

# Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou ———— 2021



# Obsah

<b>ÚVOD</b>	<b>3</b>
<b>I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ</b>	<b>6</b>
<b>II. TEMATICKÉ KAPITOLY</b>	<b>13</b>
II.1. Odezva trhů práce v EU na pandemický šok optikou indexu LUCI	13
II.2. Pandemický šok a externí pozice evropských ekonomik	15
II.3. Vývoj hypotečního a nemovitostního trhu ve vybraných zemích EU	18
II.4. Aktuální výzvy ve vývoji fiskální politiky eurozóny a EU v kontextu závazku ČR k přijetí eura	21
II.5. Srovnání vybraných národních plánů obnovy	25
II.6. Reálná konvergence a posilování reálného kurzu novějších členských států EU	28
<b>III. CHARTBOOK</b>	<b>32</b>
III.1. Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	32
III.1.1. Přímé ukazatele sladěnosti	32
III.1.2. Podobnost transmise měnové politiky	45
III.2. Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky	52
III.2.1. Fiskální politika	52
III.2.2. Trh práce a produktů	56
III.2.3. Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky	64
III.3. Ekonomická sladěnost států eurozóny	65
<b>IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ</b>	<b>70</b>

## Seznam autorů

Kateřina Arnoštová, Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Babecký, Marek Benda, Soňa Benecká, Jan Brůha, Jaromír Gec, Dana Hájková, Petr Hlaváč, Eva Hromádková, Martin Kábrt, Luboš Komárek, Zlataše Komárková, Jan Král, Petr Král, Ivana Kubicová, Vojtěch Molnár, Martin Motl, Pavla Netušilová, Filip Novotný, Renata Pašaličová, Lukáš Pfeifer, Miroslav Plašil, Petr Polák, Michaela Ryšavá, Branislav Saxa, Vojtěch Siuda, Eva Slezáková, Marek Souček, Lena Stránská, Jan Šolc, Radka Štiková, Josef Švéda, Martin Vojta

## Editoři

Kateřina Arnoštová, Vojtěch Molnár

# Úvod

Publikace České národní banky „Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou“ každým rokem přináší dlouhodobý a strukturální pohled na vývoj české ekonomiky v kontextu závazku ČR k přistoupení k eurozóně. Vypracováním tohoto dokumentu ČNB – v souladu se Strategii přistoupení České republiky k eurozóně – plní svůj závazek pravidelně hodnotit pokrok ČR při vytváření podmínek pro přijetí eura. Obsažené analýzy posuzují sladění hospodářského vývoje ČR a eurozóny a schopnost české ekonomiky tlumit po ztrátě vlastní měnové politiky případné asymetrické šoky jinými mechanismy. Dokument rovněž sleduje ekonomický a institucionální vývoj v Evropské unii a v eurozóně a z něj plynoucí závazky spojené se vstupem do eurozóny.

**Analýzy se zaměřují na tradičně vymezený okruh makroekonomických témat bez ambicí podat zhodnocení všech otázek relevantních z hlediska vstupu České republiky do eurozóny.** Dokument se nezabývá otázkou celkové výhodnosti či nevýhodnosti přijetí eura<sup>1</sup> a neformuluje doporučení ohledně tohoto kroku. Politické rozhodnutí o stanovení data pro vstup do eurozóny přísluší vládě ČR.<sup>2</sup> Předmětem posouzení také není podrobná analýza dopadů vstupu České republiky do bankovní unie, včetně přenosu pravomocí v oblasti obezřetnostního dohledu a řešení krizí úvěrových institucí na nadnárodní úrovni a s tím spojené ekonomické a finanční dopady, náklady spojené se členstvím v ESM ani další, například právní a politické aspekty vstupu do eurozóny. Hodnoceny nejsou ani důsledky vyplývající ze změn procesu vstupu do ERM II, který je nutnou podmínkou pro vstup do eurozóny.

**Aktuální ekonomický vývoj je výrazně ovlivněn loňským propuknutím koronavirové pandemie spojeným s protiepidemickými opatřeními omezujícími ekonomickou aktivitu.** Přestože letošní rok je již ve znamení postupného odeznívání pandemického šoku, jeho dopady stále ovlivňují celkovou hospodářskou situaci. To se pochopitelně projevuje i ve vývoji jednotlivých ukazatelů zkoumaných v této publikaci.

Těžištěm letošního dokumentu je **Celkové vyznění analýz**, které vychází z tradičně zpracovávaných analýz, jejichž grafické a tabulkové výsledky shrnuje tzv. **Chartbook**. Teoretická východiska, motivace jednotlivých analýz a jejich technický popis jsou uvedeny v samostatné **Metodologické příloze**, která je umístěna jako elektronický dokument na internetových stránkách ČNB. Letošní vydání „Analýz sladění“ je doplněno o šest **tematických kapitol**, které jsou zaměřeny na dopad koronavirové pandemie na trh práce a na externí pozici zkoumaných ekonomik, vývoj hypotečního a nemovitostního trhu, vývoj v oblasti fiskální politiky, národní plány obnovy a na reálnou konvergenci novějších členských států EU.

<sup>1</sup> Popis bilance přínosů a nákladů případného přijetí eura a motivace výběru uvedených analýz jsou obsaženy v dokumentu Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2018, který je k dispozici na webu ČNB: <<https://www.cnb.cz/pristoupeni-k-eurozone>>.

<sup>2</sup> Doporučení vládě ČR týkající se z ekonomického pohledu načasování přijetí společné evropské měny dává společný dokument MF ČR a ČNB (Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou). Tento dokument byl naposledy publikován v roce 2020 a v souladu s usnesením vlády č. 1283 ze dne 7. 12. 2020 bude znovu zpracován v roce 2022.

**Provedené analýzy hodnotí vývoj jednotlivých ukazatelů v čase a ve vybraných zemích.**

Není-li uvedeno jinak, jsou hodnoceny zeměmi Česká republika, Německo, Maďarsko, Polsko, Portugalsko, Rakousko, Slovensko a Slovinsko. Tyto země jsou buď již nyní členy eurozóny, přičemž mají s ČR podobné rysy z hlediska ekonomické úrovně či vzájemné obchodní provázanosti, nebo jde o země, které by měly euro přijmout v budoucnu. Uvedený výběr nesouvisí s hodnocením úspěšnosti působení těchto ekonomik v eurozóně. Německo, jež je největším obchodním partnerem ČR, představuje zároveň jako jádrová země eurozóny užitečné měřítko. Při jeho srovnání s celkovými či průměrnými hodnotami ekonomických ukazatelů za eurozónu je však nutno brát v úvahu velkou váhu Německa při výpočtu těchto hodnot.

Eurozóna je v tabulkách a grafech označena zkratkou EA, tj. není-li v poznámce uvedeno jinak, jedná se o EA19:




AT	Rakousko
BE	Belgie
CY	Kypr
DE	Německo
EE	Estonsko
EL	Řecko
ES	Španělsko
FI	Finsko
FR	Francie
IE	Irsko
IT	Itálie
LT	Litva
LU	Lucembursko
LV	Lotyšsko
MT	Malta
NL	Nizozemí
PT	Portugalsko
SI	Slovinsko
SK	Slovensko

Vybrané hodnocené země mimo eurozónu jsou:




CZ	Česká republika
HU	Maďarsko
PL	Polsko

**Vyznění jednotlivých analýz pro Českou republiku je graficky znázorněno v podobě barevně a směrově rozlišených šipek.**

Barva pozadí šipky vyjadřuje, jak daný indikátor vyznívá z hlediska rizik spojených s případným přijetím eura v analyzovaných oblastech:

-  indikátor naznačuje relativně nízkou míru rizik spojených s případným přijetím eura
-  indikátor naznačuje ekonomická rizika spojená s případným přijetím eura
-  vyznění indikátoru je neutrální

Směr šipky podává informaci o vývoji daného indikátoru od poslední analýzy (z předchozího roku):

-  došlo ke zlepšení indikátoru
-  došlo ke zhoršení indikátoru
-  nedošlo ke zlepšení ani ke zhoršení indikátoru

**Uvedené hodnocení, jak daný indikátor vyznívá, se týká pouze výsledků konkrétní analýzy zpracované pro vybranou oblast ekonomiky.** Stejně tak směr šipky podává informaci pouze o tom, zda se v dané konkrétní oblasti situace během posledního roku zlepšila, zůstala na přibližně stejné úrovni, či se zhoršila.

**V žádném případě však tato vyznění nelze považovat za doporučení ČNB pro přijetí eura Českou republikou, nebo dokonce za výsledné rozhodnutí České republiky ohledně přijetí eura.** Stejně tak není možné sčítáním jednotlivých barevných indikátorů či šipek sestavit jeden souhrnný indikátor.

## I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ

**Budoucí přijetí společné evropské měny by mělo dále zvýšit přínosy, které pro Českou republiku vyplývají z jejího intenzivního zapojení do mezinárodních ekonomických vztahů.** Přijetím eura dojde k odstranění kurzového rizika ve vztahu k eurozóně a tím ke snížení nákladů zahraničního obchodu a investic.

**Vedle zmíněných přínosů však přijetí eura současně přináší rizika plynoucí ze ztráty nezávislé měnové politiky a stabilizační role pružného měnového kurzu.** Po vstupu do eurozóny totiž bude mít česká hospodářská politika k dispozici méně nástrojů, pomocí kterých může reagovat na domácí ekonomickou situaci. **S přijetím eura také souvisejí náklady vyplývající z nových institucionálních závazků daných vývojem v eurozóně, včetně povinnosti vstupu do bankovní unie či členství v Evropském stabilizačním mechanismu.**

**Na straně české ekonomiky bude klíčová zejména sladěnost jejího hospodářského vývoje s eurozónou a její schopnost tlumit po ztrátě vlastní měnové politiky případné asymetrické šoky jinými mechanismy.** Předmětem analýz v tomto dokumentu je tedy hodnocení podobnosti dlouhodobých trendů, střednědobého vývoje a struktury české ekonomiky s eurozónou, včetně podobnosti transmise měnové politiky. Zkoumána je také schopnost přizpůsobení ekonomiky pomocí autonomní fiskální politiky, trhu práce, trhu zboží i služeb a bankovního sektoru.

**Z hlediska vstupu do eurozóny lze analyzované dílčí charakteristiky českého hospodářství rozdělit do tří skupin:**

### **ukazatele naznačující relativně nízkou míru rizik spojených s případným přijetím eura v analyzované oblasti**

Do této skupiny patří zejména vysoká obchodní i vlastnická provázanost české ekonomiky s eurozónou a velká míra otevřenosti české ekonomiky, které vytvářejí předpoklady pro realizaci zmíněných přínosů ze zavedení eura. Silné obchodní propojení a vysoká míra vnitroodvětvového obchodu zároveň přispívají ke sladěnosti hospodářského cyklu České republiky s eurozónou, byť její aktuálně velmi vysoké hodnoty do značné míry odrážejí dopady společného koronavirového šoku. Míra používání eura v české ekonomice se po loňském šoku vrátila přibližně na předpandemické úroveň a dlouhodobě se vyznačuje mírně rostoucím trendem, koncentruje se však do obchodních vztahů českých podniků. Vývoj české koruny a eura vůči americkému dolaru zůstává také sladěný a překážku pro vstup do eurozóny nepředstavuje ani perzistence inflace. Na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky lze navzdory loňskému zakolísání pozitivně hodnotit vysokou míru ekonomické aktivity české populace a nízkou míru dlouhodobé nezaměstnanosti. Odolný zůstává domácí bankovní sektor, jehož kapitálová vybavenost se za poslední rok dále zvýšila a jehož likviditní pozice je také robustní.

### **neutrálně vyznívající ukazatele**

Tuto kategorii tvoří zejména ukazatele zachycující podobnost transmise měnové politiky v České republice a v eurozóně. V některých finančních ukazatelích se sice Česká republika od průměru měnové unie liší, například v hloubce finančního zprostředkování, zadlužení soukromého sektoru či struktuře finančních aktiv a pasiv nefinančních podniků, resp. domácností, z hlediska přijetí eura to však nelze označit za nevýhodu či zásadní překážku. Neutrálně vyznívá také konvergence úrokových sazeb, jejíž míra se však oproti loňskému roku snížila v důsledku zahájení cyklu zpřísnování domácí měnové politiky. Volatilita české koruny vůči euru se po loňském nárůstu následně snížila, a vrací se tak směrem k předpandemickým hodnotám. Také ukazatele sladěnosti finančních cyklů a finančních trhů České republiky a eurozóny lze hodnotit neutrálně. Z hlediska flexibility trhu práce se díky opětovnému nárůstu podílu cizinců na populaci postupně zvyšuje geografická mobilita pracovní síly, naopak v důsledku koronavirové krize poklesl podíl zaměstnaných s kratšími úvazky. Neutrálně vyznívá také hodnocení konkurenceschopnosti české ekonomiky.

### **ukazatele naznačující ekonomická rizika spojená s případným přijetím eura v analyzované oblasti**

Patří k nim stále nedokončený proces ekonomické konvergence České republiky k eurozóně, zejména z pohledu přibližování cenové a mzdové úrovně. Dále přetrvává nižší strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou daná nadprůměrným podílem průmyslu na tuzemském HDP. Na českém trhu práce přetrvává problém v nastavení systému daní a dávek, který může snižovat motivaci zejména nízkopříjmových skupin aktivně hledat pracovní uplatnění. Potřeba stabilizovat ekonomiku zasaženou koronavirovou pandemií pomocí nástrojů fiskální politiky se pak odrazila ve výrazném zhoršení hospodaření vládního sektoru a v nárůstu státního dluhu. Tento jev ještě zintenzivnil trvalý problém dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí plynoucí mimo jiné ze stárnutí populace a z chybějících reforem penzijního a zdravotního systému.

## Srovnání podobnosti ekonomiky České republiky s eurozónou

**Ekonomická úroveň České republiky (měřená jako HDP na hlavu v paritě kupní síly) se v roce 2020 dále přiblížila průměru eurozóny, konvergence cenové a mzdové hladiny však výrazněji nepokročila.** Nedokončený proces konvergence České republiky k eurozóně tak nadále představuje faktor hovořící proti brzkému přijetí eura. V důsledku posilování rovnovážného reálného měnového kurzu a konvergence ve mzdové úrovni by totiž po případném přijetí eura mohlo dojít k dlouhodobému tlaku na přestřelování stávajícího 2% inflačního cíle.

**Česká republika dlouhodobě dosahuje vysoké korelace ekonomické aktivity s eurozónou, v předchozích letech se však cyklická sladěnost postupně snižovala.** Obdobné a shodně načasované ekonomické dopady společného externího šoku v podobě celosvětové pandemie nicméně vedly k opětovnému výraznému nárůstu naměřené korelace. Tato změna byla patrná jak ve vývoji dynamiky HDP, tak i ve skokovém nárůstu korelace vývoje českých exportů s ekonomickým vývojem v eurozóně. Toto nárazové zvýšení cyklické sladěnosti je však dočasným důsledkem pandemie a nepředstavuje nutně důkaz o zesílení dlouhodobé sladěnosti cyklického vývoje.

**Kvůli nadprůměrně vysokému podílu průmyslu na tvorbě českého HDP přetrvávají rozdíly mezi strukturou české ekonomiky a ekonomiky eurozóny.** Strukturální rozdíly přitom z pohledu přijetí společné měny představují riziko asymetrického dopadu ekonomických šoků, na což by jednotná měnová politika eurozóny nemohla v plném rozsahu reagovat. Příkladem takového potenciálně asymetrického šoku je aktuální nedostatek některých součástí brzdící automobilové odvětví, které je v domácím průmyslu zastoupeno z mezinárodního pohledu silně nadprůměrně. Výzvou pro toto odvětví a celou domácí ekonomiku bude rovněž rychle rostoucí elektromobilita.

**Jedním z dlouhodobě nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny zůstává vysoká obchodní a vlastnická provázanost.** Přejít na euro by totiž znamenal odstranění kurzového rizika a snížení transakčních nákladů pro veškerý obchod se zeměmi eurozóny. Značná intenzita mezinárodních ekonomických vztahů včetně vysoké intenzity vnitroodvětvového obchodu zároveň zpravidla vede k vyšší synchronizaci ekonomických šoků a cyklické sladěnosti, a tedy k nižším nákladům spojeným se ztrátou samostatné měnové politiky. Sladěnost je podporována také vysokou vlastnickou provázaností s eurozónou z pohledu investic zemí eurozóny v České republice.

**Sladěnost finančního cyklu České republiky a eurozóny se v průběhu roku 2020 mírně zvýšila.** Naznačuje to pozice ekonomik ve finančním cyklu odhadovaná pomocí zjednodušeného indikátoru finančního cyklu. Ten v případě České republiky meziročně mírně vzrostl a naopak v úhrnu mírně klesl u eurozóny jako celku, čímž se pozice obou ekonomik sblížily. Zároveň mírně rostla korelace těchto indikátorů, která je dalším měřítkem celkové sladěnosti. Nicméně sladěnost jednotlivých složek indikátoru pozice ve finančním cyklu v ČR a EA se spíše snížila.

**Nárůst úrokových diferenciálů v roce 2021 byl odrazem divergence měnových politik v ČR a v eurozóně.** Obrat v komunikaci ČNB na začátku roku 2021 přinesl zvýšení úrokového diferenciálu v dlouhých sazbách. V krátkých sazbách se pak úrokový diferenciál naplno projevil, když ČNB přistoupila v polovině roku 2021 k prvnímu zpřísnění měnové politiky po koronavirové krizi. Naopak Evropská centrální banka si stále udržuje velmi uvolněný postoj.

**Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro.** Korelace kurzu české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru zůstala poměrně vysoká. Volatilita kurzu české měny vůči euru se po loňském razantním nárůstu postupně snižuje. Tento vývoj, který pozorujeme i u ostatních středoevropských měn, je odrazem zklidňující se situace na finančních trzích. Volatilita těchto měn nicméně zatím zůstává z dlouhodobého pohledu zvýšená a k jejímu návratu na předkrizovou úroveň zřejmě dojde až po plném odeznění pandemického šoku. Výsledky analýz konvergence finančních trhů rovněž naznačují pozvolné odeznívání asymetrických dopadů koronavirové krize. Sladěnost jednotlivých segmentů českého finančního trhu s eurozónou se tak vrací k úrovni před pandemií.

**Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny.** Příslušné hodnoty pro eurozónu je však možné považovat za nadměrné a nepředstavují tak úroveň, k níž by měl český finanční sektor směřovat. Nadměrná velikost finančního sektoru i nadměrné zadlužení soukromého sektoru představují určité strukturální riziko, které může prohloubit cyklický pokles reálné ekonomiky v důsledku případného negativního šoku a omezit manévrovací prostor hospodářské politiky.

**Podobnost struktury finančních pasiv českých podniků s podniky v eurozóně zůstala relativně vysoká, zatímco podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny je i přes mírný nárůst nadále nízká.** Ke zvýšení strukturální podobnosti finančních pasiv podniků v předchozích letech přispíval zejména trendový pokles ostatních závazků českých podniků, jehož podíl na celkových pasivech tuzemské podnikové sféry byl dlouhodobě výrazně vyšší než v zemích eurozóny. Opačným směrem v posledních dvou letech působil vývoj kategorie dluhových cenných papírů, jejichž podíl se v pasivech českých firem, na rozdíl od těch v eurozóně, postupně snižoval. Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává poměrně nízká. Nesoulad spočívá zejména v tom,

že české domácnosti preferují držbu hotovosti a vkladů spolu s držbou podílových listů a akcií, zatímco domácnosti v eurozóně drží významnou část rozvahy i v pojistných a penzijních programech. Rozdíly ve struktuře aktiv domácností v České republice a v eurozóně mohou znamenat jejich rozdílnou citlivost na změny úrokových sazeb a tedy odlišné dopady případné společné měnové politiky.

**Struktura úvěrů dle délky fixace úrokové sazby v České republice a v eurozóně se v jednotlivých segmentech vyvíjela smíšeně.** U úvěrů nefinančním podnikům došlo v posledních deseti letech v ČR i eurozóně k nárůstu delších fixací, nicméně ve srovnání s minulým rokem v ČR jejich podíl poklesl, a to vlivem poklesu objemů investičních úvěrů v důsledku koronavirové krize. I nadále však platí, že více než 80 % objemu poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům sledovaných zemí má pohyblivé sazby či sazby s fixací do jednoho roku, přičemž v ČR tento podíl přesahuje 90 %. To přináší rychlou transmisi změn měnověpolitických a návazně tržních sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům. Rozpětí klientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby mezibankovního trhu se v ČR v posledním roce vrátilo na hodnoty nižší než v eurozóně. Struktura tohoto rozpětí je v ČR oproti eurozóně nadále značně rozdílná, což znamená rozdílnou intenzitu transmise měnové politiky skrze jednotlivé kanály. U úvěrů domácnostem na bydlení vlivem nízkých tržních a potažmo klientských úrokových sazeb probíhá shodně v ČR i eurozóně příklon k delším fixacím, ačkoli v ČR se v posledním roce tento trend zastavil. V eurozóně zároveň převažují fixace nad 10 let, zatímco v ČR jsou to fixace na 5 až 10 let. Rozdílnost délky fixací může znamenat rozdílnou míru citlivosti na změny tržních, resp. měnověpolitických sazeb. Posun k delším fixacím zároveň může vést ke snížení citlivosti klientských úrokových sazeb na změny sazeb na finančním trhu.

**Využívání eura českými podniky se vlivem vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahy o přirozené zajišťování kurzového rizika pozvolna zvyšuje, naopak u českých domácností zůstává euroizace dlouhodobě velmi nízká.** Na straně podniků se euroizace projevuje zejména čerpáním úvěrů v cizí měně, přičemž nejvyšší podíl eurových úvěrů je ve zpracovatelském průmyslu s významným zastoupením exportních podniků a v sektoru developerů. Od druhé poloviny roku 2020 nicméně růst eurových úvěrů zpomaloval a jejich podíl na celkových podnikových úvěrech se snížil. K tomu přispěl pokles úrokového diferenciálu mezi sazbami v české ekonomice a eurozóně vlivem uvolnění měnové politiky ČNB v reakci na propuknutí koronavirové pandemie. Současně se po loňském poklesu opět mírně zvýšil podíl eurových vkladů českých podniků, což odráželo solidní poptávku po českém exportu v zahraničí a odložené – tradičně dovozně náročné – investice tuzemských podniků. Podíl eurových plateb mezi českými podniky se po loňském krátkodobém propadu postupně vrací na předkrizovou úroveň. Zajištění vývozu podniků na finančním trhu se přitom výrazně snížilo.

### Přízpusobovací mechanismy české ekonomiky

**Fiskální politika v loňském i letošním roce plnila svou proticyklickou roli a významně přispěla ke stabilizaci české ekonomiky, výzvou do dalších let zůstává dlouhodobá fiskální udržitelnost.** V souvislosti s propadem ekonomiky a přijetím řady fiskálních stabilizačních opatření se hospodaření vládního sektoru České republiky dostalo v roce 2020 do výrazného deficitu, bylo překročeno 3% maastrichtské konvergenční kritérium pro deficit vládního sektoru a nebyl dodržen střednědobý rozpočtový cíl pro strukturální saldo (na úrovni -0,75 % HDP). S ohledem na potřebu stabilizovat ekonomickou situaci během probíhající pandemie covid-19 pomocí nástrojů fiskální politiky však byl tento vývoj opodstatněný a v souladu s evropskou legislativou. Masivní proticyklický fiskální stimul byl umožněn i díky příznivé výchozí úrovni zadlužení vládního sektoru. Zatím tak není ohroženo plnění dluhového maastrichtského kritéria a nedošlo ani k překročení dluhové brzdy.<sup>3</sup> Současně je však nutné upozornit na skutečnost, že některá opatření s významnými (a potenciálně trvalými) fiskálními dopady s pandemií přímo nesouvisela (např. snížení zdanění příjmů fyzických osob) a vytvořila tak s ohledem na svůj plošný charakter dodatečný tlak na české veřejné finance. Ty navíc budou v dlouhodobém horizontu čelit dalším výzvám v oblasti udržitelnosti v důsledku stárnutí české populace a stále nevyřešených reforem penzijního a zdravotního systému. Aktuálně se tak jeví jako klíčové zaměřit pozornost na optimální rozsah, strukturu a adekvátní načasování nutné fiskální restrikce v následujících letech. Podle nyní platné právní úpravy (novelizovaného Zákona o rozpočtové odpovědnosti) a v souvislosti s očekávaným oživením české ekonomiky by měla být v příštím roce zahájena konsolidace veřejných financí. Zákonem požadovaný minimální rozsah konsolidace v podobě zlepšení strukturálního salda o 0,5 procentního bodu ročně ovšem není příliš ambiciózní. Konkrétní naplnění fiskální restrikce navíc nebylo vládou před letošními podzimními volbami do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR představeno. Konsolidační strategie má vzejít až z programového prohlášení nové vlády. Pro rok 2022 přesto lze očekávat, že požadovaného snížení strukturálního schodku bude dosaženo, a to i bez aktivního zásahu vlády pouze vlivem odeznění dopadů mimořádných jednorázových opatření přijatých v souvislosti s pandemií. V dalších letech bude stěžejní zahájení aktivní fiskální konsolidace a schopnost realizovat proticyklickou

<sup>3</sup> Tzv. dluhová brzda je definována v Zákoně o pravidlech rozpočtové odpovědnosti. Jedná se o pravidlo, které v případě, že vládní dluh vzroste nad úroveň 55 % HDP (se zohledněním rezervy financování státního dluhu), požaduje schválení vyrovaných resp. dlouhodobě udržitelných rozpočtů všech institucí vládního sektoru.



fiskální politiku i v obdobích ekonomické konjunktury, což se v minulosti často nedařilo. V neposlední řadě je potřeba důsledněji zajistit dlouhodobou udržitelnost českých veřejných financí. Dostatečný prostor pro flexibilní provádění fiskální politiky v rámci stabilizace ekonomického vývoje je přitom v případě ztráty nezávislé domácí měnové politiky zvláště potřebný.

**Ukazatele českého trhu práce se do příchodu koronavirové pandemie zejména díky tehdejší příznivé fázi hospodářského cyklu zlepšovaly, přičemž koronavirová krize přinesla jen mírné zchlazení v této oblasti.** To se projevilo zejména v poklesu zaměstnanosti, snížení míry ekonomické aktivity populace a obratu Beveridgeovy křivky. Počet volných pracovních míst přesto nadále podstatně převyšuje počet nezaměstnaných. Pozitivem zatím také zůstává stále velmi nízká míra dlouhodobé nezaměstnanosti. K rostoucí flexibilitě trhu práce přispívá pozvolně se zvyšující podíl cizinců na populaci, podíl částečných úvazků se naopak v době koronavirové krize snížil. Negativem zůstává nastavení daní a sociálních dávek, jehož důsledkem je riziko “pasti nezaměstnanosti” a “pasti nízké mzdy”, které snižují motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání, resp. k hledání lépe placené práce. Z hlediska celkové konkurenceschopnosti ekonomiky se Česká republika v rámci sledovaných zemí řadí mezi ty lépe hodnocené.

**Domácí bankovní sektor se v loňském roce – navzdory bezprecedentní ekonomické situaci – vyvíjel příznivě a udržel si tak vysokou odolnost proti možným nepříznivým šokům.** Ziskovost sice byla negativně ovlivněna růstem nákladů na krytí úvěrových rizik a snížením čistých úrokových výnosů, nadále však zůstává v mezinárodním porovnání vysoká. To spolu s doporučením ČNB k omezení rozdělování zisků vedlo k dalšímu posílení kapitálového vybavení bankovního sektoru, které patří v Evropě k nejvyšším. Vysoká kapitálová vybavenost vytváří příznivé předpoklady pro plynulé úvěrování reálné ekonomiky i pro absorpci případných dalších úvěrových ztrát. Likviditní pozice zůstává díky vysokému podílu likvidních aktiv robustní. Stabilizační opatření vlády a flexibilita regulačního a účetního rámce zavedená v reakci na pandemii zmírila či odložila promítnutí úvěrového rizika do bilancí a hospodářských výsledků bank, což zůstává hlavním rizikem pro vývoj ziskovosti sektoru v dalších letech.

### Situace v eurozóně a Evropské unii

**Makroekonomický vývoj byl ve všech zemích eurozóny významně ovlivněn pandemií, napříč jednotlivými státy přesto přetrvává značná různorodost.** Země platící eurem prodělaly největší poválečnou recesi, která zvláště na ty předlužené dopadla velmi silně. V letošním roce již řada zemí vykazuje známky oživení. Cenou za masivní vládní podpory v době pandemie bylo výrazné zhoršení fiskální pozice všech zemí eurozóny. Veřejné finance se vlivem uzavírek podstatných částí ekonomik nemohly opřít o hospodářský růst, což vedlo k prohloubení vládních dluhů v poměru k HDP. Poprvé od vzniku eurozóny tak v roce 2020 žádná ze zemí eurozóny nesplnila zároveň kritéria dluhu i deficitu. Veřejné zadlužení v eurozóně v prvním čtvrtletí 2021 rovněž poprvé překročilo hranici 100 % HDP (zadlužení EU27 vzrostlo meziročně na téměř 93 % HDP).<sup>4</sup> Vliv pandemie přispěl také k rozkolísání inflace. Po jejím výrazném poklesu v loňském roce až do záporných hodnot její hodnota letos ve většině zemí eurozóny strmě vzrostla vlivem kombinace nabídkových faktorů (problémy v dodávkách materiálů a součástek, zvýšené ceny v mezinárodní přepravě, nárůst cen ropy) i poptávkových faktorů (odložená spotřeba a utrácení vynucených úspor v kombinaci s masivními fiskálními stimuly). Aktuální situace trhu práce se napříč zeměmi eurozóny značně liší, a to jak ve vývoji nezaměstnanosti, tak v dynamice mezd (od poklesu mezd v Rakousku a Kypru do jejich dvouciferného růstu v Litvě při srovnatelné jádrové inflaci).

**S ohledem na pandemický vývoj a pocítovanou pokračující potřebu zvýšených výdajů nebyla v roce 2021 deaktivována tzv. všeobecná úniková doložka Paktu o stabilitě a růstu (SGP), jež by měla zůstat v platnosti alespoň do roku 2023.** Úniková doložka, která je aplikována již od vypuknutí první vlny pandemie v březnu 2020, umožňuje členským státům EU se dočasně odchýlit od fiskálních pravidel SGP, aby vlivem jejich uplatňování nedošlo v krátkodobém horizontu k pozastavení podpůrných programů a tím k prodlužování ekonomické recese. Tomuto přístupu výrazně napomáhá odlišný sentiment na kapitálových trzích ve srovnání s obdobím globální finanční krize. Rizika zhoršených podmínek pro financování členských států ale rozhodně nezmizela, a s ohledem na vysokou míru zadlužení by proto bylo žádoucí začít s fiskální konsolidací, jakmile to pandemická situace dovolí.

**Pokud jde o opatření cílená na hospodářskou obnovu členských států, hrála v roce 2021 prim aktivace Plánu obnovy (zejména jeho programu Next Generation, NGEU), jehož finální podoba byla schválena v červenci 2020.** Financován je z prostředků, které si Evropská komise (EK) jménem EU opatří na finančních trzích prostřednictvím vydávání unijních dluhopisů.<sup>5</sup> Členským státům jsou prostředky poskytovány ve formě grantů či půjček a jsou určeny

<sup>4</sup> Viz tisková zpráva Eurostatu z 22. 7. 2021: <<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563191/2-22072021-AP-EN.pdf>>.

<sup>5</sup> Pod hlavičkou NGEU si může EK vypůjčit až 750 mld. EUR v cenách z roku 2018 (přes 800 mld. EUR v běžných cenách).

k plnění cílů stanovených v národních plánech obnovy (NPO).<sup>6</sup> V souvislosti s pandemií covid-19 také pokračovala implementace již dříve schválených programů, jako například SURE,<sup>7</sup> jehož prostřednictvím se EU snažila zmírnit dopady krize na zaměstnanost.

**Hodnocení národních plánů obnovy ze strany Evropské komise v rámci letošního cyklu evropského semestru nahrazuje běžně vydávané zprávy o jednotlivých zemích (Country Reports).** EK také nebude u států čerpajících z NGEU navrhovat specifická doporučení Rady (Country-Specific Recommendations) mimo doporučení pro oblast fiskální politiky. Státy eurozóny byly ale i nadále povinny EK do konce dubna 2021 postoupit své programy stability. EK pak i letos vydala hloubková hodnocení těch členských států EU, u nichž shledala existenci makroekonomických nerovnováh, a zprávu o nadměrném schodku a zadlužení veřejných rozpočtů, jež se tentokrát týkala všech členských států EU s výjimkou Rumunska, se kterým EK zahájila postup při nadměrném schodku již dříve.

**ECB v roce 2021 pokračovala s nákupy dluhopisů, a to jak v rámci svých dlouhodobých programů pro kvantitativní uvolňování, tak v rámci loni zavedeného pandemického programu PEPP.**<sup>8</sup> Nákupy jeho prostřednictvím by měly probíhat minimálně do března 2022 a reinvestice splatných jistin alespoň do konce roku 2023.

**Při úvahách o dalším směřování eurozóny by měla být rovněž zohledněna aktualizace strategie měnové politiky ECB, která byla přijata v červenci 2021.**<sup>9</sup> Jednalo se o první revizi strategie od roku 2003 s tím, že k vyhodnocení aktuálních změn by mělo dojít v roce 2025. Nejvýznamnější provedenou změnou je úprava definice inflačního cíle ECB z dosavadní „pod, ale blízko 2 %“ na symetrický 2% cíl. Tato změna znamená, že kladné i záporné odchylky od 2% cíle budou vnímány jako stejně nežádoucí. ECB se zároveň zavázala více zohledňovat prvky udržitelnosti a změny klimatu při provádění své měnové politiky.<sup>10</sup>

**Rada guvernérů ECB také v červenci 2021 rozhodla o zahájení výzkumné fáze projektu digitálního eura.** ECB se tak připojila k rostoucí skupině centrálních bank, které zkoumají technologické možnosti, přínosy a rizika možného zavedení digitálních měn centrálních bank (CBDC). V následujících dvou letech by měla ECB ve spolupráci s ostatními centrálními bankami Eurosystemu zkoumat vhodné technické a bezpečnostní parametry takovéto CBDC.<sup>11</sup>

**Evropská komise zahájila v červnu 2021 s Německem řízení o porušení práva EU v reakci na loňské rozhodnutí německého Spolkového ústavního soudu, které se týkalo programu nákupu státních dluhopisů (PSPP) ECB.** Jádrem sporu je otázka, zda Německo v důsledku rozhodnutí Spolkového ústavního soudu porušilo unijní právo, zejména princip přednosti práva EU a nerespektovalo jurisdikci Soudního dvora EU. Při určitém zjednodušení je možné tento spor považovat za klíčový z hlediska principu přenesených pravomocí a možností kontroly jejich výkonu ze strany orgánů Unie členskými státy v rámci jejich ústavních procedur. Německá vláda odpověděla na výtky EK počátkem srpna dopisem, ve kterém odmítla, že by Německo zpochybňovalo závaznost evropského práva, a poukázala na dělbu moci, tedy nemožnost vlády vstupovat do rozhodování moci soudní. Současně navrhla zřízení platformy pro „strukturovaný dialog“ mezi SDEU a soudy členských států EU.<sup>12</sup>

**Pandemie covid-19 a související potřeba řešit urgentní výzvy měly za následek pokračující stagnaci dalšího prohlubování hospodářské a měnové unie a integrace eurozóny.** Diskuze o dokončení bankovní unie<sup>13</sup> se měla zásadním způsobem posunout na jednání eurosummitu v červnu 2021, který měl schválit nový pracovní plán dokončení všech významných doposud rozpracovaných bloků. Ukázalo se však, že mezi členskými státy panuje stále řada rozporů a v tomto termínu se na plánu nalézt shodu nepodařilo. Eurosummit v červnu proto pověřil Euroskupinu pokračováním jednání o pracovním plánu s tím, že výsledek by měl být představen na jeho jednání v prosinci 2021. Tento termín však

<sup>6</sup> Plánům obnovy se podrobněji věnuje tematická kapitola „Srovnání vybraných národních plánů obnovy“ těchto Analýz sladění.

<sup>7</sup> Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency.

<sup>8</sup> Pandemic Emergency Purchase Programme.

<sup>9</sup> Znění stanoviska Rady guvernérů ECB ke změně strategie měnové politiky:

<[https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monopol\\_strategy\\_statement.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.en.html)>.

<sup>10</sup> Tisková zpráva ECB k akčnímu plánu na zahrnutí prvků udržitelnosti a klimatických změn do měnověpolitických rozvažování Rady guvernérů ECB: <[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1-f104919225.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1-f104919225.en.html)>.

<sup>11</sup> Tisková zpráva k projektu digitálního eura: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210714-d99198ea23.en.html>>.

