

Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou ——— 2022



Obsah

I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ	6
Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	7
Přízpusobovací mechanismy české ekonomiky	9
Situace v eurozóně a Evropské unii	10
II. TEMATICKÉ KAPITOLY	11
II.1 Institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii	11
II.2 Diskuze o možné reformě pravidel Paktu o stabilitě a růstu	16
II.3 Měnový kurz: Polštář tlumící šoky, nebo jejich zdroj?	22
II.4 Flexibilita trhu a měnová integrace	24
II.5 Slovensko jako člen eurozóny – pohled optikou shlukové analýzy	26
II.6 Inflační trendy vybraných evropských zemí a ekonomická konvergence	29
III. CHARTBOOK	32
III.1 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	32
III.1.1 Přímé ukazatele sladěnosti	32
III.1.2 Podobnost transmise měnové politiky	44
III.2 Přízpusobovací mechanismy české ekonomiky	51
III.2.1 Fiskální politika	51
III.2.2 Trh práce a produktů	55
III.2.3 Bankovní sektor	62
III.3 Ekonomická sladěnost států eurozóny	63
IV. TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ	68
V. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	70

Seznam autorů

Kateřina Arnoštová, Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Babecký, Marek Benda, Soňa Benecká, Jan Brůha, Michal Franta, Dana Hájková, Eva Hromádková, Luboš Komárek, Zlataše Komárková, Martin Kotlář, Jan Král, Petr Král, Ivana Kubicová, Vojtěch Molnár, Filip Novotný, Renata Pašaličová, Lukáš Pfeifer, Michaela Ryšavá, Branislav Saxa, Vojtěch Siuda, Marek Souček, Lena Stránská, Ivan Sutóris, Matěj Šarboch, 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 Strategií 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 eura¹ a neformuluje doporučení ohledně tohoto kroku. Politické rozhodnutí o stanovení data pro vstup do eurozóny přísluší vládě ČR.² 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 probíhající válkou na Ukrajině, její dopady jsou zatím pozorovatelné především v datech s vyšší časovou frekvencí. Řada analýz prezentovaných v tomto dokumentu je přitom založena na ročních údajích s poslední známou hodnotou za rok 2021 a dopady válečného konfliktu tak nezachycuje. Naproti tomu se do analýz již stihly promítnout dopady pandemie koronaviru covid-19 a souvisejících protiepidemických opatření omezujících ekonomickou aktivitu zejména v letech 2020 a 2021.

Těžištěm dokumentu je část **Celkové vyznění analýz**, která shrnuje výsledky tradičně zpracovávaných analýz. Jejich grafické a tabulkové výstupy zobrazuje **Chartbook**. Poznátky, ze kterých tyto analýzy vycházejí, jsou popsány v části s názvem **Teoretická východiska analýz**. Konkrétní motivace a technický popis jednotlivých analýz 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**. První z nich podrobněji přibližuje aktuální institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii, druhá se zaměřuje na probíhající diskuzi o reformě pravidel Paktu o stabilitě a růstu. Další dvě tematické kapitoly popisují závěry ze seminářů pořádaných Českou národní bankou na téma role měnového kurzu (zda je polštářem tlumícím ekonomické šoky, či naopak zdrojem šoků) a téma vztahu mezi flexibilitou trhů a měnovou integrací. Pátá tematická kapitola popisuje pozici Slovenska v eurozóně optikou shlukové analýzy, poslední tematická kapitola ukazuje inflační trendy vybraných evropských zemí v kontextu jejich ekonomické konvergence.

¹ Popis bilance očekávaných 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>>.

² 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* dostupný na webu ČNB: <<https://www.cnb.cz/pristoupeni-k-eurozone>>.

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, resp. průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.




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	Nizozemsko
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 vyznění daného indikátoru 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 sladění 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 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 se dlouhodobě řadí vysoká obchodní i vlastnická provázanost české ekonomiky s eurozónou a velká míra otevřenosti české ekonomiky, které reprezentují předpoklady pro realizaci přínosů ze zavedení eura a zároveň přispívají ke sladění hospodářského cyklu České republiky s eurozónou. Ta aktuálně dosahuje velmi vysokých hodnot, které však jsou zejména důsledkem obdobných dopadů silných globálních ekonomických šoků. Ačkoli míra používání eura českými domácnostmi zůstává dlouhodobě velmi nízká, na straně českých podniků byl v posledním roce patrný rychlý růst financování v eurech, ke kterému přispíval vysoký úrokový diferenciel mezi korunovými a eurovými úrokovými sazbami. Vývoj české koruny a eura vůči americkému dolaru zůstává sladěný, přičemž stabilita kurzu koruny vůči euru byla ovlivněna intervencemi České národní banky na devizovém trhu. Překážkou pro vstup do eurozóny nepředstavuje ani perzistence inflace, která je v ČR relativně nízká. Na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky lze pozitivně hodnotit vysoké zapojení české populace na trhu práce a nízkou míru dlouhodobé nezaměstnanosti, která i přes mírný nárůst stále patří k nejnižším v Evropě. Odolný zůstává domácí bankovní sektor, jehož ziskovost v loňském i letošním roce rostla a jehož kapitálová vybavenost i likviditní pozice zůstávají robustní.

Neutrálně vyznívající ukazatele

Do této kategorie spadá zejména podobnost transmise měnové politiky v České republice a v eurozóně. Ačkoli se Česká republika od průměru měnové unie v některých finančních ukazatelích liší, například ve struktuře finančních aktiv a pasiv firem a domácností, či jejich úvěrů, z hlediska přijetí eura to nelze označit za zásadní překážku. Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny, a nepředstavují tak systémové riziko. Neutrálně vyznívá rovněž hodnocení sladění finančního cyklu České republiky a eurozóny, která se mírně zvýšila, i konvergence úrokových sazeb, která se naopak vlivem výraznějšího zpříšňování domácí měnové politiky snížila. Za zásadní riziko nelze považovat ani pozorovanou zvýšenou volatilitu kurzu české koruny vůči euru či pokles sladění finančních trhů České republiky a eurozóny, které jsou důsledkem geopolitické nejistoty a zhoršeného sentimentu, a jsou proto nejspíše pouze dočasné. Z hlediska flexibility trhu práce se díky nárůstu podílu cizinců na populaci postupně zvyšuje geografická mobilita pracovní síly, zatímco podíl zaměstnaných s kratšími úvazky stagnuje.

Ukazatele naznačující ekonomická rizika spojená s případným přijetím eura v analyzované oblasti

K těmto ukazatelům patří nedokončený proces ekonomické konvergence České republiky k eurozóně, zvláště z pohledu cenové a mzdové úrovně, jakkoliv se v posledním roce opět začaly přibližovat úrovním v eurozóně. Riziko může v případě přijetí eura vyplývat také z nižší strukturální podobnosti české ekonomiky s eurozónou spočívající v nadprůměrném podílu průmyslu na tuzemském HDP. V rámci nastavení daní a dávek na českém trhu práce přetrvává (i přes mírné zlepšení) problém "pasti nezaměstnanosti", která snižuje motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání. Potřeba stabilizovat ekonomiku zasaženou pandemií koronaviru pomocí nástrojů fiskální politiky a řada dalších expanzivních fiskálních kroků se odrazila ve výrazných deficitech hospodaření sektoru vládních institucí České republiky a značném nárůstu státního dluhu. To dále zintenzivňuje přetrvávající problém dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí plynoucí mimo jiné ze stárnutí populace a z chybějících reforem penzijního a zdravotního systému.

CYKlickÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

Přímé ukazatele sladění

Ekonomická úroveň České republiky (měřená jako HDP na hlavu v paritě kupní síly) se v roce 2021 mírně vzdálila od průměru eurozóny, konvergence cenové a mzdové hladiny se však obnovila. Odstup od průměru eurozóny, zejména co se týče cenové a mzdové hladiny, nicméně zůstává značný. Nedokončený proces konvergence 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. (Viz [Chartbook strana 32.](#))

Korelace ekonomické aktivity České republiky a eurozóny dlouhodobě dosahuje vysokých hodnot, neboť vývoj hospodářských cyklů v posledních patnácti letech do značné míry určovaly společné externí šoky. V posledních dvou letech se cyklická sladění těchto ekonomik dále prohloubila v důsledku celosvětové pandemie, války na Ukrajině a související energetické krize, což se projevilo ve vysoké korelaci dynamiky HDP České republiky a eurozóny, jakož i silné korelaci vývoje českého exportu s ekonomickým vývojem v eurozóně. Ovšem není zřejmé, nakolik je toto zvýšení cyklické sladění pouze dočasným důsledkem silných globálních ekonomických šoků. (Viz [Chartbook strana 35.](#))

Přetrvávající rozdíly ve struktuře ekonomik ČR a zemí eurozóny spočívají zejména v nadprůměrně vysokém podílu průmyslu na tvorbě českého HDP. Z hlediska přijetí společné měny přitom strukturální rozdíly představují riziko asymetrických dopadů ekonomických šoků, na což by jednotná měnová politika nemohla v plném rozsahu reagovat. V pandemických letech 2020 a 2021 nedošlo k výrazným změnám ve strukturální podobnosti ekonomik, neboť pandemie zasáhla (byť s různou intenzitou) průmysl a služby ve všech zemích eurozóny, resp. EU. Aktuálním příkladem potenciálně asymetrického šoku je (byť již ve zmenšené míře) stále přetrvávající 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 a snižování energetické závislosti na Ruské federaci. (Viz [Chartbook strana 37.](#))

Vysoká obchodní a vlastnická provázanost je jedním z dlouhodobě nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny. Přijetí eura by totiž znamenalo 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 sladění, a tedy k nižším nákladům spojeným se ztrátou samostatné měnové politiky. Sladění je podporována také vysokou vlastnickou provázaností s eurozónou z pohledu investic zemí eurozóny v České republice. (Viz [Chartbook strana 38.](#))

Sladění finančního cyklu České republiky a eurozóny se v loňském roce mírně zvýšila. Zjednodušený indikátor finančního cyklu rostl v případě České republiky rychleji než agregátní indikátor eurozóny a zdola se mu přiblížil. Kromě sblížení pozic obou ekonomik naznačuje vyšší sladění finančního cyklu také znatelný nárůst korelace pohybu indikátoru pro ČR a agregátního indikátoru eurozóny. Naopak ve směru snížení celkové sladění působil vývoj jednotlivých složek zjednodušeného indikátoru finančního cyklu, neboť rozdíly mezi těmito faktory pro ČR a eurozónu se meziročně zvýšily. (Viz [Chartbook strana 40.](#))

Pokračující zpříšňování měnové politiky ČNB v průběhu roku 2022 citelně předčilo kroky ECB, což přineslo výrazné zvýšení úrokového diferenciálu v krátkých sazbách. Reakce v dlouhých sazbách byla mírnější, přesto se rozpětí mezi výnosy českých a německých vládních dluhopisů pohybuje na nejvyšších hodnotách za posledních deset let. (Viz [Chartbook strana 41.](#))

Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro. Korelace kurzu české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru se po začátku ruské invaze na Ukrajinu dočasně zhoršila. Později v průběhu tohoto roku se korelace znatelně zvýšila, k čemuž došlo v prostředí devizových intervencí ČNB proti oslabování koruny vůči euru. Volatilita kurzu české měny vůči euru se po vypuknutí války citelně zvýšila. Tento vývoj, který pozorujeme i u ostatních středoevropských měn, byl odrazem zhoršeného sentimentu na finančních trzích v souvislosti s geopolitickou nejistotou, hrozící recesí a posílením dolaru. Rovněž výsledky analýz konvergence finančních trhů v souhrnu poukazují na významný vliv mimořádných událostí ve světové ekonomice (doznívající dopady koronavirové krize, zvýšení všeobecného rizika zejména ve spojitosti s válečným konfliktem na Ukrajině a asymetrická reakce centrálních bank na tento vývoj). Sladění jednotlivých segmentů českého finančního trhu s eurozónou se vzdaluje od úrovní před pandemií. Míra přenosu globálních zpráv na český peněžní a devizový trh však zůstává na hodnotách minulých dekád. (Viz [Chartbook strana 42.](#))

Podobnost transmise měnové politiky

Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice relativně nízké a nepředstavují tak systémové riziko. Jejich úroveň i nadále zůstává výrazně pod průměrem eurozóny. Hodnoty pro eurozónu však nepředstavují úroveň, k nimž by měl český finanční sektor směřovat. Nadměrná velikost finančního sektoru i vysoké zadlužení soukromého sektoru totiž mohou představovat riziko prohloubení cyklického poklesu reálné ekonomiky v důsledku případného negativního šoku. Zvýšená zadluženost soukromého sektoru může navíc v ekonomikách s vyšší úrovní zadlužení omezovat manévrovací prostor měnových či jiných hospodářských politik (Viz [Chartbook strana 44.](#))

Podobnost struktury finančních pasiv českých nefinančních podniků s podniky v eurozóně zůstala i přes loňský pokles relativně vysoká, zatímco podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává i přes pozvolný nárůst nízká. Snížení strukturální podobnosti financování českých podniků s podniky v eurozóně bylo dáno výrazným poklesem podílu dluhových cenných papírů v ČR vůči tomuto podílu v eurozóně. Naopak ke snižování strukturálního nesouladu dlouhodobě přispívá pozvolný pokles ostatních závazků (zejména kategorie obchodních úvěrů a záloh, tj. krátkodobé financování formou překlenutí časového období do splatnosti faktur atd.) českých podniků, jejichž podíl na celkových pasivech tuzemské podnikové sféry byl výrazně vyšší než v zemích eurozóny. Strukturální podobnost finančních aktiv českých domácností s domácnostmi v eurozóně mírně vzrostla, i nadále však zůstává poměrně nízká. Přetrvávající 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. Za zvýšením podobnosti v posledním roce stojí snížení podílu hotovosti a vkladů v ČR a jeho zvýšení v EA. 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. (Viz [Chartbook strana 45.](#))

Struktura úvěrů dle délky fixace úrokové sazby se jak u nefinančních podniků, tak u úvěrů na bydlení vyvíjela v České republice a eurozóně obdobně. U úvěrů nefinančním podnikům došlo v posledních deseti letech v ČR i v eurozóně k nárůstu podílu úvěrů s delší fixací. Přesto má v ČR 88 % objemu nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům pohyblivé sazby či sazby s fixací do jednoho roku, což přináší rychlou transmisi změn měnověpolitických a návazně tržních sazeb do úročení úvěrů podnikům. Rozpětí klientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby mezibankovního trhu zůstává v ČR nižší než v eurozóně. Struktura rozpětí je výrazně odlišná, neboť měnověpolitické sazby v ČR v posledním roce rychle rostly a propisovaly se do jednotlivých segmentů úrokových sazeb postupně a v rozdílné míře. Zejména vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu v ČR reflektuje vývoj měnověpolitických sazeb jen v omezené míře, neboť jej výrazně formují i faktory nad rámec domácí měnové politiky (jako dlouhodobá tržní očekávání, fiskální politika či zahraniční vývoj na dluhopisových trzích). Konkrétně rozpětí výnosu desetiletého dluhopisu vůči jednodenní mezibankovní sazbě je výrazně záporné, tj. krátkodobé sazby peněžního trhu jsou citelně vyšší než výnos desetiletého státního dluhopisu. Rozpětí mezi klientskou sazbou z úvěrů nefinančním podnikům a výnosem desetiletého státního dluhopisu je naopak výrazně kladné, což je spolu s ostatními faktory způsobeno inverzním tvarem výnosové křivky. Z pohledu transmise měnové politiky ovšem není zásadní výše tohoto rozpětí, neboť přenos změn měnověpolitických sazeb do klientských sazeb nefinančních podniků probíhá nejčastěji skrze tříměsíční PRIBOR a přenos nárůstu měnověpolitických sazeb do klientských sazeb tak proběhl ve vysoké míře. U úvěrů domácnostem na bydlení probíhal v předešlých letech vlivem nízkých tržních a potažmo klientských úrokových sazeb shodně v ČR i v eurozóně příklon k delším fixacím. V posledním roce v ČR tento trend spíše dozníval a odrážel snahy domácností zafixovat sazby úvěrů na bydlení na nižší úrovni před jejich očekávaným nárůstem. V eurozóně převažují fixace nad 10 let, zatímco v ČR jsou to fixace na 5 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. (Viz [Chartbook strana 46.](#))

Podniky vlivem nárůstu úrokového diferenciálu zvýšily své úvěrové financování v eurech, zatímco u českých domácností zůstává podíl úvěrů i vkladů v cizí měně dlouhodobě velmi nízký. U podniků se podíl úvěrů v cizí měně vyznačuje dlouhodobě rostoucí tendencí v důsledku vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahy o přirozené zajišťování kurzového rizika. Vysoký úrokový diferenciál mezi korunovými a eurovými úrokovými sazbami vedl v posledním roce k výraznému urychlení tohoto růstového trendu eurových úvěrů. Jejich podíl na celkových podnikových úvěrech tak dosáhl historického maxima (v srpnu přes 40 %). Z hlediska odvětví a velikosti podniků byl tento vývoj poměrně plošný a může představovat zvýšení kurzového rizika u některých podniků v případě výraznějšího oslabení kurzu koruny i oslabení transmise domácí měnové politiky v úrokovém kanálu. Další zvýšení stupně euroizace u českých podniků by mohlo nastat v souvislosti se záměrem vlády umožnit firmám vést účetnictví a platit daně v eurech. To by však vedle zhoršené přehlednosti celého daňového systému vedlo i ke zvýšení kurzového rizika veřejných rozpočtů a k závislosti daňových příjmů na vývoji kurzu. Přechod podniků na euro (jako jejich tzv. provozní měnu) by měl navíc za následek nižší účinnost měnové politiky ČNB. Současně by mohlo dojít k nižšímu tlaku na posilování kurzu koruny v příštích letech v důsledku výpadku směny eur na koruny na devizovém trhu u podniků, které by platily daně v eurech. (Viz [Chartbook strana 47.](#))

PŘÍZPUSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

Fiskální politika

Fiskální politika sehrála významnou roli při stabilizaci české ekonomiky v průběhu pandemie covid-19. V souvislosti s prodlužováním účinnosti řady fiskálních stabilizačních opatření a přijímáním nových opatření byl v České republice v roce 2021 opět vykázan výrazný deficit hospodaření sektoru vládních institucí, byť mírně nižší než v roce 2020. Druhý rok v řadě bylo překročeno 3% maastrichtské konvergenční kritérium pro deficit sektoru vládních institucí a nebyl dodržen střednědobý rozpočtový cíl na úrovni -0,75 % HDP pro strukturální saldo. Ovšem s ohledem na aplikaci tzv. všeobecné únikové doložky Paktu o stabilitě a růstu (SGP), která členským státům umožnila dočasné odchýlení od společných fiskálních pravidel, byl tento vývoj v souladu s evropskou legislativou. Masivní fiskální stimul byl možný i díky příznivé výchozí úrovni zadlužení sektoru vládních institucí. Zatím tak není ohroženo plnění dluhového maastrichtského kritéria a nedošlo ani k překročení národního dluhového limitu (tzv. dluhové brzdy).³ Některá opatření (např. snížení zdanění příjmů fyzických osob) s významnými a potenciálně trvalými fiskálními dopady však s pandemií přímo nesouvisela, a vytvořila tak – s ohledem na svou velikost a časově neomezené působení – dodatečný soustavný tlak na české veřejné finance. Ty navíc budou v dlouhodobém horizontu čelit dalším výzvám v důsledku stárnutí české populace.

