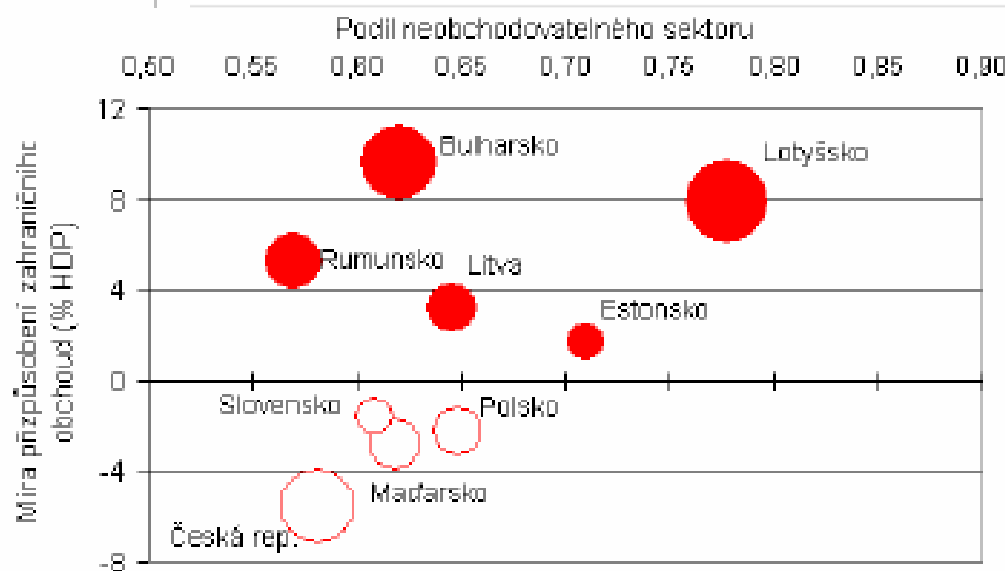


Varianta - A

BG	CZ	EE	LV	LI	HU	PL	RO	SI	SK
19,2	-17,8	5,4	21,7	8,1	-9,7	-7,5	10,8	0,0	-4,3

BG	CZ	EE	LV	LI	HU	PL	RO	SI	SK
19,2	-17,8	5,4	21,7	8,1	-9,7	-7,5	10,8	0,0	-4,3

Varianta - C



Implikace pro nové státy EU

- ❑ Reakce kurzové politiky na usměrnění relativních cen představuje hrozbu pro ERM-II.
- ❑ Realizace takového kroku odsouvá přijetí eura o 3 roky

Implikace pro žadatele

- Odpoutání se od 3% hranice k flexibilní fiskální politice
 - Udržitelná a kredibilní fiskální konsolidace
- Volná měnová politika, která pohání dluh domácností je riskantní
- Méně pružný trh práce vede k vyšší přirozené míře nezaměstnanosti (NAWRU) a podkopávání růstu zaměstnanosti

Zůstane ČR ostrovem v rámci eurozóny?

- průzkum Reuters (duben 2008)
 - **Litva, Estonsko** **2012**
 - **Lotyšsko** **2013**
 - **Polsko** **2013 (2012)**
 - **Bulharsko** **2014**
 - **Romania** **2015**

Děkuji za pozornost