<sup>12</sup> K německému Spolkovému ústavnímu soudu jsou již podány stížnosti na nesoulad koronavirového programu nákupu státních dluhopisů ECB (PEPP) s německým ústavním právem. Stěžovatelé programu vytýkají přílišnou flexibilitu při nákupech dluhopisů přesahující rámec kapitálových klíčů pro jednotlivé členské státy eurozóny a domnívají se, že by program mohl porušovat zákaz měnového financování dle čl. 123 SFEU.

<sup>13</sup> Otázku případného vstupu ČR do bankovní unie pravidelně projednává vláda. Podkladem pro její jednání je materiál „Aktualizovaná studie dopadu účasti či neúčasti ČR v bankovní unii“, na jehož vypracování se podílí i ČNB. Jeho poslední vydání, které vláda schválila dne 11. ledna 2021, potvrdilo závěr dřívějších vydání, že by ČR o vstup do bankovní unie v současné situaci usilovat neměla: <<https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/bankovnictvi-a-platebni-sluzby/bankovnictvi/aktuality/2015/studie-dopadu-ucasti-ci-neucasti-cr-v-ba-20801>>.

nebyl dodržen a jednání o pracovním plánu na nejvyšší úrovni tak bylo odloženo minimálně do dalšího zasedání Eurosummitu, které proběhne patrně v polovině roku 2022. Z obsahového hlediska se diskuze zaměřily na témata úpravy existujícího rámce pro krizové řízení finančních institucí, ustavení Evropského systému pojištění vkladů (EDIS) včetně možnosti využití přechodné fáze, tzv. hybridního modelu, přeshraniční integrace finančních institucí včetně problematiky souvisejících rizik pro hostitelské země (tzv. home-host issue) a také otázku svrchovaných expozic (RTSE). V roce 2021 probíhala v jednotlivých členských státech ratifikace dohody o reformě základní smlouvy Evropského mechanismu stability (ESM) a ratifikace změny mezivládní Dohody o převádění a sdílení příspěvků do SRF (IGA), nutné pro možnost dřívějšího využití společného jistícího mechanismu (backstop), v podobě úvěrové linky ESM pro SRB.

**Diskuze o bankovní unii ukázala, že nadále přetrvávají zásadní divergence v zájmech jednotlivých členských států eurozóny.** I nadále je možné v různých oblastech sledovat rozdělení zemí eurozóny na země tzv. severního a tzv. jižního křídla. Názorové rozdíly sledující podobnou štěpnou linii je možné vysledovat také například u otázky vydávání unijních dluhopisů za účelem financování NGEU, kdy se např. z Itálie objevily hlasy volající po jejich trvalém ustavení coby nástroje řešení krize, s čímž naopak nesouhlasí některé země „severního křídla“ (podobný názor zastává také ČR), které trvají na jejich dočasnosti a na nezbytnosti opětovného schválení jejich případného dalšího využití v jiných případech. Obdobným příkladem je pak téma návratu k fiskálním pravidlům SGP pozastavených aktivací všeobecné únikové doložky. I zde se od některých států (např. Francie nebo Itálie) objevují hlasy volající po rozvolnění pravidel rozpočtové odpovědnosti, vůči čemuž se „severní země“ opět staví spíše zdrženlivě, přičemž v čele skupiny zemí odmítajících rozvolňování SGP a usilujících o brzký návrat k aplikaci fiskálních pravidel SGP letos aktivně vystupuje Rakousko.<sup>14</sup>

**Pokračují práce na projektu unie kapitálových trhů (CMU).** Tento projekt je sice koncipován pro EU jako celek, jeho jednotlivá opatření však nezřídka reagují na specifické problémy eurozóny (jako dlouhodobě nízký hospodářský růst, relativní slabost kapitálových trhů, stagnující ziskovost a výrazná diverzita finančního sektoru) či podporují snahy o posílení role eura v globální ekonomice. Od vydání Akčního plánu pro CMU v září 2020 byl však pokrok spíše dílčí.

**Diskuzi o dalším vývoji EU mohou ovlivnit náměty z probíhající Konference o budoucnosti Evropy.** V jejím rámci mohou občané EU formulovat své představy o institucionálních reformách EU či vyjadřovat podporu již existujícím projektům. Volbu dalších kroků v oblasti v prohlubování hospodářské a měnové unie a další vývoj eurozóny ovlivní též výsledek voleb v Německu (v září 2021) a Francii (v květnu 2022) a z nich vzešlá politická reprezentace.

**Z hlediska počtu členů eurozóny nedošlo v průběhu roku 2021 k žádné změně.** V mechanismu směnných kurzů ERM II dlouhodobě setrvává Dánsko, v loňském roce se připojilo Bulharsko a Chorvatsko, přičemž oba posledně jmenované státy vstoupily i do bankovní unie. V průběhu roku vyjádřili představitelé Bulharska, resp. Chorvatska zájem těchto států o relativně brzké přijetí eura (v lednu 2024, resp. v lednu 2023).

**Dopady výše uvedeného vývoje bude třeba brát v úvahu při budoucím rozhodování o načasování vstupu České republiky do měnové unie.** Obsah závazku přijmout euro, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU, se v posledních letech podstatným způsobem změnil. Kromě řádného vyhodnocení fungování institucí a pravidel EU je třeba věnovat pozornost i novým okolnostem, jako jsou opatření přijatá v reakci na pandemii covid-19, nárůst vládního zadlužení, výsledky revize rámce měnové politiky ECB či prohlubování bankovní unie. Je zřejmé, že reforma eurozóny a budování hospodářské a měnové unie představují stále neukončený proces. Stejně tak je třeba zvažovat další implikace případného vstupu do eurozóny, jako jsou přímé náklady účasti v záchranných mechanismech eurozóny včetně národního příspěvku do Jednotného fondu pro řešení krizí, omezení národních pravomocí v oblasti bankovního dohledu a řešení krizí, jakož i rizika spojená s případnými fiskálními problémy některých členů eurozóny a zranitelností jejich finančních sektorů.

**Aktuální krize zároveň podtrhla skutečnost, že se eurozóna dosud plně nevyrovnala s problémy, které odhalila již krize v letech 2009–2010.** Nadále přetrvává dlouhodobý problém nedostatečné konvergence mezi jejími jednotlivými členy, a do značné míry tak předurčuje pokračování heterogenního hospodářského vývoje v eurozóně. Ambiciózní opatření přijatá v reakci na koronavirovou pandemii (navýšení rozpočtu prostřednictvím Plánu obnovy či krizový program ECB) mohou k řešení tohoto problému přispět jen v omezené míře, navíc například schválené dluhové financování NGEU posiluje tlak na vytvoření fiskální unie. Nevyřešena zůstávají rizika vyplývající z vysokého vládního zadlužení některých členských zemí nebo slabá vymahatelnost hospodářských a fiskálních pravidel. Systém koordinace hospodářských politik v eurozóně nadále trpí nízkou mírou plnění právně nezávazných, a tedy nevymahatelných doporučení. Neuspokojivým zůstává i ne vždy dostatečné respektování a dodržování fiskálních pravidel SGP.

---

<sup>14</sup> Diskuzím o fiskálních výzvách a možné revizi SGP se podrobněji věnuje tematická kapitola „Aktuální výzvy ve vývoji fiskální politiky eurozóny a EU v kontextu závazku ČR k přijetí eura“ těchto Analýz sladěnosti.

Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem je nutno konstatovat, že v současnosti nejsou známy všechny potenciální závazky, které budou do budoucna pro Českou republiku vyplývat v souvislosti s přijetím eura. Případné rozhodování o načasování vstupu do měnové unie je tak stále doprovázeno významnými nejistotami.

## II. TEMATICKÉ KAPITOLY

### II.1. ODEZVA TRHŮ PRÁCE V EU NA PANDEMICKÝ ŠOK OPTIKOU INDEXU LUCI

Jan Brůha, Jaromír Gec, Jan Šolc

*Do pandemického období vstupovala většina vybraných evropských ekonomik se značně napjatým trhem práce. Po propuknutí pandemie došlo k jeho zchlazení, ovšem z dlouhodobého pohledu na něm nadprůměrné napětí přetrvávalo. Při zotavování ekonomické aktivity navíc začal trh práce znovu ožívat. Agregátní index LUCI tak u většiny zemí setrval po celé období od vypuknutí pandemie až do současnosti v kladných hodnotách. Dlouhodobě zůstává celková sladěnost trhů práce mezi sledovanými zeměmi vysoká.*

**Trh práce hraje významnou roli ve vývoji domácích inflačních tlaků v jednotlivých členských zemích EU.** Pro úspěšné fungování měnové unie je proto důležitá dostatečně vysoká sladěnost vývoje na trhu práce v zemích, které tvoří jednotnou měnovou zónu. Absence takové sladěnosti by totiž znamenala vysoké makroekonomické a potažmo i společenské náklady používání společné měny, neboť jednotná měnová politika ECB nemůže reflektovat rozdílné cyklické pozice jednotlivých členských zemí eurozóny.

**Cyklický vývoj na trhu práce v jednotlivých zemích hodnotíme optikou agregátního indexu LUCI.** Ten je výsledkem agregace vícero časových řad do souhrnného indikátoru, který odráží celkovou cyklickou pozici trhu práce.<sup>15</sup> ČNB index LUCI pro českou ekonomiku pravidelně sestavuje a publikuje. Pro účely této kapitoly byl navíc obdobný (byť mírně zjednodušený) index zkonstruován i pro další vybrané ekonomiky.<sup>16</sup> Zjednodušený index je založen na analýze 12 časových řad.<sup>17</sup> Při jeho sestavování jsou nejprve pomocí statistického filtru identifikovány cyklické složky jednotlivých řad, následně je index LUCI spočítán jako standardizovaná první hlavní komponenta z těchto cyklických složek. První hlavní komponenta je totiž veličina, která vysvětluje maximum ze společné dynamiky cyklických složek.

**Většina zemí do pandemického období vstupovala s cyklicky natlakovaným trhem práce.** Ve všech sledovaných zemích docházelo v letech 2016 až 2019 k poklesu míry nezaměstnanosti i doby trvání nezaměstnanosti, stejně jako k růstu počtu odpracovaných hodin a solidnímu růstu mezd, potažmo celkových nákladů práce. To se odráželo ve vysokých hodnotách indikátoru LUCI signalizujících výrazné napětí na trhu práce v jednotlivých zemích.

**Koronavirová pandemie s sebou přinesla vnější šok nebyvalého rozsahu.** Současně s podstatným omezením ekonomické aktivity byly spuštěny fiskální programy zaměřené na kompenzaci dopadů restrikcí na hospodářskou aktivitu a na udržení zaměstnanosti. Pandemický šok nicméně i tak vedl k určitému zchlazení trhu práce ve sledovaných zemích. V důsledku administrativních omezení ekonomické aktivity došlo k dramatickému poklesu reálného HDP a počtu odpracovaných hodin. Hloubka propadu těchto veličin se mezi zeměmi lišila z důvodu odlišné struktury ekonomik a různé míry a načasování epidemiologických omezení. Došlo rovněž k nárůstu nezaměstnanosti, který však byl menší, než by na základě historických zkušeností odpovídalo hloubce poklesu reálné ekonomické aktivity. Index LUCI tak i přes výrazný pokles ve většině sledovaných zemí setrval ve znatelně kladných hodnotách ukazujících na nadále historicky nadprůměrné napětí na trzích práce. Vysvětlení tohoto vývoje spočívá jednak v působení podpůrných fiskálních opatření (zejména tzv. job retention schemes, v ČR programy Antivirus) a jednak v tom, že pandemický šok měl převážně necyklický charakter spočívající v administrativním omezení agregátní nabídky.<sup>18</sup>

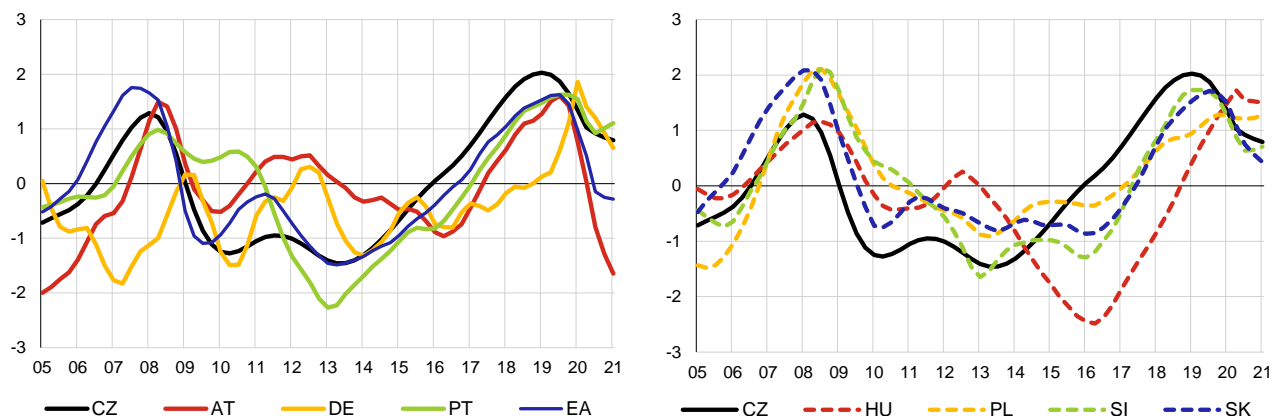
**Po odeznění prvotního šoku došlo ve všech sledovaných zemích k rychlému zotavování ekonomické aktivity a následnému postupnému ožívání trhu práce.** Rychlé obnovování ekonomické aktivity je konzistentní s příběhem o necyklickém (nabídkovém) charakteru pandemického šoku. Po rozvolnění protiepidemických omezení se tak zpravidla trh práce z pandemického šoku rychle vzpamatoval. Ve většině zemí došlo k poklesu nezaměstnanosti a obnově svízného růstu mezd a nákladů práce. Toto oživení bylo v některých zemích natolik výrazné, že se promítlo do opětovného nárůstu indexu LUCI (Polsko, Portugalsko, Slovinsko), v dalších zemích pak tento index alespoň setrval v kladném teritoriu (Slovensko, Německo, Maďarsko, viz Graf 1).

<sup>15</sup> Inspirací pro index LUCI byly práce Armstronga a kol. (2016) a konstrukce indexu je podobná také přístupu Craiga a kol. (2013). Metodologie indexu byla představena v boxu Zprávy o inflaci IV/2019.

<sup>16</sup> Analogicky s ostatními částmi dokumentu v této kapitole analyzujeme Českou republiku (CZ), Rakousko (AT), Německo (DE), Portugalsko (PT), Maďarsko (HU), Polsko (PL), Slovinsko (SI), Slovensko (SK) a eurozónu (EA).

<sup>17</sup> Těmito řadami jsou: míra zaměstnanosti, míra participace, harmonizovaná míra nezaměstnanosti, harmonizovaná míra nezaměstnanosti do 25 let, mzdy v průmyslu a ve službách, náklady práce v průmyslu a ve službách, doba trvání nezaměstnanosti, náhrady zaměstnancům, celková zaměstnanost, počet odpracovaných hodin.

<sup>18</sup> Více viz Brůha a kol. (2021).

**Graf 1: Index LUCI**  
 (směrodatné odchylky)


Pozn.: Kladné hodnoty indexu LUCI indikují období s historicky nadstandardním napětím na trhu práce a naopak. Absolutní hodnoty LUCI jsou porovnatelné v rámci jednotlivých zemí (vývoj v čase), ale nikoli napříč jednotlivými zeměmi.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Vývoj indexů LUCI v posledních letech ukazuje, že celková sladěnost trhů práce v jednotlivých zkoumaných zemích je poměrně vysoká.** To platí nejen pro období v průběhu koronavirové pandemie, ale pro celé sledované období od roku 2005 (viz Tabulka 1). Nejmenší korelaci indexu LUCI s ostatními zeměmi vykazuje Německo, tento výsledek je však způsoben tím, že díky provedeným reformám (Hartz I-IV) se na německém trhu práce neprojevil negativní cyklický vliv krizových let 2008–2014.<sup>19</sup> Tato analýza tedy naznačuje, že synchronizace vývoje trhu práce v ČR nepředstavuje překážku pro přijetí společné měny.

**Tabulka 1: Korelační koeficienty indexů LUCI mezi sledovanými zeměmi**

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
CZ	1	0,43	0,35	0,78	0,28	0,68	0,71	0,79	0,89
AT	0,43	1	0,23	0,35	0,32	0,59	0,57	0,54	0,46
DE	0,35	0,23	1	0,33	0,37	0,28	0,27	0,20	0,07
PT	0,78	0,35	0,33	1	0,49	0,77	0,90	0,74	0,75
HU	0,28	0,32	0,37	0,49	1	0,58	0,67	0,70	0,35
PL	0,68	0,59	0,28	0,77	0,58	1	0,89	0,78	0,61
SI	0,71	0,57	0,27	0,90	0,67	0,89	1	0,86	0,73
SK	0,79	0,54	0,20	0,74	0,70	0,78	0,86	1	0,87
EA	0,89	0,46	0,07	0,75	0,35	0,61	0,73	0,87	1

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

<sup>19</sup> Tento příznivý trendový vliv strukturálních reforem dokáže použitá mechanická filtrace odstranit pouze z části. Od roku 2015 se pak trh práce v Německu vyvíjí podobně jako v ostatních zkoumaných zemích.

## II.2. PANDEMICKÝ ŠOK A EXTERNÍ POZICE EVROPSKÝCH EKONOMIK

*Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha*

*Nástup pandemie covid-19 představoval razantní šok nejen do ekonomické aktivity, ale také do vnější pozice evropských ekonomik. Vnější makroekonomické nerovnováhy však mohou představovat riziko pro makroekonomickou stabilitu evropských ekonomik a tedy potažmo i pro evropskou ekonomickou integraci. Mezi nejdůležitější indikátory vnější nerovnováhy patří poměr salda běžného účtu platební bilance k HDP.<sup>20</sup> Přestože se dopad pandemického šoku na tento ukazatel mezi zeměmi EU lišil, u velké většiny zemí nevedl k výraznému zhoršení vnější udržitelnosti z hlediska běžného účtu.*

**Dopad administrativních protiepidemických opatření omezujících ekonomickou aktivitu byl zesílen obchodními a finančními vazbami mezi ekonomikami.** V průběhu první vlny pandemie na jaře 2020 byl zasažen průmysl i služby, což se projevilo vedle poklesu domácí poptávky i v razantním poklesu mezinárodního obchodu. Od druhé poloviny roku 2020 se dopad pandemie a souvisejících administrativních opatření na průmysl snížil a došlo k opětovnému oživení jak průmyslové produkce, tak i mezinárodního obchodu se zbožím.<sup>21</sup>

**Struktura běžného účtu platební bilance v zemích EU byla v období před koronavirovou pandemií heterogenní, mezi některými zeměmi však lze nalézt určité podobnosti.** Ty identifikujeme pomocí metody shlukové analýzy. K jejímu provedení využíváme data o výši salda hlavních položek běžného účtu platební bilance jednotlivých zemí (zboží, služby, náhrady zaměstnancům, důchody z investic)<sup>22</sup> v poměru k HDP a údaje o podílu průmyslu na hrubé přidané hodnotě vyrobené v těchto zemích. Použitá metoda identifikovala tři hlavní skupiny zemí s podobnými charakteristikami běžného účtu a několik dalších zemí, které nelze přiřadit k žádné skupině, neboť jejich běžný účet se choval specificky.<sup>23</sup> Pro posouzení, jak pandemický šok u identifikovaných typů zemí ovlivnil strukturu běžného účtu, jsme následně porovnali hodnoty za rok 2020 s údaji za období před pandemií (průměr za roky 2017–2019).

**První skupinu tvoří země, jejichž běžný účet byl v předpandemickém období charakterizován vysokými přebytky obchodu se zbožím** (Graf 1). Tyto přebytky v průměru dosahovaly přibližně 4 % HDP. Většina zde zahrnutých zemí zároveň vykazovala kladná nebo pouze mírně záporná salda služeb. Bilance náhrad zaměstnancům i bilance důchodů z investic se napříč touto skupinou lišily: některé země měly kladná a jiné záporná salda. Celková bilance běžného účtu pak ve většině zemí z této skupiny dosahovala v předpandemickém období kladných hodnot. Do této skupiny patří zejména průmyslové země, konkrétně ČR, Dánsko, Finsko, Itálie, Německo, Nizozemí, Slovinsko a Švédsko. Pandemický šok vedl v této skupině zemí k mírnému zvýšení čistého vývozu zboží v poměru k HDP. Bilance služeb a bilance náhrad zaměstnancům zůstala takřka beze změny. Bilance důchodů z investic ve většině zemí této skupiny (včetně ČR) mírně vzrostla, tj. buď se snížil schodek důchodů z investic (například v ČR), nebo kladné saldo důchodové bilance vzrostlo. V souhrnu v této skupině došlo k mírnému nárůstu průměrné velikosti salda běžného účtu vůči HDP.

---

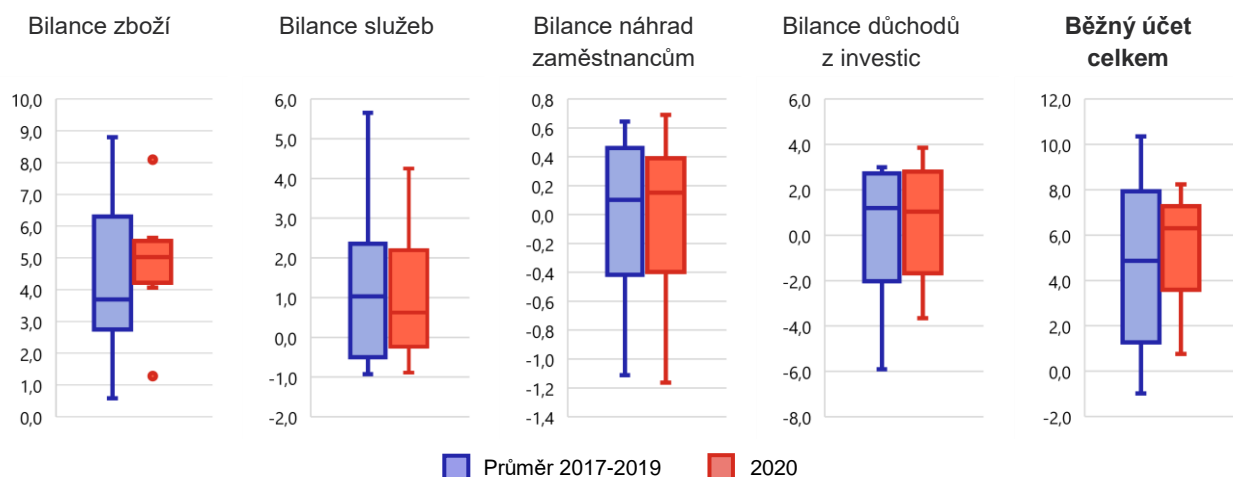
<sup>20</sup> Například Evropská komise používá tříletý průměr poměru běžného účtu platební bilance k HDP jako jeden z indikátorů „Macroeconomic Imbalance Procedure“. Mezinárodní měnový fond ve svém „External Sector Report“ pravidelně hodnotí minulý vývoj i budoucí výhled běžného účtu a upozorňuje na možná rizika vzniku vnějších nerovnováh. Ale jsou to i soukromé instituce, jakými jsou ratingové agentury, které běžnému účtu platební bilance a jeho dynamice věnují významnou pozornost.

<sup>21</sup> Babecká Kucharčuková a Brůha (2020)

<sup>22</sup> Tyto veličiny jsou měřeny v roční frekvenci.

<sup>23</sup> Jedná se o Irsko, Kypr, Lotyšsko, Lucembursko a Malta.

**Graf 1: Salda složek běžného účtu zemí EU před a po pandemickém šoku – první skupina zemí (v % HDP)**



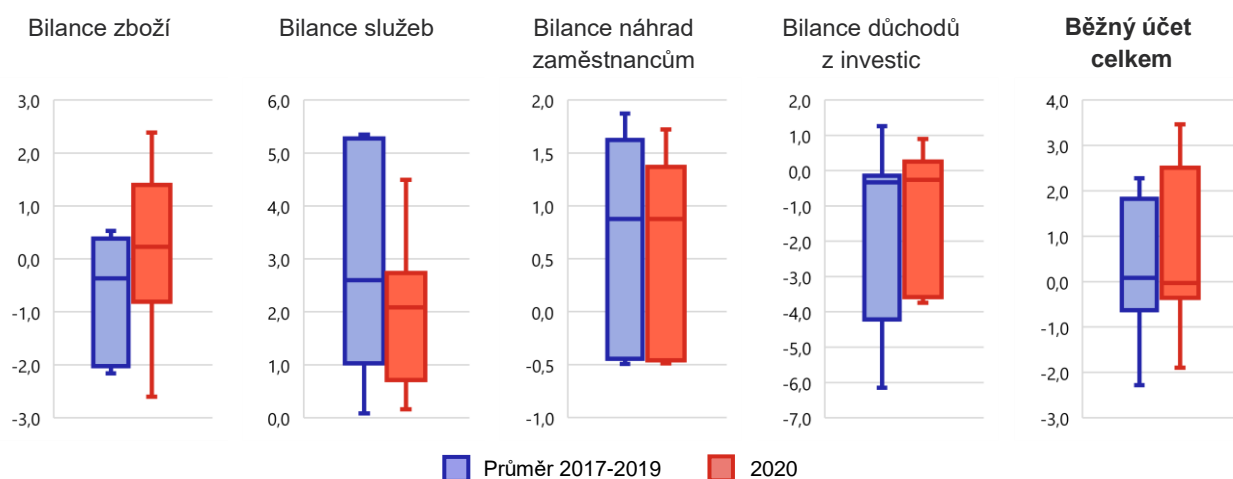
Pozn.: Tuto skupinu tvoří: ČR, Dánsko, Finsko, Itálie, Německo, Nizozemí, Slovinsko a Švédsko.

Krabicový graf znázorňuje minimální hodnotu (s výjimkou odlehých pozorování), 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu (s výjimkou odlehých pozorování). Čára uvnitř obdélníku vyznačuje medián. Odlehlým pozorováním rozumíme údaj, který je vyšší (nižší) než 75% kvantil (25% kvantil) alespoň o 1,5 násobek mezikvartilové odchylky. V grafu zobrazeno jako samostatný bod.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Druhá skupina zemí vykazovala v předpandemickém období kladná salda služeb a nevýrazný čistý vývoz zboží (Graf 2).** Většina těchto zemí měla záporná salda důchodů z investic. Bilance náhrad zaměstnancům se napříč touto skupinou lišila, ovšem pro většinu zemí nabývala kladných hodnot. Bilance důchodů z investic byla ve většině zemí z této skupiny záporná. Saldo běžného účtu se v předpandemickém období u více zemí pohybovalo blízko nuly. Tuto skupinu tvoří Belgie, Francie, Maďarsko, Polsko, Rakousko, Slovensko a Španělsko. Vlivem příchodu pandemie v této skupině zemí došlo pouze k nevýrazným pohybům jak v rámci zkoumaných položek tak i celkového salda běžného účtu, přičemž tyto pohyby zůstaly v mezích obvyklé volatility.

**Graf 2: Salda složek běžného účtu zemí EU před a po pandemickém šoku – druhá skupina zemí (v % HDP)**



Pozn.: Tuto skupinu tvoří: Belgie, Francie, Maďarsko, Polsko, Rakousko, Slovensko a Španělsko.

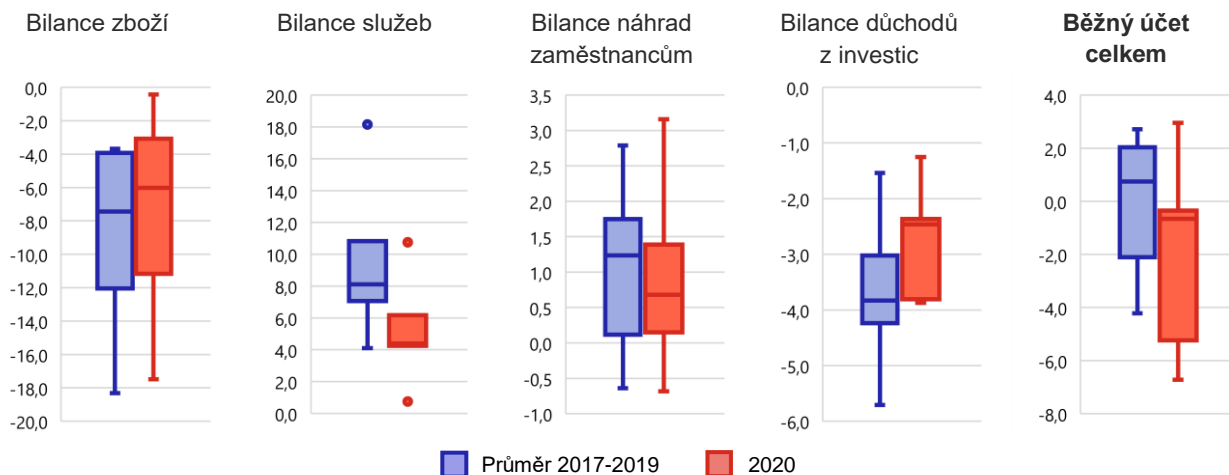
Krabicový graf znázorňuje minimální hodnotu (s výjimkou odlehých pozorování), 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu (s výjimkou odlehých pozorování). Čára uvnitř obdélníku vyznačuje medián. Odlehlým pozorováním rozumíme údaj, který je vyšší (nižší) než 75% kvantil (25% kvantil) alespoň o 1,5 násobek mezikvartilové odchylky. V grafu zobrazeno jako samostatný bod.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB



Třetí skupina zemí je charakterizována hluboce zápornými čistými vývozy zboží a zápornými saldy důchodů z investic v období před pandemií (Graf 3). Naproti tomu tyto země vykazovaly relativně vysoká kladná salda služeb a obvykle i kladná salda náhrad zaměstnancům, přičemž ve většině zemí byl celkový běžný účet zemí této skupiny mírně kladný. Do této skupiny zemí patří Bulharsko, Chorvatsko, Estonsko, Litva, Portugalsko, Rumunsko a Řecko. Pandemický šok v těchto zemích vedl k výraznému poklesu přebytku bilance služeb, často zejména v oblasti cestovního ruchu. Zároveň se zmírnil schodek salda zboží a schodek salda důchodů z investic, toto zmírnění ovšem nebylo u většiny zemí dostatečné, aby kompenzovalo propad příjmů ze služeb. Salda běžných účtů těchto zemí se tedy vesměs posunula do záporných hodnot. U dvou zemí, které měly záporná salda již v předpandemickém období, dokonce nastalo jejich prohloubení do výrazně záporných hodnot (pod -5 % HDP).

**Graf 3: Salda složek běžného účtu zemí EU před a po pandemickém šoku – třetí skupina zemí (v % HDP)**



Pozn.: Tuto skupinu tvoří Bulharsko, Chorvatsko, Estonsko, Litva, Portugalsko, Rumunsko a Řecko.

Krabicový graf znázorňuje minimální hodnotu (s výjimkou odlehlých pozorování), 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu (s výjimkou odlehlých pozorování). Čára uvnitř obdélníku vyznačuje medián. Odlehlým pozorováním rozumíme údaj, který je vyšší (nižší) než 75% kvantil (25% kvantil) alespoň o 1,5 násobek mezikvartilové odchylky. V grafu zobrazeno jako samostatný bod.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Dopady pandemie v roce 2020 u většiny zemí nevedly k extrémním výkyvům salda běžného účtu, nicméně existuje několik málo zemí, jejichž běžný účet zaznamenal výraznější odchylky od rovnováhy.** To platí zejména pro některé země třetí skupiny a jednu nezařazenou zemi (Kypr). Podíl těchto ekonomik na HDP (resp. na hrubé přidané hodnotě) EU je ovšem malý.<sup>24</sup> Tyto země by tedy neměly představovat riziko pro makroekonomickou stabilitu ekonomiky EU jako celku. Je ovšem nutné zdůraznit, že provedená analýza se týká roku 2020. Přetížení globálních výrobních řetězců, které eskalovalo až během roku 2021, se může na vnější pozici exportně orientovaných ekonomik teprve projevit. Proto je žádoucí vnější pozici ekonomik EU i nadále monitorovat.

<sup>24</sup> Podíl HDP zemí, u nichž saldo běžného účtu v pandemickém roce 2020 kleslo pod -5 % HDP, činí cca 3 % na celkovém HDP EU.

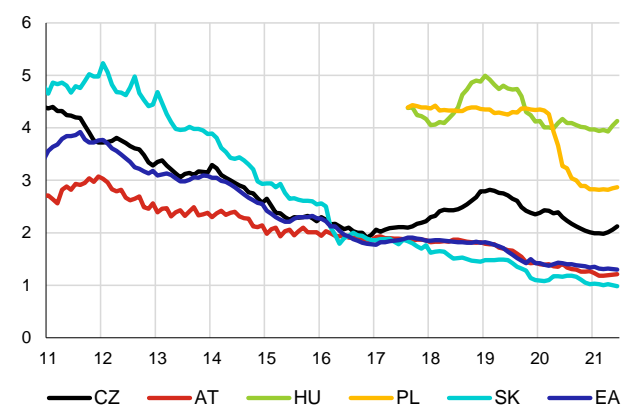
### II.3. VÝVOJ HYPOTEČNÍHO A NEMOVITOSTNÍHO TRHU VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EU

Petr Hlaváč, Luboš Komárek a Petr Polák

Měnová politika má skrze ovlivňování nákladů dluhového financování dopad na vývoj cen nemovitostí. Na financování nákupů nemovitostí působí spolu s makrobezpečnostní politikou zahrnující nastavení limitů ukazatelů pro nově poskytnuté hypoteční úvěry, což jsou další důležité faktory dopadající na cenovou hladinu nemovitostí určených k bydlení. Pro optimální fungování měnové unie je přitom důležitá sladěnost hospodářských i finančních cyklů jejich členských států. Při posuzování vývoje základních makroekonomických veličin tedy nelze odhlédnout od zmíněných cen rezidenčních nemovitostí. Důležitosti vývoje cen nemovitostí si je při tvorbě měnové politiky vědoma i ECB, neboť při představení poslední revize svého strategického rámce uvedla, že vývoj vlastnického bydlení hraje roli v tvorbě inflačních opatření. V posledních letech přitom v řadě zemí EU pozorujeme výrazný růst cen nemovitostí, který se liší od vývoje dalších makroekonomických ukazatelů. Za tímto vývojem stojí kombinace nabídkových a poptávkových faktorů, včetně již delší dobu výrazně uvolněné měnové politiky. Vzhledem k tomu, že v Evropské unii žije ve vlastní nemovitosti okolo 70 % populace, přičemž většina nových vlastníků jejich nákup financuje skrze hypoteční trh, ovlivňuje vývoj na nemovitostním a hypotečním trhu citelně finanční situaci domácností.<sup>25</sup> Makrobezpečnostní instituce napříč Evropou se snaží zajistit finanční stabilitu mimo jiné i používáním limitů úvěrových ukazatelů, které by měly omezit rizika plynoucí z vývoje na hypotečním trhu. Následující analýza se zaměřuje zejména na země středoevropského regionu, tedy na Českou republiku, Maďarsko, Polsko, Rakousko a Slovensko.

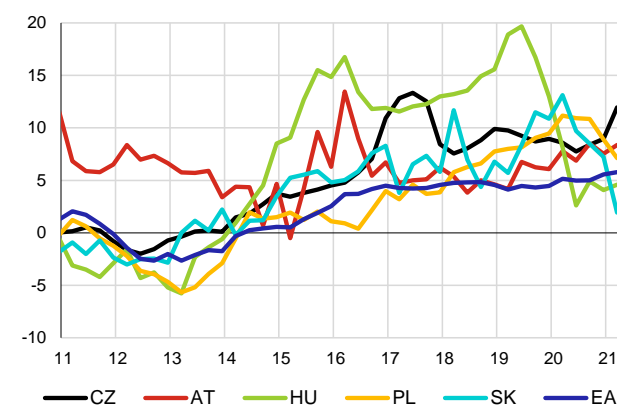
**Dění na trhu nemovitostí má zásadní vliv na ekonomiku země a její obyvatele.** Trh nemovitostí je velmi úzce spojen s hypotečním trhem, neboť velká část nemovitostí je financována právě prostřednictvím hypoték. Jejich dostupnost v posledních letech výrazně stoupla v souvislosti s poklesem úrokových sazeb, což podpořilo zájem o hypoteční úvěry a aktivitu na nemovitostním trhu. V eurozóně přetrvává silně uvolněná měnová politika ECB, což i nadále svědčí o nízké úrovni úrokových sazeb u nových úvěrů na bydlení. Nejnižší hypoteční sazby jsou na Slovensku a v Rakousku, kde se pohybují blízko 1 % (tedy mírně pod průměrem eurozóny, viz Graf 1). Ve sledovaných zemích s vlastní měnovou politikou (Česká republika, Maďarsko, Polsko) dosahují – na rozdíl od eurozóny – měnověpolitické sazby kladných hodnot, což se promítá do vyšších klientských úrokových sazeb u hypotečních úvěrů. Ve všech sledovaných zemích v posledních pěti letech došlo ke zrychlování růstu cen nemovitostí (Graf 2). Jeho tempo se však liší, a to nejen v rámci námi vybraných zemí, ale i napříč dalšími zeměmi eurozóny. V tomto směru tedy nehraje příslušnost ke společné evropské měně významnou roli.