V oblasti fiskální politiky by mělo postupně dojít k návratu k plnění evropských fiskálních pravidel a vytvoření prostoru pro dosud nevyřešené reformy penzijního a zdravotního systému. Podle nyní platné tuzemské právní úpravy⁴ a v souvislosti s oživením české ekonomiky měla být konsolidace veřejných financí zahájena v letošním roce. Zákonem požadovaný minimální rozsah konsolidace strukturálního salda o 0,5 procentního bodu ročně letos bude pravděpodobně dosažen bez dodatečných restriktivních kroků. Přes evidentní a nutné náklady na boj proti dopadům energetické krize na české hospodářství platí závazek vlády formulovat a implementovat fiskální konsolidaci. Tím se rozšíří prostor pro zmírnění cyklických výkyvů ekonomiky, který je zvláště potřebný v případě ztráty domácí měnové politiky po přijetí eura. (Viz [Chartbook strana 51.](#))

Trh práce a produktů

Ukazatele českého trhu práce se po příchodu koronavirové pandemie díky opatřením na udržení pracovních míst zhoršily jen mírně a v loňském roce se začaly postupně zlepšovat. To se projevilo zejména v obnovení růstu zaměstnanosti, návratu míry ekonomické aktivity populace na předkrizové hodnoty a obratu Beveridgeovy křivky, která ukazuje, že počet volných pracovních míst i nadále výrazně převyšuje počet nezaměstnaných. Pozitivem stále zůstává také velmi nízká míra dlouhodobé nezaměstnanosti, která patří k nejnižším v Evropě. K rostoucí flexibilitě trhu práce přispívá zvyšující se podíl cizinců na populaci, který bude letos navíc výrazně podpořen příchodem válečných uprchlíků z Ukrajiny. Naopak podíl částečných úvazků zůstává na nízkých hodnotách. Daňové změny v loňském roce přispěly ke snížení celkového zdanění práce, což se projevilo i v poklesu rizika "pasti nízké mzdy", které snižuje motivaci k hledání lépe placené práce. Naopak riziko "pasti nezaměstnanosti", které snižuje motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání, zůstává i přes nové nastavení daní stále vysoké. V hodnocení celkové konkurenceschopnosti ekonomiky se Česká republika v rámci sledovaných zemí řadí mezi ty lépe hodnocené. (Viz [Chartbook strana 55.](#))

Bankovní sektor

Domácí bankovní sektor se v roce 2021 vyvíjel příznivě a udržel si vysokou odolnost proti možným negativním šokům. Stabilizace ekonomických podmínek po období pandemie vedla k poklesu úrovně bankami vnímaných úvěrových rizik. To se v roce 2021 pozitivně odrazilo v ziskovosti bankovního sektoru, která zůstává v mezinárodním srovnání vysoká. Růst zisků v první polovině letošního roku dále zesílil, a to vlivem vyšších marží souvisejících s procesem zvyšování měnověpolitických sazeb ČNB a přetrvávajícího relativně silného růstu hlavních úvěrových portfolií. Kapitálová vybavenost domácího bankovního sektoru je i nadále robustní a v mezinárodním srovnání vysoká. Postupné budování proticyklické kapitálové rezervy pokračující i v tomto roce posiluje odolnost bankovního sektoru. Souhrnně kapitálové rezervy vytvářejí příznivé předpoklady pro plynulé úvěrování reálné ekonomiky i pro absorpci případných zvýšených úvěrových ztrát, které mohou být vyvolány geopolitickým napětím, zvýšenou inflací či případnou související hospodářskou recesí. Likviditní pozice zůstává silná díky dlouhodobě vysokému podílu likvidních aktiv. (Viz [Chartbook strana 62.](#))

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

⁴ Novelizovaný Zákon o rozpočtové odpovědnosti.

SITUACE V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

Makroekonomický vývoj eurozóny byl v loňském roce nadále negativně poznamenán koronavirovou pandemií, v letošním roce pak hospodářskou a geopolitickou situací zásadně ovlivnila ruská agrese vůči Ukrajině. Dopady těchto událostí jsou však napříč jednotlivými zeměmi rozdílné, a nadále tak v hospodářském vývoji mezi státy přetrvává značná různorodost. Země platící eurem po prodělaném největším poválečném propadu zaznamenaly v roce 2021 obnovený, ovšem vzhledem k vývoji událostí poměrně křehký, hospodářský růst. Zároveň přetrvává nelichotivá fiskální pozice jednotlivých zemí. Obě fiskální kritéria – dluhu i deficitu – loni splnilo pouze pět zemí eurozóny, což i tak představuje zlepšení oproti roku 2020, kdy se taková země nenašla žádná. Křehký hospodářský růst narušilo únorové napadení Ukrajiny Ruskou federací, které výrazně zvýšilo nejistotu ohledně budoucího vývoje, zejména s ohledem na eskalaci cen energií a potřebu odbourání energetické závislosti řady zemí eurozóny na Ruské federaci. Vlivem souběhu několika významných událostí došlo postupně k nevídaně strmému růstu inflace. Ten byl způsoben kombinací nabídkových faktorů (problémy v dodávkách, zvýšená cena energetických a potravinářských komodit vlivem války na Ukrajině) i poptávkových faktorů (dozvuky odložené spotřeby a utrácení vynucených úspor domácností z covidového období) stimulovaných významnými fiskálními opatřeními jednotlivých evropských vlád. Nebývale vysoko se vyšplhala též jádrová inflace. Inflace však vzrostla napříč jednotlivými zeměmi eurozóny značně nerovnoměrně, přičemž její heterogenita komplikuje provádění jednotné měnové politiky ECB. (Viz [Chartbook strana 63.](#))

S ohledem na potřebu řešit urgentní problémy byl institucionální a hospodářskopolitický vývoj v eurozóně i v EU obdobně jako v minulých letech spíše nevýrazný a často provázený složitým hledáním kompromisů. To dokládají např. jednání o dokončování bankovní unie, která i v roce 2022 provázely zásadní názorové rozdíly mezi členskými státy o finální podobě bankovní unie. Pro zajištění alespoň částečného pokroku bylo rozhodnuto, že další práce se momentálně zaměří pouze na oblast krizového řízení bank, kde je pravděpodobnost nalezení shody mezi členskými státy v současné situaci největší. V souvislosti s reformou fiskálních pravidel EU předložila 9. listopadu 2022 Evropská komise sdělení nastiňující možné úpravy rámce pro správu hospodářských záležitostí, včetně úprav pravidel Paktu o stabilitě a růstu.

Mezi významnější události z hlediska vývoje eurozóny a EU v roce 2022 tak patří měnověpolitické kroky ECB, která rozhodla o ukončení čistých nákupů aktiv v rámci programů PEPP a APP a později přistoupila i ke zvýšení základních úrokových sazeb.⁵ To se promítlo do prudkého růstu dlouhodobých výnosů vládních dluhopisů zejména v zemích jižního křídla eurozóny. V červenci ECB představila nástroj na ochranu transmise (tzv. Transmission Protection Instrument, TPI), který má sloužit ke snižování rozdílů v trhem požadovaných úrocích u státních dluhopisů členských zemí eurozóny. Významné ekonomické dopady dále znamenalo schválení legislativních balíčků unijních sankcí reagujících na ruskou agresi na Ukrajině obsahujících mj. částečné embargo na dovoz a využití ruské ropy nebo vyřazení řady významných ruských bank z mezinárodního systému SWIFT. V létě roku 2022 bylo také rozhodnuto o prvním rozšíření eurozóny od roku 2015, když byl na základě pozitivního hodnocení v konvergenčních zprávách Evropské komise a ECB schválen vstup Chorvatska do měnové unie, k němuž dojde 1. ledna 2023. (Podrobněji viz [tematické kapitoly *Institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii* a *Diskuze o možné reformě pravidel Paktu o stabilitě a růstu.*](#))

Z hlediska rozhodnutí o načasování případného vstupu České republiky do eurozóny je třeba konstatovat, že s ohledem na nedokončenost některých klíčových projektů, které významně ovlivní fungování eurozóny, a některé přetrvávající problémy hospodářské a měnové unie, nejsou v současnosti známy všechny potenciální závazky, které budou do budoucna pro Českou republiku z přijetí eura vyplývat. Případné rozhodování o načasování vstupu do měnové unie je tak stále doprovázeno významnými nejistotami.

⁵ Ukončení čistých nákupů aktiv v programu PEPP nastalo ke konci března 2022, v APP k 1. 7. 2022. V červenci ECB zvýšila úrokové sazby o 0,5 p. b, v září o dalších 0,75 p. b. na 1,25 % pro main refinancing operation (0,75 % pro depo) a v listopadu na 2 %.

II. TEMATICKÉ KAPITOLY

II.1 INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

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

Ekonomiky zemí Evropské unie vykazovaly v průběhu roku 2021 známky stabilizace. Na počátku roku 2022 se proto počítalo s pokračováním utlumování většiny mimořádných opatření zavedených v reakci na pandemii covid-19 a s návratem k uplatňování standardních pravidel, včetně těch v oblasti fiskální koordinace. V letošním roce však hospodářskou a geopolitickou situaci významně poznamenal ruský vpád na Ukrajinu. EU na ruskou agresi reagovala zavedením řady ekonomických sankcí a snahou o ukončení energetické závislosti na Ruské federaci. V oblasti dalšího prohlubování hospodářské a měnové unie a integrace eurozóny letos nedošlo k hmatatelnému posunu. Předsednictví v Radě EU se ve druhé polovině roku 2022 ujala Česká republika.

Výhled na pokračující oživení evropských ekonomik po koronavirové krizi dne 24. února 2022 zásadně negativně poznamenal ruský vojenský vpád na Ukrajinu. Hlavní reakcí EU na zahájení války bylo uvalení celé řady sankcí⁶ na Rusko a následně také na Bělorusko, které ruské válečné úsilí na Ukrajině podporuje. Tyto sankční balíčky jsou zacíleny na široké spektrum oblastí ekonomiky. Nejdůležitějšími opatřeními jsou vyřazení řady velkých ruských bank z mezinárodního bankovního telekomunikačního systému SWIFT, omezení možností ruských občanů, firem a dalších subjektů nakládat se svým majetkem na území EU a omezení vývozu a dovozu takového zboží do a z Ruska, které by mohlo generovat výrazné finanční zisky či podpořit pokračování ruského válečného úsilí. Země EU rovněž schválily postupný odklon od ruské ropy, a to ke konci roku 2022,⁷ včetně její lodní dopravy nebo zákazu pojišťování tankerů transportujících ruskou ropu. Ruský vojenský vpád na Ukrajinu ovlivnil také očekávání ohledně hospodářského vývoje v EU i v eurozóně. ECB v průběhu letošního roku několikrát upravila svou prognózu růstu HDP eurozóny směrem dolů, naopak prognóza inflace byla výrazně revidována směrem nahoru, neboť v důsledku války dále zrychlil růst cen energetických komodit a navíc se přidalo i zdražování potravinářských komodit. Potřeba řešit dopady válečného konfliktu se promítla do priorit českého předsednictví v Radě EU, kterými se stalo: 1) zvládnutí uprchlické krize a poválečná obnova Ukrajiny, 2) energetická bezpečnost, 3) posílení evropských obranných kapacit a bezpečnost kybernetického prostoru, 4) strategická odolnost evropské ekonomiky a 5) odolnost demokratických institucí.

Prohlubování hospodářské a měnové unie

V květnu byla formálně uzavřena Konference o budoucnosti Evropy. Její výstupy byly reflektovány rovněž při přípravě pracovního programu Evropské komise na rok 2023, do něž bylo zařazeno vydání legislativních i nelegislativních návrhů reagujících na závěry Konference.⁸ Mezi doporučení vzešlá z Konference patří např. zavedení systému de facto přímé volby předsedy Evropské komise, reforma systému pro volby do Evropského parlamentu, zavedení legislativní iniciativy Evropského parlamentu nebo rozšíření hlasování kvalifikovanou většinou.⁹ Tyto návrhy vyžadují širší diskusi členských států a mohly by představovat základ pro širší debatu o institucionálním nastavení a obecném fungování EU před volbami do Evropského parlamentu, které proběhnou v první polovině roku 2024. Evropský parlament navíc představil vlastní návrh na úpravu volebního systému, k níž by podle jeho představ rovněž mělo dojít před volbami v roce 2024. V případě institucionálních návrhů je nicméně nutná opatrnost, aby nedošlo k rychlému přijetí opatření, která by významně narušila institucionální rovnováhu v EU. Pro ČR nadále zůstává stěžejní zachování role Rady EU, stejně jako ponechání možnosti národního veta v klíčových otázkách, jako jsou např. zahraniční a bezpečnostní či daňová politika.

V roce 2022 Evropská komise poprvé aplikovala vůči členskému státu EU postup vyplývající z nařízení o obecném režimu podmíněnosti na ochranu rozpočtu Unie (tzv. nařízení o kondicionalitě) přijatého v prosinci 2020. Toto nařízení umožňuje v případech, kdy jsou v důsledku porušení zásad právního státu v členském státu ohroženy finanční zájmy a rozpočet EU, přijmout opatření nezbytná k ochraně unijního rozpočtu. V souladu s procedurou stanovenou tímto

⁶ Kompletní a pravidelně aktualizovaný seznam všech platných sankcí uvalených na Rusko a Bělorusko v souvislosti s probíhající válkou včetně odpovědí na často kladené otázky je k dispozici na internetových stránkách Evropské komise: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/international-relations/restrictive-measures-sanctions/sanctions-adopted-following-russias-military-aggression-against-ukraine_en#sanctions>

⁷ ČR, Maďarsko a Slovensko dostaly z tohoto opatření (s ohledem na vysokou míru závislosti na ruské ropě a omezenou možnost využití alternativních zdrojů) výjimku do roku 2024. Zároveň bylo nicméně zdůrazněno, že by tyto tři země měly usilovat o odklon od ruské ropy v co nejkratším možném termínu před vypršením prodloužené lhůty.

⁸ V souladu se závěry Konference se např. očekává předložení konkrétních návrhů na revizi správy ekonomického vládnutí, legislativní návrh balíčku vlastních zdrojů rozpočtu EU nebo chystaný legislativní návrh k problematice digitálního eura.

⁹ K úpravě hlasování by mohlo dojít buď využitím tzv. pasarel (tj. ustanovení ve Smlouvách, které úpravu hlasování umožňují bez nutnosti měnit primární právo) nebo cestou změny Smluv.

nařízením navrhla Evropská komise 18. září 2022 Radě přijetí prováděcího nařízení s opatřeními na ochranu rozpočtu EU spočívajícími především v pozastavení vyplácení části prostředků (ve výši 7,5 mld. EUR), které měly být vyplaceny z rozpočtu EU Maďarsku, a to z důvodů nedostatečné ochrany prostředků z rozpočtu EU při zadávání veřejných zakázek. Prováděcí nařízení vstoupí v platnost, pokud jej Rada EU schválí kvalifikovanou většinou.¹⁰ Výše zmíněné nařízení o kondicionalitě představuje nový nástroj paralelní k řízení dle čl. 7 SEU (mechanismus právního státu) a umožňuje orgánům EU podmínit čerpání unijních prostředků členskými státy provedením konkrétních opatření v různých oblastech vnitrostátních politik, pokud jsou nezbytná k zajištění ochrany rozpočtu EU. Nařízení tak představuje potenciálně silný nástroj k prosazování určitých opatření v členských státech a bude zajímavé sledovat jeho budoucí použití v praxi.¹¹

Bankovní unie a unie kapitálových trhů

Z důvodu přetrvávajících zásadních názorových rozdílů mezi členskými státy eurozóny nedošlo ani v roce 2022 k výraznějšímu posunu při dokončování bankovní unie. Navzdory intenzivním jednáním nebyla nalezena shoda na zamýšleném plánu dalších prací (tzv. roadmap), který by zahrnoval čtyři dříve diskutované oblasti.¹² Výraznými spornými body byly podoba Evropského systému pojištění vkladů (EDIS), otázka přístupu k rizikovosti suverénních expozic v portfoliích bank, stejně jako neshody ohledně tzv. home-host rovnováhy,¹³ která je důležitým tématem i pro ČR.

Namísto původně zvažovaného komplexního plánu prací se tak Euroskupina shodla na pokračování debat pouze ohledně jedné z jeho částí, a to dílčích reforem v oblasti řešení krizí bank. Tento postup byl následně potvrzen i rozhodnutím eurosummitu v červnu 2022. Konkrétní legislativní návrhy by měla Evropská komise představit do konce roku 2022, přičemž hlavními prvky posílení rámce pro krizové řízení by se měly stát harmonizace a vyjasnění postupu hodnocení veřejného zájmu, který je klíčovým předpokladem pro využití nástrojů pro řešení krize, rozšíření aplikace těchto nástrojů na evropské i národní úrovni, další harmonizace využívání národních fondů pojištění vkladů při řešení krize a harmonizace vybraných prvků národní legislativy týkající se insolvence bank. V listopadu 2022 Rada EU dosáhla shody na společné pozici ohledně implementace mezinárodního standardu Basilej III do směrnice a nařízení EU o kapitálových požadavcích pro banky, na niž příští rok naváže jednání s Evropským parlamentem v rámci dialogu. Zatím nedokončená zůstává ratifikace novelizované smlouvy o Evropském stabilizačním mechanismu (ESM), jejímž cílem je umožnit, aby ESM plnil roli společného jistícího mechanismu (tzv. backstopu) za jednotný fond pro řešení krize (SRF). Dle dřívější politiké dohody Euroskupiny měl přitom být backstop v podobě úvěrové linky z ESM zaveden již od počátku roku 2022.

V případě jednání o budování unie kapitálových trhů (CMU)¹⁴ došlo k dílčím posunům. V Radě EU bylo dosaženo obecného přístupu u směrnice a nařízení o zřízení Jednotného kontaktního místa pro informace o podnicích (ESAP), u revize směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) a u revize nařízení o evropských fondech dlouhodobých investic (ELTIF). České předsednictví pokračovalo v projednání těchto norem, přičemž v případě revize ELTIF bylo ve druhé polovině října 2022 dosaženo politiké dohody s Evropským parlamentem. V závěru roku 2022 by měla Evropská komise předložit návrhy dalších legislativních aktů v oblasti CMU, včetně iniciativy k harmonizaci některých aspektů insolvenčních řízení pro podniky v členských státech, revize nařízení o evropské tržní infrastruktuře (EMIR) a legislativy regulující veřejné burzovní kotování. S prohlubováním CMU úzce souvisí také oblast tzv. udržitelných financí, v níž došlo v průběhu roku 2022 k posunu v otázce jednání o tzv. taxonomii, když Rada EU i Evropský parlament podpořily návrh Evropské komise dočasně (při splnění řady podmínek) zařadit zemní plyn a jadernou energetiku mezi udržitelné zdroje.

¹⁰ Rada EU by se měla návrhem prováděcího nařízení zabývat nejpozději 19. prosince 2022. Po vydání návrhu prováděcího rozhodnutí Rady maďarská vláda avizovala, že příslušnou legislativu týkající se zadávání veřejných zakázek do konce listopadu 2022 upraví. Plně znění návrhu prováděcího nařízení Rady EU z 18. září včetně důvodové zprávy EK viz: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:52022PC0485>.

¹¹ Nařízení o kondicionalitě bylo předmětem přezkumu ze strany Soudního dvora EU na základě žaloby Maďarska a Polska. Soudní dvůr neshledal rozpor s primárním právem EU (viz rozsudky C-156/21 a C-157/21).

¹² Pilíře měly být následující: vytvoření společného systému ochrany vkladatelů neboli ustavení Evropského systému pojištění vkladů (EDIS), podpora diverzifikace držení vládních dluhopisů bankami, zlepšení řešení krize bank a vytvoření podmínek pro jednotný trh s bankovními službami.

¹³ Problematika souvisí s riziky, která pro hostitelské země (země, v nichž nesídlí mateřská společnost v rámci dané bankovní skupiny, ale pouze její dceřiné společnosti) přináší integrace v bankovním sektoru, především pokud jde o otázku kapitálového zajištění jednotlivých bank v rámci skupiny, efektivitu dohledu a odpovědnost za závazky bank v problémech. Hostitelské země se v rámci vyjednávání snaží zajistit, aby i dceřiné banky (a ne pouze jejich mateřská společnost) byly dostatečně zajištěny pro případ finančních problémů, aby měl příslušný orgán dohledu dostatečné nástroje k výkonu své činnosti směrem k bankám, které se nacházejí na území daného státu, a aby byly v maximální možné míře limitovány případy, kdy bude hostitelský stát odpovídat za problémy způsobené rozhodnutím orgánů mimo jeho jurisdikci.

¹⁴ Projekt unie kapitálových trhů je sice koncipován pro EU jako celek, ovšem jeho jednotlivá opatření ve významné míře reagují na specifické problémy, s nimiž se potýká eurozóna, jako jsou dlouhodobě nízký hospodářský růst, relativní slabost kapitálových trhů, stagnující ziskovost, výrazná diverzita finančního sektoru, či podporují snahu o posílení role eura v globální ekonomice.

Revize pravidel Paktu o stabilitě a růstu

S koncem roku 2022 měla být deaktivována všeobecná úniková doložka Paktu o stabilitě a růstu (SGP), členské státy EU se však dohodly na jejím prodloužení o další rok, obnovení platnosti unijních fiskálních pravidel tedy nastane až od roku 2024. V rámci již delší dobu běžící diskuze o revizi fiskálních pravidel EU předložila v listopadu 2022 Evropská komise k dalšímu projednání sdělení představující konkrétní rysy možné reformy. Sdělení mj. navázalo na veřejnou konzultaci, která probíhala na konci roku 2021 a jejíž výstupy byly v průběhu roku 2022 rovněž zveřejněny. (Podrobněji viz tematická kapitola [Diskuze o možné reformě pravidel Paktu o stabilitě a růstu](#) těchto Analýz sladění.)

Prodloužení faktického suspendování unijních fiskálních pravidel poukazuje na nedostatky ve stávajícím nastavení koordinace fiskálních politik. Nedostatečné respektování a dodržování fiskálních pravidel Paktu o stabilitě a růstu, která v minulosti nebyla důsledně vymáhána, ostatně představuje dlouhodobý problém eurozóny.¹⁵ Obdobně je na tom i systém koordinace hospodářských politik, jenž nadále zůstává zatížen nízkou mírou naplňování vydaných doporučení, která nejsou právně závazná, a tedy ani vynutitelná.

Dluhové financování EU

Tématem unijních diskuzí je dlouhodobě také otázka dluhového financování EU, resp. možnost emise společných dluhopisů EU za účelem financování konkrétních projektů. Potřeba reagovat na dopady pandemie covid-19 tomuto tématu přidala na aktuálnosti. Při zavedení průlomových nástrojů, kterými jsou Plán obnovy, resp. Next Generation EU (NGEU) a program SURE,¹⁶ si totiž Evropská komise jménem EU na světových finančních trzích půjčila, resp. pro potřeby NGEU nadále půjčuje, takové objemy prostředků, které mají umožnit průběžné financování těchto programů a pokrytí potřeb jednotlivých členských států.¹⁷ Evropská komise o správě společného dluhu vzniklého emisemi unijních dluhopisů pravidelně informuje prostřednictvím zpráv shrnujících celkový objem vypůjčených prostředků, jejich doby splatnosti a míry úročení. V souvislosti s letošními mimořádnými událostmi, mj. s dopady ruské agrese vůči Ukrajině a významným nárůstem cen energií, se již objevily úvahy o vzniku dalších obdobných nástrojů, ať už mimořádných či trvalých. Prozatím nejkonkrétnější nový návrh se týká obnovy Ukrajiny. Evropská komise v listopadu navrhla půjčit si na kapitálových trzích prostředky na poskytnutí finanční pomoci Ukrajině v roce 2023, a to v celkovém objemu 18 mld. EUR (zaručené rozpočtem EU). Na rozdíl od nástrojů SURE nebo NGEU je získávání prostředků pro potřeby financování makrofinanční pomoci EU na finančních trzích již dříve zavedenou praxí, byť objem navrhované pomoci je výrazně vyšší, než tomu bylo v minulosti.

V souvislosti s aktuálním dluhovým financováním evropského rozpočtu je nutné zmínit hospodářsko-institucionální otázky, které posílené využití tohoto institutu přináší. S ohledem na zásadu vyrovnanosti unijního rozpočtu zakotvenou v primárním právu se zvyšuje objem závazků pro naplnění rozpočtu, které připadají na jednotlivé státy, což dále komplikuje již tak náročný proces schvalování víceletého finančního rámce. Masivnější využití společných evropských dluhopisů bylo schváleno pod podmínkou výjimečnosti, omezenosti objemu a dočasnosti, přináší však opakované úvahy o trvalém zavedení společných dluhopisů, o něž dlouhodobě usilují především země tzv. jižního křídla. Tento krok by pak byl významným posunem směrem ke vzniku fiskální unie, která by kromě společné správy dluhopisů znamenala i posílení unijního dohledu nad jednotlivými finančními toky a s nimi souvisejícími politikami. To by druhotně oslabilo rozpočtovou suverenitu jednotlivých členských států a výrazně ovlivnilo podobu meziinstitucionální rovnováhy zakotvené v primárním právu, aniž by došlo k přímé změně těchto pravidel.

Aktivity Evropské centrální banky

Ke konci března 2022 ECB ukončila čisté nákupy aktiv v rámci svého pandemického nástroje pro nákup státních dluhopisů (PEPP) a k 1. červenci 2022 rovněž v rámci svého největšího, s koronavirovou krizí nesouvisejícího, programu pro nákup státních dluhopisů (APP).¹⁸ U obou programů by nicméně mělo docházet k reinvesticím splatných jistin z cenných papírů. V případě PEPP by to mělo být alespoň do konce roku 2024, u APP konkrétní datum ECB neuvědla. Ukončení programu PEPP bylo delší dobu avizováno, neboť nástroj byl od počátku koncipován jako dočasný a ustavený pouze pro řešení hospodářských dopadů pandemie covid-19, jakkoli ukončení obou programů zapadá též do kontextu přehodnocení přístupu ECB k rostoucí inflaci v eurozóně.

¹⁵ Na tento problém opakovaně upozorňují odborníci MMF, viz například Eyraud a kol. (2018).

¹⁶ Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency.

¹⁷ Plánu obnovy se věnovaly Analýzy sladění 2021 v tematické kapitole 4: *Aktuální výzvy ve vývoji fiskální politiky eurozóny a EU v kontextu závazku ČR k přijetí eura* a v tematické kapitole 5: *Srovnání vybraných národních plánů obnovy*: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategieke_dokumenty/analyzy_sladenosti_2021.pdf.

¹⁸ Informace o měnové politice ECB a dalších vybraných centrálních bank přináší čtvrtletní publikace ČNB Monitoring centrálních bank <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>.

Následně od poloviny roku 2022, ECB v reakci na rostoucí inflaci začala zvyšovat své úrokové sazby. V červenci 2022 nejprve o 0,5 procentního bodu, v září a listopadu pak vždy o 0,75 procentního bodu nejprve na 1,25 %, následně pak na 2 % u své formálně hlavní sazby (main refinancing facility). Rada guvernérů v červenci zároveň rozhodla, že budoucí rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb bude provádět na jednotlivých zasedáních dle přicházejících dat, čímž se odklonila od dlouhodobě využívané signalizace měnové politiky (tzv. forward guidance).¹⁹

Současně s červencovým zvýšením úrokových sazeb a v očekávání možné reakce finančních trhů na něj ECB zároveň oznámila vznik tzv. nástroje na ochranu transmise (Transmission Protection Instrument, TPI).²⁰ Jeho deklarovaným cílem je zajištění hladkého přenosu měnové politiky ve všech zemích eurozóny. V praxi by měl TPI zamezit přílišnému nárůstu rozdílů mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí, který by mohl některým zemím (zejm. jižního křídla eurozóny) nadměrně prodražit financování státního dluhu. ECB tak bude mít v podobě TPI nástroj na nákup dluhopisů těchto zemí za předpokladu, že pro to budou naplněny předem dané podmínky.²¹ Celkový objem nákupů nebyl předem omezen a je tak plně v diskreci ECB. Podobně jako některé jiné programy ECB na nákup státních dluhopisů i TPI tak vzbuzuje řadu otázek, např. ohledně jeho souladu se zákazem měnového financování.

Také v letošním roce pokračovala ECB v činnostech podporujících boj s klimatickou změnou. V návaznosti na svůj klimatický plán z roku 2021 oznámila, že do svých nákupů podnikových dluhopisů zařadí klimatické kritérium. Deklarovaným cílem tohoto kroku je snížení finančního rizika spojeného se změnou klimatu v rozvaze Eurosystemu a podpora transparentnosti a „zelené transformace“ ekonomiky.²² Pozornost pak upoutala též některá veřejná prohlášení prezidentky ECB stran boje s klimatem, která vzbudila otázky ohledně souladu aktivit ECB v této oblasti s jejím primárním cílem a zákonným mandátem.

Rozšíření eurozóny

Evropská komise a Evropská centrální banka v červnu 2022 vydaly své pravidelné konvergenční zprávy. Ty jsou obvykle připravovány ve dvouletém cyklu a jejich cílem je hodnotit pokrok členských států EU, které prozatím nepřijaly euro a zároveň z této povinnosti nemají trvalou výjimku, v jejich přípravách na vstup do měnové unie. Hodnoceno tedy bylo sedm zemí: Bulharsko, Česká republika, Chorvatsko, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Švédsko.²³ Letošní hodnocení bylo významně ovlivněno především hospodářskými tlaky způsobenými pandemií covid-19, ale také válkou na Ukrajině, celkovou situací v mezinárodní ekonomice a omezeným uplatňováním unijních fiskálních pravidel v důsledku pokračující aplikace tzv. všeobecné únikové doložky z pravidel SGP, což platí především pro hodnocení kritéria zdravých a udržitelných veřejných financí.

Hlavním výstupem obou konvergenčních zpráv z hlediska vývoje eurozóny je konstatování, že Chorvatsko splnilo všechna kritéria pro přijetí společné měny. Tento závěr následně potvrdily příslušnými rozhodnutími Rada EU, Evropská rada a Evropský parlament. Chorvatsko tedy pokračuje v procesu přijímání eura, který započalo v roce 2020 zapojením do mechanismu směnných kurzů ERM II a splněním sady *ex ante* podmínek, včetně vstupu do bankovní unie v okamžiku přistoupení k ERM II.²⁴ V průběhu druhé poloviny roku 2022 byl stanoven kurz pro konverzi chorvatské kuny na euro²⁵ a proběhla řada formálních a praktických kroků, jako např. příprava euromincí nebo ustavení přechodného období, během něž budou ceny v Chorvatsku zobrazovány v obou měnách. Oficiálně Chorvatsko euro přijme k 1. lednu 2023 a stane se tak dvacátým členem eurozóny. Přijetí eura je pro tuto zemi přirozenou cestou, jak eliminovat rizika plynoucí z vysokého stupně spontánní euroizace jeho bankovního sektoru a celé ekonomiky, která má kořeny už v 60. a 70. letech minulého století, kdy Chorvaté převáděli svá aktiva do německých marek.²⁶ V mechanismu ERM II nadále zůstane zapojené Dánsko, které má z přijetí eura trvalou výjimku, a Bulharsko, které dle dostupných informací pokračuje v krocích směřujících k přijetí eura od 1. ledna 2024.

¹⁹ Více viz: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.cs.html>>

²⁰ Více viz: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.cs.html>>

²¹ Země, které by prostřednictvím TPI byla poskytnuta pomoc, by neměla být zařazena do procedury při nadměrném schodku, procedury při makroekonomické nerovnováze, měla by mít udržitelnou klesající trajektorii státního dluhu a zdravé a udržitelné makroekonomické politiky.

²² Více viz: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.cs.html>>

²³ Tyto země mají dočasnou výjimkou na zavedení eura, tzv. derogaci. Konvergenční zprávy nehodnotí Dánsko, které má vyjednanou trvalou výjimku na zavedení eura (tzv. opt-out). Konvergenčním zprávám obecně a závěrům zpráv z června 2020 se věnovalo Téma pod lupou Monitoringu centrálních bank III/2020:

<https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/monitoring_centralnich_bank/2003_mcb.pdf>

²⁴ ČNB s kladením *ex ante* podmínek vážících se k přijetí eura resp. ke vstupu do mechanismu směnných kurzů ERM II dlouhodobě nesouhlasí a opakovaně proti tomuto bezprecedenčnímu kroku bez opory v primárním právu na relevantních fórech vystoupila.

²⁵ Kurz byl stanoven v poměru 7,53450 chorvatské kuny za euro, tedy na úrovni dosavadní centrální parity v systému ERM II.

²⁶ Více viz Téma pod lupou Monitoringu centrálních bank IV/2019:

<https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/monitoring_centralnich_bank/1904_mcb.pdf>.

Závěr

Obsah závazku přijmout euro, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU, se především v posledních letech podstatným způsobem rozšířil. Stejně jako v minulých letech platí, že ČR bude muset tento vývoj pečlivě vyhodnocovat a zohlednit jej ve svých úvahách o načasování vstupu do eurozóny. Vysoká míra zadlužení zemí eurozóny spolu s pouze malou snahou o nápravu, slabá vymahatelnost fiskálních pravidel, tendence k hospodářské divergenci mezi členy hospodářské a měnové unie či opakovaně se objevující návrhy na ustavení fiskální unie však činí budoucí vývoj eurozóny těžce předvídatelným. Na otázku vhodného načasování případného vstupu ČR do eurozóny tak lze odpovědět pouze velmi obtížně.

II.2 DISKUZE O MOŽNÉ REFORMĚ PRAVIDEL PAKTU O STABILITĚ A RŮSTU

Marek Benda, Jan Král, Marek Souček, Lena Stránská

Pravidla Paktu o stabilitě a růstu (SGP) se navzdory řadě minulých úprav a doplnění dlouhodobě potýkají s nízkou srozumitelností, vymahatelností a důvěryhodností. Již před pandemií covid-19 tak vyvstala otázka důkladné revize těchto pravidel, která by na zmíněné problémy reagovala. Vývoj v posledních dvou letech význam tohoto tématu ještě podtrhl. Několik návrhů na jejich úpravu se již objevilo, jako prozatím poslední své sdělení k tématu předložila Evropská komise.

Pravidla souhrnně tvořící Pakt o stabilitě a růstu poskytují základ pro hospodářskou a fiskální koordinaci mezi všemi státy EU a státy eurozóny zvláště. Jejich cílem je podpořit rozpočtovou stabilitu, a předcházet tak možným negativním dopadům fiskální nerovnováhy členských států na ekonomickou pozici eurozóny. A to v situaci, kdy eurozóna sdílí pouze společnou měnovou politiku, zatímco fiskální politika zůstala v kompetenci jednotlivých členských států, a kdy současně primární právo zakotvuje princip neodpovědnosti EU a jejích členských států za závazky jednotlivých členských států a pravidlo vyrovnanosti evropského rozpočtu. Spolu s kritérii cenové, kurzové a úrokové stability tvoří udržitelnost veřejných financí základní požadavek pro potenciální uchazeče o členství v měnové unii.

Fiskální pravidla SGP vznikla v rámci procesu ustavování eurozóny v 90. letech minulého století. V Maastrichtské smlouvě z r. 1992 byla jako ústřední a stále platné principy fiskální politiky EU zakotvena kritéria poměru veřejného dluhu k HDP ve výši 60 % a 3% ročního deficitu státního rozpočtu vůči HDP jako nejvyšší přípustné cílové hodnoty pro zadlužování členských států EU. Tato fiskální pravidla byla dále zpřesněna v sekundární legislativě, která zakotvila do práva EU postup při nadměrném schodku (EDP). V podstatě od chvíle ustanovení těchto fiskálních pravidel se vede diskuze o jejich nastavení, účinnosti a vymáhání.²⁷ Definice pravidel byly výsledkem kompromisu mezi státy, které volaly po co největší flexibilitě pravidel, neboť se obávaly, že je pravidla budou nepřiměřeně omezovat při výkonu hospodářské politiky, a skupinou států, které kladly důraz na rozpočtovou disciplínu s ohledem na vliv, který má kondice jednotlivých členů na eurozónu (potažmo EU) jako celek.