**Graf 1: Úrokové sazby u nových hypoték**  
(v %)



Pozn.: Jedná se o průměrné sazby.  
Zdroj: OECD

**Graf 2: Růst cen nemovitostí**  
(mrz. v %)



Zdroj: OECD, výpočet ČNB

**Pro dostupnost bydlení je důležitý vztah mezi cenami nemovitostí, nabídkovými faktory a možnostmi financování bydlení.** Pokud se tyto faktory vyvíjejí podobným způsobem, je situace na trhu nemovitostí stabilní a nedochází ke vzniku cenových bublin či sociálních problémů. Růst cen nemovitostí tak v tomto případě nemusí být vnímán jako problematický. Již jsme zmínili vývoj na poli úrokových sazeb, kde jejich velmi nízká úroveň ceteris paribus možná až nadměrně zlevňuje financování jejich pořízení. Primárním zdrojem financování bydlení je ale příjem vlastníka nemovitosti. Z hlediska finanční

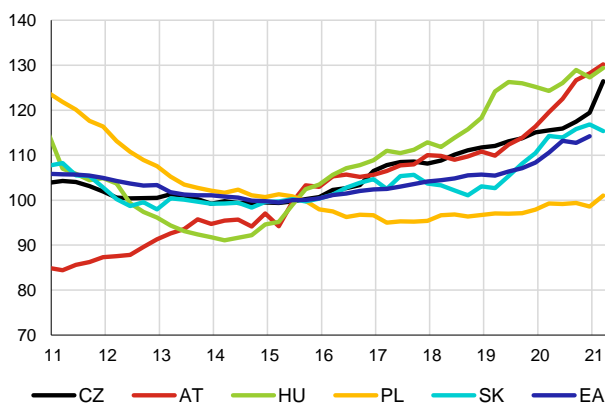
<sup>25</sup> V ČR ceny rezidenčních nemovitostí skrze imputované nájemné v poslední době výrazně ovlivňují i spotřebitelskou inflaci.

stability je tedy klíčový vývoj cen nemovitostí zejména ve vztahu k vývoji mezd.<sup>26</sup> Je-li vývoj obou těchto veličin podobný, pak to má za následek stabilní vývoj dostupnosti bydlení. Podíváme-li se však na konkrétní vývoj poměru cen nemovitostí k příjmům (PTI, price-to-income) v jednotlivých zemích zjistíme, že jedinou zemí, ve které je tento poměr za posledních pět let relativně stabilní, je Polsko (Graf 3). V ostatních analyzovaných zemích ukazatel PTI roste, což značí, že dostupnost bydlení se z tohoto pohledu snižuje.<sup>27</sup>

**Dostupnost bydlení není určena jen náklady vlastnického bydlení, důležitým aspektem je také vývoj cen (nájmu) na trhu nájemního bydlení.** Zkoumané země se přitom značně liší, pokud jde o podíly vlastnického a nájemního bydlení. Nejvíce obyvatel žije ve vlastní nemovitosti na Slovensku (téměř 91 %), naopak v Rakousku je to pouze přibližně 55 % obyvatel, což je druhá nejnižší hodnota v EU. Obecně je v západní Evropě poměr vlastnického a nájemního bydlení nižší nežli ve východní Evropě, což může být vedle historického odkazu odrazem právě předešlého období vyšších příjmů vzhledem k cenám nemovitostí v méně vyspělých zemích. Celkově však platí, že v posledních letech rostly nájemní v námi sledovaných zemích pomaleji jak ve srovnání s cenami nemovitostí, tak ve srovnání se mzdami. Z tohoto pohledu se tedy pro obyvatele zkoumaných zemí situace v oblasti nájemního bydlení zlepšila.

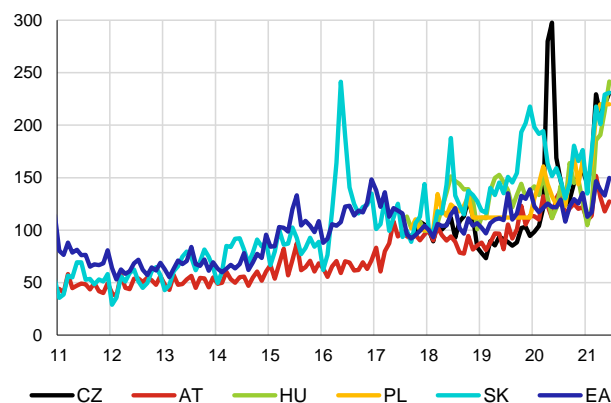
**Ve sledovaných zemích spolu se zdražováním nemovitostí současně roste objem poskytovaných úvěrů na bydlení** (Graf 4). Na tuto vzájemnou interakci mezi úvěry a cenami nemovitostí reagují makroobezřetnostní instituce. S cílem udržet finanční stabilitu začaly ve spojitosti s trhem nemovitostí vedle kapitálových požadavků ve vyšší míře používat nástroje vztahující se na parametry na úrovni dlužníka (borrower-based measures, BBMs). První evropskou zemí,<sup>28</sup> která omezení zavedla, bylo Lotyšsko, které v roce 2007 zavedlo limit na poměr výše úvěru k hodnotě zástavy (loan to value, LTV), o tři roky později pak začalo obdobné omezení uplatňovat také Norsko a Švédsko. Obecně, v souladu se závěry akademických studií,<sup>29</sup> omezuje zavedení či zpřísnění limitů úvěrových ukazatelů poptávku po úvěrech a potažmo po nemovitostech. Bez těchto limitů by tedy jak nemovitostní, tak hypoteční trh ve sledovaných zemích rostl rychleji. Účinnost uvedených limitů v omezování růstu cen nemovitostí nicméně aktuálně snižuje extrémně nízká úroveň úrokových sazeb.

**Graf 3: Dostupnost bydlení dle poměru ceny a příjmu**  
(index, 2015 = 100)



Zdroj: OECD

**Graf 4: Objem nových úvěrů na bydlení**  
(index, leden 2018 = 100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Evropské země postupně implementují makroobezřetnostní pravidla do své národní legislativy.** Pravidla jsou stanovována nikoli na celoevropské úrovni, ale každou zemí samostatně. Důležitá je proto forma implementace takovýchto pravidel, neboť ne všude je samotná existence BBMs kodifikována formou národního zákona. V takovém případě hrozí, že pravidla nebudou bezvýhradně dodržována, resp. že makroobezřetnostní autorita bude mít ztíženou pozici při jejich vymáhání. Z tohoto pohledu je pozitivní, že v naprosté většině evropských zemí, které využívají nějakou formu BBMs, jsou tyto limity opřeny o platnou legislativu. Makroobezřetnostní autorita (ať již se jedná o centrální banku nebo jiný orgán) má tedy ze zákona možnost tato pravidla blíže specifikovat určením konkrétních limitních hodnot BBMs. Ne ve všech zemích je však tato možnost daná zákonem využita, jak ukazuje Tabulka 1 na vybraném vzorku zemí. Z členských států Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) nejvíce zemí omezuje (ať již formou využití zákonem dané pravomoci nebo formou

<sup>26</sup> V měnové unii by země měly být na velmi podobné úrovni své ekonomické výkonnosti (zejména HDP na obyvatele, cenová hladina, mzdová úroveň). Jednotná měnová politika určuje úrokové náklady financování a potažmo ovlivňuje i vývoj cen nemovitostí. Oba trhy úzce souvisí s mobilitou na trhu práce (i s jeho aktuálním stavem), která je jedním ze základních mechanismů vyrovnání se s důsledky asymetrických šoků v rámci měnové unie.

<sup>27</sup> V dalších zemích eurozóny pak ukazatel PTI vzrostl například ve Francii, Německu, či Španělsku, zatímco poklesl v Itálii.

<sup>28</sup> První zemí na světě, která limity zavedla, byl Hong Kong v roce 1995.

<sup>29</sup> BIS (2012), Igan a Kang (2011), Kuttner a Sim (2016), Carreras a kol. (2018).

doporučení apod.) u retailových hypotečních úvěrů hodnoty LTV (22 zemí), následně DSTI (13 zemí) a poté maximální délku splatnosti (12 zemí), nejméně je používán limit LTI/DTI (5 zemí).

**Tabulka 1: Přehled používaných opatření**

	CZ	AT	HU	PL	SK
<b>LTV (poměr výše úvěru a hodnoty zástavy)</b>	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO
<b>LTI (poměr výše úvěru a příjmu) / DTI (poměr výše celkového dluhu a příjmu)</b>	ANO	NE	NE	NE	ANO
<b>DSTI (poměr výše splátek a příjmu)</b>	ANO	NE	ANO	ANO	ANO
<b>Splatnost</b>	ANO	NE	NE	ANO	ANO

Pozn.: V případě Polska není DSTI omezeno horní hranicí, banka má pouze povinnost klienta informovat, když se jedná o vysokou hodnotu, ale úvěr poskytnout může.

Zdroj: ESRB, Overview of national macroprudential measures.

**Největší země eurozóny však nástroje zaměřené na dlužníka téměř nepoužívají.** Německo poměrně nedávno zavedlo do národní legislativy možnost zavést limit pro LTV, tuto možnost však zatím neuplatňuje. Francie má v národní legislativě zakotveno možnost omezení DSTI a maximální délky splatnosti, čehož skutečně využívá. Itálie a Španělsko zatím nebyly nuceny BBMs a jejich limity zavádět, neboť zde v minulosti nastal výrazný propad cen nemovitostí a jejich vývoj od té doby nezaznamenal výraznou dynamiku. Ve všech těchto velkých zemích nicméně bankovní sektor implicitně dodržuje standardy obezřetnosti při poskytování hypoték, což zřejmě oslabuje nutnost zavádět BBMs do právního řádu.

**Nastavení požadavků na limity úvěrových ukazatelů je v České republice obdobné jako ve většině menších členských zemí ESRB.** Určitou výjimkou se Česká republika stala, když během koronavirové pandemie tyto limity na BBMs uvolnila, což proběhlo jen ve velmi málo zemích. Jistá odlišnost české makrobezpečnostní politiky až donedávna spočívala také v tom, že k používání uvedených nástrojů zaměřených na dlužníka nebyla ČNB zmocněna formou zákona a tyto nástroje tak měly podobu pouhých doporučení ze strany České národní banky. Od 1. 8. 2021 však již může ČNB stanovovat hodnoty BBMs právně závazně.

**Jednotná evropská měnová politika prozatím není doprovázená jednotnou evropskou makrobezpečnostní politikou v oblasti nemovitostního a hypotečního trhu.** Na jedné straně tak proti sobě stojí Evropskou centrální bankou jednotně stanovovaná cena peněz, na druhé straně jí prozatím sekunduje jen dílčí využívání nástrojů regulace v kompetenci národních regulátorů. Je tedy jak ekonomickou, tak i politickou otázkou do budoucna, jak efektivně (nastavením míry centralizace, role a pravomoci národních regulátorů, atd.) ovlivňovat vývoj na nemovitostním a hypotečním trhu, který je s prováděním měnové politiky eurozóny přímo svázán. Vzhledem k tomu, že Evropská centrální banka začala při svém měnověpolitickém rozhodování více zohledňovat vývoj cen nemovitostí,<sup>30</sup> je důležité sledovat i to, nakolik je vývoj na nemovitostním trhu v zemích eurozóny harmonizován, neboť výrazně odlišná situace by narušovala správné fungování jednotné měnové politiky.

<sup>30</sup> V rámci revize strategického rámce měnové politiky bylo v červenci 2021 navrženo, aby HICP zahrnoval také vývoj cen vlastnického bydlení (viz <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.en.html>>).

## II.4. AKTUÁLNÍ VÝZVY VE VÝVOJI FISKÁLNÍ POLITIKY EUROZÓNY A EU V KONTEXTU ZÁVAZKU ČR K PŘIJETÍ EURA

Marek Benda, Jan Král, Marek Souček, Lena Stránská, Martin Vojta

*Tato tematická kapitola se v širším kontextu úvah o dopadech přijetí eura zaměřuje na tři témata aktuální z pohledu fiskální politiky v zemích EU: na vliv financování Plánu obnovy na budoucí financování EU nejen v dobách krize, na koordinaci hospodářských a fiskálních politik v rámci eurozóny a EU, včetně rozdílů mezi zeměmi platícími společnou měnou a zeměmi bez ní, a na možnou revizi fiskálních pravidel EU (především Paktu o stabilitě a růstu) v kontextu současné hospodářské krize, která vedla k jejich dočasnému rozvolnění, resp. faktickému neuplatňování.*

**Již od doby svého vzniku počítá koncepce eurozóny se zachováním pravomocí v oblasti hospodářské a fiskální politiky na úrovni jednotlivých členských států.** S ohledem na důležitost těchto oblastí pro fungování měnové unie však právo EU podrobuje národní fiskální i hospodářské politiky mechanismům společné koordinace a v případě fiskální politiky stanovuje určitá společná rozpočtová pravidla, včetně sankčních nástrojů k jejich vymáhání. Cílem těchto nástrojů je zajistit, aby byly národní fiskální politiky udržitelné a neohrožovaly prosperitu eurozóny a stabilitu společné měny. Politický a ekonomický vývoj v průběhu dvacetileté existence měnové unie však ukázal, že původní předpoklady o tom, že pro fungování eurozóny založené na jednotné měnové politice postačují společná pravidla pro koordinaci hospodářských a fiskálních politik, naráží na řadu problémů.

**Ve fiskální oblasti se již před globální finanční krizí ukázala nízká disciplinovanost členských států eurozóny při dodržování pravidel pro vyrovnaný státní rozpočet a výši veřejného zadlužení a politická neochota unijních orgánů tato pravidla vymáhat a jejich porušení sankcionovat.**<sup>31</sup> V návaznosti na dopady krize v letech 2008–2010 proto byly přijaty významné změny ve fungování eurozóny. Došlo mj. k ustavení bankovní unie, posílení koordinace v oblasti fiskálních pravidel,<sup>32</sup> zřízení Evropského mechanismu stability či vytvoření systému dohledu nad finančním trhem na unijní úrovni. Ani uvedené změny však nedokázaly zvrátit trend zvyšujícího se veřejného zadlužení většiny členských států eurozóny a s ním souvisejícího rizika možné potřeby sdíleného řešení fiskálních problémů některých zemí.

**Fiskální oblast, zahrnující například i otázky daní, zároveň z politického hlediska představuje jednu z nejcitlivějších oblastí, neboť se dotýká samotného jádra pravomocí členských států.** Diskuze o změnách současného rozdělení pravomocí v uvedených oblastech, zakotveného primárním právem EU, je tak mimořádně složitá a případné změny se zde prosazují jen pomalu. Ačkoli základní rámec stanovený ve Smlouvách se v podstatě nemění,<sup>33</sup> eurozóna a na ni navázané projekty, jako např. bankovní unie, se vyvíjí i beze změn primárního práva. Ke změnám regulatorního rámce dochází jak prostřednictvím sekundárních předpisů EU, mnohdy s využitím extenzivního výkladu ustanovení práva primárního, postupným rozšiřováním a prohlubováním různých koordinačních mechanismů, tak v některých případech také spoluprací členských zemí EU zcela mimo unijní právní rámec.<sup>34</sup> Přesto se zdá, že pro zajištění dlouhodobé udržitelnosti a prosperity eurozóny je další reforma v oblasti koordinace fiskálních politik žádoucí a v zásadě nevyhnutelná. Její budoucí podoba, a s tím spojené změny v obsahu závazku ČR přijmout euro, je nicméně v současnosti velmi nejasná, což ztěžuje rozhodování o datu vstupu do eurozóny a posuzování s tím spojených přínosů a nákladů. Budoucí podobu fungování eurozóny mohou dále ovlivnit například dopady pandemie covid-19 či rostoucí významnost agendy boje proti klimatické změně.

### Budoucí financování EU v kontextu financování Plánu obnovy

**Vydávání unijních dluhopisů aktuálně využité pro financování Plánu obnovy (zejména jeho programu Next Generation, NGEU) není v rámci EU úplnou novinkou.** Smlouva o fungování EU (SFEU) umožňuje EU poskytovat finanční pomoc v případech, kdy je konkrétní členský stát vážně ohrožen nebo čelí závažným obtížím v důsledku

<sup>31</sup> K první reformě Paktu o stabilitě a růstu (SGP) došlo již v roce 2005, a to primárně v souvislosti s postupem při nadměrném schodku, kdy byly nastaveny specifické parametry pro hodnocení. Reforma měla za cíl reagovat na nedostatečnou flexibilitu SGP a zajistit jeho lepší vymahatelnost. Fakticky nicméně znamenala značné rozvolnění pravidel SGP v reakci na jeho porušování některými členskými státy. Sankce za neplnění pravidel SGP zatím na žádný členský stát v praxi uvaleny nebyly.

<sup>32</sup> Pakt o stabilitě a růstu, středobod unijní fiskální politiky, byl v roce 2010 doplněn o evropský semestr a následně v letech 2011 a 2013 posílen prostřednictvím několika nařízení a směrnic (tzv. Six-Pack, Two-Pack a mezivládní dohoda známou jako Fiscal Compact). Více viz kapitola „Změny rámce koordinace hospodářských politik v EU a kroky podniknuté v souvislosti s prohloubením dluhové krize v eurozóně“ v Analýzách stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2011, 2012 a 2013.

<sup>33</sup> Jedinou změnou primárního práva, k níž dosud došlo, byla úprava čl. 136 Smlouvy o fungování Evropské unie otevírající dveře ke vzniku Evropského mechanismu stability, která však byla přijímána zjednodušenou procedurou.

<sup>34</sup> Např. Evropský mechanismus stability, který byl zřízen samostatně stojící mezivládní smlouvou, či již zmíněná Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii (tzv. fiskální pakt).

přírodních katastrof nebo mimořádných situací mimo jeho kontrolu, a tuto pomoc financovat právě vydáváním unijních dluhopisů. V reakci na současnou ekonomickou krizi tak byly ustaveny nové nástroje financování, konkrétně programy SURE a NGEU.<sup>35</sup>

**V porovnání s pomocí po krizi v letech 2008–2010 se nové nástroje liší.** Zaprvé, nové nástroje neslouží jako pomoc pouze několika nejvíce zasaženým zemím, nýbrž jsou k dispozici všem členským státům EU. To do značné míry posouvá výklad jejich právního základu (čl. 122 SFEU) od řešení momentálních potíží jednoho konkrétního členského státu k ustavování dlouhodobějších nástrojů využitelných pro všechny členské státy EU. Zadruhé, nové nástroje vykazují významně větší provázanost s rámcem pro koordinaci hospodářských politik, což lze vnímat jako posílení tendencí ke vzniku fiskální unie. Zatímco program SURE,<sup>36</sup> je svým charakterem skutečně primárně záchranným programem, komplex opatření v rámci NGEU se nezaměřuje na nouzovou pomoc, nýbrž na dlouhodobou obnovu hospodářství jednotlivých členských států a provádění strukturálních reforem v souladu s dlouhodobými prioritami Evropské komise (EK). Zatřetí, nové nástroje jsou bezprecedentní svým objemem. NGEU disponuje prostředky ve výši 807 mld. EUR po dobu šesti let, program SURE 100 mld. EUR v letech 2020 a 2021, zatímco záchranné programy pro konkrétní země po předchozí krizi se pohybovaly v řádu desítek až nižších stovek mld. EUR v delším časovém horizontu.<sup>37</sup>

**Výrazným rysem NGEU odlišujícím jej od dřívějších nástrojů dluhového financování je rovněž skutečnost, že jeho podstatná část bude členským státům poskytnuta formou grantů (dotací), nikoli návratných půjček.** Jelikož primární právo nadále stanoví, že rozpočet EU musí být vyrovnaný, vyvolává NGEU nutnost doplnit unijní rozpočet tak, aby výdaje spojené s NGEU pokryl. Toho bylo dosaženo navýšením rozpočtových závazků jednotlivých členských států, současně byla oživena také diskuze o tzv. nových vlastních zdrojích unijního rozpočtu.<sup>38</sup>

**Takto pojaté dluhové financování odráží delší dobu pozorovatelnou snahu některých zemí především tzv. jižního křídla eurozóny o zavedení společných unijních dluhopisů na trvalé bázi.**<sup>39</sup> Vznik infrastruktury a aparátu nezbytných pro správu takto objemného dluhu (při až třicetileté splatnosti některých dluhopisů) tak může podpořit úvahy o ustavení fiskální unie. Ta by pak zahrnovala nejen trvalý mechanismus vydávání a správy společných dluhopisů za účelem získávání prostředků na financování obecného rozpočtu či některých jeho nástrojů, ale i řízení jednotlivých finančních toků a na ně navázaných politik z unijní úrovně, s logicky užší koordinací mezi zeměmi eurozóny.

### Koordinace hospodářských a fiskálních politik členských států EU

**V souvislosti s přijetím NGEU došlo také k úpravě evropského semestru coby rámce pro koordinaci hospodářských a fiskálních politik mezi členskými státy EU.** Jeho součástí se totiž (alespoň pro rok 2021) staly tzv. národní plány obnovy (NPO; National Recovery and Resilience Plan, NRRP), které obsahují reformní záměry a opatření, jež členské státy hodlají financovat z NGEU. Před předložením Radě EU schvaluje národní plány obnovy Evropská komise, čímž, aniž by došlo ke změně primárního práva, vzrostla její role úměrně tomu, jak byl omezen prostor členským státům při tvorbě NPO. Unijní orgány tak získaly další prostor pro faktické ovlivňování politiky členských států v oblasti pravomocí nepřenesených na úroveň EU.

**Členské státy eurozóny mají navíc v rámci evropského semestru povinnost zaslat Evropské komisi programy stability a návrhy svých rozpočtových plánů, což nicméně nemusí být v dalším období vnímáno jako dostatečné.**

V evropské diskuzi totiž sílí hlasy po vyšší míře koordinace fiskálních politik mezi členskými státy eurozóny, a to nejen kvůli většímu objemu dlouhodobějších investičních závazků EU, ale i jako řešení mnohými již od dob finanční a dluhové krize pocíťovaného „přetěžování“ měnové politiky ECB a jejich nekonvenčních nástrojů.<sup>40</sup> Návrhy EK na vytvoření zvláštní

<sup>35</sup> Podrobněji k dluhovému financování EU viz tematická kapitola „Vydávání dluhopisů ze strany EU“ *Analýz sladění 2020*.

<sup>36</sup> Cílem programu je prevence výrazného nárůstu nezaměstnanosti.

<sup>37</sup> Největší objem prostředků (148,96 mld. EUR) získalo v letech 2010–2018 z unijních programů pomoci na základě čl. 122 SFEU Řecko. Pomoc ostatním zemím byla nižší.

<sup>38</sup> Již schválena byla daň z nerecyklovaných plastových obalů. Dalšími návrhy, které EK v této oblasti chystá, jsou zdanění velkých digitálních korporací či přeshraniční uhlíkový mechanismus a v delším časovém horizontu pak také daň z finančních transakcí (nejdříve od víceletého finančního rámce po roce 2027).

<sup>39</sup> Myšlenka zavedení společných unijních dluhopisů, resp. přinejmenším společných dluhopisů států eurozóny, není nová a je předmětem evropské politické diskuze pod různými označeními (např. Eurobonds, European Safe Assets, Sovereign Bond-Backed Securities – SBBS) nejméně od globální finanční krize. Do doby schválení NGEU však tyto iniciativy byly vždy odmítány některými rozpočtově odpovědnými zeměmi eurozóny (např. Německem) z obavy z důsledků sdílení dluhu v eurozóně.

<sup>40</sup> Vyšší míru koordinace fiskálních politik v rámci eurozóny a myšlenku revize Paktu o stabilitě a růstu podpořil z tohoto důvodu nejnověji také guvernér Centrální banky Irska Gabriel Makhlouf v rozhovoru pro Politico ze 3. srpna 2021: <<https://www.politico.eu/article/european-fiscal-rules-european-central-bank-ecb-irish-banker/>>.

rozpočtové kapacity pro eurozónu<sup>41</sup> a ustanovení funkce „evropského ministra hospodářství a financí“ s primárním úkolem koordinace fiskálních politik států eurozóny<sup>42</sup> nakonec nebyly členskými státy přijaty. Jejich aktuální upozadění však neznamená, že nemůže dojít k oživení těchto a podobných úvah v souvislosti s jednáními o nastavení budoucího sedmiletého rozpočtového rámce pro období po roce 2027. Prvním takovým náznakem mohou být nejnovější aktivity výboru pro hospodářské a měnové záležitosti Evropského parlamentu, který si počátkem léta 2021 vyžádal od externích specialistů sérii analýz na téma „Fiskální politiky a jejich kapacita v eurozóně v postpandemické době“. Výboru poskytnuté studie pak opět vyznívají ve prospěch zřízení centrální fiskální kapacity nebo například posílení role stávajícího poradního orgánu EK pro eurozónu Evropské fiskální rady (EFB), který by posuzoval programy stability států eurozóny, dával formální doporučení EK a Radě EU, včetně zahájení a ukončení postupu při nadměrném schodku, či alespoň představoval vzor pro činnost národních rozpočtových rad členských států eurozóny.<sup>43</sup>

**Současně je třeba reflektovat i fakt, že následkem krize spojené s covid-19 byl vznik specifického rozpočtového nástroje v bezprecedentním objemu s dluhovým financováním v délce až třiceti let, jehož správa si vyžádá udržování poměrně robustního aparátu.** Navíc se jedná o nástroj sloužící EU jako celku, nikoliv pouze eurozóně. Jeho dočasnost a alespoň formální zaměření na řešení důsledků krize sice brání tomu, aby byl označen za základ fiskální unie, současně však rychlost jeho vzniku i prolomení některých dřívějších dlouholetých tabu (masivní vydávání dluhopisů EU, zásadní navýšení rozpočtových příspěvků členských států, byť jen ve formě závazků) naznačují, že situace se pod tlakem okolností může velmi rychle změnit i v této oblasti.

### Aktuální diskuze o revizi Paktu o stabilitě a růstu

**Kromě úvah o možných nástrojích směřujících k vytvoření fiskální unie je třeba věnovat pozornost rovněž probíhajícím debatám o revizi stávajících pravidel pro koordinaci fiskálních politik.** Diskuze o změnách či rozvolnění pravidel SGP mají dlouhou historii.<sup>44</sup> Aktuálně jim ale nový impulz dala aktivace tzv. všeobecné únikové doložky v reakci na dopady pandemie covid-19. Ta umožňuje EK do roku 2023 nevyžadovat od členských států EU plnění fiskálních pravidel. Vzhledem k aktuální míře zadlužení zemí EU (zejména eurozóny) a tlaku některých zemí, především tzv. jižního křídla, na podporu investic je však pravděpodobné, že i při dodržení lhůty pro opětovné uplatnění fiskálních pravidel nebude SGP aplikován úplně stejným způsobem jako v minulosti. Dílčím úpravám pravidel SGP by se přitom nebránily ani některé členské státy severního křídla. Upravená pravidla by podle nich však neměla být *per se* benevolentnější k vládnímu zadlužení, ale zjednodušená, snadněji aplikovatelná a případně také úžeji propojená s naplňováním specifických doporučení Rady EU v rámci evropského semestru.<sup>45</sup>

**Diskuze bude pravděpodobně probíhat nad změnami související sekundární legislativy.** Ve Smlouvě o fungování EU a návazném Protokolu č. 12 k proceduře při nadměrném schodku totiž nejsou pravidla ani sankce (s relevancí pouze pro členské státy eurozóny) rozepsána do všech podrobností.<sup>46</sup> Předmětem takové diskuze by už za nadcházejícího francouzského předsednictví v Radě EU v první polovině roku 2022 mohla být kupříkladu podoba pravidla o snižování

<sup>41</sup> V letech 2018–2019, v návaznosti na vyjednávání o víceletém finančním rámci na roky 2021–27, probíhaly legislativní práce na ustavení tzv. Rozpočtového nástroje pro konvergenci a konkurenceschopnost, tedy rozpočtové kapacity eurozóny (paralelně také probíhaly práce na objemem menším nástroji pro země mimo eurozónu). Změna situace v souvislosti s příchodem pandemie covid-19 tyto konkrétní debaty sice minimálně do vyjednávání o příštím víceletém finančním rámci utlumila, NGEU je nicméně vystavěn na obdobném principu a svým finančním objemem je ve srovnání s původními diskutovanými nástroji nesrovnatelně větší. Zároveň se s ohledem na délku splatnosti dluhopisů určených k financování NGEU nabízí otázka ohledně možného dalšího vývoje, které by původní úvahy mohly podpořit a oživit.

<sup>42</sup> Viz návrhy EK na Evropský měnový fond, dodatečné rozpočtové kapacity na podporu reforem a technickou podporu a evropského ministra financí, které byly předloženy 6. prosince 2017: <[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_17\\_5005](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_5005)>.

<sup>43</sup> Cottarelli (2021), De Grauwe (2021), Marimon a Wicht (2021).

<sup>44</sup> Tyto diskuze byly v nějaké formě a intenzitě přítomny od vlastního podepsání SGP v roce 1997. Obzvláště intenzivní pak byly v období 2003 až 2005 před první revizí SGP, kterou si vynutilo neplnění SGP ze strany Francie a Německa a s tím související spor těchto států s EK. Již tehdy zaznívaly návrhy na ustanovení „zlatého pravidla“, podle něhož by výdaje na veřejné investice nebyly zahrnuty do kalkulace vládních výdajů pro účely řízení o nadměrném schodku (viz Blanchard a Giavazzi, 2004). Předmětem kritiky je také údajná přílišná komplexnost a procykličnost fiskálních pravidel bez efektivního mechanismu jejich vymáhání, a to i po všech revizích SGP od roku 2005 (viz kritika členů EFB z roku 2018: <<https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board>>).

<sup>45</sup> Vyjádření k těmto námětům poskytl v průběhu léta 2021 rakouský ministr financí Gernot Blümel, který také zahájil diplomatickou ofenzívu mezi členskými státy EU proti možným plánům na rozvolňování SGP: <<https://www.politico.eu/article/austria-digs-in-ahead-of-eu-deficit-battle/>>.

<sup>46</sup> Jedná se zejména o nařízení EU č. 1177/2011 o urychlení a vyjasnění postupu při nadměrném schodku, přičemž pro státy eurozóny je oproti členským státům EU mimo eurozónu závazný sankční mechanismus vyplývající z nařízení EU č. 1173/2011 o účinném prosazování rozpočtového dohledu v eurozóně a z nařízení EU č. 1174/2011 o donucovacích prostředcích k nápravě nadměrné ekonomické nerovnováhy v eurozóně.

nadměrného dluhu, pokud vládní dluh členského státu přesáhne 60 % HDP.<sup>47</sup> Podnět k úvahám o této a případně i dalších významných změnách, jako například vynětí určitých investičních výdajů (zelená a digitální transformace) z kalkulace schodku, dala EK také svým sdělením „Ekonomika EU po covidu-19: implikace pro hospodářskou governance“ z 19. října 2021, jímž byl také odstartován proces veřejné konzultace k tomuto tématu. Na základě výstupů této konzultace by měla EK v prvním čtvrtletí 2022 vydat fiskálněpolitická vodítka.<sup>48</sup> Možné změny zdůvodňuje komisař pro hospodářskou politiku Paolo Gentiloni poukázáním na rizika opětovné divergence mezi severem a jihem eurozóny a nechutí Komise platná pravidla „kreativně“ vykládat.<sup>49</sup> Není také vyloučeno, že se aktéři fiskálních a hospodářských politik EU vrátí ve svých diskuzích o reformě SGP k námětům EFB ze září 2019. EFB v nich mimo jiné navrhuje faktické odstranění pravidla nanejvýše tříprocentního ročního deficitu vládního sektoru ve prospěch maximálního stropu pro vládní výdaje a důraz na produktivní investice, jež by neměly padnout na oltář plnění fiskálních pravidel.<sup>50</sup>

## Závěrem

**Výše popsaný vývoj a naznačené možné budoucí trendy v oblasti fiskální politiky v EU dokládají, že obsah závazku ČR přijmout euro a z něj vyplývající povinnosti, náklady a reálné dopady se oproti stavu v roce 2004, kdy ČR vstoupila do EU, kvalitativně i kvantitativně liší a pravděpodobně ještě dozná dalšího vývoje.**

**Na jedné straně se ukazuje, že nástroje a pravidla, které měly zajistit hospodářskou koordinaci a fiskální disciplínu členských států, a tím stabilitu eurozóny, se dlouhodobě jeví jako nedostatečné.** Nejsou totiž náležitě dodržovány, resp. jejich dodržování není vymáháno, a nepředcházejí tak riziku nadměrného zadlužení většiny členských zemí eurozóny a s tím souvisejícím negativním dopadům. Logicky tak vzniká tlak jak na posilování pravidel či reformu celého rámce (změnami nastavení a fungování evropského semestru či SGP), tak i na prohloubení integrace eurozóny směrem k fiskální unii. Tento vývoj přitom není z politických důvodů reflektován v oblasti primárního práva, ale probíhá prostřednictvím postupných kroků změnami sekundární legislativy či posilováním koordinačních postupů.

**Na straně druhé není s ohledem na rozdílné a často protichůdné postoje členských států v současnosti vůbec zřejmé, jak by konkrétně měla reforma společných pravidel či případná fiskální unie vypadat.** Tato skutečnost je zdrojem značné nejistoty pro země zvažující v budoucnu vstup do eurozóny. Zatímco některé státy usilují o zjednodušení SGP, které by umožnilo jeho snadnější aplikaci a vymahatelnost, jiné preferují spíše celkové rozvolnění společných pravidel fiskální disciplíny. Návrhy na vznik rozpočtové kapacity eurozóny, postu „ministra financí“ pro eurozónu či úvahy o formálním ustavení fiskální unie se sice prozatím neprosadily, vznik dluhově financovaného krizového nástroje NGEU v objemu 807 mld. EUR však ukazuje, že za určité souhry okolností může dojít k posunu i v oblastech, v nichž to bylo dlouhodobě považováno za vyloučené.

**Popsané skutečnosti zřetelně potvrzují výchozí tezi, že dopady spojené se vstupem do eurozóny nejsou pouze měnověpolitického rázu a nesouvisejí výlučně s oblastmi, na které dopadají formální konvergenční kritéria, ale zasahují mnohem širší oblast.** V tomto smyslu je také třeba přistupovat k hodnocení dopadů vstupu ČR do eurozóny, dále je sledovat a velmi pečlivě vyhodnocovat.

<sup>47</sup> Konkrétně by se mělo jednat o pravidlo každoročního snižování zadlužení o 5 % rozdílu mezi výší dluhu členského státu a referenční hodnotou 60 % HDP, jehož neplnění je nyní jedním z předpokladů pro zahájení řízení o nadměrném schodku ze strany EK (viz <https://www.politico.eu/article/the-return-of-austerity-the-fight-over-fiscal-tightening-has-already-been-decided/>). Toto ustanovení je přitom pouze součástí nařízení EU č. 1177/2011, zatímco samotný SGP coby součást primárního práva (čl. 126 odst. 1 písm. b) SFEU) hovoří pouze o dostatečném snižování veřejného dluhu vůči HDP k referenční hodnotě uspokojivým tempem.

<sup>48</sup> Viz tisková zpráva EK z 19. října k vydání sdělení a zahájení veřejné konzultace: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_5321](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_5321).

<sup>49</sup> Viz vyjádření komisaře Gentiloniho pro Financial Times z 29. června 2021: „You need common rules that are connected to the economic challenges we have. Otherwise, the risk is that the European Commission will spend the next decade finding creative ways to bypass its own rules, which I think is not the best solution we can have.“ <https://www.ft.com/content/f2d7fc03-aad9-4297-9443-129ada32b74e?shareType=nongift>.

<sup>50</sup> Viz hodnocení ze strany EK: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules_en.pdf). K revizi fiskálního rámce vybízí EFB i ve svém hodnocení hospodářské a fiskální kondice eurozóny z června 2021, přičemž k této revizi by podle EFB mělo dojít ještě před deaktivací únikové doložky, to znamená v průběhu roku 2022. V opačném případě prý budou mít tvůrci národohospodářských politik v eurozóně velmi komplikovanou situaci a měnové unii hrozí riziko zvýšených pochybností o závazcích vlád členských států k udržitelným veřejným financím a o kredibilitě stávajícího fiskálního rámce eurozóny. Viz [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2021\\_06\\_16\\_efb\\_assessment\\_of\\_euro\\_area\\_fiscal\\_stance\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2021_06_16_efb_assessment_of_euro_area_fiscal_stance_en.pdf).