V reakci na vývoj hospodářské situace EU a eurozóny byla fiskální pravidla SGP několikrát upravována. Z důvodů jejich rostoucí komplexnosti a v návaznosti na debatu o účinnosti stávajících pravidel zadala Evropská komise v roce 2017 svému expertnímu poradnímu orgánu Evropské fiskální radě (European Fiscal Board, EFB) úkol prověřit možnosti další reformy SGP. Na svou předchůdkyni navázala na poli zamýšlené revize SGP také Evropská komise pod vedením Ursuly von der Leyenové a koncem roku 2021 vyhlásila veřejnou konzultaci. Na iniciativu Komise reagovaly některé členské státy a relevantní odborné organizace.²⁸ Běžící debata je přitom ovlivňována též aktuálně se zvyšujícími tlaky na veřejné rozpočty z důvodů dozvuků pandemie covid-19, ruské agrese vůči Ukrajině, související energetické krize či plánů národních vlád na zvyšování výdajů na obranu a bezpečnost. V neposlední řadě je urgentnost reformy spojována s očekávanou deaktivací tzv. všeobecné únikové doložky (GEC) v rámci SGP od počátku roku 2024, která v současnosti pozastavuje spuštění postupu při nadměrném schodku s ohledem na zmíněné šoky. Na základě vyhodnocení veřejné konzultace a v návaznosti na dosavadní průběh diskuze členských států vydala Evropská komise 9. listopadu 2022 sdělení obsahující návrhy na možnou úpravu pravidel SGP. Přístup navrhovaný Evropskou komisí je založen na posílení „individuálního“ přístupu k jednotlivým členským státům při posuzování naplňování fiskálních pravidel, a to především s ohledem na míru jejich zadlužení. Členské státy by se při snižování státního dluhu měly řídit střednědobými plány (stanovenými na 4 roky, s možností prodloužení až na 7 let), které by se kromě snižování zadlužení měly věnovat i reformám a investicím a být propojeny s Evropským semestrem, resp. Národními plány obnovy. Střednědobé plány by dle návrhu Evropské komise měly nahradit tzv. „dvacetinové pravidlo“ (roční konsolidace o 1/20 rozdílu mezi vlastním zadlužením státu a hranicí 60 % HDP). Implementace pravidel a dohled nad jejich plněním by měly ve větší míře zohledňovat potenciální rizika. Případné nedodržení pravidel by mělo být účinněji sankcionováno a porušování stanovených cílů by mělo být spojeno s vyšším reputačním rizikem. Zachovány by měly zůstat dosud platná kritéria a referenční hodnoty pro schodek veřejných financí a státní dluh, jakož i postup při nadměrném schodku a mechanismus makroekonomické kondicionality.

²⁷ Již v období vzniku eurozóny tři státy (Belgie, Itálie a Řecko) kritérium 60 % HDP veřejného zadlužení nespĺňovaly, a přesto byly do měnové unie přijaty. Aniž by spĺňovalo toto kritérium, bude počátkem r. 2023 přijato taktéž Chorvatsko. Kritérium 60 % HDP tak slouží spíše jako cílová hodnota, k níž má fiskální politika kandidátského státu eurozóny směřovat, než jako pevná podmínka, která musí být ještě před vstupem do eurozóny naplněna. Totéž platí ve stále rostoucí míře i pro členské státy EU, které již v měnové unii jsou.

²⁸ K tématu možné reformy se vyjádřili i analytici ECB v příspěvcích z r. 2019 [Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions \(europa.eu\)](#) a z března 2022 [Post-COVID fiscal rules: a central bank perspective \(europa.eu\)](#).

Minulé revize pravidel SGP jako předepra současné debaty

Jak bylo zmíněno, fiskální pravidla SGP byla již v minulosti podrobena několika modifikacím, jejich první úprava byla reakcí na jejich neplnění ze strany Německa a Francie v roce 2003 a sérii strukturálních reforem v Německu. Tato revize spočívala v doplnění SGP o tzv. střednědobé rozpočtové cíle (Medium-Term Budgetary Objectives, MTOs), které jsou nastaveny pro jednotlivé členské státy individuálně, a v zohledňování úrovně schodků a rychlosti fiskální konsolidace v jejich strukturální podobě (tj. po očištění od cyklických vlivů).

V reakci na finanční a dluhovou krizi v letech 2008 až 2012 byla pak pravidla doplněna legislativními balíčky „Six-Pack“, „Two-Pack“ a mezinárodní smlouvu Fiskální kompakt,²⁹ které posílily prvky SGP směřující k užší fiskální koordinaci mezi členskými státy EU, posílily dohled nad fiskální politikou států eurozóny a sankční mechanismy ze strany Evropské komise. Do fiskálních pravidel zahrnuly také benchmark pro růst výdajů napojený na střednědobý růst ekonomiky v souladu s MTOs (tzv. výdajové pravidlo) a možnost korekce tzv. makroekonomických nerovnováh, která se naopak týká i členských států nepatřících mezi největší dlužníky. Rovněž byl do unijního práva, resp. postupu při nadměrném schodku, zahrnut princip tzv. dluhové brzdy pro státy se zadlužením nad 60 % HDP v podobě tzv. dvacetinového pravidla.

Poslední úpravou fiskálních pravidel SGP bylo v roce 2015 doplnění střednědobých rozpočtových cílů o prvky flexibility. Ty mají při stanovování MTOs více reflektovat pozici států v rámci ekonomického cyklu s důrazem na prorůstové investice, strukturální reformy a tvorbu pracovních míst. Tato změna ale současně dále zvýšila komplexnost fiskálních pravidel a jejich obtížnou srozumitelnost.

Motivace pro reformu SGP

O legitimitě debaty o určité reformě pravidel SGP svědčí nikoli pouze domnělá či skutečná komplikovanost a nesrozumitelnost pravidel současných, ale především fakt rostoucího zadlužování členských států eurozóny. Ten dokládá, že aktuální nastavení pravidel a jejich vymáhání neplní svůj základní cíl. Míra zadlužení EU se dle Eurostatu ve 2. čtvrtletí 2022 nacházela na průměrné hodnotě 86,4 % HDP, tedy výrazně nad hranicí 60 % dle SGP. Rozpětí zadlužení je přitom při pohledu na jednotlivé členské státy značné, od Řecka (182 %), Itálie (150 %) a Portugalska (123 %), po Bulharsko (21 %) a Estonsko (17 %).³⁰ Nad hranicí 60 % HDP se přitom nachází 12 z 19 členských států eurozóny. Brzký návrat většiny dlužníků pod hranici stanovenou SGP přitom lze sotva očekávat bez radikální fiskální konsolidace, jež je však v parametrech uložených platnými pravidly politicky stěží prosaditelná. Proponenti změn pravidel navíc přidávají argument, že by takový postup téměř jistě vedl k hospodářské recesi. Ozývají se tak i výzvy po zeslabení pravidel s tím, že nastavení jejich cílových hodnot je zastaralé.

Mezi důvody pro provedení reformy pravidel SGP zaznívá též nedostatečné potlačení procykličnosti fiskálních politik. Stávající pravidla v posledních dvou dekáдах nepřiměla členské státy k tomu, aby si v příznivých dobách vytvářely rozpočtové rezervy a naopak v dobách nepříznivých jako první neškrtyly investiční výdaje. Právě tato procykličnost nepříznivě působí na cenu, za níž si dotčené státy půjčují na trzích, což následně vyžaduje razantnější fiskální konsolidaci, než by bylo nutné při existenci rezerv.

K oběma aspektům je nutno ještě připočíst relativně nízkou motivaci vlád národních států pravidla dodržovat a malou ochotu Evropské komise a Rady je účinně vymáhat. Obhájcí reformy poukazují na to, že dokonce Soudní dvůr EU svou judikaturou umožnil členským státům, resp. Radě EU, aby se odchýlily od fiskálních doporučení Evropské komise.³¹ Nicméně při hypotetické absenci jakýchkoliv fiskálních pravidel a jejich aplikace by zadlužení členských států i jejich roční rozpočtové schodky byly pravděpodobně ještě mnohem vyšší než nyní.

Trend dlouhodobého neplnění, problematická vymahatelnost, spolu se sníženou transparentností podřývají důvěryhodnost fiskálních pravidel SGP. To bude v delším časovém horizontu dále zvyšovat jak rizika pro financování veřejných rozpočtů států eurozóny na kapitálovém trhu, tak i rizika pro kurz eura a cenovou stabilitu. Absence důvěryhodnosti sdílených pravidel zároveň představuje i rizika čistě politická s možnými vážnými dopady na kvalitu spolupráce mezi členskými státy měnové unie a jejich vzájemnou integraci.

²⁹ Fiskální kompakt dosud stojí mimo formální rámec práva EU (má podobu mezivládní dohody, tzv. IGA), byť součástí dohody při jeho přijímání byl i plán na jeho včlenění do systému evropského práva.

³⁰ Výrazný skok v míře svého zadlužení od globální finanční krize vykazuje Francie, jejíž dluh v roce 2008 dosahoval „pouze“ necelých 69 %, zatímco ve 2. čtvrtletí 2022 to bylo více než 113 % HDP. To z Francie činí pátou nejzadluženější ekonomiku jak eurozóny, tak EU jako celku. Pro srovnání, zadlužení Německa se ve stejném období pohybovalo v rozmezí 60–70 % HDP.

³¹ Viz příspěvek výkonného ředitele ESM Klause Reglinga: <<https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/1/article/eu-fiscal-rules-a-look-back-and-the-way-forward.html>>.

Jasně definovaná a vymáhaná fiskální pravidla by také mohla z Evropské centrální banky sejmout tlak na to, aby řešila i problémy, které nespádají do jejího primárního mandátu. ECB již delší dobu předchází materializaci výše zmíněných rizik za pomoci nekonvenčních nástrojů měnové politiky. Tento postup však vyvolává polemiku o jeho možné kolizi s mandátem ECB. Soudní spory v souvislosti s měnovou politikou ECB na národní a unijní úrovni sice dosud nedopadly v neprospěch ECB a judikáty spíše přinesly nároky na vyšší transparentnost a určité zpřesnění pro užití nekonvenčních měnověpolitických nástrojů, je však zjevné, že role, kterou ECB po finanční a dluhové krizi přijala, v současnosti ovlivňuje i její manévrovací prostor, pokud jde o využití standardního nástroje měnové politiky – úrokových sazeb. Případná úprava fiskálních pravidel se proto nakonec může jevit jako užitečná i kritikům nekonvenčních měnových nástrojů ECB, a to zejména v kontextu s možným použitím nejnovějšího nástroje ECB na podporu transmise měnové politiky, tzv. Transmission Protection Instrument (TPI), z července 2022. Ten má být používán pouze pro nákup dluhopisů států eurozóny, vůči kterým není veden postup při nadměrném schodku, což může negativně působit na rozhodování Evropské komise o zahájení postupu při nadměrném schodku, protože by tím dotčená země ztratila přístup k TPI. Takový stav by pak mohl vést k dalšímu rozvolnění vymáhání fiskálních pravidel a zhoršování rozpočtové disciplíny.

Základní možnosti řešení

Potřebné znovunastolení důvěry ve fiskální pravidla SGP lze realizovat v zásadě třemi způsoby:

- i) razantním snížením dalšího zadlužování za účelem dodržení stávajících pravidel a posílení složky jejich vymáhání;
- ii) parametrickými změnami stávajících pravidel úpravou cesty k dosažení vytčených cílů, změnou či zefektivněním vymáhacích procesů a zjednodušením související unijní legislativy, aniž by ovšem muselo dojít ke změně primárního práva EU;
- iii) radikální změnou zahrnující výraznou úpravu výdajových pravidel, základních benchmarků pro strukturální rozpočtová salda a případně také změnu Smluv (zrušení, přidání či úprava některého ze základních fiskálních pravidel SGP).

Tyto možnosti však představují určité ideální, resp. zjednodušeně pojaté typy reformy, které nejsou přijatelné ve své čisté podobě a nejsou takto ani navrhovány. Případná změna by patrně zahrnovala elementy ze všech tří přístupů, které by byly nastaveny tak, aby nevyžadovaly významnou změnu primárního práva, která se aktuálně jeví jako politicky neprůchodná.

Bez ohledu na to, jak přesně bude nakonec reforma navržena, pro zvýšení její důvěryhodnosti bude muset být doprovázena jasnou politickou deklarací určitého předělu či „nového začátku“, se kterým by se pojil důraz na respekt k upravenému souboru pravidel a jejich vymahatelnosti. Jakýkoliv ze zvolených přístupů by současně neměl být v rozporu s cílem zjednodušení pravidel a posílení jejich transparentnosti. Tím by se reformovaný rámec fiskálních pravidel SGP stal lépe srozumitelným pro odpovědné aktéry i veřejnost, což by dále posílilo jeho důvěryhodnost a legitimitu.

Představené návrhy na reformu SGP

Nejblíže ke třetímu, nejradikálnějšímu přístupu je společný návrh Francie a Itálie, který byl koncem roku 2021 uveřejněn jako názorový článek francouzského prezidenta Emmanuela Macrona a italského premiéra Maria Draghiho.³² Francouzsko-italský návrh si všímá především procykličnosti fiskálních politik v eurozóně. Vinu za tento stav ovšem v první řadě nehledá u aktérů fiskálních politik, ale v samotných pravidlech, která reakci států a jejich přípravu na krizi v podobě vyšších veřejných investic *per se* omezují. Fiskální pravidla by podle návrhu měla naopak vytvářet příznivé podmínky pro prorůstové investice, které by zvyšovaly odolnost států pro případ krize a zároveň snižovaly tlak na nezávislý výkon měnové politiky ECB. Teprve taková úprava může podle Macrona a Draghiho vést k redukci veřejného zadlužení v eurozóně. Oba politici přitom odkazují na práce F. Giavazziho a kolektivu.³³ Tito autoři konkrétně navrhuji vedle vytvoření tzv. „bad bank“ pro část dluhů členských států eurozóny též stanovení „zlatého pravidla“ pro investice do budoucnosti, které by byly vyňaty ze střednědobého stropu pro primární veřejné výdaje.³⁴ Kolektiv ekonomů se s představiteli vlád Francie a Itálie plně shoduje také na replikaci postpandemického Plánu obnovy (NGEU) – který se shledal s příznivou reakcí na kapitálových trzích – pro realizaci veřejných investic i v budoucnosti. Právě s odkazem na úspěch při získání

³² Plný text zde: <<https://www.ft.com/content/ecbdd1ad-fcb0-4908-a29a-5a3e14185966>>.

³³ Francesco Giavazzi, Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni a Charles-Henri Weymuller: Revising the European Fiscal Framework. Plný text zde: <https://cpb-us-w2.wpmucdn.com/voices.uchicago.edu/dist/6/2265/files/2019/04/Reform_SGP-final-draft.pdf>.

³⁴ Příspěvek Giavazziho a kol. se více než Macronův a Draghiho text zabývá otázkou redukce zadlužení. Pravidlo maximálního zadlužení 60 % HDP by podle Giavazziho a kolektivu mělo být zachováno, což kontrastuje s vyjádřeními francouzského ministra financí Bruna Le Maire z července 2022 o „přezítosti“ tohoto pravidla. Zcela změněna by ale byla cesta, jak k hodnotě 60% zadlužení vůči HDP u více zadlužených států dospět. Namísto současného a v praxi neuplatňovaného „dvacetinového pravidla“ je navrhováno rozčlenění dluhu na dvě části s rozdílnou rychlostí konsolidace: dluhy vzniklé v reakci na krizi a na přípustné investice do budoucnosti by mohly být redukovány pomaleji než dluhy, které by do těchto kategorií nespádaly.

půjček pro NGEU by se členské státy neměly dle autorů bránit ani další integraci fiskální politiky v podobě společných dluhopisů.

Společný návrh ministrů financí Španělska a Nizozemí z dubna 2022 v podobě tzv. non-paperu³⁵ cílí především na fiskální udržitelnost, tedy odstranění procyklických stimulů a tvorbu rozpočtových rezerv. Má se tak stát prostřednictvím postupných, nicméně ambiciózních konsolidačních a prorůstových cílů nastavených pro jednotlivé členské státy po vzoru postpandemických národních plánů obnovy. Stávající střednědobé rozpočtové cíle (MTOs) by měly být nahrazeny pouze jednoduchým výdajovým pravidlem, které by zajistilo, aby růst výdajů nepřevyšoval trend hospodářského růstu. Investiční výdaje na zelenou a digitální transformaci by však neměly být fiskální konsolidací postihovány, čímž se návrh podobá svému francouzsko-italskému protějšku. Ve srovnání s ním však klade větší důraz na zajištění kvality investic a národních rozpočtů jako celku prostřednictvím revizí výdajů a efektivnějších systémů managementu veřejných investic. Evropská komise a Rada EU by zároveň měly dostat silnější nástroje pro vymáhání vytyčených cílů. Kromě lépe vymezené všeobecné únikové doložky však tyto nástroje zůstaly blíže neupřesněné. Na národní úrovni by pak mělo dojít k posílení nezávislých fiskálních institucí typu národních rozpočtových rad. Aby reforma fiskálních pravidel byla úspěšná, měl by ji doprovázet i posun v dalších oblastech s relevancí pro hospodářský růst a financování státu, jako je dokončení bankovní unie a unie kapitálových trhů.

Z členských států eurozóny se vyjádřilo také Německo, jehož spolková vláda v srpnu 2022 představila non-paper pocházející především z dílny ministerstev financí a hospodářství.³⁶ Oproti výše zmíněným návrhům se více zabývá otázkou vymahatelnosti a stanovení limitů pro ty prvky pravidel SGP, které by zajistily jejich větší flexibilitu. Současně se staví kriticky k bilaterálním individuálním dohodám mezi daným členským státem a Evropskou komisí ohledně plnění pravidel a naopak usiluje o podporu multilaterální složky fiskálních pravidel co do jejich závaznosti pro členské státy. Dle německého návrhu by v právu EU měla být jednoznačněji vymezena aktivace únikové doložky. Posílena by měla být nezávislost Evropské fiskální rady na Evropské komisi, což by mohlo přispět ke konzistentnější implementaci fiskálních pravidel členskými státy i společnými institucemi. Na rozdíl od francouzsko-italského i nizozemsko-španělského návrhu je ten německý zdrženlivý k míře zohledňování investičních výdajů v SGP. Spíše než vyjímání konkrétních výdajů z kalkulace zadlužení by mělo dojít k intenzivnějšímu využívání již existujících klauzulí SGP pro investiční činnost a provádění strukturálních reforem nebo k zohlednění čerpání z programů EU, a to i mimo krizová období, ovšem v souladu s MTOs, jejichž role by měla být reformou fiskálních pravidel posílena. V rámci zjednodušení MTOs lze posílit důraz na výdajové pravidlo, bude-li jako platný výdajový benchmark nadále stanoveno na základě strukturálního rozpočtového salda. Reformou by rovněž mělo dojít k odstranění každoročních korekcí výhledů hospodářského růstu ve prospěch právě střednědobé perspektivy. Pokud budou zachovány MTOs jako preventivní složka SGP, nebrání se německý návrh upuštění od striktního dodržování „dvacetinového pravidla“ redukce zadlužení pro největší dlužníky mezi členskými státy.