## II.5. SROVNÁNÍ VYBRANÝCH NÁRODNÍCH PLÁNŮ OBNOVY

*Pavla Netušilová*

*Ústředním prvkem evropského Plánu obnovy po koronavirové krizi je Nástroj pro oživení a odolnost. Ten jednotlivým členským státům EU poskytuje prostředky na financování reforem a investičních projektů s cílem podpořit zotavení EU z následků pandemie, zvýšit odolnost ekonomik a zajistit ekologickou a digitální transformaci. Rovněž má přispět k dlouhodobě udržitelnému fungování ekonomik samotných i měnové unie. Členské země EU z něj čerpají finance formou grantů a půjček na základě národních plánů obnovy sestavených pro období 2021–2026.*

**Evropský Plán obnovy schválený v červenci 2020 má za cíl zmírnit následky koronavirové pandemie a transformovat ekonomiku EU.** Klade přitom důraz na podporu investiční aktivity, aby se neopakoval její významný pokles z období finanční a dluhové krize. Kromě tradičního zdroje financování stanoveného v rámci víceletého finančního rámce na roky 2021–2027 zahrnuje také dočasný program na podporu oživení Evropy Next Generation EU (NGEU) v celkovém objemu 807 mld. EUR. Z něj má být členským státům EU vyplaceno formou grantů 421 mld. EUR a formou půjček až 386 mld. EUR. Plán obnovy je tak historicky nejrozsáhlejší stimulacím balíčkem EU. Potřebné prostředky pro NGEU si již ve druhé polovině loňského roku začala Evropská komise půjčovat jménem EU na finančních trzích. Evropská ekonomická integrace se tak posunula do další fáze, neboť EK poprvé v historii v masivním měřítku využívá k financování emisi dluhopisů zaručených rozpočtem EU.

**Klíčovým finančním zdrojem NGEU je Nástroj pro oživení a odolnost, který pokrývá 90 % alokace NGEU (tedy 724 mld. EUR).**<sup>51</sup> Jeho cílem je podpořit zotavení EU z hospodářských a sociálních dopadů pandemie, zvýšit ekonomickou a sociální odolnost (včetně odolnosti zdravotnictví) a reagovat na specifické problémy jednotlivých zemí. Zároveň se prostřednictvím pevně stanovené hranice minimálního podílu výdajů na ekologické a digitální projekty soustředí na plnění evropských cílů v oblasti klimatu (zejména uhlíkovou neutralitu) a podporu digitální transformace. Čerpání grantů a půjček z Nástroje pro oživení a odolnost probíhá na základě národních plánů obnovy sestavených pro období 2021–2026. Tyto plány předkládaly členské státy EU Evropské komisi postupně od dubna 2021. Jejich schvalování na různých unijních úrovních pak probíhalo v několika vlnách. Finální podobu plánů a podmínek čerpání stvrdila svým rozhodnutím Rada ECOFIN. Většina států, kterým byl schválen národní plán obnovy,<sup>52</sup> již obdržely první platbu z Nástroje pro oživení a odolnost.

**Zatímco národní grantovou alokaci Nástroje pro oživení a odolnost využily všechny státy v plné míře, o čerpání půjček je menší zájem.** V rámci sledovaných zemí<sup>53</sup> čerpají největší granty v absolutním vyjádření Německo, Polsko a Portugalsko, v přepočtu na obyvatele pak Portugalsko, Slovensko a Slovinsko (Graf 1). O čerpání půjček (a to v rozsahu nižším než národní alokace) projevilo zájem pouze Portugalsko, Slovinsko a Polsko, přičemž Portugalsko a Slovinsko se vyznačují horším hodnocením na finančních trzích v souvislosti s emisí národních dluhopisů. O financování plánů prostřednictvím půjček si však mohou členské státy EU požádat i dodatečně až do konce srpna 2023. Národní plány obnovy mohou být dále revidovány v souvislosti s přepočtem grantových alokací v první polovině roku 2022 na základě skutečného vývoje ekonomik v letech 2020–2021.<sup>54</sup> Na rozdíl od grantových alokací se alokace půjček v budoucnosti již přepočítávat nebudou.<sup>55</sup>

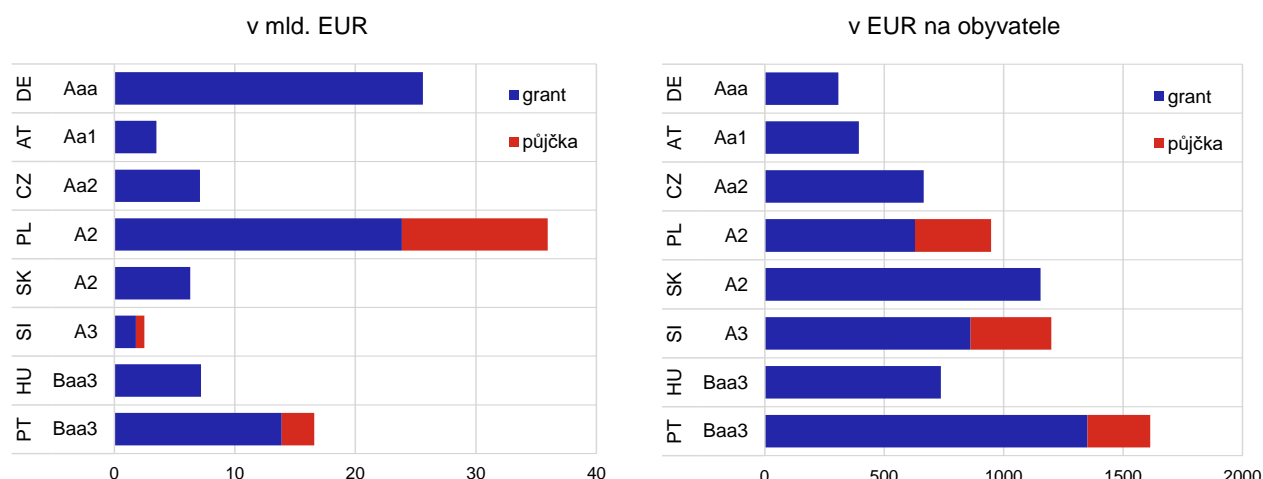
<sup>51</sup> Zbývajících 10 % NGEU tvoří ReactEU, Fond pro spravedlivou transformaci, Evropský zemědělský fond pro rozvoj venkova, Horizont Evropa, InvestEU, RescEU.

<sup>52</sup> Na konci listopadu 2021 bylo z 26 předložených národních plánů schváleno 23. Na schválení ještě čeká Polsko, Maďarsko a Švédsko. Jediné Nizozemsko zatím plán Evropské komisi nepředložilo.

<sup>53</sup> Vybranými zeměmi v této kapitole analogicky s ostatními částmi dokumentu rozumíme Českou republiku (CZ), Rakousko (AT), Německo (DE), Portugalsko (PT), Maďarsko (HU), Polsko (PL), Slovinsko (SI) a Slovensko (SK). Srovnání národních plánů obnovy všech členských států EU bude zveřejněno v prosincovém [Globálním ekonomickém výhledu ČNB](#).

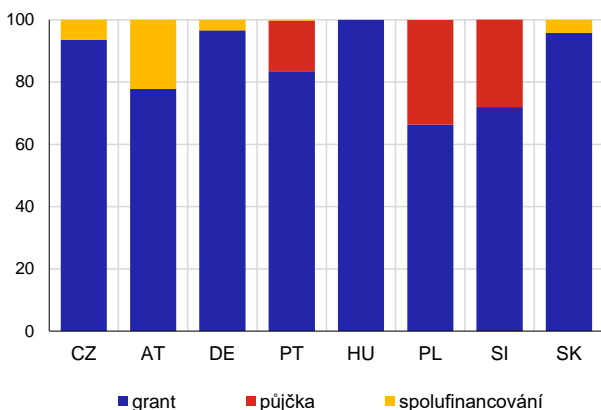
<sup>54</sup> Část národní alokace grantu z Nástroje pro oživení a odolnost bude přepočtena na základě skutečného vývoje HDP v letech 2020 a 2021.

<sup>55</sup> Národní alokace půjčky z Nástroje pro oživení a odolnost byla stanovena na základě hrubého národního důchodu v roce 2019.

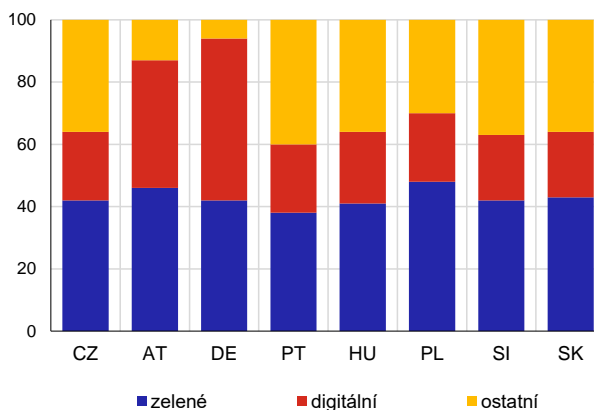
**Graf 1: Granty a půjčky v národních plánech obnovy ve vztahu k ratingu Moody's**

Zdroj: Národní plány obnovy, Sovereign Debt Rating zemí podle Moody's v období předkládání národních plánů obnovy Evropské komisi (duben–červen 2021)

**Všechny sledované státy s výjimkou Maďarska předložily projekty v souhrnu vyšší, než činí jejich národní grantová alokace.** K financování části národních plánů obnovy převyšující grantovou alokaci jsou použity buď unijní zdroje (půjčka z Nástroje pro oživení a odolnost) nebo spolufinancování z národních zdrojů (Graf 2). Na rozdíl od čerpání tradičních strukturálních fondů však spolufinancování ze strany členského státu EU není povinné. Všechny plány zahrnují projekty převyšující povinný minimální podíl výdajů na zelené projekty (37 %) a digitální projekty (20 %). Kromě zelených a digitálních projektů směřují finanční prostředky také do dalších oblastí stanovených v Nástroji pro oživení a odolnost nebo reflektují tzv. Doporučení Rady EU pro jednotlivé členské země v rámci Evropského semestru z let 2019 a 2020.

**Graf 2: Zdroje financování národních plánů obnovy (podíly v %)**

Zdroj: Národní plány obnovy

**Graf 3: Typy projektů v národních plánech obnovy (podíly v %)**

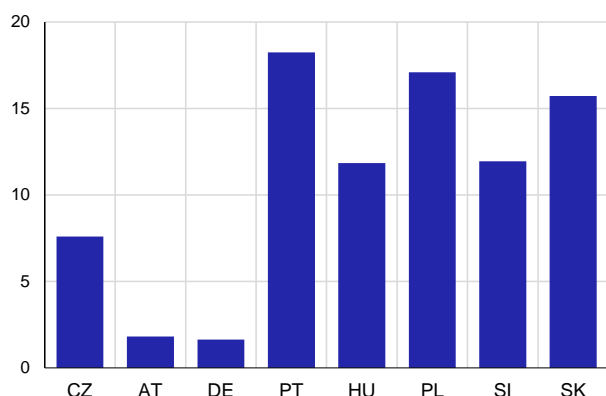
Zdroj: Národní plány obnovy

**Podíl výdajů na zelené projekty v národních plánech obnovy je nadprůměrně vysoký v Polsku a Rakousku, které má spolu s Německem rovněž nejvyšší podíl objemu digitálních projektů** (Graf 3). Dosud největší zkušenosti se zelenými projekty přitom má Rakousko a Německo. V rámci zelených investic mají všechny sledované státy ve svých plánech projekty na snižování energetické náročnosti stávajících budov a podporu tzv. čistých zdrojů v dopravě. U digitálních projektů směřují všechny zkoumané státy podporu digitalizace do podnikatelské sféry a školství, ovšem některé státy (ČR, Německo a Rakousko) cílí i na digitalizaci veřejné správy. Největší podíl projektů, které nespádají do kategorie zelených a digitálních, mají ve svých národních plánech Portugalsko a Slovinsko. Zaměřené jsou například na modernizaci zdravotnictví (ČR, Německo, Slovensko a Slovinsko), rozšíření kapacit předškolních zařízení (ČR, Německo, Rakousko a Slovensko), zkvalitnění podnikatelského prostředí (ČR, Portugalsko, Slovensko a Slovinsko) a daňové a penzijní reformy (Rakousko, Slovensko a Slovinsko). Veškeré investice a reformy plánů musí být v souladu s obecným principem „významně neškodit životnímu prostředí“, aby nesnižovaly přínos paralelních zelených projektů v oblasti klimatu.

**Hospodářská důležitost národních plánů obnovy měřená podílem alokace grantů a půjček z Nástroje pro oživení a odolnost na celkových vládních výdajích v roce 2019 je nejvyšší v Portugalsku, Polsku a na Slovensku (Graf 4).** Z fiskálního hlediska je čerpání grantů rozpočtově neutrální, tj. nemá vliv na saldo veřejných financí v aktuálním vyjádření. V některých státech však dojde v souvislosti s implementací národního plánu obnovy k výraznějšímu nárůstu vládních příjmů a výdajů. Své alokace sice budou státy čerpat v delším časovém horizontu po dobu až 6 let, ale především pro Portugalsko a Polsko se bude jednat o významný dodatečný zdroj financování hospodářského rozvoje. Naopak ve veřejných rozpočtech Německa a Rakouska nebudou tyto dodatečné finanční prostředky hrát podstatnou roli.

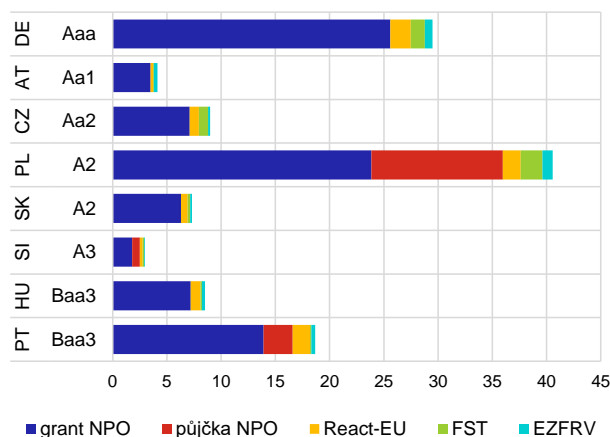
**Granty a půjčky z Nástroje pro oživení a odolnost v národních plánech obnovy (NPO) budou posíleny dalšími finančními zdroji NGEU, v souhrnu poskytujícími 83 mld. EUR.** Nejvýznamnější z nich jsou Pomoc při oživení pro soudržnost a území Evropy (React-EU), Fond pro spravedlivou transformaci (FST) a Evropský zemědělský fond pro rozvoj venkova (EZFRV). U nich se však předpokládá čerpání především prostřednictvím projektů vybraných na základě národních výzev v rámci příslušných operačních programů. V absolutním vyjádření největší alokace z těchto tří dalších finančních zdrojů NGEU v souhrnu získalo Polsko, Německo a Portugalsko (Graf 5). Pořadí vybraných členských států EU podle celkové alokace NGEU je tak shodné s pořadím dle alokace z Nástroje pro oživení a odolnost.

**Graf 4: Podíl grantů a půjček v národních plánech obnovy k vládním výdajům v roce 2019 (v %)**



Zdroj: Národní plány obnovy, Eurostat

**Graf 5: Alokace NGEU ve vztahu k ratingu Moody's (v mld. EUR)**



Zdroj: Národní plány obnovy, Evropská komise, Sovereign Debt Rating zemí podle Moody's v období předkládání národních plánů obnovy Evropské komisi (duben - červen 2021)

## II.6. REÁLNÁ KONVERGENCE A POSILOVÁNÍ REÁLNÉHO KURZU NOVĚJŠÍCH ČLENSKÝCH STÁTŮ EU

*Martin Kábrt, Luboš Komárek a Martin Motl*

*Proces reálné ekonomické konvergence a zhodnocování reálného kurzu lze s nadsázkou považovat za dvě strany jedné pomyslné mince. Bez procesu reálné konvergence by bylo stěží možné dlouhodobě sledovat posilování reálného měnového kurzu. Na druhou stranu posilování reálného kurzu, pokud je v souladu s vývojem ostatních fundamentálních veličin a nevychyluje reálný kurz od rovnováhy, by mělo korespondovat s růstem ekonomické vyspělosti a životní úrovně. Cílem tohoto článku je prověřit, jaké bylo tempo reálné konvergence novějších členských států EU v uplynulých dvou dekádách (před a po finanční krizi) a jak se projevilo do reálného zhodnocování jejich měn.*

**Konvergence méně rozvinuté ekonomiky k výkonnější skupině zemí obnáší jak dohánění ekonomické úrovně (reálnou konvergenci), tak i přibližování cenové hladiny (nominální konvergenci).** K reálné konvergenci dochází, pokud se reálný produkt či hrubý disponibilní důchod konvergující země přepočtený na obyvatele přibližuje úrovni dosahované v referenční oblasti. Reálná konvergence tak vede k umazávání rozdílů v životní úrovni, respektive v kupní síle obyvatelstva. K nominální konvergenci dochází, pokud cenová hladina v konvergující ekonomice vyjádřená v měně vyspělejší země roste rychleji než v zemi doháněné. K tomu může docházet buď skrze vyšší inflaci v konvergující zemi vůči zemi doháněné (kanál inflačního diferenciálu) při stabilním nominálním kurzu měn obou zemí, nebo skrze posilování nominálního kurzu měny konvergující země vůči měně země vyspělejší (kurzový kanál) při podobné inflaci v obou zemích, případně kombinací obojího. Nominální konvergenci (zvyšování relativní cenové úrovně) tedy zachycuje posilování reálného kurzu.

**V praxi jdou zpravidla reálná i nominální konvergence ruku v ruce.** Jinými slovy, s rostoucí ekonomickou vyspělostí se zvedá i relativní cenová hladina. Obě veličiny jsou totiž do značné míry popoháněny podobnými fundamentálními vlivy. Méně vyspělé ekonomiky typicky disponují nižší kapitálovou vybaveností, kapitál je tam tedy zpravidla produktivnější a přináší investorům vyšší výnosy. To motivuje příliv zahraničního kapitálu, který pak rychle pozvedává výrobní kapacitu ekonomiky a táhne reálnou konvergenci. Zahraniční investoři s sebou současně přinášejí modernější technologie, inovují domácí výrobky a zvyšují jejich (vnímanou) kvalitu a atraktivitu – a tedy i cenu – na světových trzích. Postupné zlepšení kvality vývozu, včetně jejich pověsti a marketingu, podněcuje růst exportu a příliv deviz, díky kterému se domácí měna zhodnocuje. Vyšší relativní růst produktivity v obchodovatelném sektoru navíc vede k rychlejšímu růstu mezd, které následně tlačí na růst mezd a cen i ve zbytku ekonomiky, což dále přispívá k procesu konvergence cenových hladin (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt).<sup>56</sup>

**Ekonomický vývoj v nových členských státech EU<sup>57</sup> pozorovaný v období před finanční krizí potvrzuje blízký vztah reálné konvergence a posilování reálného kurzu** (Graf 1). V dekádě 1999-2008<sup>58</sup> se všechny sledované země zřetelně přiblížily průměru „původních“ států eurozóny (EA12), a to jak v kupní síle na obyvatele (horizontální směr šipek v grafu), tak v relativní cenové hladině (vertikální směr). Většina zemí se přitom jak na začátku, tak na konci pozorovaného období nacházela nalevo od přímkou protínající graf pod úhlem 45°, tedy jejich cenová hladina byla blíže průměru EA12 než jejich kupní síla. Česká republika představovala nejzřetelnější výjimku – domácí cenová hladina byla v roce 1999 mezi nejnižšími v regionu, zatímco naše kupní síla patřila k nejvyšším. Do roku 2008 se tato nerovnováha z velké části srovnala (zejména posílením koruny, Graf 2), i tak ale ČR nadále zůstala na opačné straně 45° přímkou než většina ostatních sledovaných zemí.

**V dekádě po finanční krizi reálná konvergence pokračovala, avšak nominální konvergence viditelně zpomalila.** V některých sledovaných zemích dokonce došlo ke snížení relativní cenové hladiny vůči průměru EA12. Viditelné zpomalení nominální konvergence v Evropě je odrazem širšího globálního desinflačního trendu odrážejícího mimo jiné růst globálních produkčních kapacit (nabídky) při relativně umírněném růstu světových cen komodit (nákladů). To se také projevilo v nižším nárůstu cenových hladin novějších zemí EU, ale i absencí podpory nominálního zhodnocování u zemí

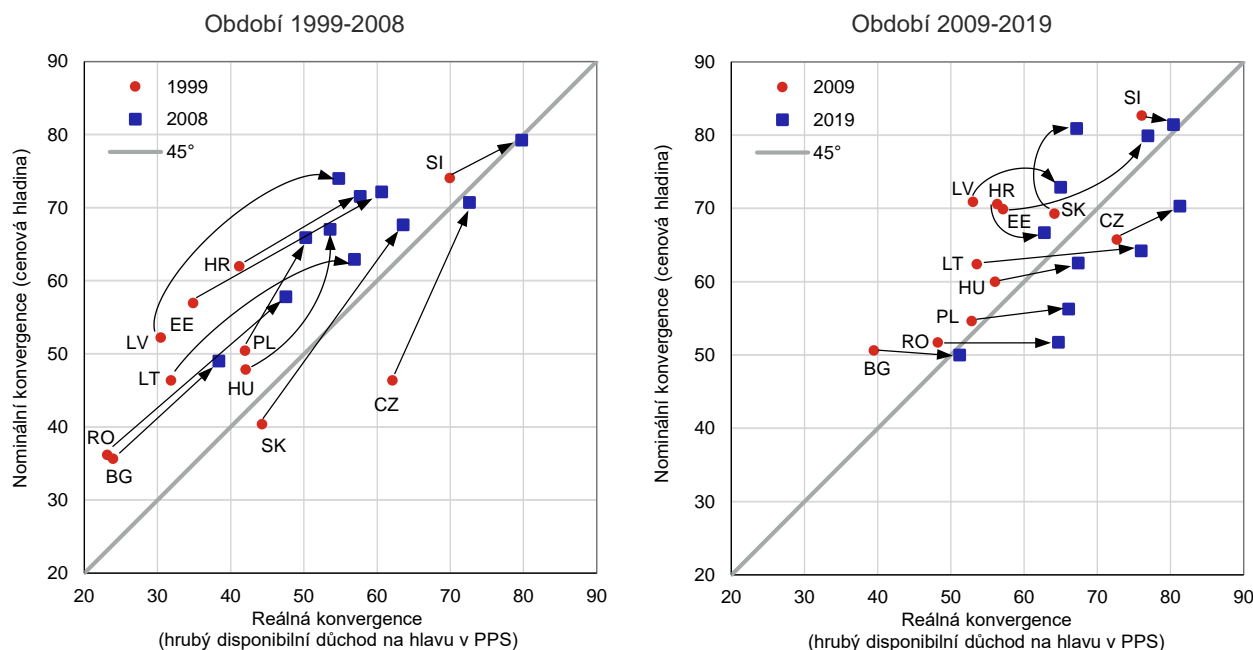
<sup>56</sup> Tento efekt je blíže popsán v Boxu 2 *Analýz sladění 2017*.

<sup>57</sup> Analýza zahrnuje všechny členské státy EU, které přistoupily v roce 2004 a později s výjimkou Maltý a Kypru, které jsou od ostatních strukturálně i geograficky vzdálené. Srovnávanými zeměmi tedy jsou: Bulharsko (BG), Česká republika (CZ), Estonsko (EE), Chorvatsko (HR), Litva (LT), Lotyšsko (LV), Maďarsko (HU), Polsko (PL), Rumunsko (RO), Slovensko (SK) a Slovinsko (SI).

<sup>58</sup> Tato dekáda spadá do výjimečného období nazývaného „The Great Moderation“ (od poloviny 80. let do počátku finanční krize), které bylo charakteristické snížením volatility výkyvů hospodářského cyklu v rozvinutých zemích ve srovnání s předchozími dekádami.

stojících mimo eurozónu.<sup>59</sup> Výsledkem je, že většina sledovaných ekonomik se za posledních deset let přemístila na „českou“ stranu 45° přímky, kde jsou EA12 blíže v životní úrovni než v cenové hladině.<sup>60</sup>

**Graf 1: Nominální a reálná konvergence vybraných „nových“ členů EU k průměru „původních“ zemí eurozóny (v %)**



Pozn.: Reálná konvergence je v grafu vyjádřena hrubým (národním) disponibilním důchodem na obyvatele (v paritě kupní síly), který měří životní úroveň (kupní sílu) rezidentů o něco lépe než HDP. Upravuje totiž HDP o důchodové transakce s nerezidenty (například odliv zisků domácích podniků zahraničním vlastníkům, čerpání prostředků z EU nebo mzdy přeshraničních pracovníků). V souhrnu tak odpovídá zdrojům, které mohou rezidenti využít na spotřebu, investice a další účely (např. Mandel a Tomšík, 2018). Nominální konvergence je vyjádřena indexem relativních cen (Price Level Index), který je spočítán jako poměr parity kupní síly (PPP) vůči měnovému kurzu.<sup>61</sup>

\* Změna relativní cenové hladiny na Slovensku po roce 2009 je ovlivněna výraznou revizí vah položek ve spotřebním koši v odhadu PPP, která od roku 2016 přiřazuje větší váhu (dražšímu) bydlení.

Zdroj: Eurostat, DG ECFIN, výpočet ČNB

**Zpomalení konvergence relativních cen po roce 2009 stále není v literatuře dostatečně vysvětleno, nabízí se však několik hypotéz.** Vlivy stojící za nominální konvergencí od devadesátých let minulého století do období finanční krize se mohly z části vyčerpat, což odpovídá i obecné představě o zpomalujícím tempu reálné konvergence. Například proces odbourání psychologického vnímání zboží z nových členských států EU jako druhořadé kvality (despektu) může být již takřka u konce. Společně s ním zřejmě působí i dorovnávání technologické úrovně v exportních odvětvích a ustálení podílu obchodovatelných (jež jsou přímo předmětem mezinárodní konkurence) a neobchodovatelných statků. Rovněž efekty tzv. obchodní arbitráže<sup>62</sup> již působily slaběji než na počátku konvergence. Jako dovršená se zdá být i postupná deregulace cen, provázející přeměnu z centrálně řízené na tržní ekonomiku, která přispívala k inflačnímu diferenciatu zejména na počátku konvergenčního období. Podle jiných hypotéz může zpomalení cenové konvergence odrážet prostředí dlouhodobě nízké inflace v celé Evropě i v dalších vyspělých zemích světa po finanční krizi, které do jisté míry eliminovalo existenci výrazně odlišného cenového vývoje. Je možné zde zařadit i obecné efekty globalizace a rostoucí mezinárodní dělby práce, kdy růst globálních výrobních kapacit a ekonomického potenciálu (agregátní nabídky) při sílící mezinárodní konkurenci stlačoval ceny dolů. Další vysvětlení se mohou soustředit na faktory specifické pro jednotlivé země (struktura

<sup>59</sup> Jedinou ze sledovaných zemí, kde v dekádě po finanční krizi nominální kurz pomáhal nominální konvergenci, je Česká republika, a to přesto, že v tomto období byl pro dosažení inflačního cíle použit měnový kurz jako další nástroj měnové politiky (tzv. kurzový závazek ČNB z období listopad 2013 až duben 2017).

<sup>60</sup> Výjimku zdánlivě tvoří Slovensko, v datech pozorovaná nominální konvergence po roce 2009 však nesouvisí s reálným zhodnocováním, nýbrž se statistickou revizí vah položek pro výpočet parity kupní síly (PPP) – viz poznámka ke Grafu 1. Podobné případy nabádají k opatrnosti při interpretaci změn relativních cen v čase.

<sup>61</sup> Přesněji se těmto indexům někdy říká Comparative Price Level Indices (CPLI). Invertováním jejich hodnoty získáme Exchange Rate Deviation Index (ERDI), který udává, kolikrát je skutečný kurz dané měny slabší, než kurz odvozený od parity kupní síly.

<sup>62</sup> Jde o mechanismy stojící za přesuny poptávky na trhy s nižší relativní cenou (např. nákupy spotřebitelů v levnější zahraniční oblasti) a souběžné přesuny nabídky na trhy s vyšší relativní cenou (např. vývozy výrobců na trhy umožňující realizovat prodeje za vyšší cenu než v domácí ekonomice).

hospodářství a zastoupení průmyslu, úspěšnost a způsob provádění hospodářských politik, síla odborových svazů ve mzdovém vyjednávání a mnoho dalších), které nelze zobecnit pro celý region. Naopak argumentem ve prospěch pokračující reálné konvergence může být proces dorovnávání kapitálové vybavenosti (například růstem domácího kapitálu), který ale bez přenosu technologií a jiných inovací ze zahraničí již nemusí současně pohánět i nominální konvergenci.

**Z měnověpolitického pohledu je důležitou otázkou, zda k nominální konvergenci dochází inflačním nebo kurzovým kanálem.** Reálný měnový kurz je určován pohybem jeho tří složek, tj. nominálního měnového kurzu, zahraniční a domácí cenové hladiny. Reálné posilování probíhající skrze změnu relativních cenových hladin může ovlivnit různé ekonomické činitele rozdílným způsobem, než když probíhá skrze pohyby nominálního kurzu. Relativní důležitost obou kanálů přitom úzce souvisí s volbou měnověpolitického režimu.<sup>63</sup> Dle převažujícího kanálu nominální konvergence k eurozóně lze sledované země rozdělit do tří skupin.<sup>64</sup>

**První skupinu tvoří země, u nichž jsou změny reálného kurzu dány (vzhledem k nemožnosti změn nominálního kurzu) výlučně různou mírou inflace v domácí a zahraniční ekonomice.** Tuto skupinu tvoří země s fixním kurzovým režimem a členské země eurozóny.<sup>65</sup> Již od počátku prvního sledovaného období patří do této skupiny Bulharsko a Estonsko, v nichž nominální konvergence probíhala v prvním sledovaném období prostřednictvím výrazně vyššího růstu domácích cen oproti eurozóně (viz Graf 2). Po roce 2009 si Estonsko trend posilování reálného kurzu udrželo, zatímco v případě Bulharska tomu bylo z důvodu slabších domácích cenových tlaků naopak. Podobný vývoj nastal po roce 2009 také v případě Lotyšska. U zbývajících zemí s fixním kurzem (Litva, Slovinsko a Slovensko) odpovídal po roce 2009 cenový vývoj tomu v eurozóně. Vypnutí kanálu měnového kurzu při téměř nulovém inflačním diferenciuálu tak v těchto zemích korespondovalo se stagnací reálného kurzu.

**Ve druhé skupině zemí probíhalo posilování reálného kurzu nejen přes inflační diferenciuál, ale bylo podpořeno i zhodnocením nominálního kurzu.** Do této skupiny patří v rámci prvního sledovaného období (do konce roku 2008) Lotyšsko, Slovensko, Česká republika a Polsko, přičemž Slovensko dosáhlo v tomto období nejvyššího reálného zhodnocení své měny ze všech zemí EU. V období po roce 2009 reálný kurz v průměru posílil s přispěním kanálu nominálního kurzu již jen v případě České republiky. Nominální kurz polské měny naopak nepatrně oslabil a ostatní jmenované země o kurzový kanál přišly v důsledku přijetí eura.

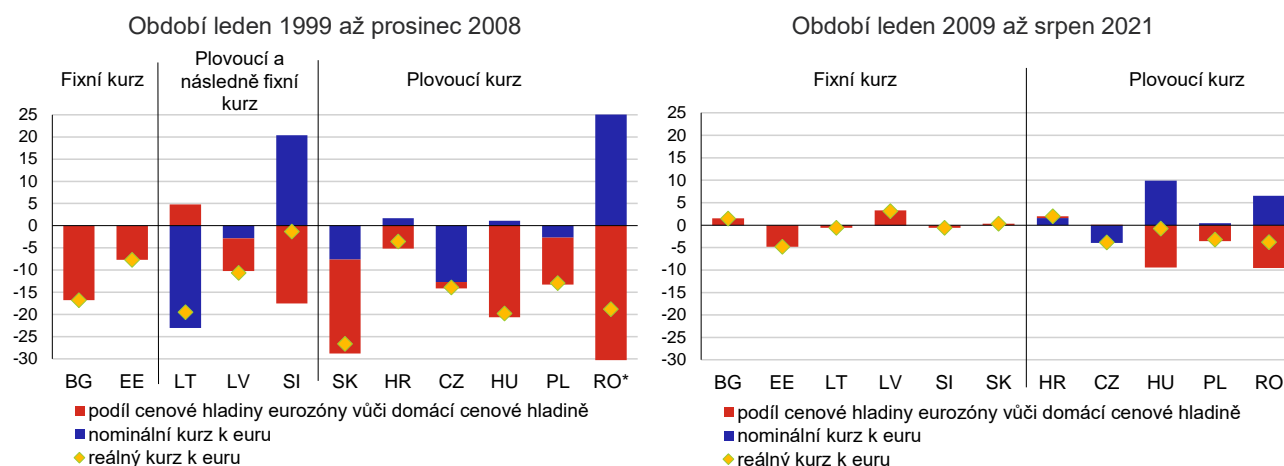
**Ve třetí skupině zemí proces posilování reálného kurzu odrážel inflační diferenciuál, jehož vliv na relativní cenovou hladinu byl však tlumen oslabením nominálního kurzu.** Sem patří v letech 1999 až 2008 zejména Maďarsko, Rumunsko a rovněž, byť s mnohem nižší mírou reálného kurzového posílení, i Chorvatsko a Slovinsko. Maďarsko a Rumunsko si tento trend udržely i po roce 2009, i když při ztuhlém pomalejším tempu reálného posilování. V období po roce 2009 se k těmto zemím následně přidalo i Polsko, kde však kurzový kanál (oslabení zlotého) mírnil posílení reálného kurzu jen nepatrně. Ve výsledku se v Polsku ztuhlý vyšší růst tamní cenové hladiny oproti eurozóně projevil v relativně solidním tempu posilování reálného kurzu.

---

<sup>63</sup> Podrobněji viz Frait a Komárek (2001a,b) nebo Komárek, Koprnická a Král (2010).

<sup>64</sup> Specifickou podskupinou jsou země účastníci se kurzového mechanismu ERM II, kde je možný pohyb měnového kurzu v rámci pásma  $\pm 15\%$  od stanovené centrální parity. Změny nominálního kurzu tak mohou i v této etapě přistoupení k eurozóně v uvedeném rozpětí konvergenci zrychlovat nebo zpomalovat. Nicméně výraznější a delší setrvání nominálního kurzu v depreciačním pásmu kurzového mechanismu ERM II nemusí být následně evropskými institucemi vyhodnoceno jako splnění kurzového konvergenčního kritéria pro vstup do eurozóny. Více o ERM II v blogovém článku ČNB: <[https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Trikrat-ke-kurzu-treti-dil/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Trikrat-ke-kurzu-treti-dil/)>

<sup>65</sup> V rámci srovnávaných zemí se do této skupiny řadí země, které v rámci režimu currency board zafixovaly kurzy svých měn k euru. Od počátku sledovaného období to bylo Bulharsko (kurz navázaný na euro) a Estonsko (kurz nejprve navázaný na euro, od ledna 2011 pak členem eurozóny), později pak Litva (kurz navázaný na euro od února 2002, členem eurozóny od ledna 2015) a Lotyšsko (kurz navázaný na euro od ledna 2005, členem eurozóny od ledna 2014). Vstupem do eurozóny kurz zafixovalo Slovinsko (členem eurozóny od ledna 2007) a Slovensko (členem eurozóny od ledna 2009).

**Graf 2: Vývoj reálného kurzu včetně jeho složek (v %)**

Pozn.: Záporné hodnoty reálného i nominálního kurzu představují jeho posílení, záporné hodnoty cenového diferenciálu znamenají relativní růst národní cenové hladiny vůči cenové hladině eurozóny. Cenová hladina měřena dle HICP, průměrné změny indexu měnového kurzu a cenového diferenciálu za sledované období v % oproti lednu 1999, resp. lednu 2009.

\* V případě Rumunska došlo v prvním sledovaném období k výraznému oslabení nominálního kurzu o necelých 140 % při nárůstu inflačního diferenciálu o 62 %.

Zdroj: Eurostat, Bloomberg, výpočet ČNB



**Rozklady reálných kurzů ukázaly, že vývoj v nových členských zemích (přistoupivších do EU od roku 2004) byl poměrně různorodý.** Vyšší tempa posilování reálných kurzů nejsou u zemí s transformační minulostí překvapující, neboť odrážejí konvergenční výsledky jejich ekonomik. Povaha této konvergenční cesty v podobě reálného posilování byla ovlivněna i volbou měnového, resp. kurzového režimu, který v případě fixního měnového kurzu vědomě vypíná kurzový kanál nominální konvergence – přizpůsobení probíhá pouze přes inflační diferenciál. Země s konvergenčním potenciálem, u kterých nebylo z různých důvodů zaznamenáno posilování nominálního kurzu, by tak měly čelit vyšším tlakům na růst domácí cenové hladiny oproti eurozóně. To potvrzují hodnoty inflace v rámci konvergujících nových členských zemí EU s neposilujícím kurzem především v prvním sledovaném období, tj. před nástupem finanční krize. Avšak pozorovaný vývoj po roce 2009 tyto závěry nepotvrzuje, což může být dáno v celosvětovém měřítku dlouhodobým obdobím relativně nízké inflace zejména ve vyspělých zemích, a to včetně zemí Evropy, jejichž domácí cenový vývoj se vlivem silných vnějších faktorů působících na jednotlivé ekonomiky přibližně stejně výrazněji neodchyloval od toho v eurozóně. S příchodem pandemie covid-19 však nízkoinflační období patrně skončilo. S růstem inflace napříč vyspělými zeměmi v roce 2021 vzrostly i diferenciály mezi jednotlivými zeměmi. Až následující roky ale ukáží, jestli tento jev povede k návratu trendového posilování reálného kurzu v reálně konvergujícím regionu.

**Dalším závěrem je, že kurzový a inflační kanál nominální konvergence nejsou dokonalými substituty a každý působí v ekonomice trochu jinak.** Vypnutí jednoho kanálu se tudíž v určitém období – jak potvrzují pozorovaná data – nutně nemusí ve stejném rozsahu projevit v kanálu druhém. Tlaky na růst cenové hladiny či posilování měnového kurzu se propisují do ekonomiky různými kanály a rovněž odlišnou rychlostí. I z tohoto důvodu konvergující země s fixním měnovým kurzem nedosahovaly zpravidla ztatečně vyšší míry inflace oproti zemím konvergujícím navíc i přes kurzový kanál. S výjimkou Estonska byl po roce 2009 u zemí s fixním měnovým kurzem inflační diferenciál téměř nulový či dokonce záporný (Bulharsko, Lotyšsko). Naopak nejvyšší příspěvek inflačního diferenciálu k posilování reálného kurzu zaznamenaly v tomto období zejména některé ekonomiky s plovoucím měnovým kurzem, jmenovitě Maďarsko a Rumunsko, byť u nich došlo tímto vývojem k latentnímu ohrožení cenové konkurenceschopnosti, což se projevilo v již zmíněném tlaku na oslabení národních měn. V souhrnu bez ohledu na volbu měnověpolitického režimu je možné ve všech sledovaných zemích pozorovat po roce 2009 zřetelné zpomalování posilování reálného kurzu, přičemž pomalejších temp dosahovaly zejména země s fixním měnovým kurzem. Provedená analýza potvrzuje, že se vztah reálné a nominální konvergence v období po velké finanční a hospodářské krizi rozvolnil. Zpomalení konvergence po roce 2009 bylo u nominální konvergence rychlejší než u konvergence reálné.

## III. CHARTBOOK

### III.1. CYKlickÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

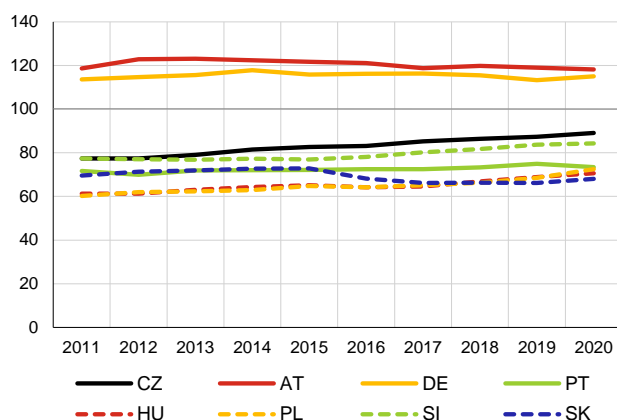
#### III.1.1. Přímé ukazatele sladěnosti

-  Reálná ekonomická konvergence<sup>66</sup>
-  Sladěnost cyklického vývoje ČR a eurozóny
-  Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
-  Obchodní provázanost s eurozónou
-  Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou
-  Vlastnická provázanost s eurozónou
-  Sladěnost finančního cyklu
-  Konvergence úrokových sazeb vůči eurozóně
-  Volatilita české měny vůči euru
-  Sladěnost vývoje české koruny s eurem
-  Sladěnost finančních trhů

#### REÁLNÁ EKONOMICKÁ KONVERGENCE

Český HDP se dále přiblížil k průměru eurozóny, odstup od vyspělejších zemí eurozóny ale zůstává značný.

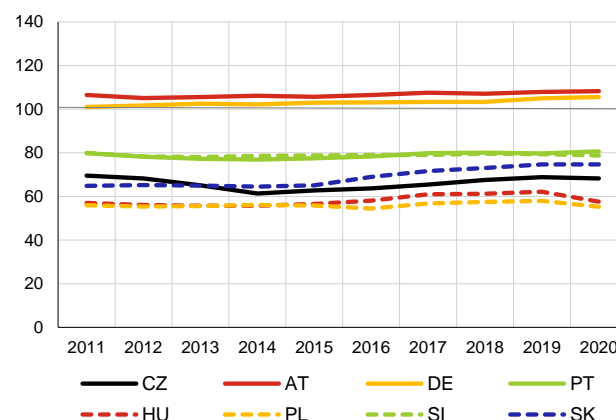
**HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS)**  
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

U cenové hladiny HDP je odstup České republiky od vyspělejších zemí ještě výraznější. Proces konvergence cenové hladiny ČR k eurozóně se v loňském roce navíc zastavil.

**Cenová hladina HDP**  
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

<sup>66</sup> Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Úvodu tohoto dokumentu.



**Pandemický rok přerušil i posilování reálného kurzu koruny pozorované od období kurzového závazku.****Reálný kurz vůči euru na bázi HICP**

(2010=100; nárůst indexu znamená posílení reálného kurzu)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	102,3	101,0	97,8	92,3	93,2	94,4	97,8	100,6	101,9	100,7
<b>AT</b>	102,3	104,0	106,0	106,0	105,9	106,5	109,8	111,6	111,6	109,4
<b>DE</b>	101,8	102,9	100,9	101,0	101,0	100,9	102,2	103,0	104,6	103,3
<b>PT</b>	101,4	102,0	101,8	101,6	100,8	101,2	103,4	104,2	105,2	104,9
<b>HU</b>	99,8	99,3	97,1	93,0	92,5	92,3	93,7	91,9	92,1	86,9
<b>PL</b>	98,0	97,7	96,9	96,8	96,0	91,6	94,0	93,4	93,4	92,3
<b>SI</b>	101,3	102,5	102,7	102,1	101,6	100,9	100,7	101,5	103,1	103,7
<b>SK</b>	99,8	99,4	99,7	100,0	100,5	100,6	100,8	101,0	101,1	100,1

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby v České republice v roce 2020 poklesly na výrazně zápornou úroveň.****Reálné tříměsíční úrokové sazby**

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	-0,9	-2,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-2,0	-0,7	-0,5	-2,4
<b>AT</b>	-2,1	-2,0	-1,9	-1,2	-0,8	-1,2	-2,5	-2,4	-1,8	-1,8
<b>DE</b>	-1,1	-1,6	-1,4	-0,6	-0,7	-0,6	-2,0	-2,2	-1,7	-0,8
<b>PT</b>	-2,1	-2,1	-0,2	0,4	-0,5	-0,9	-1,9	-1,5	-0,7	-0,3
<b>HU</b>	2,5	2,3	2,4	2,5	1,5	0,5	-2,2	-2,7	-3,1	-2,6
<b>PL</b>	0,6	1,2	2,2	2,5	2,5	1,9	0,1	0,5	-0,4	-2,8
<b>SI</b>	-0,7	-2,2	-1,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,9	-2,2	-2,0	-0,1
<b>SK</b>	-2,6	-3,1	-1,2	0,3	0,3	0,2	-1,7	-2,8	-3,0	-2,4

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Výrazné oslabení kurzu koruny v roce 2020 přerušilo přibližování českých mezd vyjádřených v eurech k průměru eurozóny.****Průměrná mzda na zaměstnance v EUR**

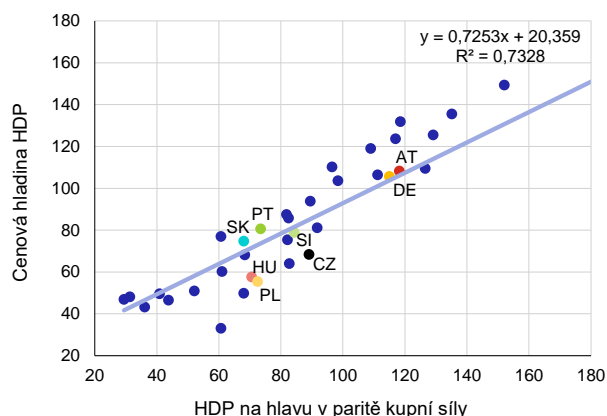
(EA=100)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	41,9	41,0	39,0	37,4	38,3	39,7	43,0	46,7	48,6	48,3
<b>AT</b>	104,5	105,3	105,9	106,5	107,1	108,5	108,3	109,1	109,9	109,4
<b>DE</b>	94,7	95,4	95,8	97,3	98,6	99,7	100,5	101,3	102,3	102,1
<b>PT</b>	53,2	50,6	51,5	50,0	49,4	49,5	49,7	50,5	51,3	52,4
<b>HU</b>	31,9	31,1	29,9	28,6	28,6	28,9	30,6	30,9	31,7	30,6
<b>PL</b>	30,6	30,6	30,5	30,8	31,1	30,8	32,9	34,8	36,6	36,8
<b>SI</b>	63,5	61,8	61,1	61,1	61,1	62,3	63,1	64,2	66,0	67,1
<b>SK</b>	36,5	36,7	37,1	37,3	38,2	38,6	39,9	41,4	43,3	44,4

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

**Česká cenová hladina nadále leží pod úrovní, která by v mezinárodním srovnání odpovídala výši tuzemského HDP na hlavu.**

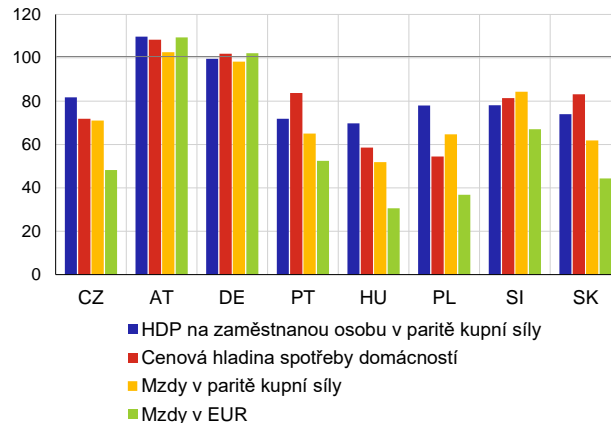
**HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina (2020, EA=100)**



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Mzdy v paritě kupní síly v České republice dosahují zhruba 71 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí jen cca 48 %.**

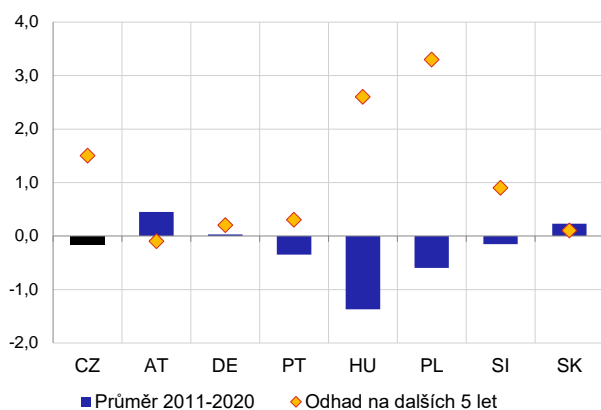
**Další ukazatele dlouhodobé konvergence (2020, EA=100)**



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

**Reálný kurz koruny v posledním desetiletí v průměru oslabil o 0,2 % za rok. Do budoucna leží odhadované roční tempo jeho rovnovážného posilování poblíž 1,5 %.**

**Reálné posilování kurzu: průměr za poslední desetiletí a odhad na dalších 5 let (v % ročně, na bázi HICP)**

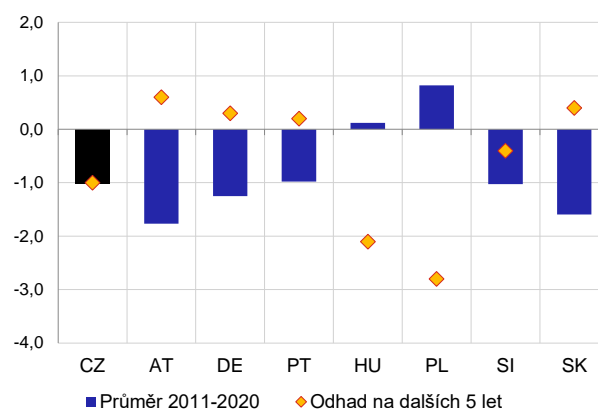


Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za roky 2011-2020. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě panelové regrese vztahující cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby v České republice by po přijetí eura byly nejspíš záporné. Záporné však byly i v průměru za posledních deset let.**

**Reálné 3M úrokové sazby: průměr za poslední desetiletí a odhad na dalších 5 let při hypotetickém přijetí eura (v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)**



Pozn.: Údaj za období 2011-2020 je prostý aritmetický průměr. Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby na dalších pět let při hypotetickém přijetí eura je odvozený z odhadu tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně ve výši 0,5 %.

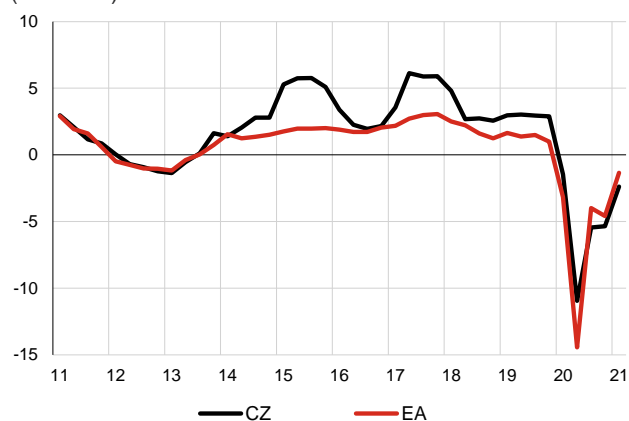
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

Tempo růstu české ekonomiky se po dlouhém období relativně vyšších růstů srovnalo s tempem růstu, resp. poklesu ekonomiky eurozóny, na čemž měla zásadní podíl koronavirová pandemie.

## Reálný HDP

(mzr. v %)

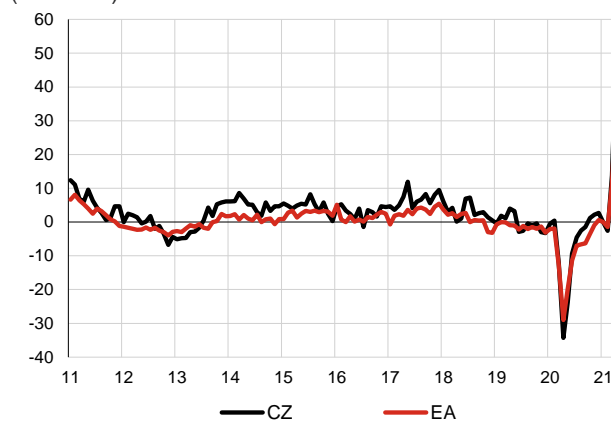


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Růst průmyslové produkce byl před koronavirovou krizí také nad průměrem eurozóny, v současnosti vývoj v průmyslu reaguje na společný šok v podobě pandemie.

## Index průmyslové produkce

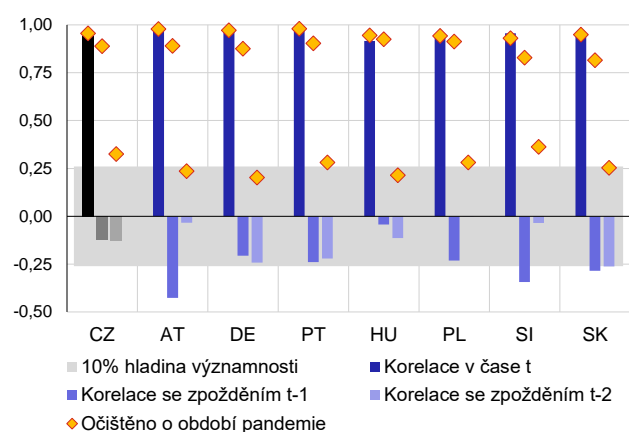
(mzr. v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reakce ekonomik na pandemii přispívá k vysoké sladěnosti ekonomického cyklu u všech srovnávaných zemí. Naměřená korelace je nicméně ve sledovaném období vysoká i po očištění o dopady krize.

## Korelační koeficienty HDP s eurozónou



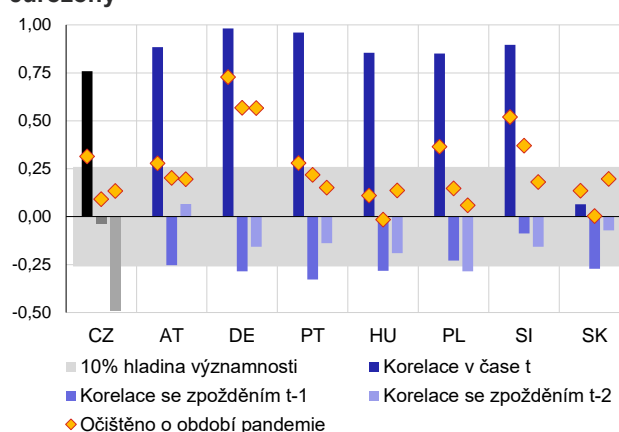
Pozn: Negativní korelace se zpožděním jsou důsledkem silné negativní autokorelace HDP v souvislosti s jeho prudkým poklesem následovaným rychlým oživením v mezikvartálním srovnání.

Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezonně očištěných dat. Sloupce určují zpoždění časové řady eurozóny oproti časové řadě daného státu, např. t-1 značí zpoždění o jedno čtvrtletí. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé oblasti grafu (tzn. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti). Pro očištění o dopady krize jsou ze sledovaného období vyloučena čtvrtletí 2020Q1 až 2021Q1.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

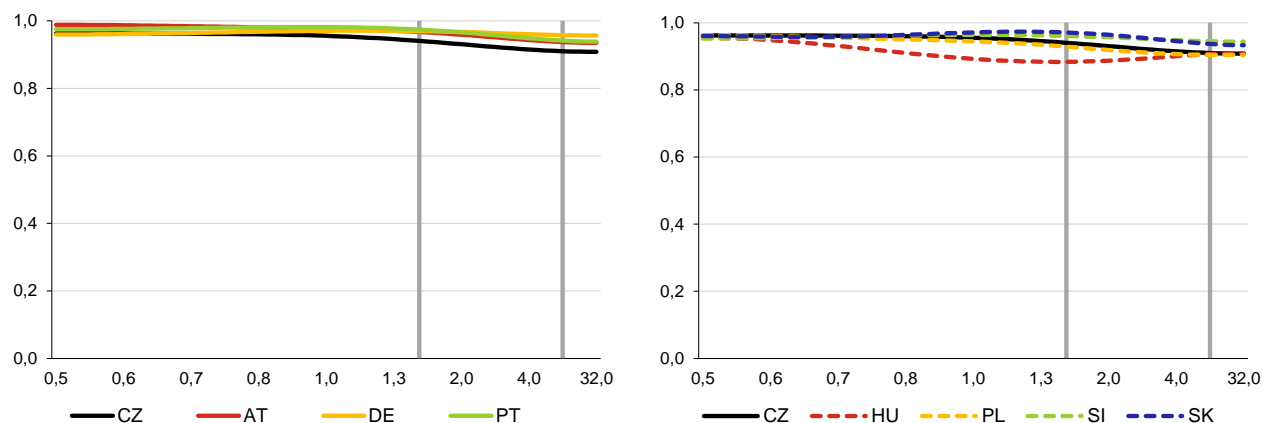
Korelace českého vývozu do eurozóny s jejím HDP však ukazuje možnou dočasnou synchronizaci ekonomické aktivity, neboť po očištění o koronavirovou krizi korelace výrazně klesá.

## Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny



**Velmi vysokou sladěnost hospodářské odezvy na šok potvrzují i hodnoty dynamických korelací ekonomických cyklů ve sledovaném pásmu 1,5 - 8 let.**

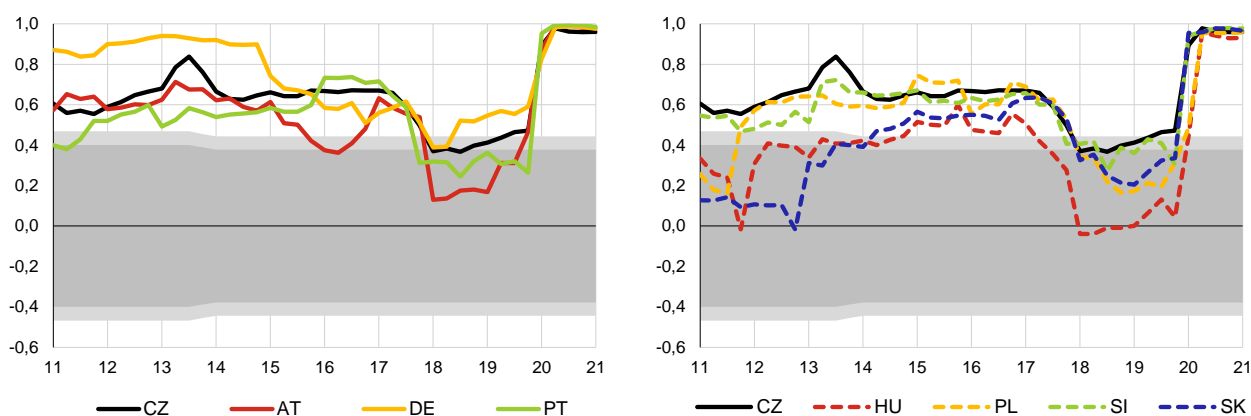
#### Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou



Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezónně očištěných dat. Osa x je délka cyklu v letech.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Z vývoje klouzavých korelací s ekonomickou aktivitou eurozóny je zřejmé, že výrazný nárůst korelací v posledním roce nastal v důsledku synchronizovaného poklesu ekonomik v důsledku pandemie. Nelze jej tedy považovat za důkaz dlouhodobé sladěnosti. Především nízké korelace přitom přisuzujeme zejména strukturálním odlišnostem v růstu zemí střední Evropy a EU jako celku.**

#### Pětileté klouzavé korelace růstu HDP jednotlivých zemí a eurozóny



Pozn.: Časový údaj vyznačuje konec období klouzavého okna o délce 5 let. Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezónně očištěných dat. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 5% hladině leží v bílé oblasti grafu, hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé a světle šedé části grafu. Hodnoty v tmavě šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

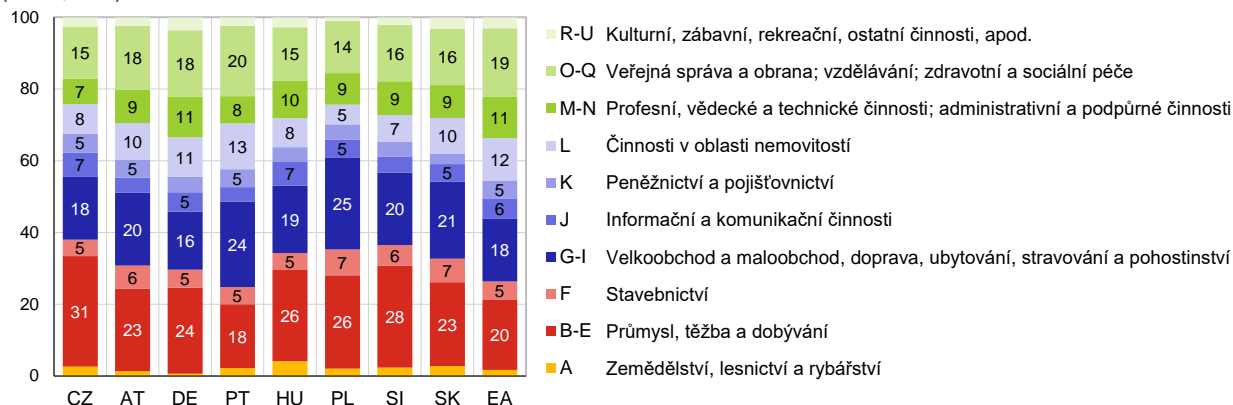
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

Česká republika i nadále vykazuje v porovnání s eurozónou nadprůměrný podíl průmyslu na HDP.

### Podíly ekonomických odvětví na HDP

(2020, v %)

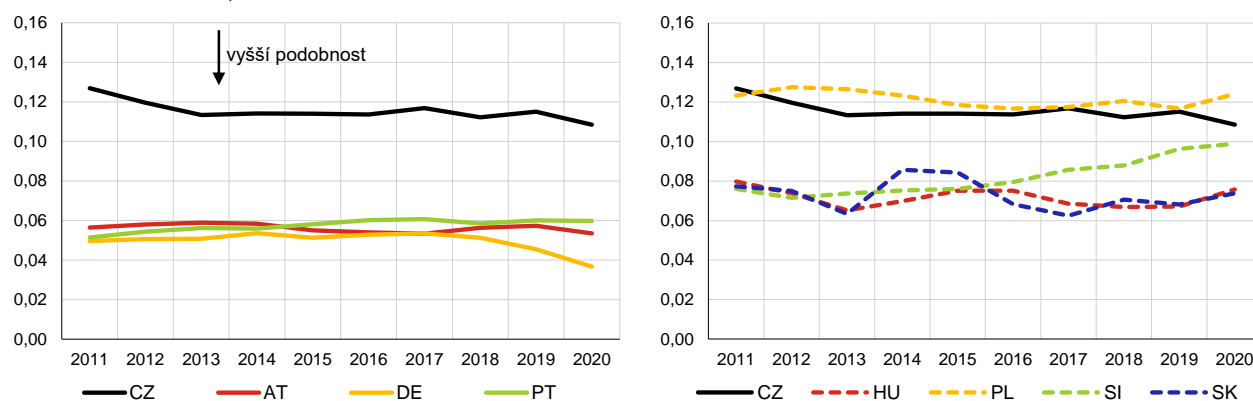


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odlíšná struktura tvorby přidané hodnoty podle jednotlivých odvětví se promítá i do vyšších hodnot Landesmannova indexu, což značí menší podobnost českého hospodářství s ekonomikou eurozóny.

### Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně

(Landesmannův index)



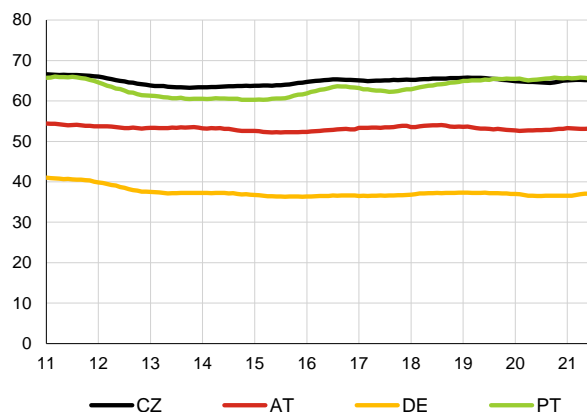
Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných ekonomik podobnější. Vzhledem k metodologickým změnám ve výpočtu HDP a revizím jeho historických hodnot se mohou výsledky zveřejněné v dřívějších vydáních této publikace mírně lišit od letošních.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## PROPOJENÍ EKONOMIKY S EUROZÓNOU

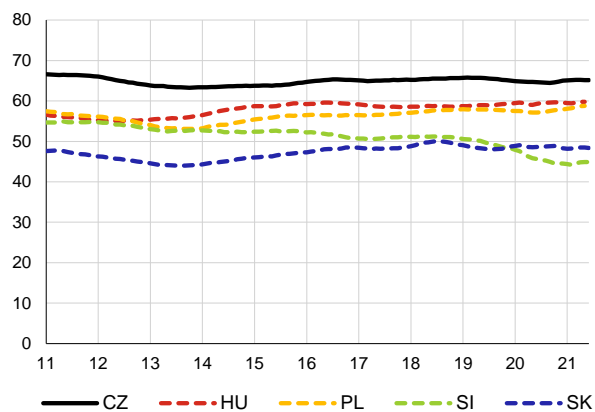
Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě České republiky dlouhodobě vysokých hodnot, ...

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu (v %)



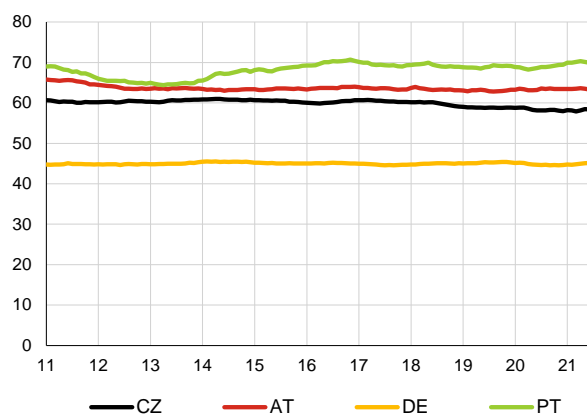
Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... které se stabilně pohybují nad úrovní většiny srovnávaných zemí.



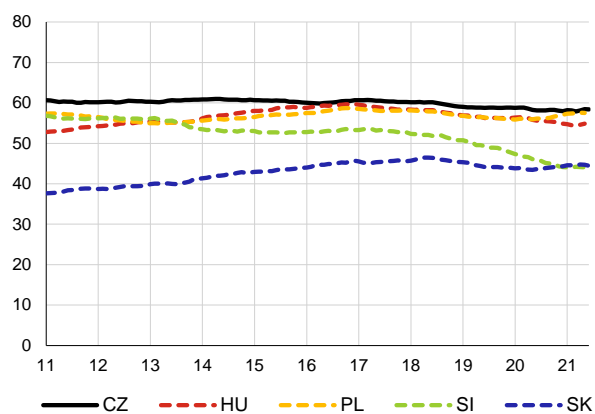
Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu do České republiky je o něco nižší než v případě vývozu, ...

Podíl dovozu do eurozóny na celkovém dovozu (v %)



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... nicméně i tak o něco převyšuje podíl eurozóny na dovozu u ostatních členských zemí EU střední a východní Evropy.

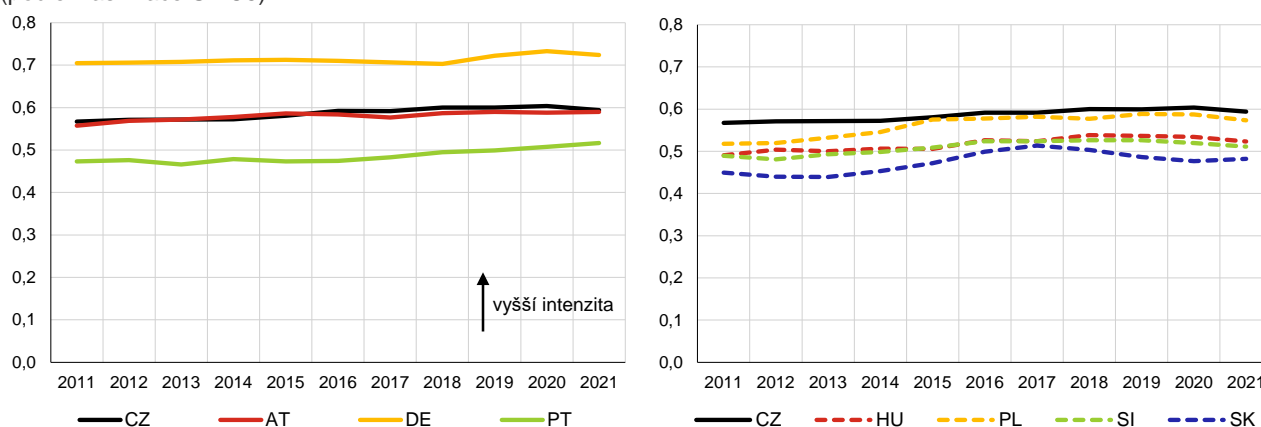


**Vysoká intenzita vzájemného vnitroodvětvového obchodu ČR s eurozónou přispívá k podobné reakci obou měnových zón na ekonomické šoky, ...**

**... a mezi srovnávanými zeměmi patří její hodnota pro Českou republiku dlouhodobě k nejvyšším.**

#### Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou

(podle klasifikace SITC5)



Pozn.: Prezentované výsledky byly spočítány pomocí pětimístné klasifikace SITC. Pro analýzu vnitroodvětvového obchodu byl použit Grubelův-Lloydův index, který udává podíl absolutní hodnoty vnitroodvětvového obchodu na obrátu zahraničního obchodu s eurozónou. Hodnota za rok 2021 odpovídá prvním pěti měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také vlastnickou provázaností, která je v případě investic z eurozóny v poměru k HDP v České republice rovněž relativně vysoká.**

#### Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP

(v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	53,4	60,2	58,6	61,2	62,0	63,1	64,4	63,4	62,3	65,4
<b>AT</b>	35,3	35,6	35,2	36,6	44,5	35,1	39,3	40,0	34,4	34,2
<b>DE</b>	23,6	25,8	27,0	26,3	26,3	26,6	26,7	28,5	28,8	31,1
<b>PT</b>	44,1	58,1	64,6	65,0	63,3	63,3	65,0	61,1	63,5	67,2
<b>HU</b>	48,6	57,9	56,1	55,9	57,1	50,0	45,8	46,2	41,7	42,1
<b>PL</b>	32,8	37,1	39,4	39,7	36,6	39,3	39,6	37,6	36,7	37,3
<b>SI</b>	20,0	20,7	19,6	21,9	23,7	25,6	26,1	27,0	27,1	29,2
<b>SK</b>	49,4	48,2	47,0	44,4	45,1	51,2	49,2	48,6	46,9	47,4

Zdroj: Eurostat, pro Maďarsko Maďarská národní banka, výpočet ČNB

**Investice zemí EU střední a východní Evropy v ekonomikách eurozóny dosahují stále nízkých hodnot, Česká republika je na tom nicméně ve srovnání s ostatními členskými státy střední a východní Evropy výrazně lépe.**

#### Poměr stavu přímých investic do eurozóny k HDP

(v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	12,6	14,8	16,5	17,3	18,5	18,0	21,4	20,4	20,6	24,1
<b>AT</b>	25,1	25,0	26,1	30,0	26,1	30,3	31,2	29,9	31,8	27,8
<b>DE</b>	24,1	26,6	27,4	27,7	28,6	29,3	30,7	32,7	34,2	37,7
<b>PT</b>	25,3	30,3	32,2	28,7	28,6	29,3	27,9	25,6	27,1	27,3
<b>HU</b>	5,9	10,5	10,2	11,2	8,7	9,6	8,2	8,0	7,9	10,3
<b>PL</b>	7,9	8,8	8,7	8,5	8,7	8,6	7,2	7,0	6,8	7,2
<b>SI</b>	4,7	3,9	3,7	4,2	4,3	4,7	5,3	5,6	6,5	6,5
<b>SK</b>	8,0	6,5	7,1	6,7	7,9	11,5	8,9	8,5	7,9	10,3

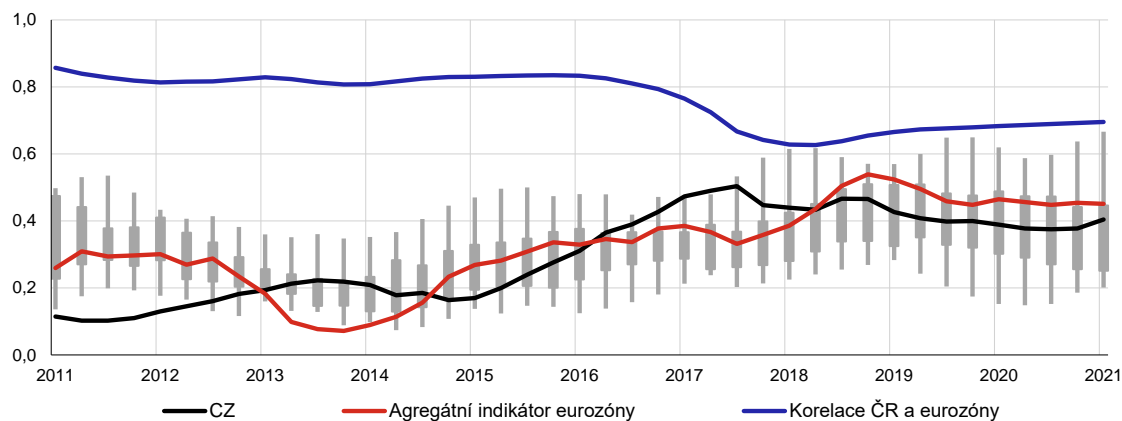
Zdroj: Eurostat, pro Maďarsko národní centrální banka, výpočet ČNB

## SLADĚNOST FINANČNÍCH CYKLŮ

**Pozice eurozóny a ČR ve finančním cyklu se přiblížily a zároveň se mírně zvýšila korelace jejich pohybu, ...**

#### Zjednodušený indikátor finančního cyklu v ČR a eurozóně a jejich vzájemná korelace

(0 minimum, 1 maximum)



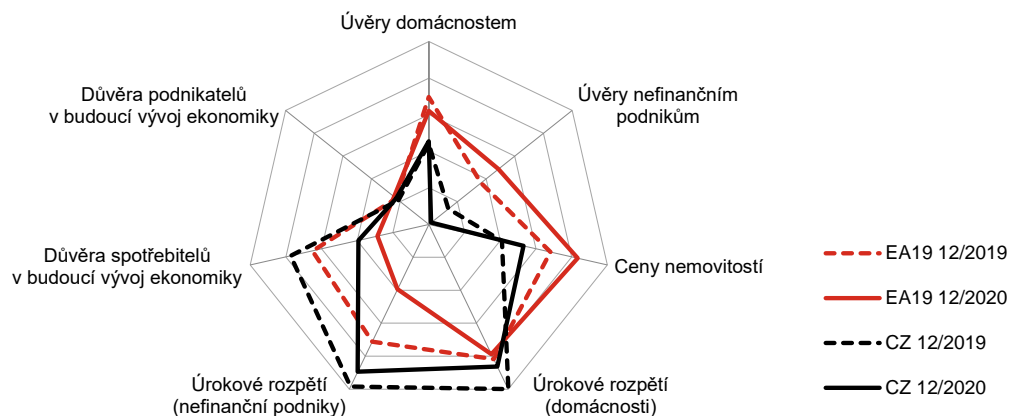
Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnoty odpovídají expanzivní fázi finančního cyklu. Krabicový graf znázorňuje pro každé období minimální hodnotu, 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu zjednodušeného indikátoru finančního cyklu v zemích eurozóny. Hodnoty indikátorů od hodnot z dřívějších vydání této publikace se liší z důvodu provedených datových revizí.