Z dalších návrhů rezonujících ve veřejné debatě si zasluhují zmínku vstupy již zmíněné Evropské fiskální rady. EFB již v letech 2018 a 2019 poskytla Evropské komisi a široké veřejnosti své návrhy,³⁷ v nichž podobně jako nynější německý non-paper klade důraz na střednědobé rozpočtové cíle a posílení výdajového benchmarku, který by se měl přetavit do jednoho operačního pravidla. Výdajové pravidlo, podle kterého by růst výdajů neměl přesáhnout střednědobý trend hospodářského růstu, by dokonce mohlo nahradit pravidlo maximálně 3% rozpočtového deficitu, které dle EFB růstu dluhů účinně nebrání a spíše vede národní vlády k upřednostňování krátkodobých konsolidačních přístupů. V SGP by naopak měla být zachována hodnota 60 % HDP veřejného zadlužení, byť cesta k jeho dosažení by měla být změněna z „dvacetinového pravidla“ ve prospěch pravidla výdajového, přičemž investiční projekty kofinancované z programů EU by mohly být z této kalkulace vyjmuty. Podle komentáře člena EFB Roela Beetsmy³⁸ hovoří pro zachování referenční hodnoty 60 % HDP i aktuální rizika v podobě zvýšené inflace a současného tlaku na investice do zelené a digitální transformace. Beetsma připomíná, že není jisté, že by při rozvolnění dluhového pravidla ustal tlak na další úlevy a obnovila se důvěryhodnost fiskálních pravidel EU. K fiskálním pravidlům SGP by se tedy mělo přistupovat odpovědnějším způsobem a od numerických pravidel neustupovat. Pro dosažení vyšší kredibility fiskálních pravidel Beetsma navrhuje posílení role národních rozpočtových rad v členských státech, podporu produktivních investičních výdajů spíše prostřednictvím společných fondů a rozpočtu EU a – poněkud provokativně – doporučuje zřídít na úrovni eurozóny infrastrukturu pro řízení bankrot jejích členských států, čímž by byl posílen zákaz jednostranné finanční pomoci mezi členskými státy (*no-bail-out clause*) zakotvený ve Smlouvách EU.

³⁵ Plný text zde: <<https://www.government.nl/documents/publications/2022/04/04/joint-paper-eurogroup-es-nl>>.

³⁶ Plný text zde: <<https://www.bmwk.de/Redaktion/EN/Downloads/P/proposed-principles-to-guide-the-german-government-in-deliberations-on-the-reform-of-eu-fiscal-rules.pdf>>.

³⁷ Plné texty zde: <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2018-efb-annual-report_en.pdf>, <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules_en.pdf>.

³⁸ Plný text zde: <<https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/1/article/the-economics-of-fiscal-rules-and-debt-sustainability.html>>.

Do debaty o reformě fiskálních pravidel SGP v neposlední řadě přispěl i výkonný ředitel Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) Klaus Regling.³⁹ Ten se v řadě aspektů shoduje s EFB (zjednodušení SGP, upuštění od „dvacetinového pravidla“), oproti expertům tohoto poradního orgánu by ale naopak dluhové pravidlo 60 % HDP ze SGP škrtl a hlavním numerickým kritériem fiskálních pravidel učinil 3% limit ročního rozpočtového schodku. Numerické dluhové pravidlo by dle Reglinga mělo být nahrazeno výdajovým pravidlem a hlediskem primárního rozpočtového přebytku. Možnosti privilegování investičních výdajů, co se týče jejich započtení do zadlužení států, ale ještě podle šéfa ESM zasluhují pečlivou analýzu, přičemž už samotné nahrazení dluhového pravidla by mělo členskými státy poskytnout dodatečný prostor pro realizaci takových výdajů.

Závěrem

Výše shrnuté příspěvky k možné úpravě pravidel Paktu o stabilitě a růstu dokládají pokročilost debaty o změnách, po nichž existovala nemalá poptávka již před pandemií koronaviru. Současná situace poznamenaná vysokým zadlužením v řadě zemí a prodlužováním aktivace všeobecné únikové doložky pak tlak na alespoň parametrické změny dále zvyšuje. Jak je z výše zmíněných návrhů nicméně patrné, představy jednotlivých aktérů o žádoucím směřování reformy SGP se zásadně liší.

Pro řadu aktérů se může jevit jako problematické samotné dělení na „dobrý“ a „špatný“ dluh, jak implikují francouzsko-italský a nizozemsko-španělský návrh. Ovšem i v případě, že by na takovém dělení byla nalezena shoda, stanou se pravděpodobně vysoce spornými kritéria takového dělení. Za ještě kontroverznější návrh lze při pohledu na debaty v uplynulé dekádě považovat úvahy na zavedení permanentních společných dluhopisů, jejichž zavedení bez změny Smluv by bylo více než sporné. Francouzsko-italský návrh navíc z pohledu celounijního konsensu diskvalifikuje okolnost, že se nijak nezabývá posílením vymahatelnosti fiskálních pravidel a loajalitu členských států k navrhovanému korpusu pokládá za danou.

Nizozemsko-španělský návrh formuluje aspoň heslovitě své představy v rovině posílení monitoringu kvality realizovaných investic a posílení nezávislých rozpočtových rad na úrovni států a zpřesnění aplikace všeobecné únikové doložky. To má společné s mnohem umírněnějšími návrhy německé vlády, EFB a předsedy ESM, jejichž postoje k vyjímání investičních výdajů jsou vesměs rezervované, ovšem nebrání se v různé míře modifikaci či úplnému vyjmutí některých pravidel a benchmarků z SGP. Přirozeným důsledkem posílení procesů monitoringu a hodnocení plánovaných a prováděných investic by bylo zaprvé další posílení role Evropské komise coby hlavního „kontrolora“, zadruhé zúžení manévrovacího prostoru národních vlád, pokud jde o volbu jednotlivých řešení, resp. zaměření reformy, a zatřetí zvětšení komplexnosti celého systému.

Za návrh, který je nejbližší současnému statu quo, lze považovat – v mnohém vůči oficiálním návrhům EFB disentní – pozici člena tohoto orgánu Roela Beetsmy, který nedoporučuje upustit v SGP od numericky vyjádřených fiskálních pravidel. Beetsma přitom odkazuje na aktuální rizika a možný konec prostředí nízkých úroků, jaké jsme znali v uplynulé dekádě. Nebrání se však diskuzi o roli a vyžadování „dvacetinového pravidla“ redukce zadlužení, podobně jako EFB.

Sdělení Evropské komise k reformě rámce správy hospodářských záležitostí z 9. listopadu 2022, které zahajuje ostrou fázi diskuzí o revizi pravidel SGP, potvrdilo, že snahou Evropské komise je najít systém, který do určité míry uspokojí oba hlavní tábory členských států. Evropská komise se snaží reflektovat skutečný stav zadluženosti jednotlivých zemí a přizpůsobit mu pravidla a tempo fiskální konsolidace a současně umožnit investice do prioritních oblastí, čímž vychází vstříc zemím, které preferují flexibilní přístup a kladou důraz na zachování prostoru pro investice. Současně se snaží zefektivnit systém sankcí při zachování základních parametrů systému, což je možné interpretovat jako krok vstřícný vůči fiskálně opatrnějším zemím. To, zda bude takto nastavený systém pro členské země přijatelný, zůstává otevřenou otázkou. Jakkoli bude diskuze mezi členskými státy náročná, měla by vyústit v zadání, podle něž Evropská komise připraví návazné legislativní návrhy, jejichž schválení by mělo reformu završit. Významným časovým elementem, který bude v jednání přítomen, bude deaktivace únikové doložky, která je plánována na konec roku 2023. S ohledem na časování celého procesu a jeho předpokládanou komplikovanost není pravděpodobné, že by byl v roce 2023 zcela dokončen. Bude tedy třeba řešit otázku dalšího postupu v případě, kdy by ke konci roku 2023 mělo dojít k avizované deaktivaci únikové doložky, avšak nová pravidla ještě nebyla připravena. Tato situace by mohla dále přispívat k erozi důvěryhodnosti pravidel a absenci účinných mantinelů jak pro rozhodování členských států v rovině tvorby fiskálních politik, tak pro Evropskou komisi v rovině fiskálního dohledu.

³⁹ Plný text zde: <<https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/1/article/eu-fiscal-rules-a-look-back-and-the-way-forward.html>>.

Z hlediska konečné podoby revize fiskálních pravidel SGP lze za nejrealističtější považovat variantu, v níž dojde k dílčím parametrickým změnám některých kritérií. Obsahově by se tyto změny mohly blížit spíše německému non-paperu či pozici R. Beetsmy. Německo ostatně také signalizuje určitou vstřícnost vůči nejvíce zadluženým ekonomikám jižní Evropy, co se týče postavení „dvacetinového pravidla“, ovšem výměnou za zpřesnění užití všeobecné únikové doložky. Součástí diskuze bude téměř jistě také tlak na etablování prvků transferové unie či vytváření fiskální kapacity eurozóny.⁴⁰ S ohledem na kontroverznost tohoto tématu nelze vyloučit ani poptávku po spíše nekonvenčních způsobech řešení typu společného zadlužování po vzoru NGEU či nástrojů postavených mimo rámec práva EU.

⁴⁰ Tzv. transferová unie je pojmem, který nemá v diskuzích o dalším vývoji Hospodářské a měnové unie ustálenou definici. V principu by se ale jednalo o systém přímých rozpočtových transferů mezi členskými státy EU. Fiskální kapacita eurozóny by pak fakticky znamenala vytvoření separátního rozpočtu (buď coby speciální kapitoly rozpočtu EU či zcela samostatně stojící) pouze pro členské státy měnové unie, jejíž vznik spolu s funkcí „společného ministra financí“ například Francie v minulosti již požadovala.

II.3 MĚNOVÝ KURZ: POLŠTÁŘ TLUMÍCÍ ŠOKY, NEBO JEJICH ZDROJ?

Zpráva ze semináře pořádaného Českou národní bankou

Jan Brůha

Jedním z klíčových témat pro vyhodnocení makroekonomických přínosů a nákladů přijetí společné měny je posouzení, zda kurz plní roli automatického stabilizátoru, či zda je naopak sám zdrojem dodatečných šoků. Této problematice se věnoval seminář „Měnový kurz: polštář tlumící šoky, nebo jejich zdroj?“, který 6. prosince 2021 uspořádala Česká národní banka. Prezentované příspěvky se zabývaly příčinami, charakterem a důsledky kurzových změn a kurzových režimů, čímž rozšířily znalosti klíčové pro vyhodnocení dopadů přijetí společné měny.⁴¹ V této kapitole představujeme vybrané příspěvky, které pokládáme z hlediska zaměření semináře za nejdůležitější.

Hlavní řečník semináře Paul de Grauwe (London School of Economics) ve svém vystoupení „Animal Spirits in the Foreign Exchange Markets“ prezentoval model s omezenou mírou racionality ekonomických agentů, kteří tvoří svá očekávání o kurzovém vývoji na základě volby mezi několika jednoduchými prognostickými pravidly. Interakce mezi těmito subjekty pak dle tohoto modelu může vést k chaotické dynamice kurzu a k dlouhodobým odchylkám kurzu od jeho fundamentální rovnováhy. V dynamice kurzu tak může docházet ke střídání období, kdy se kurz vyvíjí podle fundamentální rovnováhy, a období, kdy je od ní velmi vzdálen.

Xing Guo (Bank of Canada) ve svém příspěvku „Monetary Policy and Redistribution in Open Economies“ představil model malé otevřené ekonomiky s heterogenními domácnostmi. Tento model byl použit pro vyhodnocení dopadů externích šoků na ekonomiku při různých kurzových režimech. Potvrdil závěr předchozí literatury, že v režimu pevného kurzu jsou makroekonomické veličiny kolísavější než v situaci, kdy může kurz fungovat jako automatický stabilizátor. Nad rámec existující literatury však model ukázal, že v režimu pevného kurzu mají šoky do zahraniční poptávky nižší dopady na nerovnost mezi domácnostmi dané země s pevným kurzem. Z pohledu kurzových režimů tedy existuje trade-off mezi stabilizací ekonomiky a dopady na nerovnost. Pokud tento závěr prokáží i další studie, bude dopad na nerovnost při opuštění plovoucího kurzu jedním z aspektů hodných pozornosti.

Volha Audzei (Česká národní banka) ve své prezentaci „Exchange Rate Dynamics and its Effects on Macroeconomic Volatility: Czech Republic and Selected CEE Countries“ popsala empirickou studii zaměřenou na roli kurzových šoků v makroekonomické volatilitě a na potenciál reálného kurzu tlumit šoky. Tato studie navázala na dřívější článek Audzei a Brázdík (2018), ovšem s rozšířeným datovým pokrytím zahrnujícím i období koronavirové pandemie. Aktualizovaná studie potvrdila závěry předchozího výzkumu, že reálný měnový kurz je důležitým tlumičem šoků v zemích bez nezávislé měnové politiky (např. Slovensko). V případě České republiky reálný kurz není zdrojem velkých šoků, ani jejich nejvýraznějším tlumičem, je však důležitým prvkem transmise. Hlavní roli tlumiče šoků zastává aktivní měnová politika (resp. nominální úrokové sazby a nominální kurz).

Paolo Cavallino (Bank for International Settlements) představil příspěvek „Fiscal Regimes and the Exchange Rate“ zabývající se reakcí kurzu na šoky v závislosti na tom, zda je veřejný dluh dané země udržitelný. Na základě empirických dat z Brazílie i na základě teoretického modelu článek demonstroval, že reakce kurzu na šoky i měnovou politiku může být v období fiskálních problémů odlišná, než jaká je v normálních časech udržitelného veřejného dluhu.

Eliás Albagli (Central Bank of Chile) ve svém příspěvku „UIP: A Partial Reconciliation from Event Studies“ také ukázal, že za určitých okolností se může kurzová reakce lišit od reakce implikované úrokovou paritou. Na základě empirických dat předvedl, že rovnice nepokryté úrokové parity funguje dobře v klidných obdobích. Nicméně v obdobích zvýšené nejistoty na trzích může kurz reagovat na šoky odlišně.

Výzkum prezentovaný na semináři vede k závěru, že k problematice kurzu jako zdroje či tlumiče šoků je nutno přistupovat s rozvahou a nadhledem. Poslední dva zmíněné příspěvky ukázaly, že reakce kurzu může být v případě určité stresové makroekonomické situace odlišná od normálních časů. To ovšem znamená, že za určitých podmínek (jako nezodpovědná fiskální politika či zvýšená nejistota) může kurz ztratit svoji roli automatického stabilizátoru. Na jeho stabilizační roli tedy nelze automaticky spoléhat. Analýzy týkající se změny kurzových režimů (včetně opuštění vlastní měny) by tudíž měly brát do úvahy skutečnost, že míra, jakou plovoucí kurz plní stabilizační funkci, může záviset na aktuální situaci (klidné versus ekonomicky nestabilní období) a na kvalitě a konzistenci celého hospodářsko-politického mixu. Rovněž distribuční dopady a heterogenita agentů mohou mít netriviální implikace pro vyhodnocení přínosů různých

⁴¹ Výzkum v dané oblasti má relevanci nejen pro přijetí společné měny, ale je důležitý i pro nezávislou měnovou politiku. Pro vhodné nastavení měnověpolitických podmínek je totiž nezbytné věnovat značnou pozornost kurzovým pohybům, interpretovat jejich zdroj a hledat odpověď na otázku, zda je daný kurzový pohyb fundamentální či nikoliv.

kurzových režimů. Také aplikace poznatků z oblasti omezené racionality ekonomických agentů může ovlivnit pohled na roli kurzu jako zdroje či tlumiče šoků.

Je zřejmé, že teoretická makroekonomie ani aplikované modelování neřekly v oblasti role měnového kurzu jako automatického stabilizátoru své poslední slovo. Díky uspořádanému semináři byly v ČNB prezentovány nové a pozoruhodné příspěvky týkající se této oblasti. Prezentace, s jejichž zveřejněním jejich autoři souhlasili, jsou k dispozici na [internetových stránkách](#) semináře.⁴²

⁴² <<https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/exchange-rate-a-shock-absorber-or-a-shock-generator/>>

II.4 FLEXIBILITA TRHU A MĚNOVÁ INTEGRACE

Zpráva ze semináře pořádaného Českou národní bankou

Jan Brůha

Přijetí společné měny znamená ztrátu jednoho z důležitých makroekonomických přizpůsobovacích mechanismů. Je tedy spojeno s otázkou, zda dostatečně flexibilní trhy mohou tuto ztrátu do určité míry nahradit, resp. jak tato ztráta ovlivní reakce ekonomik na negativní šoky. Vztahu mezi regulací, flexibilitou trhů a měnovou integrací se věnoval seminář, který se 28. června 2022 uskutečnil v České národní bance. Tato kapitola shrnuje vybrané příspěvky, které na semináři zazněly.

Hlavní přednášku „Labour Markets and Structural Reforms: Regulation and Flexibility“, která se týkala vztahu mezi evropskou integrací, strukturálními reformami a jejich dopady na evropské ekonomiky, přednesl Nauro F. Campos (University College London). Představil v ní jak dosavadní poznatky popsané v literatuře, tak i výsledky vlastního výzkumu. Podle teoretické literatury může vstup na jednotný evropský trh podpořit motivaci ke strukturálním reformám tím, že zvyšuje mezinárodní konkurenci u obchodovatelného zboží. Vstup na jednotný trh zároveň poskytuje legislativní rámec pro tyto reformy. Přijetí společné měny pak na jedné straně může – vlivem ztráty možnosti kompetitivní devalvace – motivovat k reformám usilujícím o vyšší flexibilitu trhů, na druhou stranu však může od reformem odrazovat, zejména z důvodu jejich vyšších nákladů (v měnové unii je totiž obtížnější podpořit agregátní poptávku jako určitou kompenzaci reformem). Předchozí empirická literatura došla k závěru, že jak vstup na jednotný trh EU, tak přijetí eura vedly k reformám na trhu zboží, nikoliv však k reformám na trhu práce. Větší vliv přitom měl vstup do eurozóny. Nauro F. Campos však ve svém vlastním výzkumu (využívajícím vylepšené indikátory pro měření reformem) došel k závěru, že obě fáze evropské integrace přispěly jak k reformám trhu zboží, tak i trhu práce, a že větší efekt měl naopak vstup na jednotný trh. Závěr přednášky byl věnován ekonomickým dopadům strukturálních reformem. Ty je obtížné odhadnout z důvodu složitého měření, obtížné ekonometrické identifikace (např. vliv zpoždění, možnost zvratu reformem, problém toho, že reformy bývají často implementovány v krizových letech) a z důvodu heterogenních dopadů reformem. Podle autora nicméně existuje evidence, že reformy napomáhají ke zvyšování produktivity, jejich dopad se však mezi zeměmi liší.