Zdroj: ECB, Eurostat, BIS a národní centrální banky, výpočet ČNB



... sladěnost jednotlivých složek indikátoru finančního cyklu v ČR a EA se však spíše snížila.

#### Příspěvky jednotlivých složek k celkové výši zjednodušeného indikátoru finančního cyklu



Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1 (dno, resp. vrchol cyklu).  
Totéž platí i pro jeho jednotlivé složky.

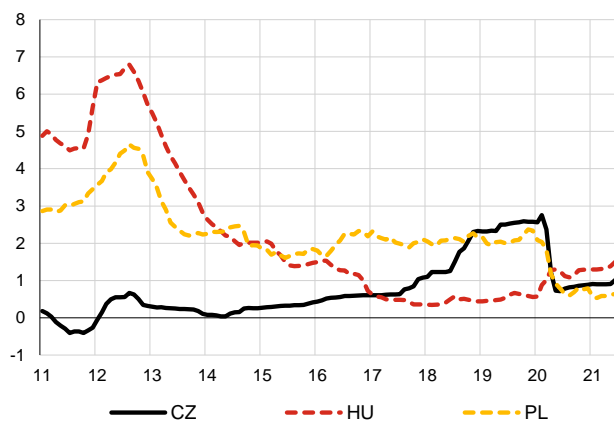
Zdroj: ECB, Eurostat, BIS a národní centrální banky, výpočet ČNB

## KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB

ČNB v červnu 2021 přistoupila k prvním zpřísnění měnové politiky po koronavirové krizi, což se promítlo v mírném nárůstu krátkodobého diferenciálu vůči sazbám v eurozóně.

#### Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči 3M EURIBOR

(v p. b.)

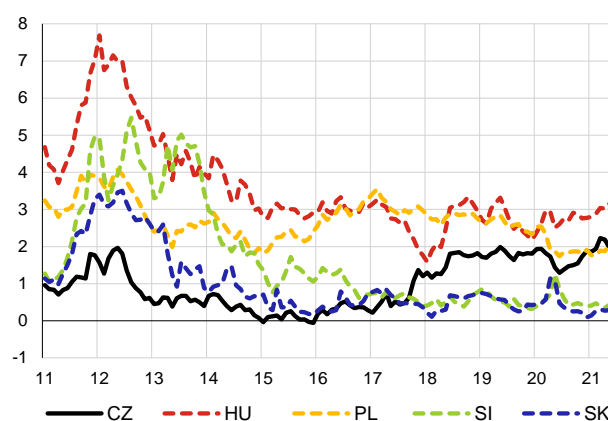


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rozpětí u dlouhodobých sazeb začalo v případě ČR růst již na konci minulého roku, když se v domácích sazbách promítla mimo jiné podzimní prognóza ČNB a související změna v její komunikaci.

#### Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu

(diferenciál výnosu desetiletého vládního dluhopisu v p. b.)

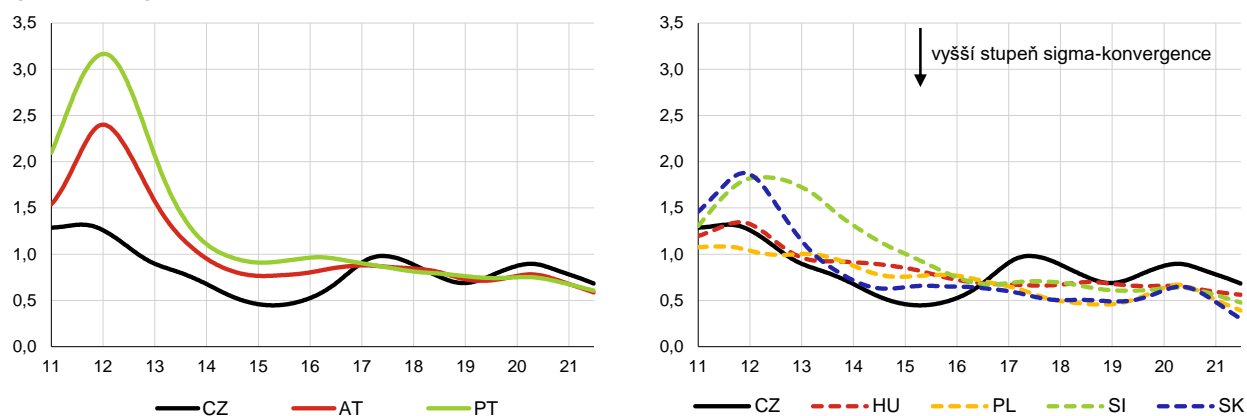


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Sladěnost českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem se v roce 2021 vrátila k úrovni před propuknutím koronavirové krize.**

### Stupeň dosažené konvergence vládních dluhopisů ve srovnání s Německem

(sigma-konvergence)



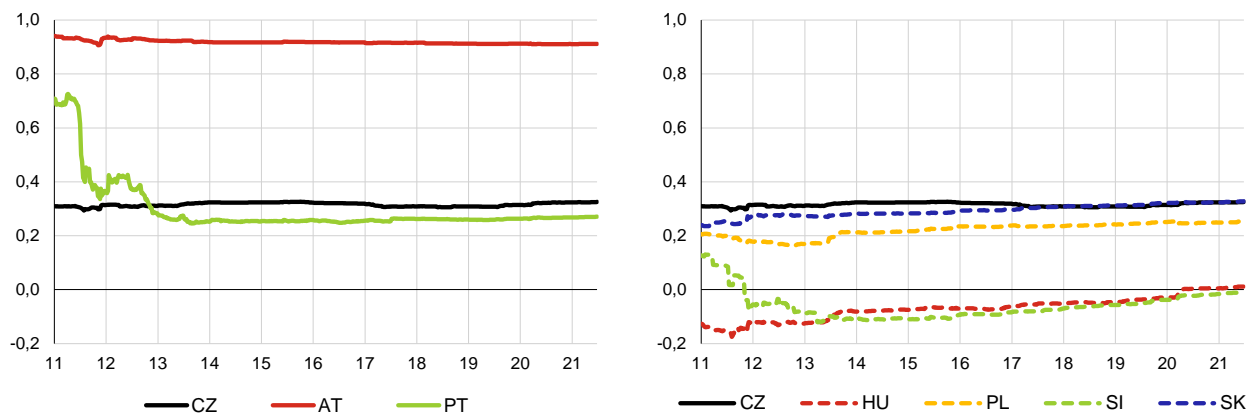
Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

**Míra přenosu globálních zpráv na trh tuzemských vládních dluhopisů zůstává v České republice relativně vysoká.**

### Citlivost cen aktiv na globální zprávy ve srovnání s eurozónou

(gama-konvergence)



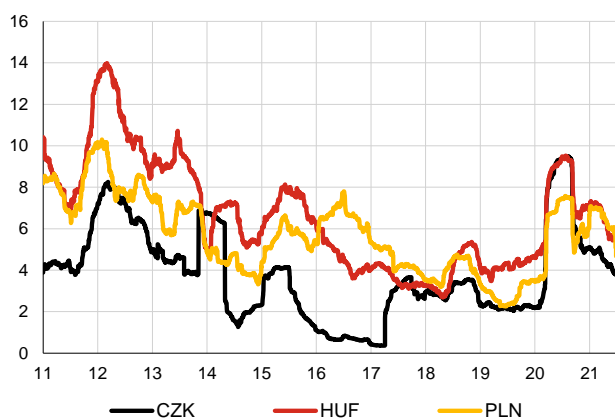
Pozn.: Kladné (záporné) hodnoty parametru gama blíží se k jedné vyjadřují stejnosměrnou (protisměrnou) a podobně silnou citlivost na zprávy a tedy vyšší míru integrace; hodnoty blízké nule pak nízkou míru integrace.

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

## VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ A FINANČNÍCH TRHŮ

**Pokles napětí na finančních trzích (vyvolaného pandemií koronaviru) se v posledním roce promítl do pozvolného snížení historické volatility všech středoevropských měn.**

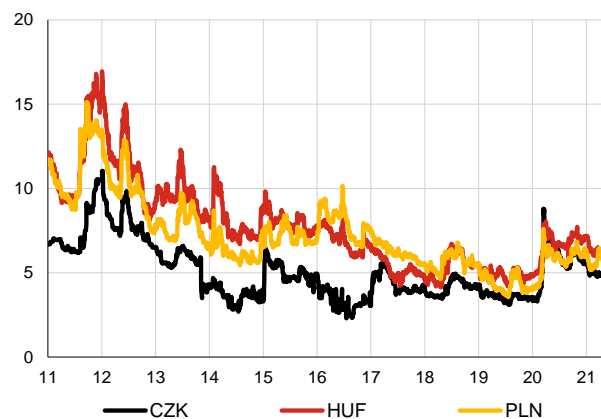
**Historická volatility měnových kurzů k euru (v %)**



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

**Implikovaná volatility těchto měn rovněž korigovala, zatím se však nevrátila na předkrizovou úroveň. Nejnížší je aktuálně v případě české koruny.**

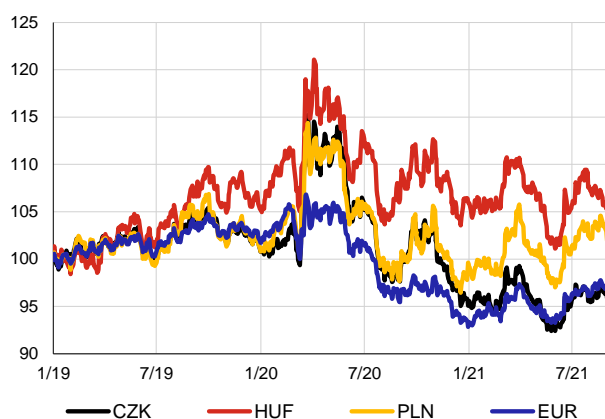
**Implikovaná volatility měnových kurzů k euru (denní data, očekávaná volatility kurzů národních měn daná cenami opcí na jednotlivé měny, v %)**



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

**V dosavadním průběhu roku 2021 sledované měny vůči dolaru nejprve mírně oslabily, poté postupně posilovaly.**

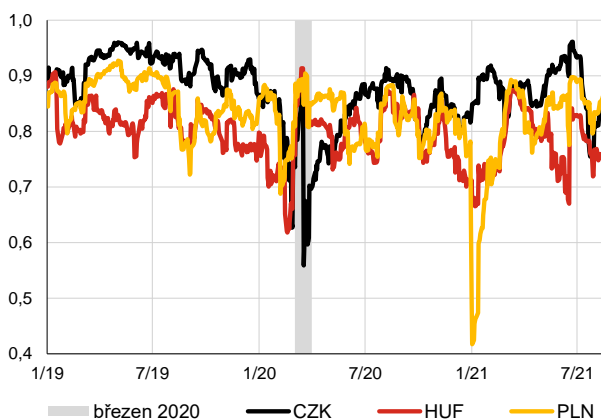
**Vývoj kurzů k americkému dolaru (index, leden 2019 = 100)**



Zdroj: Refinitiv

**Korelace vývoje české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru korigovala jednorázový propad související s vypuknutím koronavirové pandemie a odlivem krátkodobého kapitálu (v březnu 2020) a zůstává poměrně vysoká.**

**Korelace měnových kurzů k americkému dolaru (korelace: nár. měna/USD a EUR/USD)**

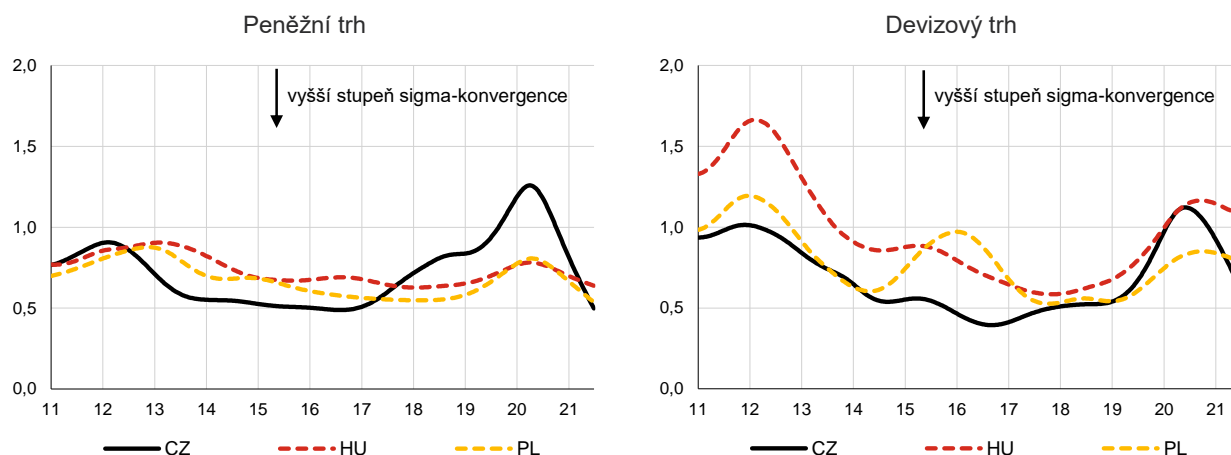


Pozn.: Výrazný pokles korelace kurzu polského zlotého vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru na přelomu roku 2020 a 2021 je důsledkem oslabení zlotého po intervencích polské centrální banky na devizových trzích.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

**V důsledku koronavirové krize český peněžní a devizový trh dočasně divergoval od benchmarkového eurového trhu.**

**Stupeň dosažené konvergence národních finančních trhů s eurozónou**  
(sigma-konvergence)



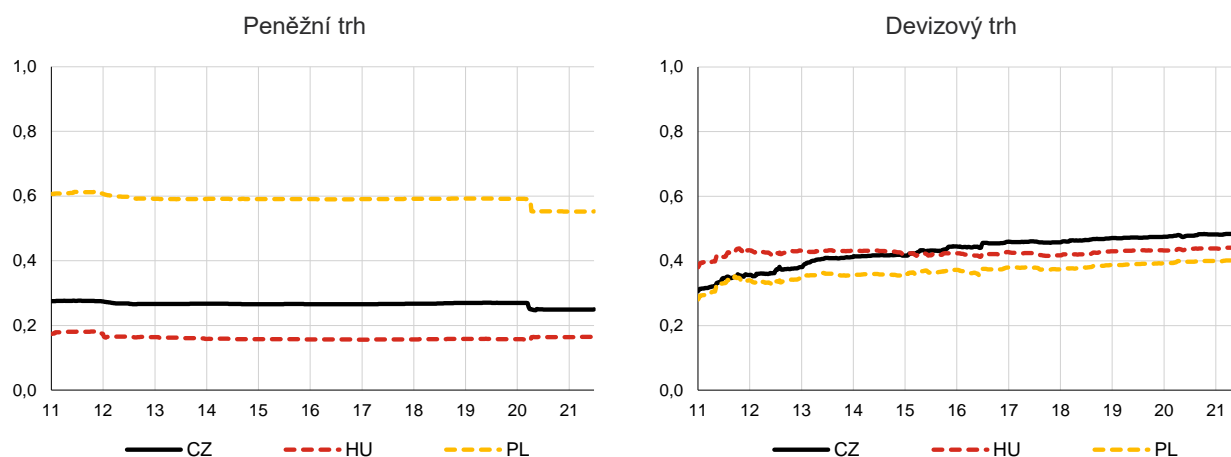
Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

**Míra přenosu globálních zpráv na peněžní trh v České republice mírně poklesla, ...**

**... zatímco míra přenosu globálních zpráv na devizový trh zůstala vysoká.**

**Citlivost cen aktiv na globální zprávy ve srovnání s eurozónou**  
(gama-konvergence)



Pozn.: Kladné (záporné) hodnoty parametru gama blíží se k jedné vyjadřují stejnosměrnou (protisměrnou) a podobně silnou citlivost na zprávy a tedy vyšší míru integrace; hodnoty blízké nule pak nízkou míru integrace.

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

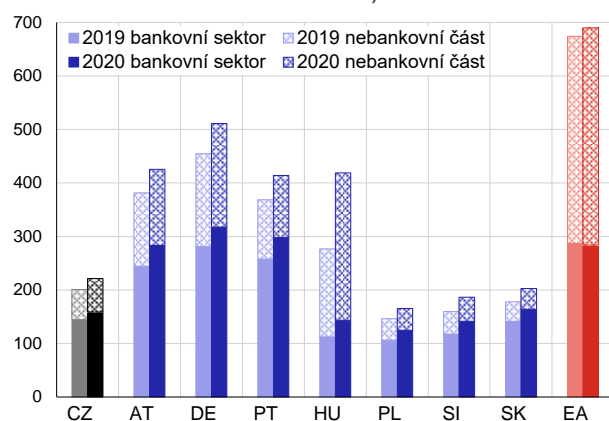
### III.1.2. Podobnost transmise měnové politiky

- Hloubka finančního zprostředkování
- Zadlužení soukromého sektoru
- Podobnost struktury rozvahy nefinančních podniků v ČR s EA
- Podobnost struktury rozvahy domácností v ČR s EA
- Podobnost struktury objemu úvěrů nefinančních podniků v ČR a EA
- Podobnost struktury objemu úvěrů na bydlení v ČR a EA
- Spontánní euroizace
- Inflační perzistence

## FINANČNÍ SYSTÉM

**Hloubka finančního zprostředkování v České republice patří mezi srovnávanými zeměmi spíše k těm menším.**

**Hloubka finančního zprostředkování**  
(aktiva finančních institucí v % HDP)

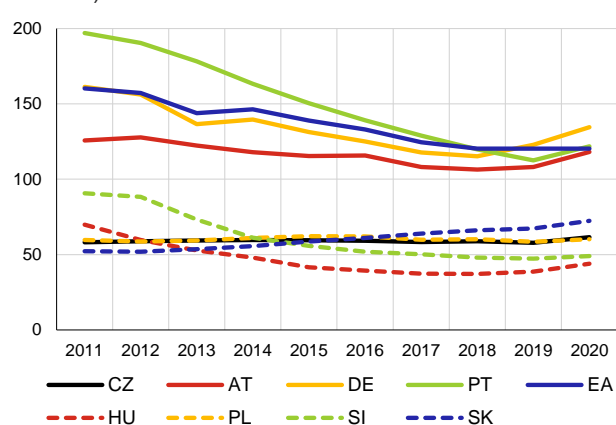


Pozn.: Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Lucemburska, Irska, Nizozemí a Francie jak ve vztahu k jejich HDP, tak v porovnání s celkovými finančními aktivy eurozóny.

Zdroj: ČNB, ECB, Eurostat, národní centrální banky

**Zadlužení soukromého sektoru je v České republice oproti průměru eurozóny významně nižší.**

**Zadlužení soukromého sektoru**  
(v % HDP)



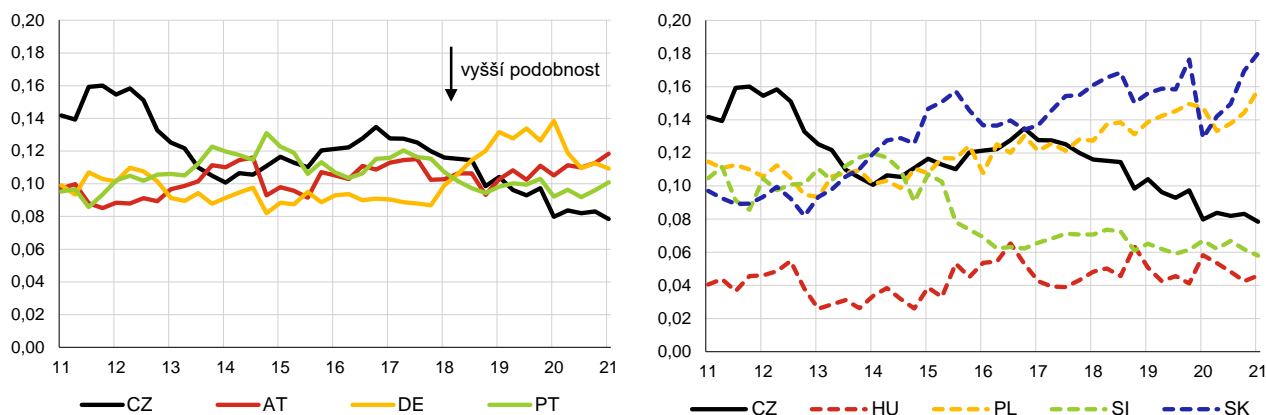
Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí HDP.

Zdroj: MMF, Eurostat

## STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV A PASIV PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

Strukturální podobnost financování českých podniků s podniky v eurozóně zůstala v posledním roce nezměněna a je vyšší než u většiny sledovaných zemí. Ke zvýšení podobnosti došlo v posledních letech zejména v kategorii ostatních závazků.

#### Podobnost struktury finančních pasiv nefinančních podniků (Landesmannův index)

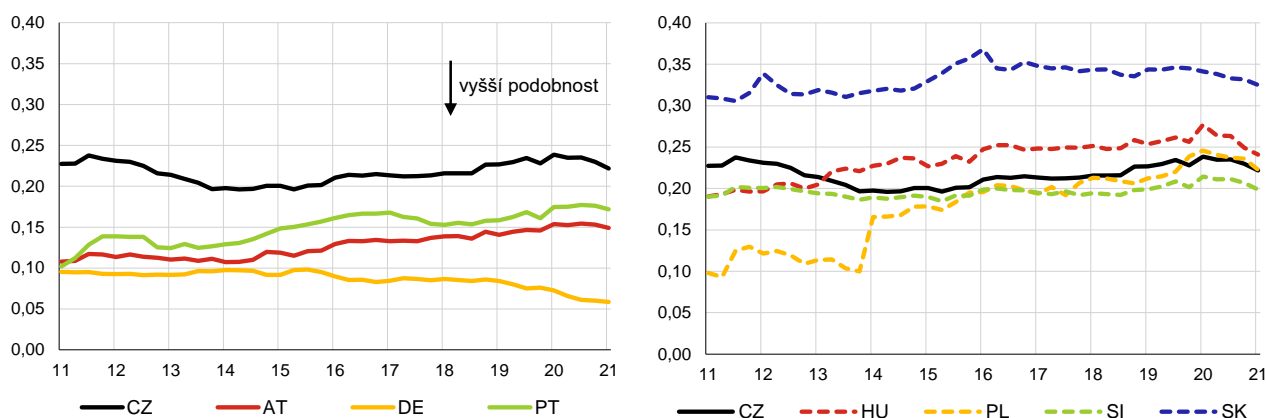


Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech. Hodnoty indexu se oproti minulému roku liší z důvodu provedených datových revizí.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Strukturální podobnost finančních aktiv českých domácností s domácnostmi v eurozóně mírně vzrostla, i nadále však zůstává poměrně nízká. Nesoulad je dán tím, že české domácnosti – na rozdíl od domácností eurozóny – upřednostňují hotovost, vklady, podílové listy a akcie na úkor pojistných a penzijních programů.

#### Podobnost struktury finančních aktiv domácností (Landesmannův index)



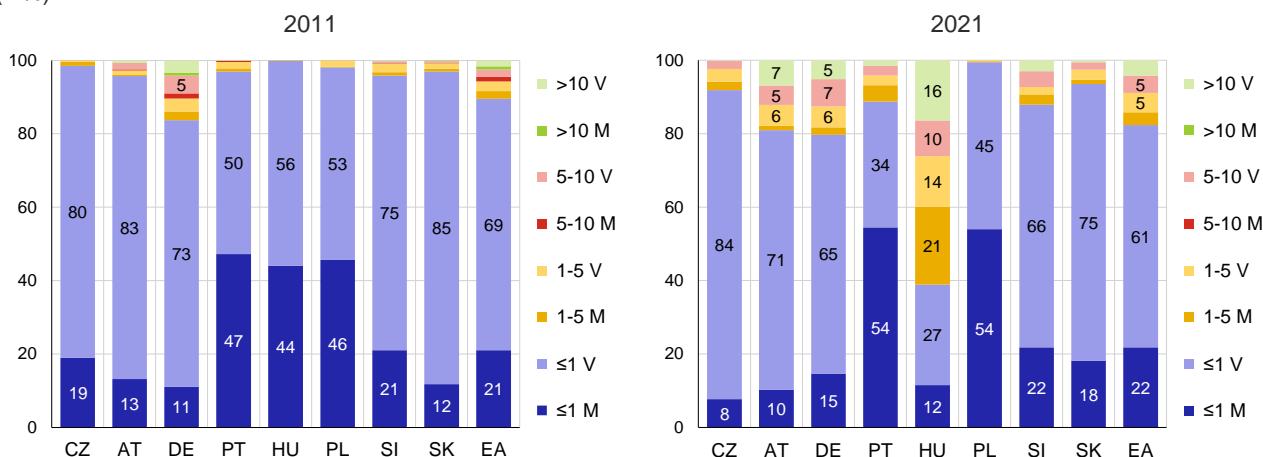
Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1], přičemž platí, že čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro domácnosti byly použity podíly jednotlivých kategorií aktiv na celkových aktivech. Hodnoty indexu se oproti minulému roku liší z důvodu provedených datových revizí.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

## VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Většina nefinančních podniků sledovaných zemí čerpá převážně úvěry s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší poměrně rychlou transmisi změn měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů v uvedeném segmentu. V předešlých letech mírně rostoucí podíl úvěrů s dlouhodobějšími fixacemi se v České republice v roce 2021 snížil, a to zejména vlivem poklesu objemů investičních úvěrů v důsledku koronavirové krize.

**Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb (v %)**



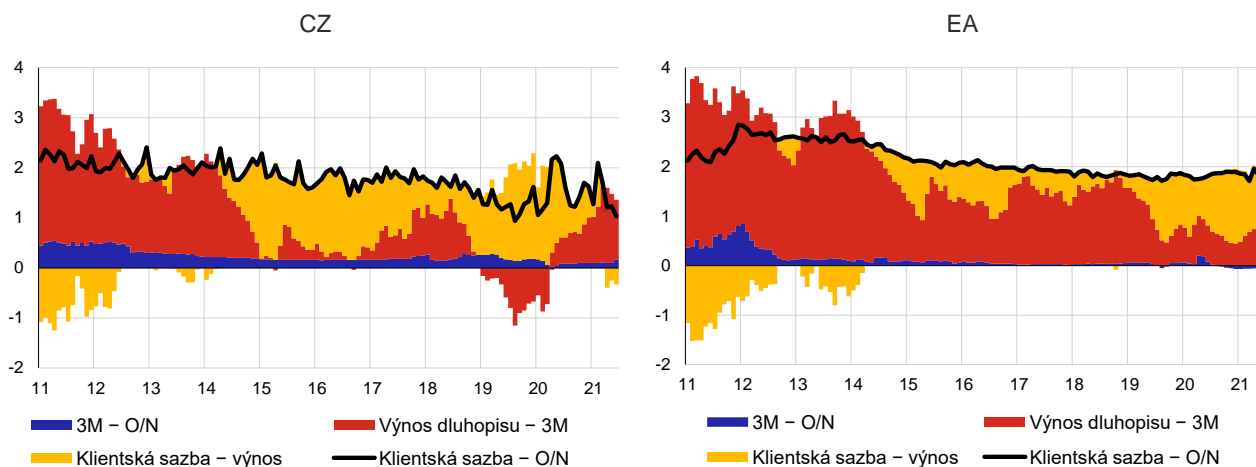
Pozn.: Číslo v legendě označuje délku fixace v letech, kategorie  $\le 1$  zahrnuje i úvěry s pohyblivou úrokovou sazbou. M, resp. V, představuje označení pro malé (do 1 mil. EUR), resp. velké (nad 1 mil. EUR) úvěry.

Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2021 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Rozpětí clientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby (O/N) mezibankovního trhu se letos v České republice v souhrnu snížilo a je nižší než v eurozóně. Clientské sazby v ČR a EA byly v polovině roku na srovnatelné úrovni, avšak struktura rozpětí je vzhledem k výrazně vyššímu výnosu českého dluhopisu a záporné (O/N) mezibankovní sazbě EA rozdílná.**

**Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a O/N sazeb mezibankovního trhu (v p. b.)**



Pozn.: Rozdíl mezi tříměsíční a jednodenní mezibankovní sazbou (3M - O/N).

Rozdíl mezi desetiletým výnosem státních dluhopisů a tříměsíční mezibankovní sazbou (Výnos dluhopisu - 3M).

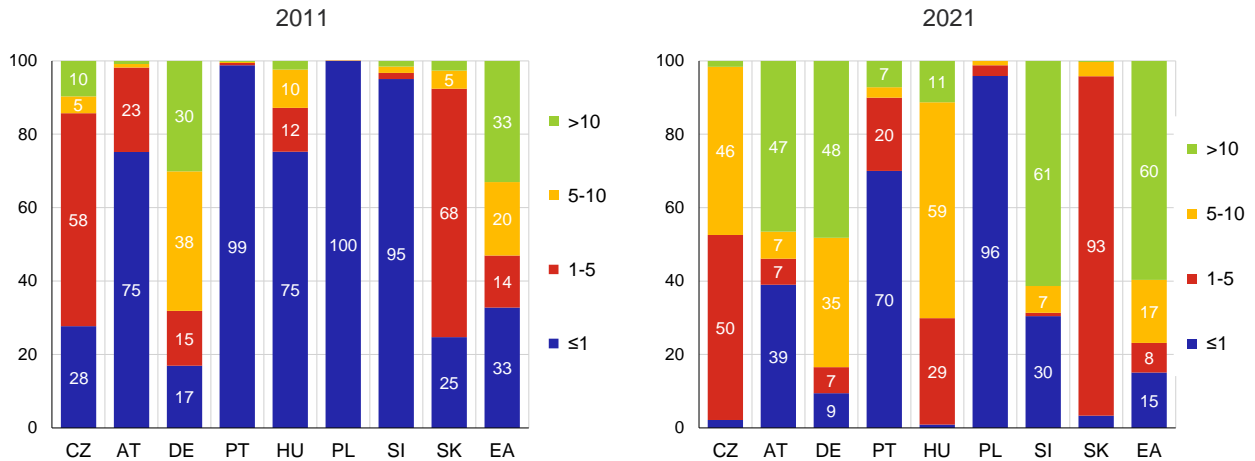
Klientská sazba z úvěrů nefinančním podnikům napříč všemi splatnostmi vůči výnosu z desetiletého státního dluhopisu (Klientská sazba - výnos).

Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB

U úvěrů na bydlení probíhá vlivem nízkých tržních úrokových sazeb dlouhodobě příklon k delším fixacím ve většině sledovaných zemí. V mnoha zemích eurozóny jsou to dokonce fixace nad 10 let. V ČR se však za poslední rok tento proces zastavil a došlo k mírnému posunu směrem ke kratším, zejména pětiletým fixacím.

**Struktura nově poskytnutých úvěrů domácnostem na bydlení dle fixací úrokových sazeb (v %)**

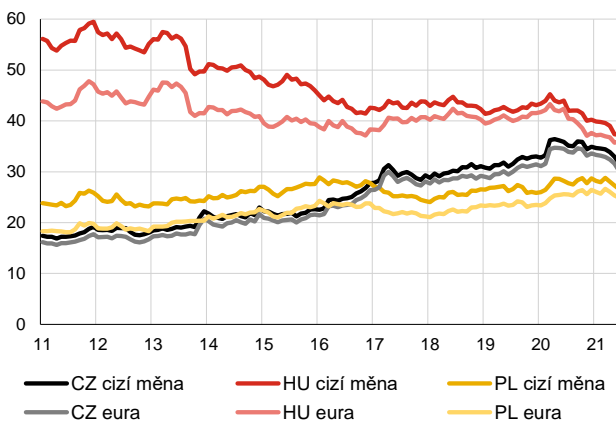


Pozn.: Číslo v legendě označuje délku fixace v letech, kategorie ≤1 zahrnuje i úvěry s pohyblivou úrokovou sazbou. Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2021 jsou k červnu.  
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

### SPONTÁNNÍ EUROIZACE

Podíl úvěrů v cizí měně (s rozhodující převahou eura) vyznačující se u českých podniků dlouhodobě rostoucí tendencí se bezprostředně po propuknutí koronavirové pandemie zvýšil, následně však poklesl.

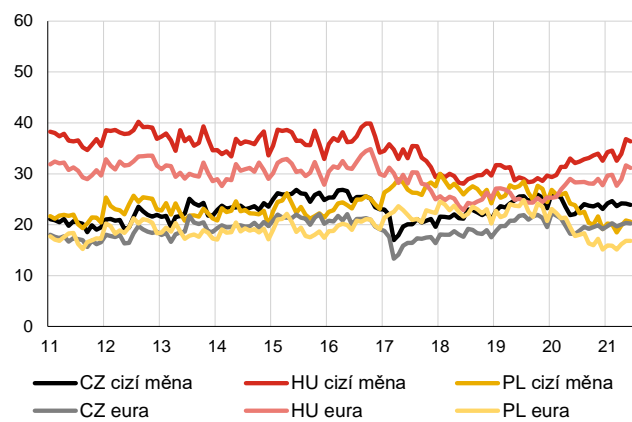
**Úvěry nefinančních podniků v cizí měně**  
(podíl na celkových úvěrech nefinančních podniků u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Podíl vkladů v cizí měně se po loňském poklesu následně vrátil do blízkosti dlouhodobé úrovně, což odrazilo solidní poptávku po českém zboží v zahraničí a odložené investice tuzemských podniků.