Jan-Egbert Sturm (KOF Swiss Economic Institute) ve své prezentaci „Why are Political Budget Cycles Larger in Monetary Unions?“ představil model z oblasti teorie her, s jehož využitím zkoumal interakci fiskální a měnové politiky. Ukázal, že v měnové unii existuje větší prostor pro předvolební fiskální expanzi než v zemi se samostatnou měnovou politikou. Důvod spočívá v tom, že v zemi se samostatnou měnovou politikou může na vládě nezávislá centrální banka cílující inflaci zpřísněním měnové politiky potlačit vliv politicky motivované fiskální expanze na inflaci i agregátní poptávku. Naopak společná centrální banka měnové unie nemůže plně reagovat na proinflační vliv politicky motivované fiskální expanze vlády jedné členské země, neboť cíluje celkovou inflaci celé unie. V měnové unii jsou tedy fiskální pravidla pro udržitelnost veřejných financí více potřebná než v zemích se samostatnou měnovou politikou. Příspěvek ukázal také empirickou evidenci podporující implikace popsání teoretického modelu.

Christian Proebsting (KU Leuven) v příspěvku „Quantifying the Benefits of Labor Mobility in a Currency Union“ zkoumal náklady omezené mobility práce v měnové unii pomocí DSGE modelu kalibrovaného na eurozónu. Data ukazují, že mobilita pracovníků v eurozóně je nižší než v USA, zatímco volatilita nezaměstnanosti je v eurozóně vyšší. Zvýšení mobility práce v eurozóně by volatilitu nezaměstnanosti snížilo a zvýšilo by celkový blahobyt. Na druhou stranu nárůst blahobytu by byl velmi nerovnoměrně rozprostřen mezi jednotlivými zeměmi.

Jan Brůha (ČNB) se ve svém vystoupení s názvem „Macroeconomic Resilience in the European Union: The Role of Regulation, Institutions and Common Currency“ zabýval determinanty odolnosti zemí EU vůči negativním šokům. V první části svého příspěvku shrnul předchozí výzkum ČNB (Brůha a Babecká Kucharčuková, 2017), který empiricky zkoumal odolnost zemí EU v průběhu krizových let 2009 a 2010. Dle tohoto výzkumu byly negativní efekty globální ekonomické a finanční krize na HDP a trh práce nízké v zemích s dostatečným fiskálním prostorem (předkrizový dluh nižší než 60 % HDP) a s vysokou kvalitou vládnutí. Naopak to, zda země má nebo nemá euro, nebylo pro dynamiku HDP a trhu práce v průběhu krizových let podstatné. Druhá část jeho vystoupení popisovala replikaci této empirické analýzy pro období pandemie covid-19. Jeho výsledky potvrdily předchozí závěry o tom, že dostatečný fiskální prostor a kvalita vládnutí snižovaly negativní dopady pandemie na trh práce, přičemž vliv společné měny se opět neprokázal. Na rozdíl od globální ekonomické a finanční krize jsou rozdílné dopady pandemie na trh práce v jednotlivých zemích vysvětlitelné i odlišnou strukturou ekonomik.

Přednesené příspěvky ukázaly, že pro vyhodnocování dopadů členství v měnové unii jsou otázky spojené s flexibilitou trhů velmi důležité. Ztráta některých přizpůsobovacích mechanismů po vstupu do měnové unie může být alespoň částečně kompenzována jinými nástroji (zvýšením mobility výrobních faktorů, fiskálními pravidly, kvalitou vládnutí). Příspěvky i diskuze v rámci semináře také poukázaly na to, že v této oblasti existují stále nedostatečně probídaná témata, mezi kterými vyniká zejména otázka distribučních efektů členství v měnové unii (tj. rozdílných dopadů členství na jednotlivé země nebo sektory). Prezentace ze semináře jsou k dispozici na [internetových stránkách](https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/market-flexibility/) ČNB.⁴³

⁴³ <<https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/market-flexibility/>>

II.5 SLOVENSKO JAKO ČLEN EUROZÓNY – POHLED OPTIKOU SHLUKOVÉ ANALÝZY

Soňa Benecká

Během dluhové krize se v eurozóně zvýraznily ekonomické rozdíly mezi členskými zeměmi eurozóny. Shluková analýza s ukazateli konvergence ukazuje, že zatímco se od jádrových zemí oddělilo jižní křídlo dluhovou krizí více zasažených států, nově přistoupivší země včetně Slovenska vytvořily křídlo východní, které má výrazný potenciál pro další konvergenci k vyspělejším ekonomikám eurozóny. Slovenská ekonomika roste – podobně jako země Pobaltí – rychleji než ostatní země eurozóny. Zásadní roli hraje konvergence přes cenovou hladinu.

Slovensko vstoupilo do eurozóny jako první země tzv. Visegrádské čtyřky již v lednu 2009. Rychlý vstup do eurozóny, ke kterému se Slovensko zavázalo již během přístupových jednání o vstupu do samotné EU, byl součástí reformní strategie na podporu hospodářského rozvoje po transformačním šoku z devadesátých let. Přijetí eura bylo vnímáno jako možnost více těžit z výhod jednotného trhu díky zesílenému přílivu zahraničního kapitálu a urychlenému růstu produktivity. Podle Žúdel a Melioris (2016) měl vstup Slovenska do eurozóny jednoznačně pozitivní efekt, neboť podle jejich odhadů byl v roce 2011 HDP Slovenska o 10 % vyšší přímo v důsledku přijetí eura, než kdyby k němu nedošlo. Autoři však zároveň uznávají, že přijetí eura vedlo také k hlubší recesi v krizovém roce 2009.

Slovensko nevstoupilo do homogenního svazku zemí – eurozóna se během dluhové krize stala ekonomicky roztržštěnou. Tématu ekonomické nesladěnosti v Evropě jsme se věnovali v boxech Analýz sladěnosti v letech 2014 a 2015.⁴⁴ Existenci více skupin z hlediska ekonomických charakteristik v rámci eurozóny ale potvrzuje i řada dalších studií, v jejichž závěrech lze nalézt mírné odlišnosti v závislosti na zvolených kritériích pro určení skupin. Například Irac a Lopez (2015) v datech dobře identifikují skupinu jižních zemí (Řecko, Itálie, Španělsko, Portugalsko). Podle této studie stojí za existencí skupin zejména strukturální rozdíly, které bohužel nemají tendenci se v čase zmenšovat. Jiné studie braly více v potaz ekonomický vývoj v jednotlivých zemích (např. Haynes a Haynes, 2016).

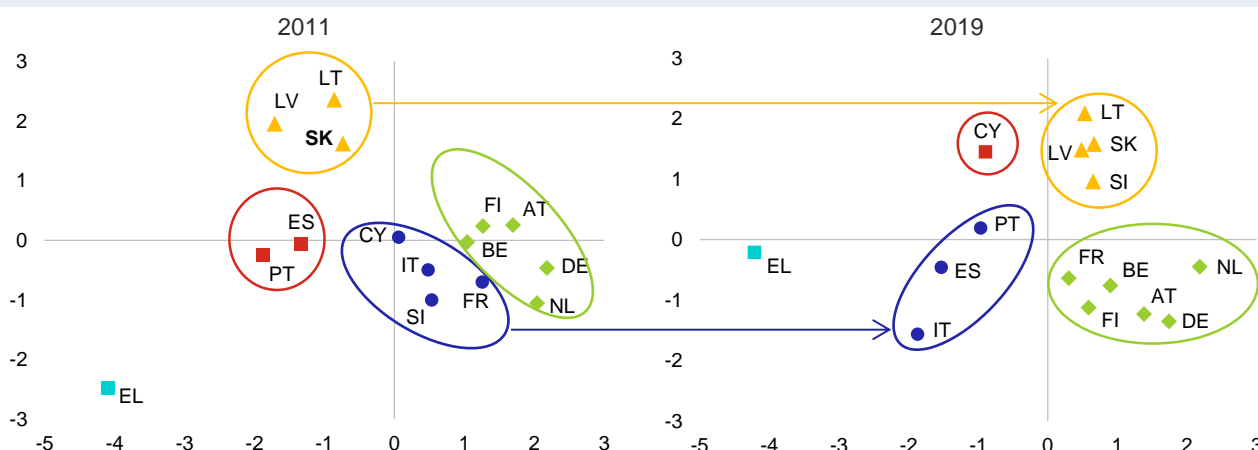
Výsledky shlukové analýzy řadí Slovensko do východního křídla, které se ekonomicky přibližuje severním ekonomikám eurozóny. Podobně jako ve výše zmíněných boxech dřívějších Analýz sladěnosti jsme provedli shlukovou analýzu s několika ukazateli konvergence (HDP na hlavu v paritě kupní síly, růst HDP, inflace, nezaměstnanost, výnos dlouhodobých dluhopisů).⁴⁵ Její výsledky jsme propojili s analýzou hlavních komponent (Graf 1). Shluková analýza našla několik významných skupin uvnitř eurozóny, kterým jsme přiřadili orientační názvy podle geografické polohy v Evropě bez požadavků na dokonalou přesnost. Mezi stabilní *severní země* (zvané též jádro eurozóny) patří Belgie, Finsko, Německo, Nizozemsko, Rakousko (v grafu zelená skupina). Francie byla dluhovou krizí zasažena více, ale v roce 2019 ji již také nacházíme mezi severními ekonomikami eurozóny. Ze shluku ostatních zemí mimo jádro se v průběhu dluhové krize vydělily *země jižního křídla* (Itálie, Kypr, Portugalsko, Řecko, Španělsko), nesetřvaly však ve společné skupině. Zatímco Itálie, Španělsko či Portugalsko (v grafu modrá skupina v roce 2019) se ekonomicky začaly severním zemím opět přibližovat, Řecko a Kypr v této tendenci zaostávají. Přibližování k severním zemím naopak zrychlilo v případě *východního křídla* (žlutá skupina), kam se ke Slovensku a Pobaltí nově přiřadilo i Slovensko. V roce 2019 se toto východní křídlo přiblížilo k severním zemím blíže než jižní země, což je patrné i z detailnějších dendrogramů. Toto zjištění odpovídá rovněž výsledkům studie Irac a Lopez (2015) a k podobným závěrům dochází i např. Haynes a Haynes (2016).

⁴⁴ Analýzy sladěnosti 2014 – Box 1: *Ekonomická sladěnost v zemích eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy*: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategicke_dokumenty/analyzy_sladenosti_2014.pdf>.

a Analýzy sladěnosti 2015 – Box 1: *Strukturální sladěnost zemí eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy*: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategicke_dokumenty/analyzy_sladenosti_2015.pdf>.

⁴⁵ Z důvodu nedostatku a značné volatility dat jsme z analýzy vyloučili Maltu, Estonsko a Irsko. Lze však na menším vzorku ukázat, že Estonsko by patřilo do shluku východního křídla, zatímco zbývající dvě země by analýza identifikovala jako odlehlá pozorování, podobně jako Řecko či Kypr. Pro jednoduchost analýza srovnává pouze roky 2011 a 2019 (tedy období před nástupem koronavirové pandemie), přičemž podobné trendy zde popsání lze nalézt rovněž v dendrogramech (grafických znázorněních hierarchického shlukování) za jednotlivé roky 2009–2021 (tedy včetně pandemického období), které jsou na vyžádání u autorky.

Graf 1: Posun ve složení a blízkosti shluků zemí eurozóny mezi lety 2011 a 2019

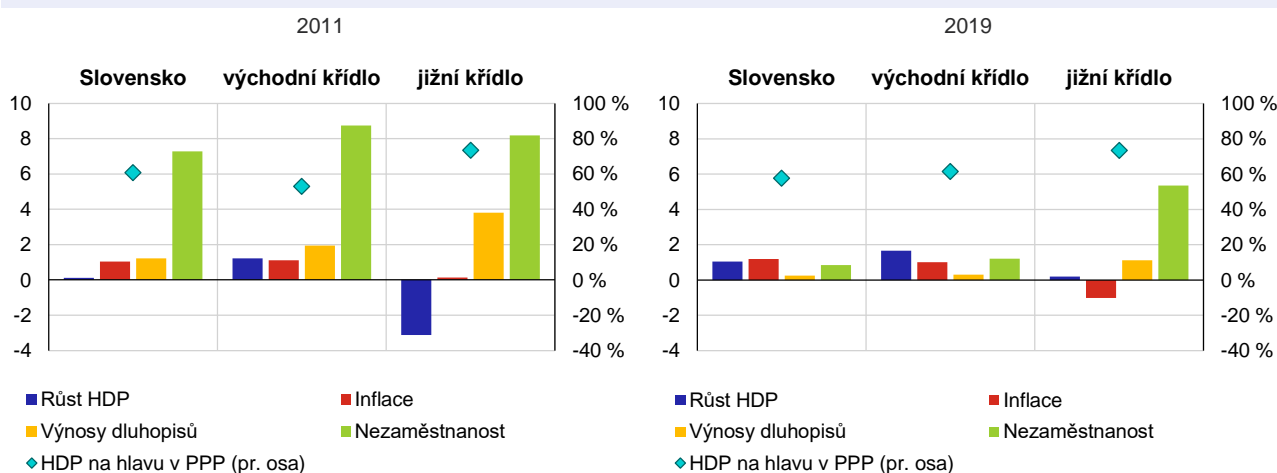


Pozn.: Barvy označují jednotlivé shluky identifikované shlukovou analýzou. Osy X a Y značí první dvě hodnoty z analýzy hlavních komponent, která v obou letech vysvětlovala více než 77 % variability v datech.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Přibližování východního křídla k severním zemím eurozóny potvrzuje i detailní pohled na jednotlivé ukazatele konvergence v identifikovaných skupinách. Ten ukazuje, že ekonomiky východního křídla v průměru rostly rychleji než sever, zatímco jižní země dosáhly srovnatelného růstu HDP jako v severních zemích jen v některých letech. Jak ukazuje Graf 2, růstový diferenciál východního křídla v letech 2011 i 2019 přesáhl 1 procentní bod. Rychleji rostoucí východní země měly zároveň podstatně nižší HDP na hlavu v paritě kupní síly než severní země, docházelo zde tedy k tzv. beta konvergenci. To však již neplatí pro jižní státy. Východní země také zaznamenaly rychlejší pokles nezaměstnanosti k úrovním, které pozorujeme v severních zemích. Výnosy jejich vládních dluhopisů se již v roce 2018 přiblížily průměru pro severní země, zatímco mezi výnosy dluhopisů jižního křídla a severních zemí přetrvává výraznější kladné rozpětí. Od roku 2017 je ale u východních zemí patrné vzvednutí inflace, takže inflační diferenciál vůči severním zemím je kladný. Silnější je tento efekt pro Slovensko, kde je patrný také nevelký diferenciál míry nezaměstnanosti při zpomaleném růstu reálného HDP.

Graf 2: Odchytky indikátorů konvergence podle shluků od skupiny severních zemí



Pozn.: Hodnoty označují rozdíl průměrné hodnoty ukazatele dané skupiny od průměru severních zemí, v případě HDP na hlavu v PPP vyjadřují podíl na průměru severních zemí (pravá osa). Východní křídlo zahrnuje Litvu, Lotyšsko a Slovensko, jižní křídlo Itálii, Portugalsko a Španělsko.

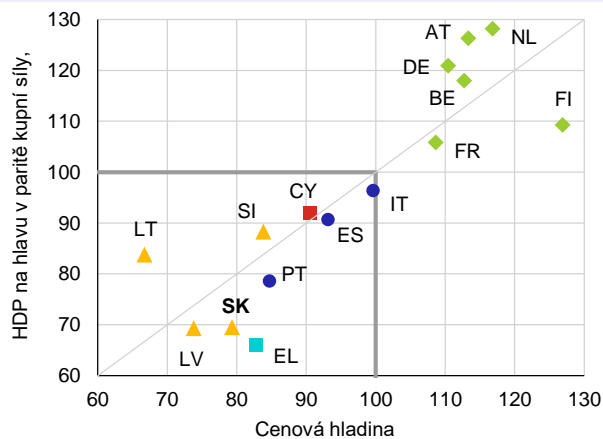
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Za rozdílným vývojem východního a jižního křídla eurozóny nestojí pouze odlišná struktura jejich ekonomik či sladěnost hospodářských a finančních cyklů, ale také různá míra akumulace veřejného dluhu. Východní ekonomiky eurozóny jsou strukturálně blíže severním zemím (výroba/služby s vyšší přidanou hodnotou) než jižní křídlo (turismus, zemědělství). K podobným závěrům dochází i Boltho (2020). Po globální finanční krizi sice země východního křídla zažily těžkou recesi, ale vzhledem k nižšímu zadlužení nebyly východoevropské vlády nuceny k tak razantním úsporám, jaké postihly Itálii, natož Řecko, Španělsko a Portugalsko. Zatímco jižní země ztratily vnější konkurenceschopnost a negativně pocítily i přesměrování toků přímých zahraničních investic, na východě se kvalita institucí a podpora podnikání zlepšovala (Boltho, 2020). Podniky ve východním křídle se staly součástí hodnotových (výrobních a dodavatelských) řetězců v rámci eurozóny a vlastnická provázanost ve finančnictví a jednotná měnová politika současně přispěly k většímu sladění ekonomického a finančního cyklu. Potenciál pro konvergenci východního křídla k severnímu se tak dále zvětšil.

Prostor pro reálnou i nominální ekonomickou konvergenci zemí východního křídla je stále značný. V roce 2019 byl průměrný HDP na hlavu východního křídla pouze na úrovni 77 % průměru 27 zemí EU (Graf 3), přičemž v Lotyšsku a na Slovensku nedosahoval ani 70 %. Tahounem z pohledu reálné konvergence je v této skupině Litva. Slovensko sice v prvních letech po vstupu do eurozóny zaznamenalo růst HDP na hlavu, ale v posledních letech je významnější dynamika cenové hladiny.⁴⁶ To je v souladu s předchozím očekáváním Slovenské národní banky (NBS),⁴⁷ že v důsledku přijetí eura dojde ke ztrátě tlumicího efektu posilování slovenské koruny na inflaci. NBS před vstupem Slovenska do eurozóny odhadovala, že dlouhodobý diferenciál v meziročním růstu cen na Slovensku vůči EU bude dosahovat 1,2 procentního bodu. V důsledku silné recese na začátku minulé dekády byl diferenciál v inflaci Slovenska vůči severním zemím výrazně záporný, ale v letech 2018 a 2019 se již vyšplhal nad 1 procentní bod. Slovenská cenová hladina přitom v roce 2021 dosahovala stále pouze necelých 81 % průměru EU.

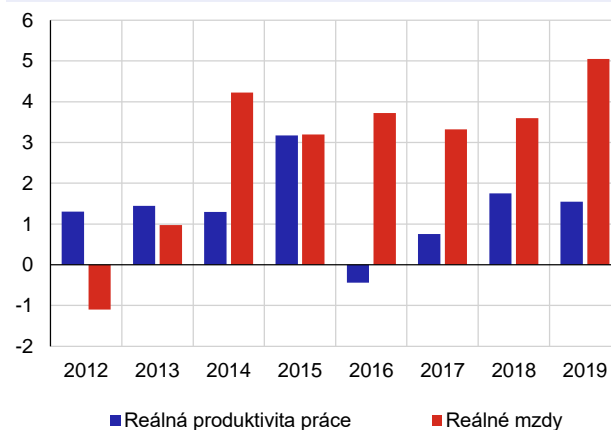
V případě Slovenska lze očekávat pokračování nominální konvergence. V její prospěch hovoří především situace na domácím trhu práce. Zatímco po vstupu do eurozóny byl na Slovensku dominantní růst produktivity při nízkém růstu reálných mezd, v období před vypuknutím pandemie byl (podobně jako u dalších zemí východního křídla) pokles nezaměstnanosti doprovázen vyššími mzdovými požadavky. Podle údajů slovenského statistického úřadu růst reálných mezd v průměru za roky 2016 až 2019 převyšoval růst produktivity více než dvojnásobně (Graf 4).

Graf 3: Konvergence v eurozóně (2019, EU27=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 4: Meziroční růst reálných mezd a produktivity na Slovensku (v %)



Zdroj: Eurostat, Statistický úřad SR, výpočet ČNB

⁴⁶ Při srovnání dat pro konvergenci v čase je v případě Slovenska nutná obezřetnost, protože skok v cenové hladině souvisí se změnou vah v roce 2019 a nemá ekonomickou interpretaci.

⁴⁷ Výpočty slovenské centrální banky ohledně dlouhodobého vývoje inflace po přijetí eura lze nalézt v Boxu 1: https://www.nbs.sk/img/documents/biatec/bia09_08/9_1.pdf.

II.6 INFLAČNÍ TRENDY VYBRANÝCH EVROPSKÝCH ZEMÍ A EKONOMICKÁ KONVERGENCE

Michal Franta a Ivan Sutóris

Pochopení vztahu mezi nominální konvergencí, resp. obecněji ekonomickou konvergencí, a inflačním trendem je důležité pro diskuzi o možných příčinách divergence inflace zemí v měnové unii a změnách inflačního trendu po vstupu země do měnové unie. Pohled na inflační trendy vybraných evropských ekonomik za více než dvě poslední dekády naznačuje, že ekonomická konvergence inflační trend ovlivňuje, ale ani u zemí zakládajících eurozónu, ani u zemí, které do ní vstoupily později, nevedla k problematickému inflačnímu vývoji.

Ekonomická konvergence představuje dlouhodobý proces dohánění vyspělých ekonomik méně rozvinutými zeměmi, který je spojený se strukturálními změnami konvergujících ekonomik.⁴⁸ Její součástí je přibližování cenové hladiny konvergujících ekonomik k cenové hladině vyspělejších zemí. Ta může probíhat přes posilování nominálního kurzu nebo skrze vyšší inflaci v dohánějící zemi, případně kombinací obojího. Odráží se tedy, i v závislosti na kurzovém režimu dané ekonomiky, v dlouhodobém inflačním trendu. Ten lze odhadnout na základě modelů rozkládajících pozorovanou inflaci na trend a cyklickou složku.⁴⁹ Jedná se o odlišný přístup než v modelech, které inflační trend předpokládají.

Odhadnuté inflační trendy představují vhodný základ pro ekonomické úvahy zabývající se inflačními diferenciály v Evropské unii a jejich implikacemi pro přijetí společné evropské měny.⁵⁰ Inflační trendy vybraných evropských ekonomik zobrazuje Graf 1.⁵¹ Země jsou přitom rozděleny do tří skupin: *a) země zakládající eurozónu* – EA11 (Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Rakousko a Španělsko), včetně průměru jejich inflačních trendů, který je v našich úvahách použit pro zachycení celoevropských dlouhodobých inflačních vlivů (trendů), *b) země, které do eurozóny vstoupily později* a které v některé části sledovaného období konvergovaly (Slovensko a Slovinsko), *c) ekonomiky, které prozatím nevstoupily do eurozóny* a které konvergovaly či stále konvergují (Česká republika, Maďarsko a Polsko).

U zakládajících členů eurozóny se inflační trendy pohybují v poměrně úzkém pásu. Znatelný je společný dlouhodobý vývoj stejný pro všechny sledované ekonomiky, který interpretujeme jako společný evropský inflační trend. Tento trend vychází z výrazného propojení jak evropských reálných ekonomik, tak finančních trhů a odráží i globální ekonomickou situaci.⁵²

Slovensko a Slovinsko ve sledovaném období vykazují nejprve dlouhodobý pokles inflačních trendů, který se však kolem roku 2015 zastavil. Inflační trend je pro větší část sledovaného období vyšší na Slovensku, což je konzistentní s výraznějším pozorovanou ekonomickou konvergencí slovenské ekonomiky v porovnání se Slovinskem (slovenská ekonomika byla v roce 1998 na 45 % průměru EU15⁵³ v ekonomické úrovni a postupně konvergovala k přibližně 65 % v roce 2021, slovinská ekonomika konvergovala ze 70 % průměru EU15 v roce 1998 k 85 % v roce 2021).⁵⁴ Obrat

⁴⁸ Literatura rozebírá zejména změny v rozdílech produktivit mezi ekonomikami a změny v jejich otevřenosti – viz například Lein-Rupprecht a kol. (2007).

⁴⁹ Jedná se o modely nepozorovaných komponent se stochastickou volatilitou (unobserved component stochastic volatility models) vycházející z článku Stock a Watson (2007). Nedávné aplikace tohoto modelového přístupu pro zkoumání inflace lze nalézt v Cecchetti a kol. (2017) pro USA, Forbes a kol. (2019) pro Velkou Británii a Correa-López a kol. (2019) pro země eurozóny. Franta a Sutóris (2020) aplikují tento přístup na českou inflaci.

⁵⁰ Odhadované trendy inflace představují teoreticky přesnější východisko úvah než průměr pozorované inflace za arbitrárně zvolené období. Tyto dvě veličiny se mohou poměrně výrazně lišit, jak ukazuje například průměr pozorované inflace po vstupu Slovenska do eurozóny, který je o 0,6 p. b. nižší než průměr inflačního trendu. Úvahy o dlouhodobých změnách inflace po vstupu Slovenska do eurozóny založené pouze na pozorované inflaci by tak mohly být nepřesné.

⁵¹ K odhadům inflačních trendů vybraných evropských zemí byla použita specifikace modelu z Franta a Sutóris (2020), která předpokládá stochastickou volatilitu pouze v cyklické složce inflace, nikoliv v inflačním trendu. Výběr zemí je dán jednak předmětem úvah tohoto článku, ale i vhodností modelu pro odhad trendu pro konkrétní zemi. Nejsou tedy například zahrnuty Pobaltské země, které většinu sledovaného období měly kurz zafixovaný k euru (příp. k německé marce nebo ke koši měn) a nelze tedy zkoumat změny inflačního trendu po „vypnutí“ kurzového kanálu nominální konvergence. Z podobných důvodů nejsou zahrnuty ani Malta a Kypr. Analýza dále neobsahuje například Rumunsko, pro které je předpoklad konstantní volatilitity trendu nevhodný. Inflační trendy byly (s ohledem na dostupnost dat a vysokou volatilitu inflace v předcházejících letech) odhadnuty pro období 1998Q1–2022Q1.

⁵² Rostoucí roli globálních faktorů pro inflační proces a možné kanály působení globalizace na stálou složku inflace diskutují Attinasi a Balatti (2021) a Forbes (2019).

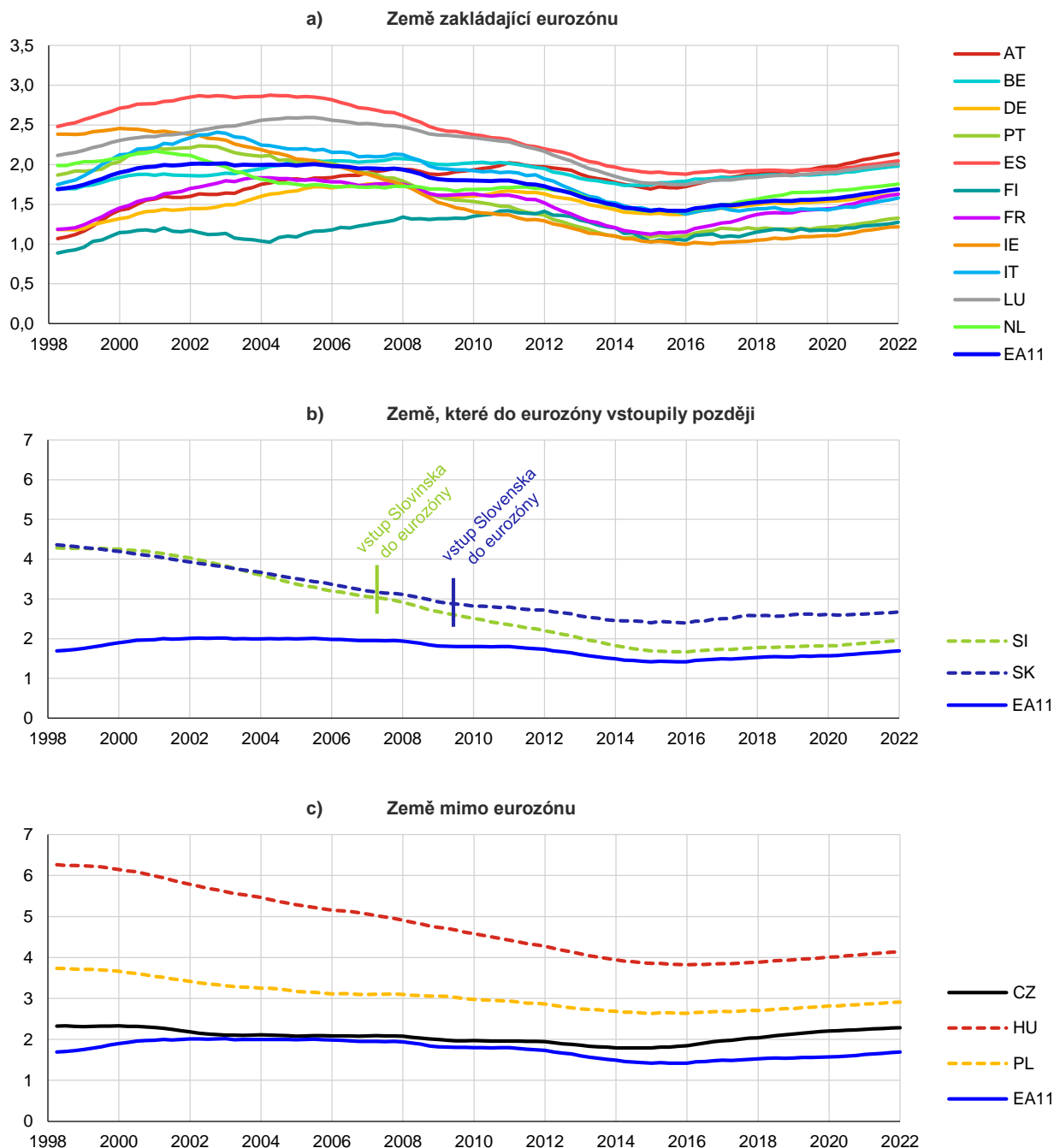
⁵³ Evropskou unii tvořilo (od roku 1995 do jejího velkého rozšíření v roce 2004) těchto 15 zemí: Belgie, Dánsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemí, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Spojené království, Španělsko a Švédsko.

⁵⁴ Za míru ekonomické konvergence bereme hrubý národní disponibilní důchod na obyvatele v PPS (purchasing power standards), který je jako míra reálných zdrojů, jež mohou rezidenti použít na spotřebu nebo investice, používán pro zachycení reálné konvergence (viz například Kábrt a kol., 2021). Zároveň využíváme blízkého vztahu reálné a nominální konvergence novějších členů EU tak, jak je

inflačních trendů v roce 2015 u obou zemí je plně synchronizován s obratem společného inflačního trendu v zakladatelských zemích eurozóny. Nejde tedy o (zpožděný) důsledek projevů ekonomické konvergence po vstupu Slovenska a Slovinska do eurozóny, kdy jejich vstupem došlo k vypnutí kurzového kanálu konvergence cenových hladin a kdy by tedy kanál inflačního diferenciálu mohl být významnější. Inflační trend ovšem v obou ekonomikách zůstává mírně vyšší než průměr společného inflačního trendu eurozóny. To odráží pokračující konvergenci obou ekonomik.

Graf 1: Inflační trendy vybraných evropských zemí

(v %)



Pozn.: Inflace, ze které je extrahovaný trend, je analýzovaná sezonně očištěná mezičtvrtletní změna CPI.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

dokumentován v Kábrt a kol. (2021). Je zde sice ukázáno jisté rozvolnění tohoto vztahu po finanční krizi, ale pro účel zkoumání vztahu ekonomické konvergence a inflačního trendu nám tato míra postačí. Zdrojem dat hrubého disponibilního důchodu je Eurostat.

Středoevropské země, které nejsou členy eurozóny, vykazují inflační trendy odrážející jejich stupeň ekonomické konvergence a zároveň jejich inflační cíl. Česká republika byla od počátku sledovaného období ekonomickou úrovní nejbližší vyspělým ekonomikám (v roce 1998 na 60 % průměru EU15, v roce 2021 přibližně na 80 %). Maďarsko a Polsko se nacházely po celé období na nižších úrovních (okolo 40 % průměru EU15 v roce 1998 a 70 % v roce 2021). Polsko a Maďarsko tedy konvergovaly rychleji (a z nižších úrovní), což odpovídá vyšším inflačním trendům v porovnání s Českou republikou. Maďarsko navíc na počátku sledovaného období konvergovalo rychleji než Polsko, což je opět konzistentní s pozorovaným rozdílem trendů inflace v těchto dvou zemích. Současně lze pozorovat, že stanovené hodnoty inflačních cílů těchto zemí reflektovaly rozdílný potenciál k ekonomické konvergenci daný vzdálenostmi ekonomik od průměru EU15. Česká národní banka má od roku 2010 inflační cíl nastaven na 2 %, polská centrální banka od roku 2004 cíluje inflaci na úrovni 2,5 % a v Maďarsku je hodnota cíle od roku 2005 rovna 3 %.













Provedená analýza ukazuje, že ekonomická konvergence ekonomik se odráží v jejich inflačních trendech. Konvergující ekonomiky vykazují vyšší inflační trend, než je společný trend eurozóny. Země s vlastní měnovou politikou mohou ekonomickou konvergenci zahrnout do úvah o velikosti inflačního cíle, resp. u nich může nominální konvergence probíhat i skrze kurzový kanál (to podle zvoleného kurzového režimu). Nicméně u sledovaných zemí, které vstoupily do eurozóny (Slovensko a Slovinsko), nebyly po jejich vstupu výrazné dlouhodobé či náhlé změny v inflačních trendech spojené s ekonomickou konvergencí pozorovány. Možné vysvětlení je, že aktuální charakter ekonomické konvergence u těchto zemí by v případě jejich setrvání mimo eurozónu nebyl odražen v posilování nominálního kurzu, a tak vypnutí kurzového kanálu nominální konvergence nemá na inflační trend výrazný vliv.⁵⁵

⁵⁵ Tato tematická kapitola popisovala dlouhodobé inflační trendy. Pohled na aktuální inflační vlnu napříč evropskými zeměmi nabízí *Box 1: Plošnost a intenzita české inflace v evropském kontextu* Zprávy o měnové politice – léto 2022: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/boxy-a-clanky/Plosnost-a-intenzita-ceske-inflace-v-evropskem-kontextu/>.

III. CHARTBOOK

III.1 CYKlickÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

III.1.1 Přímé ukazatele sladěnosti

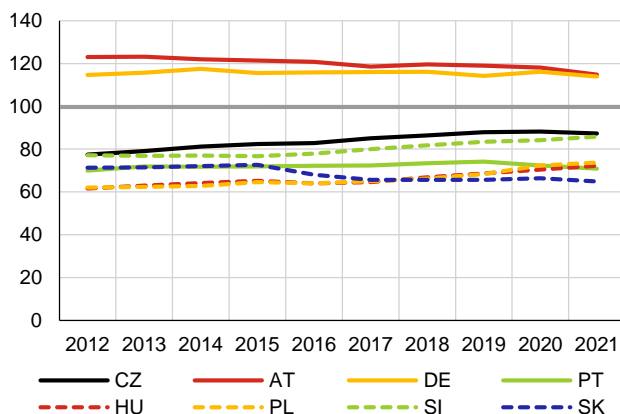
-  Reálná ekonomická konvergence⁵⁶
-  Konvergence cenových hladin a mezd
-  Sladěnost cyklického vývoje ekonomické aktivity ČR a eurozóny
-  Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
-  Obchodní provázanost s eurozónou
-  Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou
-  Vlastnická provázanost s eurozónou
-  Sladěnost finančního cyklu ČR a eurozóny
-  Konvergence úrokových sazeb k eurozóně
-  Volatilita kurzu české měny vůči euru
-  Sladěnost vývoje české koruny s eurem
-  Sladěnost finančních trhů

EKONOMICKÁ KONVERGENCE

Český HDP na hlavu v paritě kupní síly předstihuje země středoevropského regionu, odstup od vyspělejších zemí eurozóny ale zůstává značný. V loňském roce se navíc mírně vzdálil od průměru eurozóny.

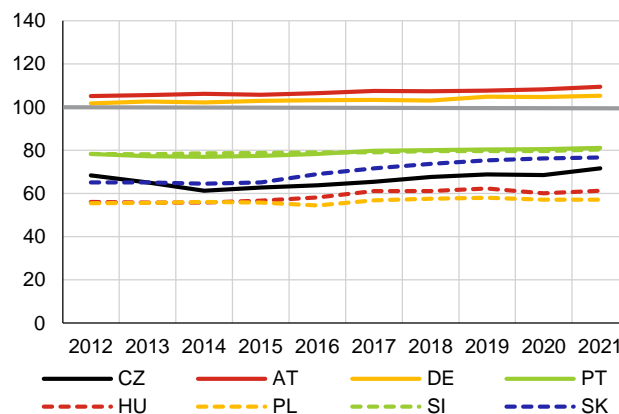
Odstup cenové hladiny českého HDP od vyspělých zemí eurozóny je ještě výraznější, v loňském roce však došlo k jeho mírnému zmenšení.

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



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Cenová hladina HDP
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁵⁶ Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Úvodu tohoto dokumentu.

Posílení reálného kurzu koruny vůči euru bylo v roce 2021 nejsilnější od roku 2008. Průměrné roční tempo zhodnocování reálného kurzu koruny za posledních deset let dosahuje 0,3 %.