**Jednodenní vklady nefinančních podniků v cizí měně**  
(podíl na celkových jednodenních vkladech nefinančních podniků u domácích bank, v %)

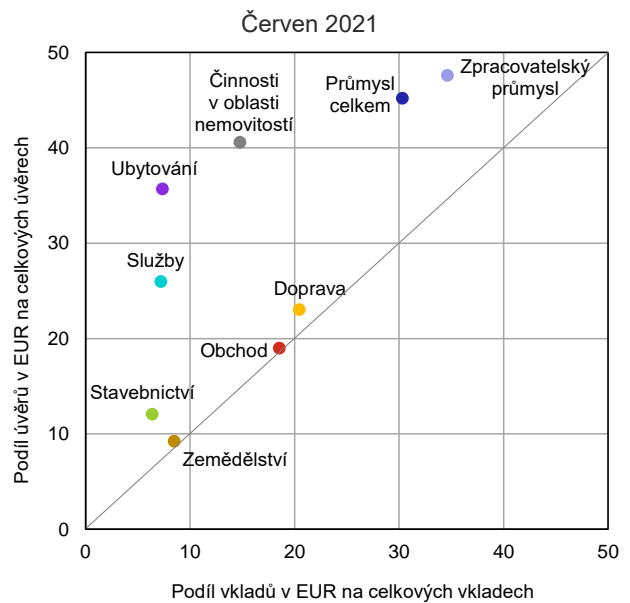
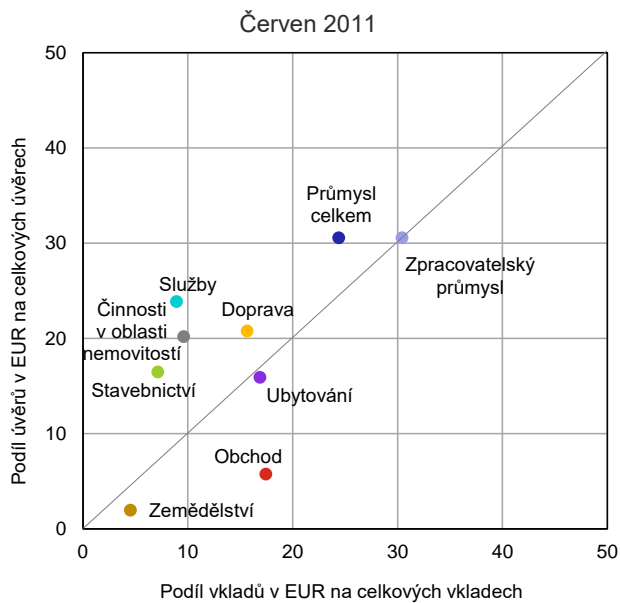




**Eurozace české ekonomiky je asymetrická z hlediska úvěrů a vkladů. Podíl eurových úvěrů se během posledních deseti let ve většině odvětví zvýšil, zatímco podíl vkladů v eurech zůstává na nižší úrovni.**

**Úvěry a vklady v eurech dle vybraných odvětví**

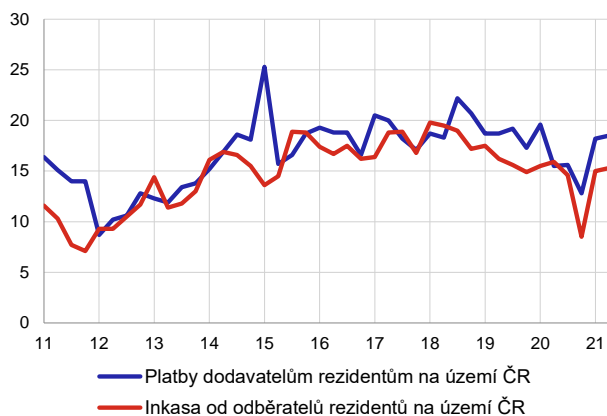
(podíly na celkových úvěrech a vkladech v daném odvětví u domácích bank, v %)



Zdroj: ČNB

**Podíl plateb v eurech mezi českými podniky se po loňském propadu vrátil k hodnotám z období před koronavirovou pandemií.**

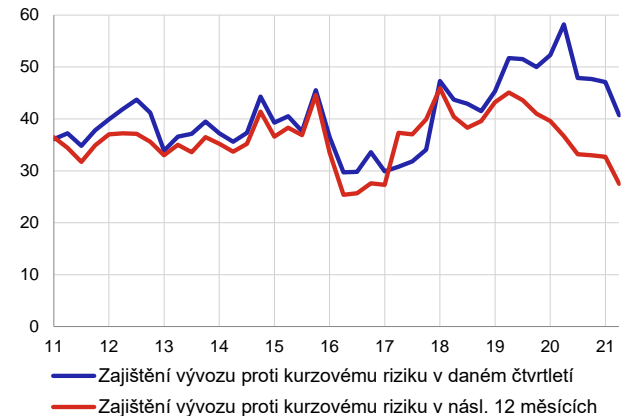
**Podíly eurových plateb mezi českými podniky (v %)**



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

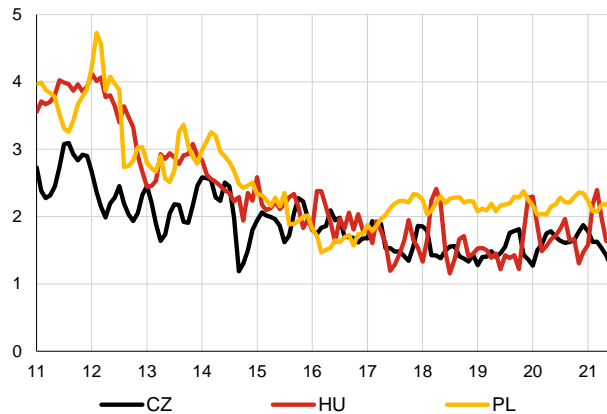
**Zajištění vývozu na finančním trhu se v roce 2020 poměrně výrazně snížilo.**

**Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku (v %)**

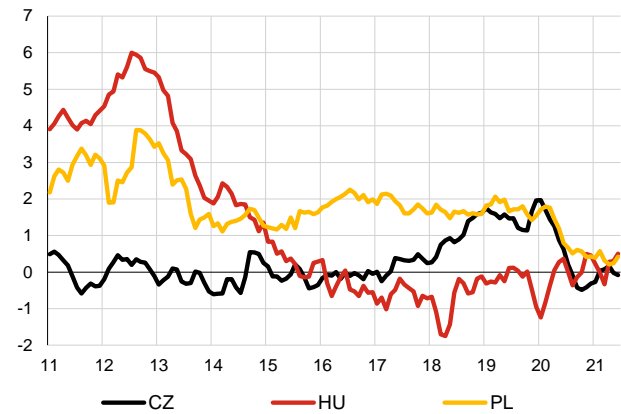


**Diferenciál úrokových sazeb z úvěrů podnikům v domácí měně a v eurech se v České republice v roce 2020 vlivem uvolnění měnové politiky ČNB snížil.**

**Úrokové sazby z eurových úvěrů nefinančních podniků (v %)**



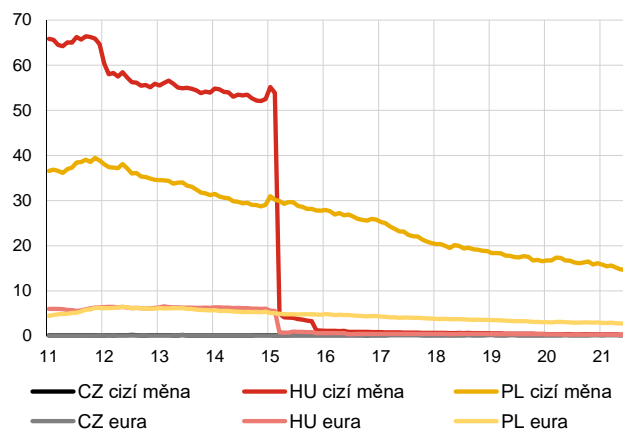
**Úrokové diferenciály z úvěrů v domácí a zahraniční měně nefinančních podniků (v p. b.)**



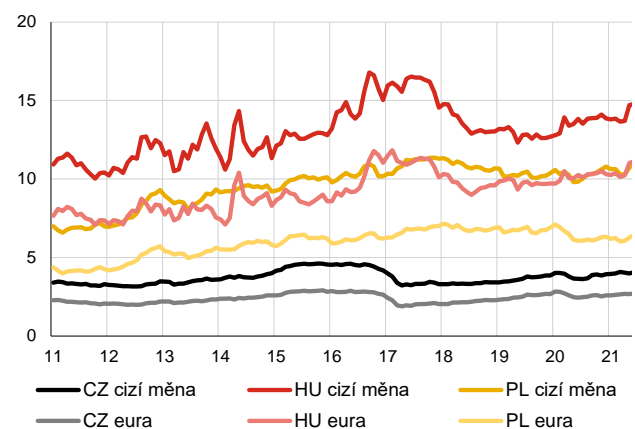
Pozn.: 3M klouzavý průměr. Údaje se týkají velkých úvěrů s objemem nad 1 milion EUR s fixací úrokové sazby do 1 roku.  
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Euroizace domácností je v České republice dlouhodobě na nízké úrovni: podíl vkladů v cizí měně se pohybuje okolo 4 % a podíl cizoměnových úvěrů zůstává v podmínkách vysoké důvěry v domácí měnu prakticky nulový.**

**Úvěry domácností v cizí měně (podíly na celkových úvěrech domácností u domácích bank, v %)**



**Jednodenní vklady domácností v cizí měně (podíly na celkových jednodenních vkladech domácností u domácích bank, v %)**



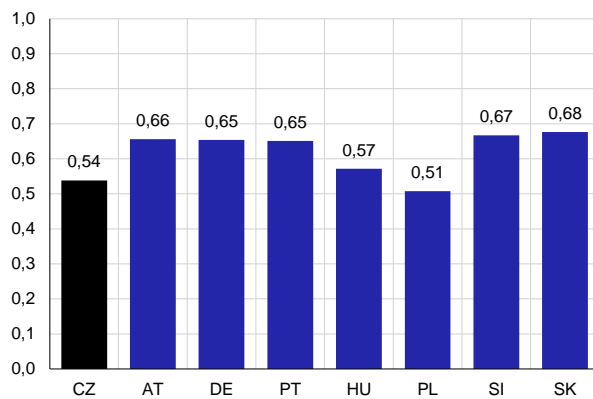
Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 propadl podíl cizoměnových úvěrů až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření.  
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

## INFLAČNÍ PERZISTENCE

Perzistence inflace v České republice patří mezi sledovanými zeměmi k nejnižším. Rozdíl oproti zemím eurozóny však není výrazný, společná měnová politika by tak měla obdobné dopady na inflaci.

### Odhady perzistence inflace







Pozn.: Výpočet za období 2011Q1-2021Q2.

Čím blíže jsou hodnoty k jedné, tím je inflace strnulejší.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## III.2. PŘIZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

## III.2.1. Fiskální politika

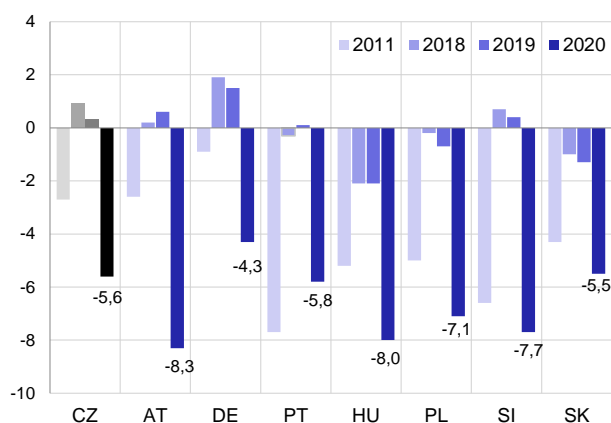
-  Cyklicky očištěné saldo vládního sektoru
-  Zadlužení vládního sektoru
-  Proticyklické působení fiskální politiky
-  Dlouhodobá udržitelnost veřejných financí

**Hospodaření vládního sektoru České republiky v loňském roce vykázalo výrazný deficit v souvislosti s pandemií a dopady fiskálních stabilizačních opatření. Obdobně tomu bylo i v ostatních sledovaných zemích.**

**V důsledku hlubokých deficitů došlo k výraznému nárůstu vládních dluhů. Úroveň dluhu v ČR se bude v souvislosti s přetrvávajícím deficitním hospodařením vládního sektoru v nejbližších letech dále zvyšovat. Dluh by se však i nadále měl udržet pod úrovní dluhové brzdy.**

**Saldo vládního sektoru**

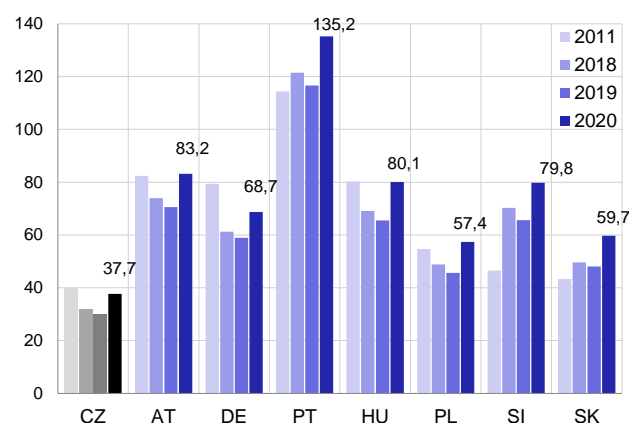
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

**Dluh vládního sektoru**

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

**Česká republika se řadí mezi země s nižší citlivostí hospodaření vládního sektoru na ekonomický vývoj, tj. s nižší velikostí automatických stabilizátorů.**

**Ukazatele citlivosti hospodaření vládního sektoru na ekonomický vývoj**

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK
Souhrnná rozpočtová elasticita	0,45	0,60	0,66	0,54	0,56	0,47	0,45	0,38
Rozsah automatické stabilizace průměrného příjmu v %	29	45	39	33	34	27	38	31

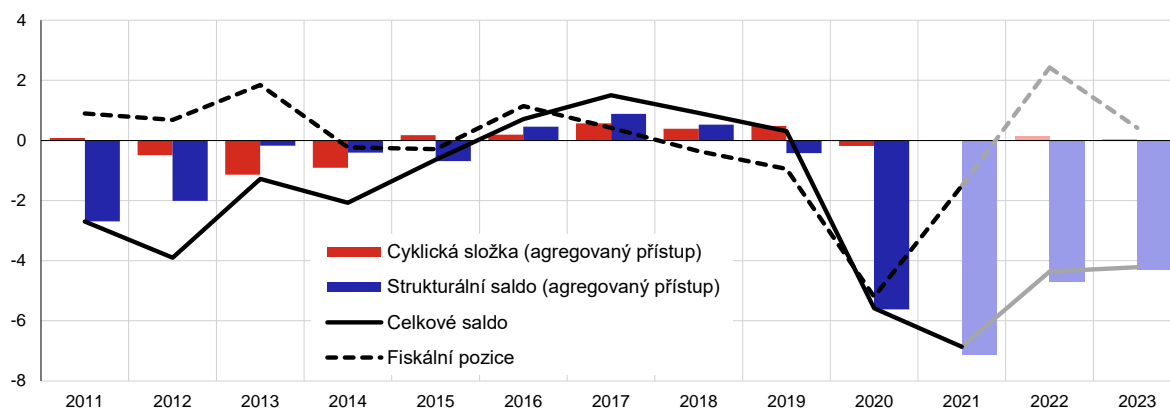
Pozn.: Podle interních odhadů ČNB je souhrnná rozpočtová elasticita v případě ČR ještě nižší a dosahuje přibližně 0,35, Ministerstvo financí ČR odhaduje její výši na 0,43. Odhady souhrnné rozpočtové elasticity se v případě ČR liší z důvodu odlišných odhadů dílčích elasticit jednotlivých daňových příjmů.

Zdroj: Price a kol. (2015), Evropská komise (2018a)

**Charakter české fiskální politiky byl v minulosti často procyklický, a Česká republika tak vstoupila do období koronavirové krize s omezeným fiskálním prostorem.**

### Saldo vládního sektoru ČR, jeho cyklická a strukturální část a fiskální pozice

(v % HDP, v p. b.)



Pozn.: Fiskální pozice měří meziroční změnu strukturálního salda. Strukturální saldo je saldo vládního sektoru očištěné o vliv ekonomického cyklu a upravené o mimořádné jednorázové operace.

Zdroj: ČSÚ (2011-2020), výpočet ČNB (prognóza 2021-2023)

**V souvislosti s dopady a fiskálními náklady pandemie došlo ve všech sledovaných zemích včetně České republiky v roce 2020 k výraznému zhoršení celkového i cyklicky očištěného salda hospodaření vládního sektoru.**

### Saldo vládního sektoru, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	Celkové saldo						Cyklicky očištěné saldo					
	2011	2019	2020	2021	2022	2023	2011	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CZ</b>	-2,7	0,3	-5,6	-7,0	-4,3	-3,9	-2,5	-0,8	-3,8	-5,7	-3,8	-3,8
<b>AT</b>	-2,6	0,6	-8,3	-5,9	-2,3	-1,3	-2,7	-0,5	-5,0	-4,2	-2,5	-1,7
<b>DE</b>	-0,9	1,5	-4,3	-6,5	-2,5	-0,5	-1,4	0,9	-2,1	-5,0	-2,6	-0,8
<b>PT</b>	-7,7	0,1	-5,8	-4,5	-3,4	-2,8	-6,9	-2,0	-2,6	-2,7	-3,4	-3,1
<b>HU</b>	-5,2	-2,1	-8,0	-7,5	-5,7	-3,8	-3,9	-3,7	-5,8	-6,8	-5,7	-3,6
<b>PL</b>	-5,0	-0,7	-7,1	-3,3	-1,8	-2,1	-5,8	-2,4	-5,9	-2,7	-1,8	-2,4
<b>SI</b>	-6,6	0,4	-7,7	-7,2	-5,2	-4,4	-5,4	-1,3	-6,5	-7,6	-6,2	-5,5
<b>SK</b>	-4,3	-1,3	-5,5	-7,3	-4,2	-3,2	-3,8	-2,2	-4,1	-6,5	-4,3	-3,6
<b>EA</b>	-4,2	-0,6	-7,2	-7,1	-3,9	-2,4	-3,6	-1,4	-3,7	-5,6	-3,8	-2,7
<b>CZa)</b>	-2,7	0,3	-5,6	-6,9	-4,4	-4,2	-2,8	-0,2	-5,4	-6,9	-4,5	-4,2

Pozn.: a) Celkové saldo: do roku 2020 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (jaro 2021); pro roky 2021 až 2023 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o měnové politice - podzim 2021. Cyklicky očištěné saldo je vypočteno dle agregovaného přístupu.

Zdroj: Evropská komise (2021a, 2021b), ČNB

**Česká republika patří společně se Slovenskem, Polskem a Portugalskem k zemím s nižším poměrem veřejných výdajů a příjmů k HDP ve srovnání s eurozónou.**

#### Poměr veřejných příjmů a výdajů k HDP

(2020, v % HDP)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
<b>Celkové příjmy</b>	<b>41,6</b>	<b>48,7</b>	<b>46,5</b>	<b>43,5</b>	<b>43,6</b>	<b>41,5</b>	<b>43,6</b>	<b>40,1</b>	<b>46,6</b>
- daně	19,9	26,4	23,3	24,7	25,0	22,0	20,6	19,3	26,1
- sociální pojištění	16,0	16,1	18,1	12,8	11,2	14,6	17,2	15,7	15,6
<b>Celkové výdaje</b>	<b>47,2</b>	<b>57,1</b>	<b>50,8</b>	<b>49,3</b>	<b>51,6</b>	<b>48,7</b>	<b>51,3</b>	<b>45,6</b>	<b>53,8</b>
- náhrady zaměstnancům	11,1	11,4	8,4	12,0	10,8	11,0	12,9	11,4	10,7
- mezispotřeba	6,1	6,8	6,2	5,7	8,7	5,8	6,1	6,0	6,0
- sociální dávky	14,4	20,4	17,7	18,0	11,2	16,8	17,3	14,9	19,3
- hrubá tvorba fixního kapitálu	4,9	3,3	2,6	2,2	6,4	4,5	4,1	3,5	3,0
- dluhová služba	0,8	1,3	0,6	2,9	2,3	1,3	1,6	1,2	1,5

Zdroj: Eurostat

**Velká část výdajů státního rozpočtu má v České republice mandatorní nebo quasi mandatorní charakter.**

#### Podíl mandatorních a quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích, resp. celkových příjmech státního rozpočtu ČR (v %)

	2011	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	57,2	58,2	54,2	58,2	57,0	55,0	52,6	51,0	53,0	53,4
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	17,7	17,5	17,5	18,8	20,2	20,6	20,9	20,6	19,7	20,9
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	65,3	62,5	57,0	55,4	57,3	54,9	53,6	63,7	72,1	66,4
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	20,2	18,8	18,4	17,9	20,3	20,6	21,3	25,8	26,8	26,0

Pozn.: Pro roky 2011-2020 skutečnost, pro roky 2021-2022 předpoklady státního rozpočtu.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2021)

**Výrazný nárůst vládního dluhu v poměru k HDP v roce 2020 byl v ČR vlivem poklesu výnosů na finančních trzích doprovázen pouze relativně mírným nárůstem nákladů na dluhovou službu.**

#### Dluhová služba

(odhad Evropské komise, v % HDP)

	2011	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CZ</b>	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
<b>AT</b>	2,8	2,3	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9
<b>DE</b>	2,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4
<b>PT</b>	4,3	4,6	4,1	3,8	3,4	3,0	2,9	2,6	2,3	2,2
<b>HU</b>	4,1	3,4	3,1	2,7	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>PL</b>	2,5	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0
<b>SI</b>	1,9	3,2	3,0	2,5	2,0	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
<b>SK</b>	1,6	1,8	1,7	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
<b>EA</b>	3,0	2,3	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,2

Zdroj: Evropská komise (2021b)

**Nedávné úpravy českého důchodového systému přispěly k dalšímu zhoršení již tak nepříznivého výhledu v oblasti dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí.**

**Vládní výdaje související se stárnutím populace**








(v % HDP)

	Důchody		Zdravotní péče		Dlouhodobá péče		Celkem		Změna 70-19
	2019	2070	2019	2070	2019	2070	2019	2070	
<b>CZ</b>	8,0	10,9	5,6	6,6	1,5	3,2	15,1	20,7	5,6
<b>AT</b>	13,3	14,3	6,9	8,1	1,8	3,5	22,0	25,9	3,9
<b>DE</b>	10,3	12,4	7,4	7,8	1,6	1,8	19,3	22,0	2,7
<b>PT</b>	12,7	9,5	5,7	7,3	0,4	0,8	18,8	17,6	-1,2
<b>HU</b>	8,3	12,4	4,8	5,6	0,6	1,2	13,7	19,2	5,5
<b>PL</b>	10,6	10,5	4,9	7,4	0,8	2,4	16,3	20,3	4,0
<b>SI</b>	10,0	16,0	5,9	7,4	1,0	2,2	16,9	25,6	8,7
<b>SK</b>	8,3	14,2	5,7	8,2	0,8	2,9	14,8	25,3	10,5
<b>EA</b>	12,1	12,1	6,7	7,6	1,7	2,6	20,5	22,3	1,8

Pozn.: Mezi nedávné úpravy důchodového systému patří: změna v pravidelném zvyšování starobních důchodů (od roku 2018 se při stanovení částky zvýšení důchodů nově zohledňuje polovina růstu reálné mzdy místo předchozí třetiny a růst cen všech domácností či růst životních nákladů důchodců podle toho, který růst byl vyšší), zastropování věku pro odchod do důchodu na 65 let (v lednu 2018), zvýšení základní výměry důchodů z 9 % na 10 % průměrné mzdy, přidání částky 1 000 Kč měsíčně seniorům nad 85 let (od roku 2019) a nadstandardní, tj. vyšší než minimální zákonná, valorizace důchodů.

Zdroj: Evropská komise (2021c)

### III.2.2. Trh práce a produktů

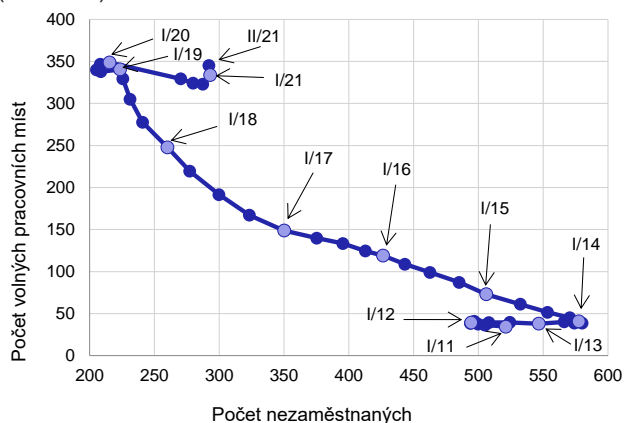
-  Geografická mobilita práce
-  Míra ekonomické aktivity obyvatelstva
-  Podíl kratších úvazků na zaměstnanosti
-  Míra dlouhodobé nezaměstnanosti
-  Past nezaměstnanosti
-  Efektivita trhu práce
-  Konkurenceschopnost české ekonomiky

V posledních letech cyklicky klesal počet nezaměstnaných a rostl počet volných pracovních míst. Přestože loňský nástup koronavirové krize vedl k obratu tohoto trendu, počet volných pracovních míst je nadále výrazně vyšší než počet nezaměstnaných.

Předchozí setrvalý pokles míry dlouhodobé nezaměstnanosti v České republice se v loňském roce zastavil. Její hodnota však stále patřila v rámci sledovaných zemí k nejnižším

#### Beveridgeova křivka

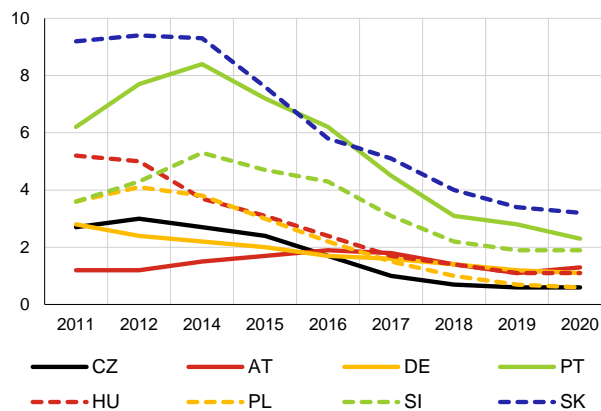
(v tisících)



Zdroj: MPSV

#### Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

(v %)



Pozn.: Podíl osob bez práce dvanáct a více měsíců a pracovní síly (dle metodiky ILO).

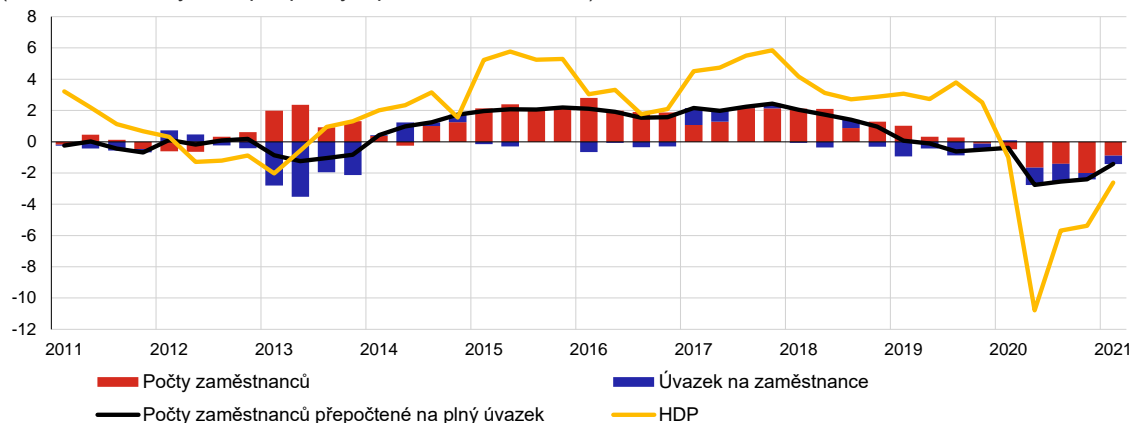
Zdroj: Eurostat



Počet zaměstnanců od roku 2014 vlivem příznivého ekonomického vývoje rostl, zatímco průměrný úvazek v téže době zhruba stagnoval. S příchodem koronavirové krize počet zaměstnanců i průměrný úvazek viditelně poklesly.

### Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

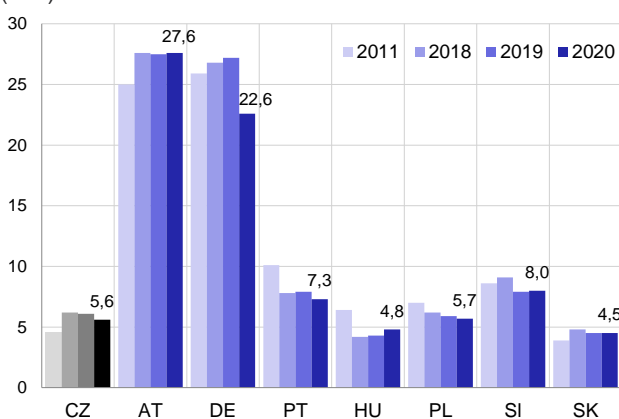


Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB

Podíl zaměstnaných na kratší pracovní dobu v České republice v loňském roce vlivem koronavirové krize mírně poklesl, a nadále tak výrazně zaostává za hodnotami Rakouska a Německa.

### Zaměstnaní na kratší pracovní dobu

(v %)

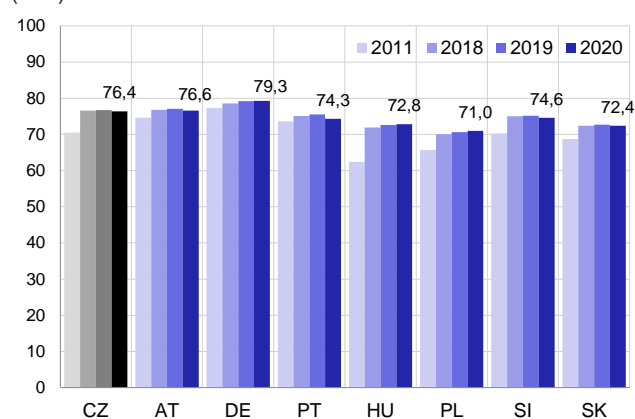


Zdroj: Eurostat

Spolu s poklesem nabídky částečných úvazků se koronavirová krize projevila i v mírném snížení míry ekonomické aktivity české populace. Ta však zůstává nadále relativně vysoká.

### Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let

(v %)



Pozn.: Míra ekonomické aktivity je podíl ekonomicky aktivních osob (zaměstnaných a nezaměstnaných) na populaci.  
Zdroj: Eurostat (LFS)

**Rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR se v posledních letech zvyšují. Mezi ostatními sledovanými zeměmi patří ke středně velkým.**

#### Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

	Regiony NUTS II										Regiony NUTS III									
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<b>CZ</b>	31	28	33	31	30	33	33	30	34	38	32	29	34	32	30	33	34	32	36	41
<b>AT</b>	37	40	43	39	43	45	46	47	56	57	39	42	45	41	45	47	49	49	57	58
<b>DE</b>	36	41	40	39	39	37	32	32	31	28	42	48	47	46	-	-	-	-	-	-
<b>PT</b>	20	13	14	16	13	14	14	13	12	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>HU</b>	23	26	23	20	30	33	40	46	44	44	28	30	27	24	34	36	45	51	52	54
<b>PL</b>	14	15	15	19	21	22	26	29	35	29	26	26	27	28	29	30	33	36	43	39
<b>SI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22	28	21	19	22	21	21	17	26	24
<b>SK</b>	27	32	31	29	28	26	29	37	41	-	29	33	33	31	30	31	33	42	45	46

Pozn.: Variační koeficient je podíl směrodatné odchylky vážené podle velikosti regionů a průměrné míry nezaměstnanosti v %. Vyšší hodnota variačního koeficientu představuje větší regionální rozdíly v nezaměstnanosti. Novější data nejsou dostupná.

Zdroj: Eurostat (LFS)

**Ochota domácího obyvatelstva stěhovat se v rámci České republiky je ve srovnání s údaji za Německo či Rakousko přibližně poloviční a dále se mírně snižuje.**

#### Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

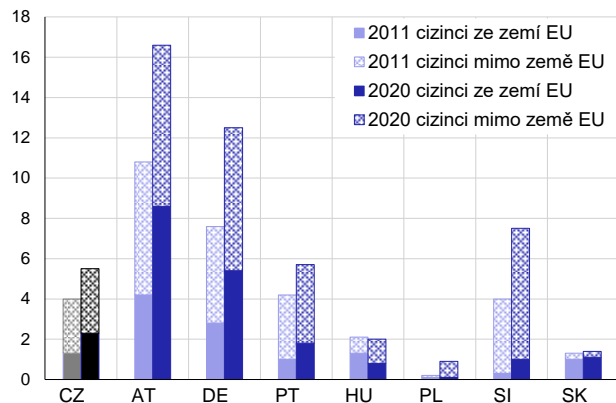
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	22	22	22	23	23	24	23	23	23	22
<b>AT</b>	38	39	39	40	43	44	42	41	40	40
<b>DE</b>	47	47	48	49	53	54	48	48	47	-
<b>HU</b>	20	19	19	22	22	26	27	29	29	27
<b>PL</b>	11	10	11	11	10	10	11	12	12	11
<b>SI</b>	53	55	55	55	53	54	54	50	47	67
<b>SK</b>	16	15	16	17	17	18	18	18	18	16

Pozn.: Stěhování z obce do obce (HU, PL a SI – všechny změny trvalého pobytu). Údaje za Portugalsko a za Německo pro rok 2020 nejsou k dispozici. Výpočet nezohledňuje rozdílnou velikost územních jednotek ve zvolených zemích.

Zdroj: Statistické ročenky, Eurostat, výpočet ČNB

**Geografická mobilita pracovní síly se v České republice postupně zvyšuje prostřednictvím nárůstu podílu cizinců na populaci.**

#### Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci (v %)

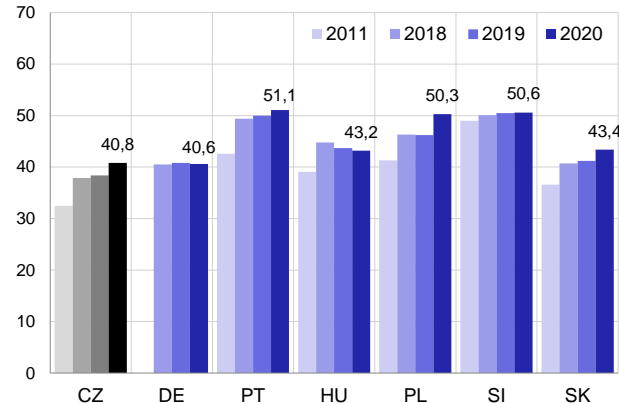


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Poměr minimální mzdy vůči průměrné mzdě vlivem jejího opakovaného výrazného zvyšování v posledních letech roste. Mezi sledovanými zeměmi patří sice stále mezi nejnižší, již však překonal úroveň Německa.**

#### Minimální mzda

(v % průměrné mzdy)



Pozn.: V Rakousku je minimální mzda definována jen pro některé specifické profese a představuje cca 30 % průměrné mzdy. V Německu do r. 2014 nebyla minimální mzda definována na národní úrovni; byla zavedena od ledna 2015.

Zdroj: Eurostat

**Poměr minimální mzdy vůči mzdě v prvním (nejnižším) decilu mzdového rozdělení je v ČR tradičně vysoký v oborech s nízkou kvalifikací. Vlivem opakovaného výrazného zvyšování minimální mzdy navíc v posledních letech setrvale narůstá.**

#### Poměr minimální mzdy a hrubé měsíční mzdy ve vybraných profesích

(v %)

Hlavní třída zaměstnání	Minimální mzda / 1. decil									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Celkem ČR (podnikatelská sféra)	71,6	71,2	71,7	72,9	77,1	77,8	78,6	77,9	79,5	81,1
pomocní a nekvalifikovaní pracovníci	90,5	89,4	90,0	93,0	95,6	95,4	95,5	98,1	98,7	99,1
pracovníci ve službách a prodeji	89,1	88,8	87,5	88,1	91,0	90,8	90,9	88,3	89,2	89,9
kvalifikovaní pracovníci v zemědělství, lesnictví a rybářství	67,2	67,7	67,2	67,8	76,5	78,3	81,3	80,5	81,7	84,4

Pozn.: Tabulka uvádí údaje za celou Českou republiku a za tři profese s nejvyššími hodnotami v roce 2020.

Zdroj: Informační systém o průměrném výděлку (MPSV), výpočet ČNB

**Celkové zdanění práce je v České republice relativně vysoké, nicméně nižší než v rozvinutých sousedních zemích (Německu a Rakousku). Provedené daňové změny by se přitom měly od roku 2021 promítnout do dalšího snížení celkového zdanění v ČR.**

### Celkové zdanění práce

(v %)

	100 % průměrné mzdy						67 % průměrné mzdy					
	2011	2016	2017	2018	2019	2020	2011	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	42,6	43,0	43,4	43,8	43,9	43,9	39,6	40,3	40,8	41,4	41,7	41,6
<b>AT</b>	48,5	47,3	47,4	47,6	47,9	47,3	43,8	43,0	43,1	43,3	43,6	42,7
<b>DE</b>	49,8	49,5	49,6	49,5	49,4	49,0	45,6	45,4	45,4	45,4	45,2	45,0
<b>PT</b>	38,0	41,5	41,4	40,8	41,0	41,3	32,2	36,4	36,6	36,5	36,7	37,1
<b>HU</b>	49,5	48,2	46,2	45,0	44,6	43,6	45,2	48,2	46,2	45,0	44,6	43,6
<b>PL</b>	34,3	35,6	35,7	35,8	35,6	34,8	33,3	34,9	35,0	35,1	35,0	34,1
<b>SI</b>	42,6	42,7	42,9	43,2	43,6	42,9	38,6	38,7	40,0	39,8	40,3	40,1
<b>SK</b>	38,8	41,5	41,7	41,8	41,9	41,2	36,0	39,0	39,4	39,6	39,7	38,8

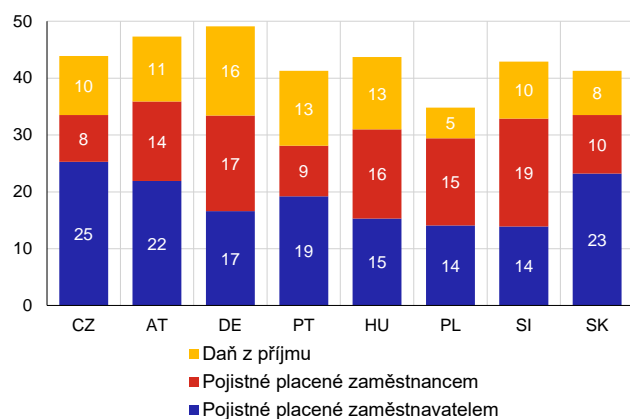
Pozn.: Daň z příjmu a odvody placené zaměstnanci a zaměstnavateli jako podíl na celkových nákladech práce v %. Údaje za zaměstnance (jednotlivci bez dětí) pobírající 100 % (levá část tabulky) a 67 % (pravá část tabulky) průměrné mzdy.

Zdroj: OECD

**K relativně vysokému zdanění práce v České republice přispívá zejména vysoké pojistné placené zaměstnavatelem.**

### Složky zdanění práce

(2020, v % z průměrné mzdy)

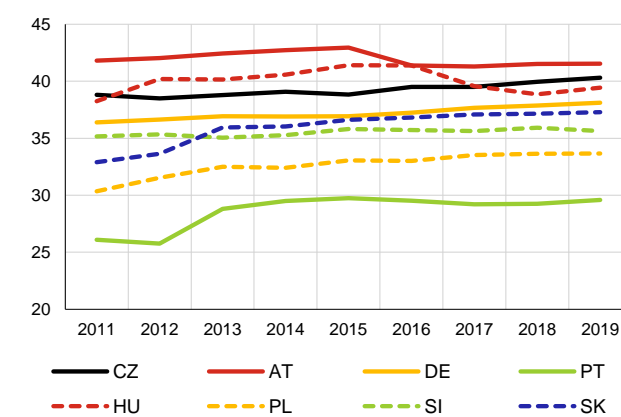


Zdroj: OECD

**Rovněž celková implicitní míra zdanění práce v České republice patří mezi sledovanými zeměmi k těm nejvyšším.**

### Implicitní míra zdanění práce

(v %)



Pozn.: Implicitní míra zdanění práce je definována jako součet všech přímých a nepřímých daní a sociálních příspěvků zaměstnanců a zaměstnavatelů ze mzdy, vydělený celkovými náhradami zaměstnancům zvýšenými o daň z příjmu.

Zdroj: Eurostat

### Nastavení českého daňového a sociálního systému stále vede k relativně slabé motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání.

#### Past nezaměstnanosti

(v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	80,2	80,1	80,1	80,2	80,3	80,4	80,6	80,8	80,9	80,9
<b>AT</b>	74,8	74,8	74,6	74,3	73,9	72,0	72,1	71,7	71,2	70,6
<b>DE</b>	73,3	73,3	73,0	73,1	73,1	73,3	73,3	73,2	73,2	73,1
<b>PT</b>	79,0	79,2	79,9	79,8	80,3	80,3	80,4	80,4	80,5	80,5
<b>HU</b>	79,6	79,5	78,8	78,6	78,4	78,1	78,5	78,5	76,3	76,7
<b>PL</b>	80,1	80,3	80,4	78,9	78,0	77,2	75,8	74,6	73,4	71,7
<b>SI</b>	89,7	89,5	89,8	89,7	89,6	87,2	88,3	89,1	90,8	91,1
<b>SK</b>	69,7	69,7	69,6	69,8	70,0	70,3	70,7	71,1	70,2	70,4

Pozn.: Past nezaměstnanosti měří podíl dodatečného hrubého příjmu souvisejícího se ziskem zaměstnání, který je odveden do veřejných rozpočtů v momentě, kdy nezaměstnaná osoba přejde do zaměstnání, a to v důsledku vyšších daní, příspěvků na sociální zabezpečení a odebrání podpory v nezaměstnanosti a dalších sociálních dávek. Jedná se o modelový příklad svobodného, bezdětného zaměstnance se mzdou na úrovni 67 % průměrné mzdy.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

**Motivaci k nalezení lépe placené práce snižuje tzv. past nízké mzdy. V České republice je téměř polovina dodatečného hrubého výdělku při zvýšení mzdy z 67 % na 100 % průměru odvedena do veřejných rozpočtů vlivem nastavení daňového a sociálního systému. Mezi sledovanými zeměmi patří tato hodnota k průměrným.**

#### Past nízké mzdy

(v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CZ</b>	35,8	35,5	35,4	23,4	25,0	26,9	29,8	47,3	46,5	46,5
<b>AT</b>	61,7	60,2	58,4	57,2	55,7	48,8	48,4	46,9	44,5	44,5
<b>DE</b>	51,6	47,8	48,4	47,1	45,8	54,0	52,8	50,3	48,9	55,0
<b>PT</b>	24,3	22,8	26,6	25,5	25,5	24,0	25,9	27,2	28,0	29,2
<b>HU</b>	20,9	22,6	22,9	25,9	25,9	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
<b>PL</b>	45,0	44,5	46,7	47,4	53,4	54,6	90,6	86,7	91,4	50,3
<b>SI</b>	61,3	30,6	30,2	30,6	30,9	31,3	32,0	33,1	67,4	70,7
<b>SK</b>	22,0	21,8	21,5	22,5	23,4	24,5	26,0	27,9	28,2	24,8

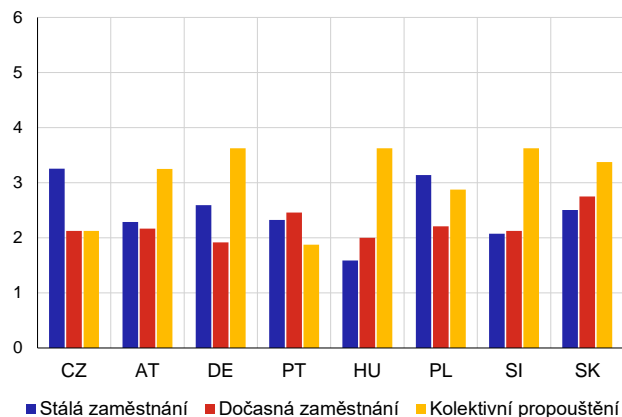
Pozn.: Past nízké mzdy měří podíl z dodatečných hrubých výdělků, který je v situaci, když se hrubé příjmy zvýší ze 67 % na 100 % průměrných výdělků pracovníka v podnikatelské sféře, odveden do veřejných rozpočtů v důsledku kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí dávek. Tento ukazatel se sestavuje za osoby žijící v páru, z nichž pouze jedna je výdělečně činná, se dvěma dětmi.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

V oblasti stálých zaměstnání v ČR přetrvávají relativně přísné legislativní podmínky pro přijímání a propouštění zaměstnanců přispívající ke snižování flexibility trhu práce. Podmínky ochrany v dočasné zaměstnání patří ve srovnání se zahraničím k obvyklým. Kolektivní propouštění je v ČR pro zaměstnavatele jednodušší než ve většině sledovaných zemí.

### Index ochrany zaměstnanosti (EPL)

(2019)

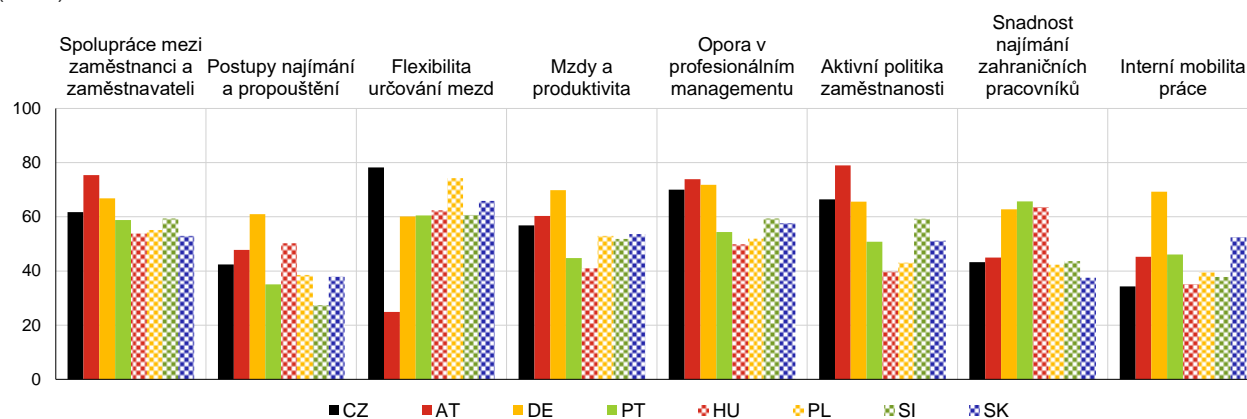


Pozn.: Indexy dosahují hodnot v rozmezí 1 až 6, vyšší hodnota znamená vyšší ochranu zaměstnanosti. Novější údaje nejsou k dispozici.  
Zdroj: OECD

V mezinárodním srovnání podle ukazatele GCI v oblasti konkurenceschopnosti na trhu práce se Česká republika drží na prvních příčkách.

### Global Competitiveness Index - hodnocení trhu práce

(2019)



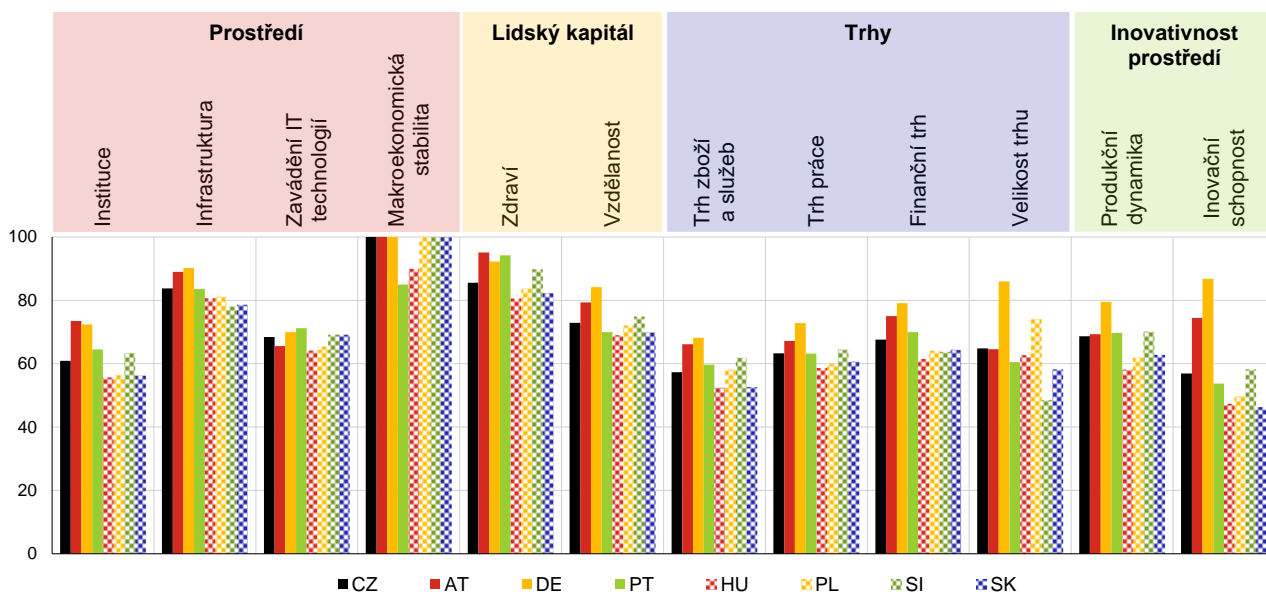
Pozn.: Index GCI pro trh práce je pro každou kategorii normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Novější data nejsou k dispozici.

Zdroj: World Economic Forum (2019)

**Konkurenceschopnost české ekonomiky se v posledním desetiletí zvýšila napříč většinou sledovaných oblastí.**

**Global Competitiveness Index – celkové hodnocení**





(2019)



Pozn.: Index GCI je pro každou kategorii normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Novější data nejsou k dispozici.

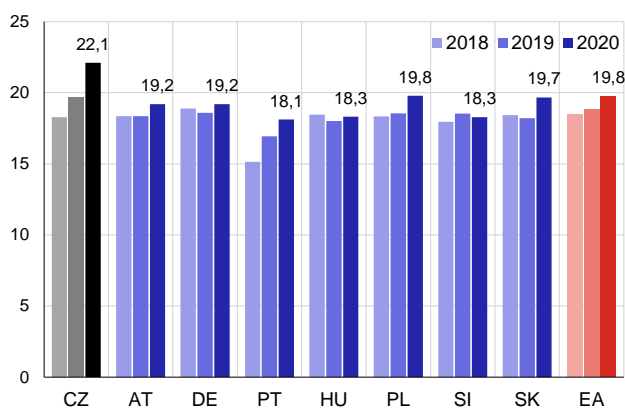
Zdroj: World Economic Forum (2019)

### III.2.3. Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko

**Celkový kapitálový poměr značí vysokou odolnost bankovního sektoru.**

**Celkový kapitálový poměr**  
(v %)

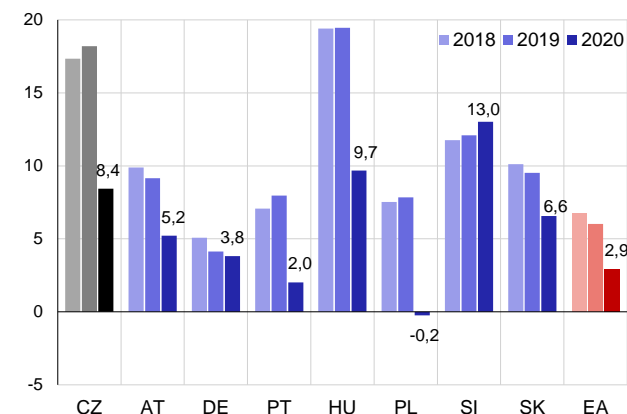


Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu banky k rizikově váženým aktivům. EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF

**Rentabilita kapitálu zůstává v České republice vysoká.**

**Rentabilita kapitálu (RoE)**  
(v %)

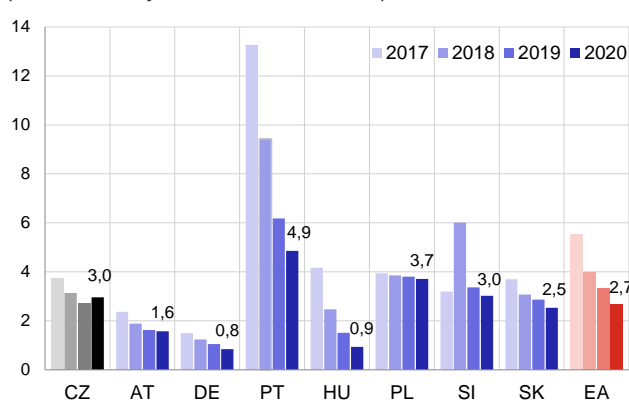


Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF

**Podíl úvěrů se selháním v České republice zůstává i přes mírný nárůst nízký.**

**Úvěry se selháním**  
(v % z celkových bankovních úvěrů)

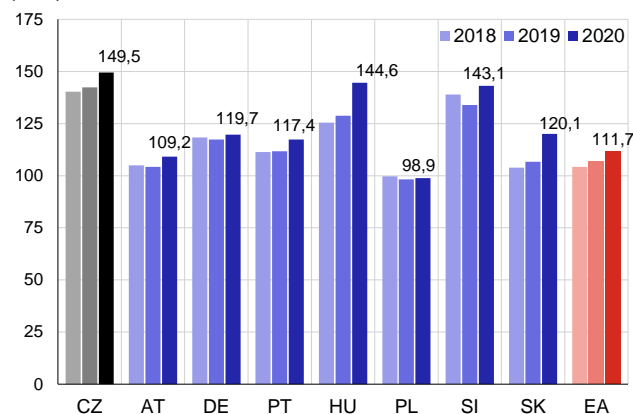


Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF, EBA

**Likviditní pozice zůstává díky vysokému podílu likvidních aktiv robustní.**

**Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům**  
(v %)









Pozn.: Vklady/úvěry rezidentům. EA představuje vážený průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: ECB

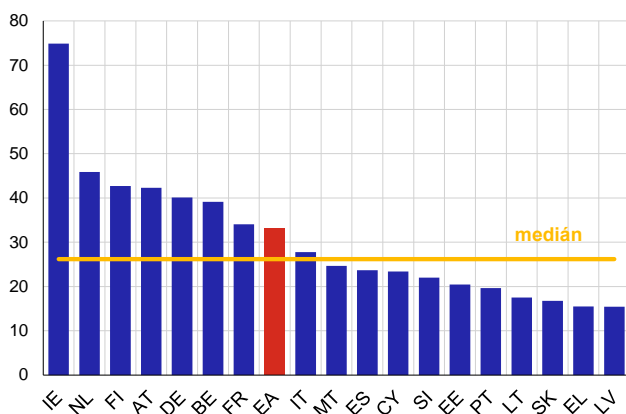


### III.3. EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY

-  Konvergence úrovně bohatství zemí eurozóny
-  Udržitelnost veřejných financí
-  Sladěnost hospodářských cyklů
-  Transmise měnové politiky (úrokový kanál)
-  Sladěnost finančního cyklu zachycená růstem úvěrů
-  Sladěnost inflace

Napříč zeměmi eurozóny lze i nadále sledovat různorodou výkonnost ekonomik, ...

**HDP na obyvatele v zemích eurozóny**  
(2020, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

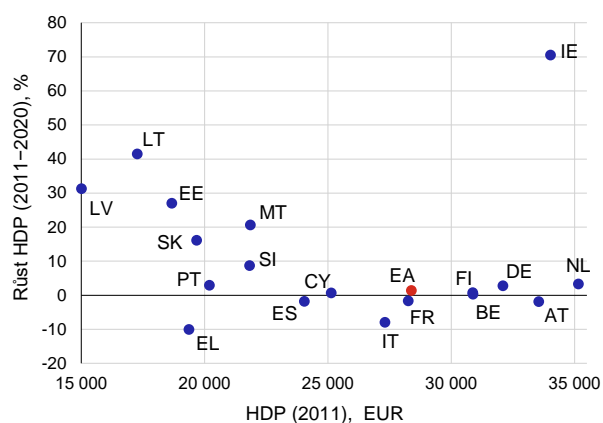


Pozn.: Lucembursko není ani v jednom z grafů uvedeno z důvodu mnoha specifík tamní ekonomiky, která vedou k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

... přičemž proces reálné konvergence probíhá jen u nejnovějších (nejméně vyspělých) členských států eurozóny.

**Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny**

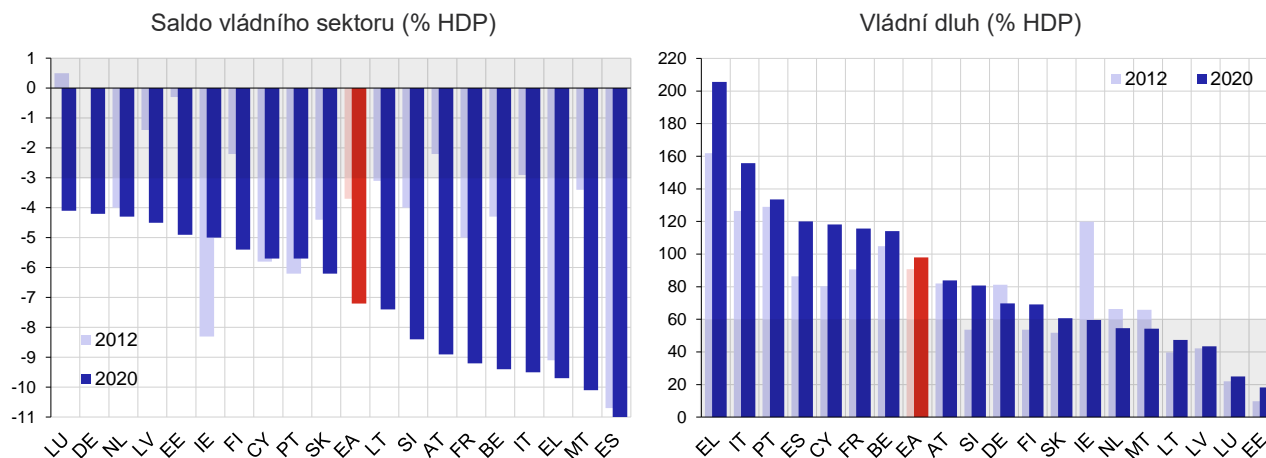


Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergenci). Na vodorovné ose HDP na obyvatele v PPS a na svislé růst reálného HDP.

Zdroj: Eurostat

**Prohloubení deficitů veřejných financí v celé eurozóně bylo v roce 2020 odrazem vládních podpor v době pandemie a zhoršeného vývoje daňových příjmů. Vládní dluh v poměru k HDP zůstává nejvyšší u země jižního křídla.**

**Vývoj fiskální situace zemí eurozóny**



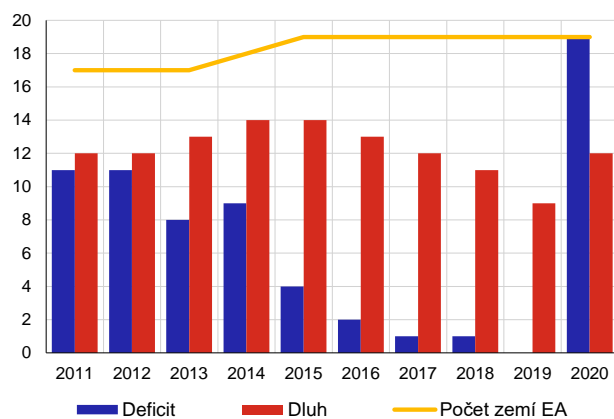
Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Výchozí bod (2012) byl zvolen tak, aby zachytil negativní fiskální efekty finanční krize (záchranné programy v bankovních sektorech financované ze státních rozpočtů apod.).

Zdroj: Eurostat

**Pandemie dále prohloubila dlouhodobý problém eurozóny týkající se nízké fiskální disciplíny.**

**Nedodržování fiskálních kritérií**

(počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu)

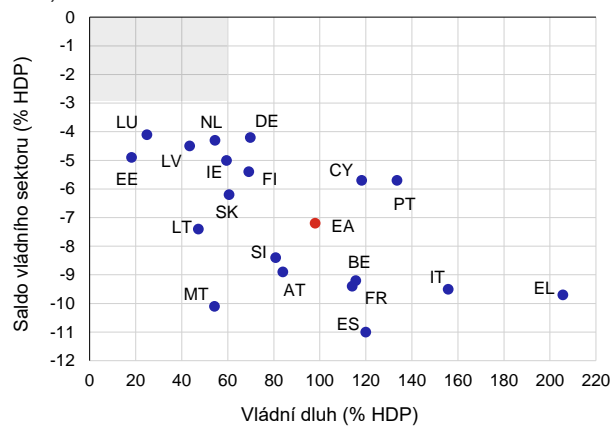


Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu  
Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočet ČNB

**V roce 2020 poprvé ani jedna ze zemí eurozóny nesplnila zároveň kritéria dluhu i deficitu**

**Fiskální pozice zemí eurozóny**

(2020)



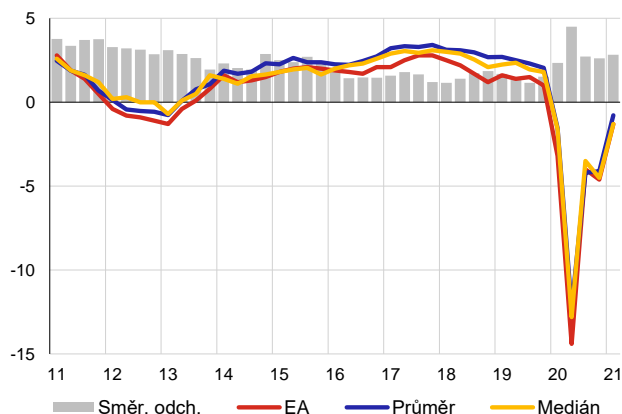
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování Paktu o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

**Veřejné finance se nemohly opřít o hospodářský růst, jelikož eurozóna vlivem pandemie prodělala v loňském roce největší ekonomický propad za několik desetiletí. Zvláště zasažené přitom byly země eurozóny již dříve bojující s vysokým veřejným zadlužením.**

**Růst reálného HDP zemí eurozóny**

(mzr. v %)



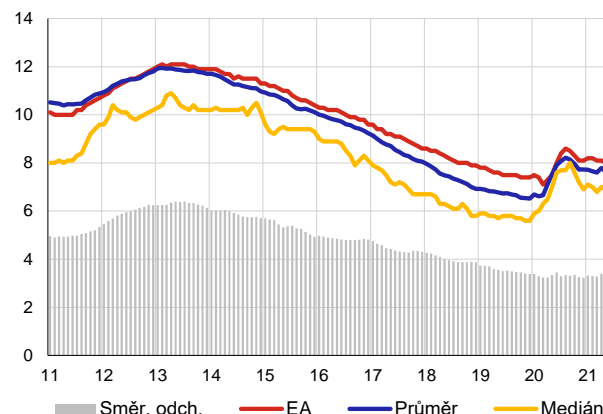
Pozn.: Čtvrtletní řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Data pro Irsko nebyla zahrnuta z důvodu mimořádně vysokého růstu v roce 2015 v souvislosti s přesunem sídel několika mezinárodních společností do Irska. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Předchozí dlouhodobé zlepšování situace na trhu práce v eurozóně bylo v roce 2020 přerušeno pandemií. Výraznějšímu nárůstu nezaměstnanosti bylo zabráněno především podpůrnými programy.**

**Nezaměstnanost v zemích eurozóny**

(v %)



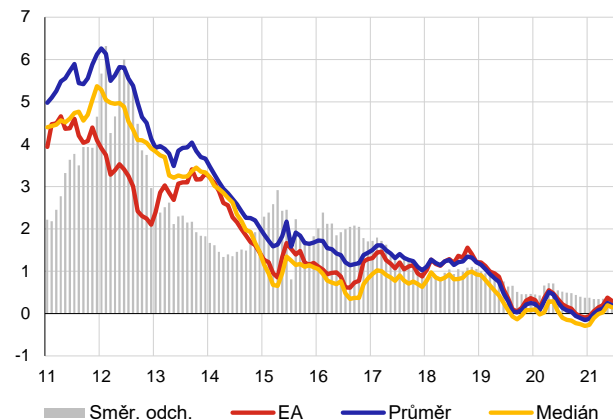
Pozn.: Měsíční řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Dlouhodobé výnosy vládních dluhopisů v eurozóně ve druhé polovině roku 2020 výrazně poklesly a dostaly se až do záporných hodnot. Významný dopad na výnosy dluhopisů měly především programy nákupů aktiv ECB.**

**Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny**

(v %)



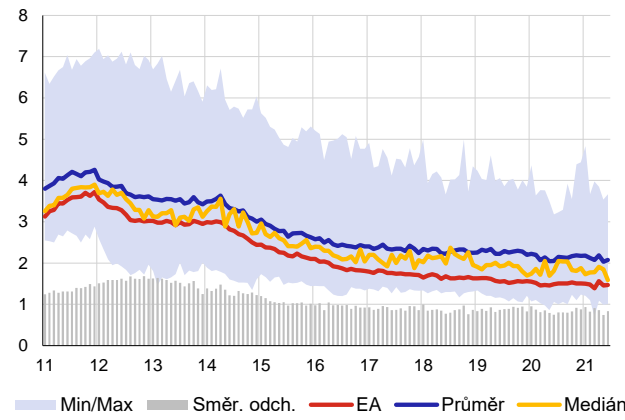
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Měsíční řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru desetiletých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

Zdroj: ECB (včetně řady EA), výpočet ČNB

**Sazby klientských úvěrů se v průběhu pandemického období i nadále pohybují na historických minimech.**

**Náklady na získávání finančních prostředků nefinančních podniků**

(v %)



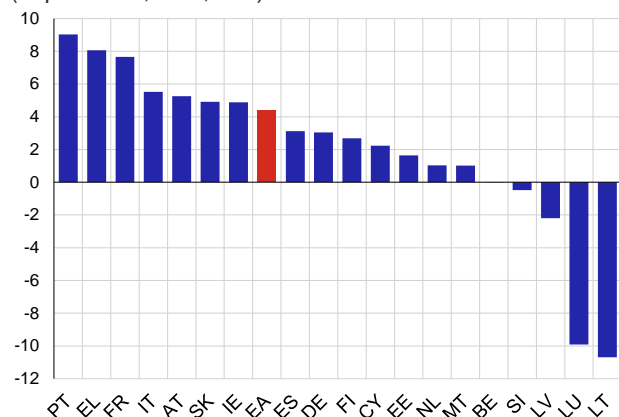
Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů. Jedná se o měsíční časové řady.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

**Objem bankovních úvěrů nefinančním podnikům roste (avšak různorodě) ve většině zemí eurozóny. Počátkem letošního roku však došlo ke zpomalení růstu, především kvůli zpřísnění úvěrových podmínek.**

#### Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům

(1. pol. 2021, mzr., v %)



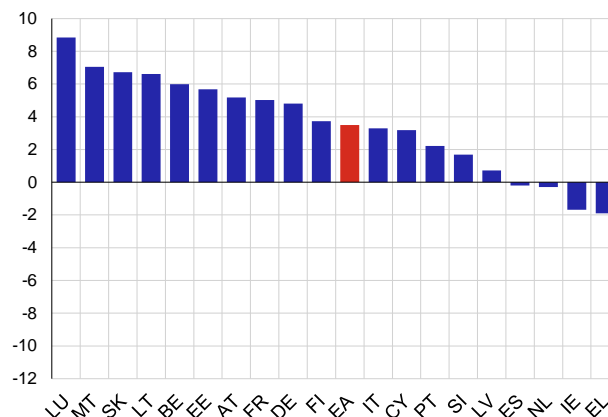
Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrný růst za prvních šest měsíců 2021.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**Také objem úvěrů domácnostem ve většině zemí eurozóny roste (opět však velmi různorodě). Zvýšení temp jeho růstu v řadě zemí odráží nárůst objemu hypotečních úvěrů.**

#### Růst bankovních úvěrů domácnostem

(1. pol. 2021, mzr., v %)



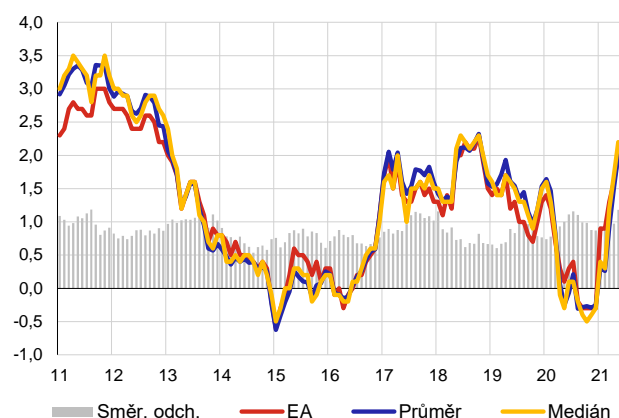
Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrný růst za prvních šest měsíců 2021.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**V průběhu minulého roku došlo vlivem pandemie k výraznému poklesu inflace eurozóně, v drtivé většině zemí až do záporných hodnot. Letošní rok přinesl, až na výjimky, strmý nárůst inflace. Významnou roli sehrála a dále sehrává cena ropy (a též cena energií).**

#### Celková inflace v zemích eurozóny

(mzr., v %)



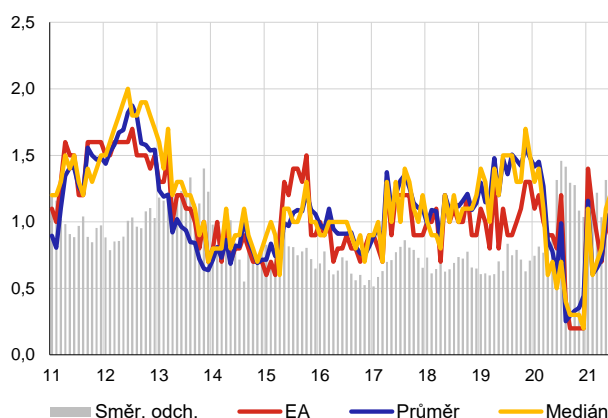
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Jádrová inflace v zemích eurozóny v důsledku koronavirové krize rovněž poklesla. V první polovině letošního roku se pak navrátila k 1% úrovni, ...**

#### Inflace bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku

(mzr., v %)



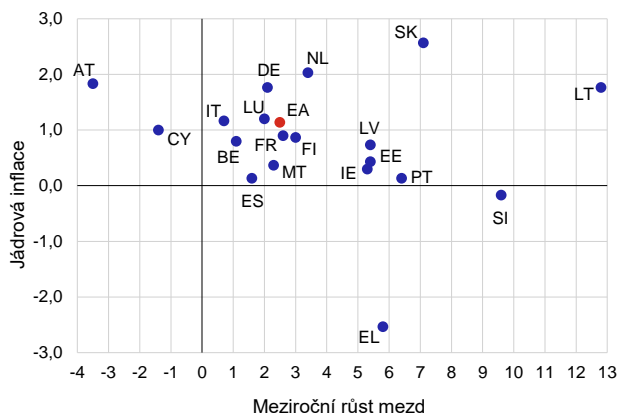
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... přičemž vztah mezi jádrovou inflací a meziročním růstem mezd se oproti předchozím rokům v důsledku pandemie rozvolnil.

### Růst mzdových nákladů, jádrová inflace

(mzr. růsty v 1. čtvrtletí 2021, v %)



Pozn.: Řady růstu mezd jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat

## IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Česká národní banka (2006–2020): *Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020*. dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/strategicke-dokumenty/pristoupeni-k-eurozone/index.html>>

Česká národní banka (2021): *Metodologická příloha Analýz sladěnosti*, dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/strategicke-dokumenty/pristoupeni-k-eurozone/index.html>>

Česká národní banka (2019): Zpráva o inflaci IV/2019.

Česká národní banka (2021): Zpráva o měnové politice - podzim 2021.

Evropská komise (2018a): Report on Public Finances in EMU 2017, Institutional Paper 069, January 2018.

Evropská komise (2021a): *Cyclical Adjustments of Budget Balances*, Autumn 2021, Table 9A.

Evropská komise (2021b): *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2021.

Evropská komise (2021c): *The 2021 Ageing Report*, Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), Institutional Paper 148, May 2021.

Ministerstvo financí ČR (2021): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2022 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2021.

Price, R. W. R., Dang, T., Botev, J. (2015): „Adjusting Fiscal Balances for the Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for OECD Countries,“ Economic Department Working Paper No. 1275, OECD.

Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích, dostupná online: <[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_SESTAVY?p\\_strid=ACAA&p\\_sestuid=&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=ACAA&p_sestuid=&p_lang=CS)>

World Economic Forum (2019): *The Global Competitiveness Report 2019*.

### Tematické kapitoly:

#### Odezva trhů práce v EU na pandemický šok optikou LUCI

Armstrong, J., Kamber, G., Karagedikli, Ö. (2016): „Developing a labour utilisation composite index for New Zealand,“ Reserve Bank of New Zealand Analytical Note Series, AN2016/04, Reserve Bank of New Zealand.

Brůha, J., Motl, M., Tonner, J. (2021): „Vyhodnocení dopadů pandemie na hlavní ekonomiky světa: Krize nabídky nebo poptávky?“ Globální ekonomický výhled 2021-05, Česká národní banka.

Craig, S. H., Willis, J. L. (2013): „Assessing labor market conditions: the level of activity and the speed of improvement,“ Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue July18, pages 1-2, July.

#### Pandemický šok a externí pozice evropských ekonomik

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2020): „Příběh dvou krizí: Brzké srovnání mezinárodního obchodu a ekonomické aktivity v zemích Evropské unie,“ Globální ekonomický výhled 2020-09, Česká národní banka.

**Vývoj hypotečního a nemovitostního trhu ve vybraných zemích EU**

BIS (2012): *Operationalising the selection and application of macroprudential instruments*. CGFS Papers, No. 48.

Igan, D., Kang, H. (2011): „Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea,“ IMF Working Papers, WP/11/297.

Kuttner, K. N., Shim, I. (2016): „Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies,“ *Journal of Financial Stability*, vol. 26, pp. 31-44.

Carreras, O., Davis, E. P., Piggott, R. (2018): „Assessing macroprudential tools in OECD countries within a cointegration Framework,“ *Journal of Financial Stability*, vol. 37, pp. 112-130.

**Aktuální výzvy ve vývoji fiskální politiky eurozóny a EU v kontextu závazku ČR k přijetí eura**

Blanchard, O. J., Giavazzi, F. (2004): „Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment,“ CEPR Discussion Paper No. 4220.

Cottarelli, C. (2021): „Euro Area fiscal policies and capacity in post-pandemic times,“ ed. Economic Governance Support Unit, PE 659.658.

De Grauwe, P. (2021): „Euro Area fiscal policies and capacity in post-pandemic times,“ ed. Economic Governance Support Unit, PE 651.393.

Marimon, R., Wicht, A. (2021): „Euro Area fiscal policies and capacity in post-pandemic times,“ ed. Economic Governance Support Unit, PE 651.392.

**Reálná konvergence a posilování reálného kurzu novějších členských států EU**

Frait, J., Komárek, L. (2001a): „Na cestě do Evropské unie: nominální a reálná konvergence v tranzitivních ekonomikách,“ *Finance a úvěr*, vol. 51, No. 6, pp. 314-330.

Frait, J., Komárek, L. (2001b): „Real Exchange Rate Trends in Transitional Countries,“ Warwick Economics Research Papers, Department of Economics, The University of Warwick, July 2001, No. 596.

Komárek, L., Koprnická, K., Král, P. (2010): „Dlouhodobá reálná apreciacie jako fenomén ekonomické konvergence,“ *Politická ekonomie*, vol. 58, No. 1, pp. 70-91.

Mandel, M., Tomšík, V. (2018): *Monetární ekonomie v období krize a konvergence*. Management Press.

Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)