Reálný kurz vůči euru na bázi HICP

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	101,0	97,8	92,3	93,2	94,4	97,8	100,6	101,9	100,7	105,9
AT	104,0	106,0	106,0	105,9	106,5	109,8	111,6	111,6	109,4	112,7
DE	102,9	100,9	101,0	101,0	100,9	102,2	103,0	104,6	103,3	105,1
PT	102,0	101,8	101,6	100,8	101,2	103,4	104,2	105,2	104,9	108,2
HU	99,3	97,1	93,0	92,5	92,3	93,7	91,9	92,1	86,9	88,3
PL	97,7	96,9	96,8	96,0	91,6	94,0	93,4	93,4	92,3	93,3
SI	102,5	102,7	102,1	101,6	100,9	100,7	101,5	103,1	103,7	105,1
SK	99,4	99,7	100,0	100,5	100,6	100,8	101,0	101,1	100,1	101,8

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálné úrokové sazby v České republice zůstaly v roce 2021 výrazně záporné, stejně jako ve všech sledovaných zemích.

Reálné tříměsíční úrokové sazby

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	-2,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-2,0	-0,7	-0,5	-2,4	-2,4
AT	-2,0	-1,9	-1,2	-0,8	-1,2	-2,5	-2,4	-1,8	-1,8	-3,2
DE	-1,6	-1,4	-0,6	-0,7	-0,6	-2,0	-2,2	-1,7	-0,8	-3,6
PT	-2,1	-0,2	0,4	-0,5	-0,9	-1,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4
HU	2,3	2,4	2,5	1,5	0,5	-2,2	-2,7	-3,1	-2,6	-4,1
PL	1,2	2,2	2,5	2,5	1,9	0,1	0,5	-0,4	-2,8	-4,7
SI	-2,2	-1,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,9	-2,2	-2,0	-0,1	-2,5
SK	-3,1	-1,2	0,3	0,3	0,2	-1,7	-2,8	-3,0	-2,4	-3,2

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

S posílením kurzu koruny české mzdy vyjádřené v eurech dále snížily svůj odstup od průměru eurozóny.

Průměrná mzda na zaměstnance v EUR

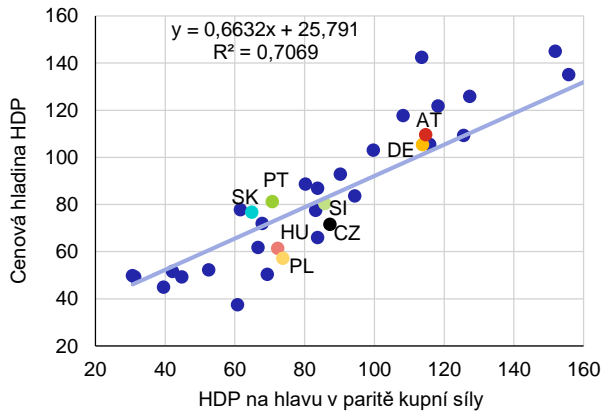
(EA=100)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	41,0	39,0	37,4	38,3	39,7	43,0	46,8	49,0	48,7	52,0
AT	105,3	105,9	106,5	107,0	108,5	108,3	109,1	109,7	110,9	110,4
DE	95,5	95,8	97,2	98,5	99,7	100,6	101,4	102,5	102,3	102,7
PT	50,6	51,5	50,0	49,5	49,5	49,7	50,6	51,8	52,6	52,3
HU	31,1	29,9	28,6	28,6	28,9	30,6	30,9	31,7	29,8	30,7
PL	30,6	30,5	30,8	31,1	30,8	32,9	34,8	36,2	36,1	36,8
SI	61,8	61,1	61,0	61,1	62,3	63,1	64,2	65,9	67,8	68,3
SK	36,8	37,1	37,4	38,2	38,7	39,9	41,4	43,3	44,5	45,6

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

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

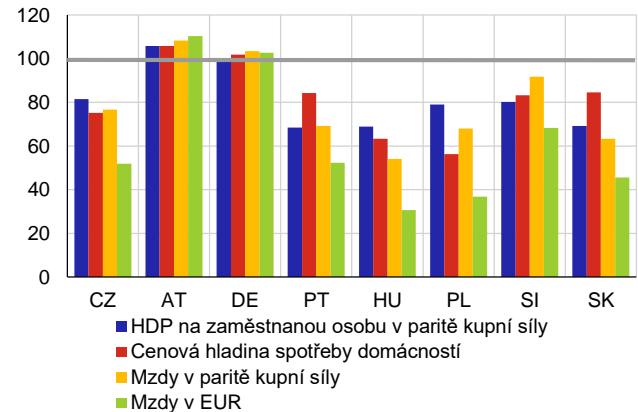
HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina
(2021, EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Mzdy v paritě kupní síly v České republice dosahují zhruba 77 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí 52 %.

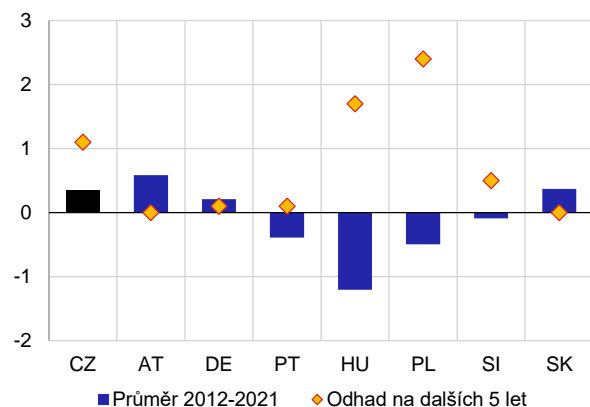
Další ukazatele dlouhodobé konvergence
(2021, EA=100)



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

Reálný kurz koruny v posledním desetiletí v průměru posílil o 0,3 % za rok. Do budoucna leží odhadované roční tempo jeho rovnovážného posilování poblíž jednoho procenta.

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

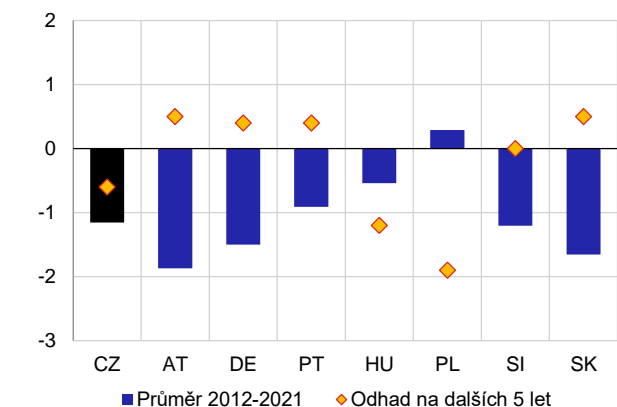


Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za roky 2012-2021. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě panelové regrese vztahující cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálné úrokové sazby v České republice by po přijetí eura byly nejspíš záporné. Záporné již 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 2012-2021 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 sazbě v eurozóně ve výši 0,5 %.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

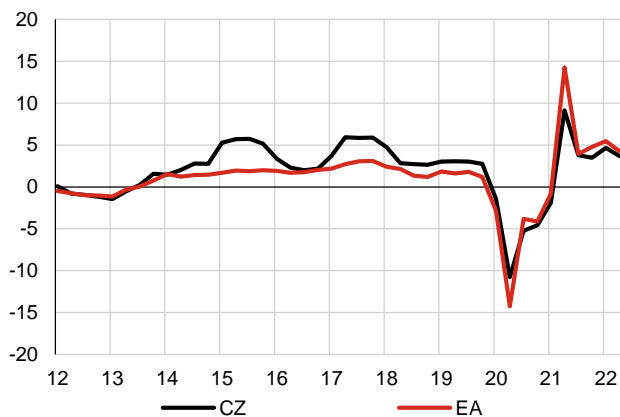
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

Tempo růstu české ekonomiky v posledních dvou letech mírně zaostává za tempem růstu ekonomiky eurozóny.

Reálný HDP

(mzr. v %)

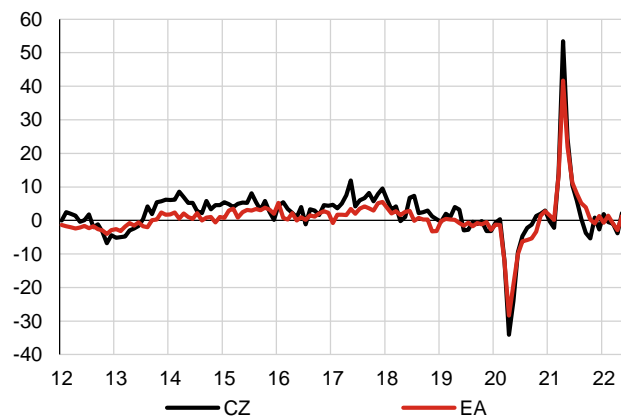


Zdroj: Eurostat

Růst průmyslové produkce, který se dlouhodobě pohyboval nad průměrem eurozóny, se v současnosti nachází na relativně nízkých hodnotách.

Index průmyslové produkce

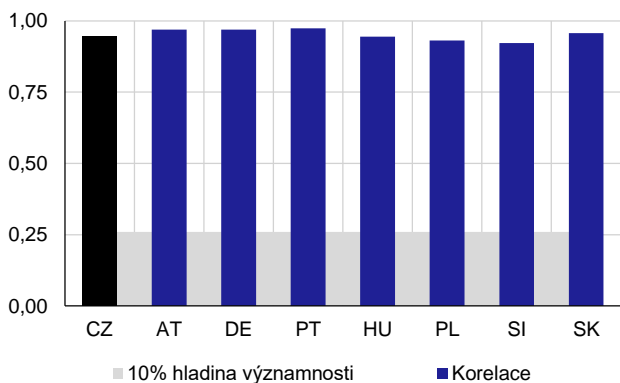
(mzr. v %)



Zdroj: Eurostat

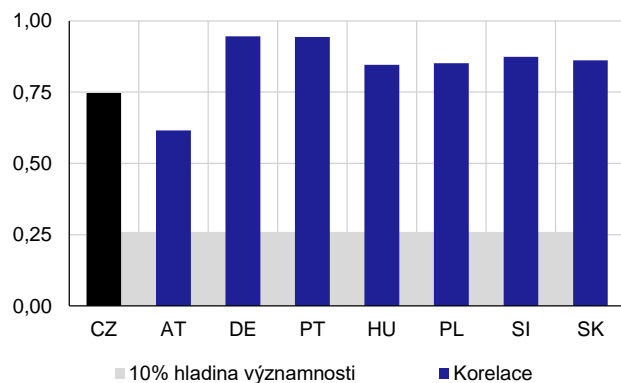
Ekonomické dopady společných externích šoků v podobě pandemie covid-19, války na Ukrajině a související energetické krize přispívají k vysoké míře naměřené korelace u všech srovnávaných zemí.

Korelační koeficienty HDP s eurozónou



Synchronizaci ekonomické aktivity pozorujeme také u vztahu exportů sledovaných zemí do eurozóny s HDP eurozóny.

Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny

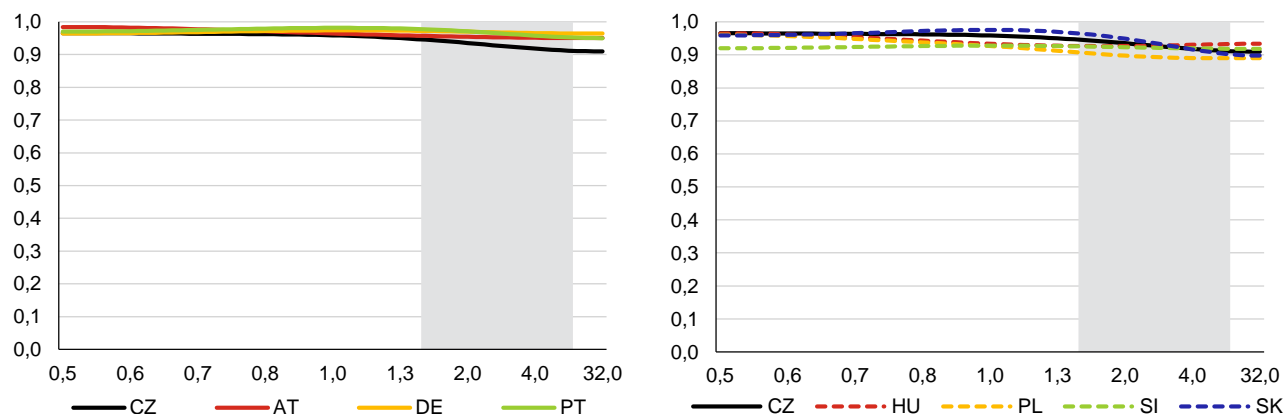


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezonně očištěných dat. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé oblasti grafu (tzn. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti).

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Vysokou míru sladěnosti hospodářské odezvy na šok indikují i hodnoty dynamických korelací ekonomických cyklů ve sledovaném pásmu 1,5 - 8 let.

Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou

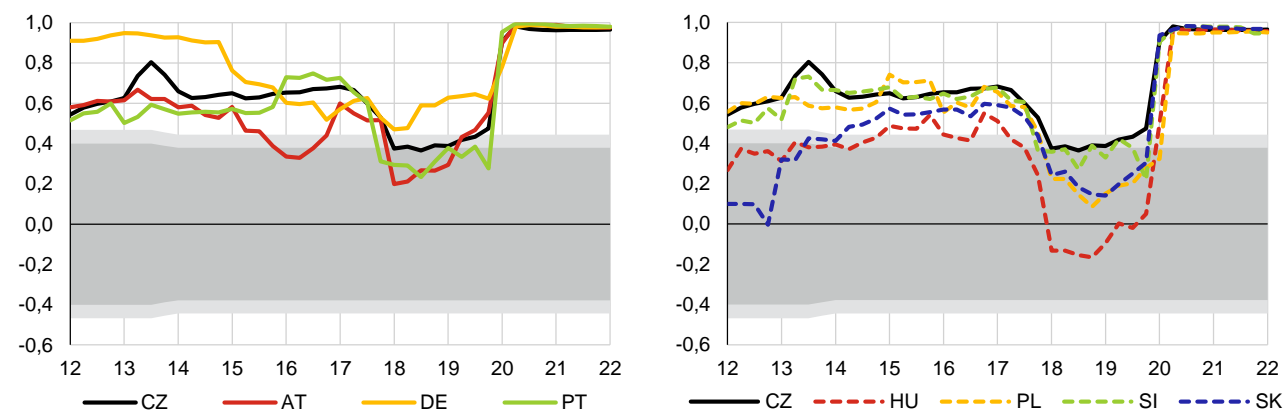


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezónně očištěných dat. Osa x je délka cyklu v letech. Šedá plocha vyznačuje sledované pásmo 1,5 až 8 let, kam svou časovou délkou zpravidla spadá typický hospodářský cyklus.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Z vývoje pětiletých klouzavých korelací ekonomické aktivity sledovaných zemí a eurozóny je zřejmé, že výrazný nárůst korelací nastal v roce 2020, kdy došlo k synchronizovanému poklesu aktivity v důsledku společného externího šoku (pandemie koronaviru). Současná vysoká hodnota korelace tak nemusí být důkazem dlouhodobé sladěnosti ČR a eurozóny.

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

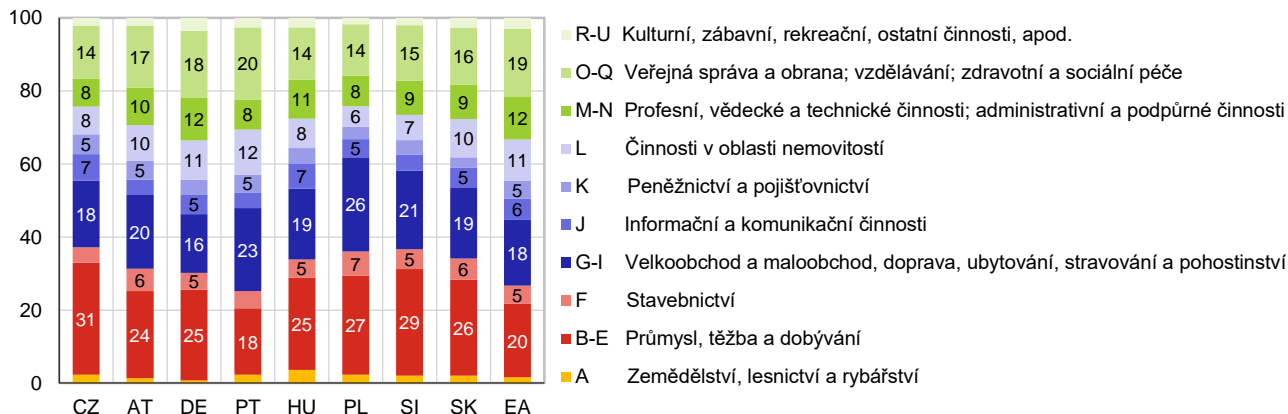
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

Česká republika dlouhodobě vykazuje vyšší podíl průmyslu na HDP oproti eurozóně.

Podíly ekonomických odvětví na HDP

(2021, v %)

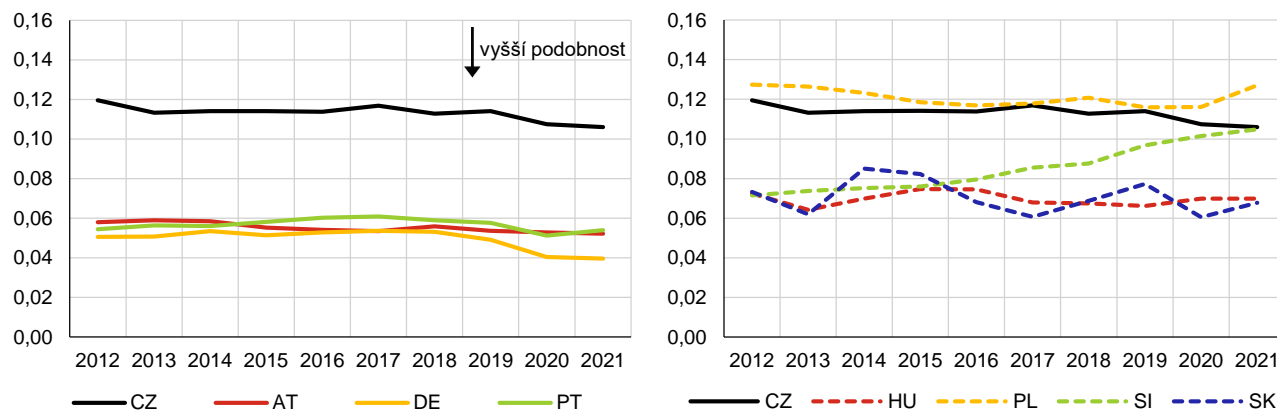


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

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.

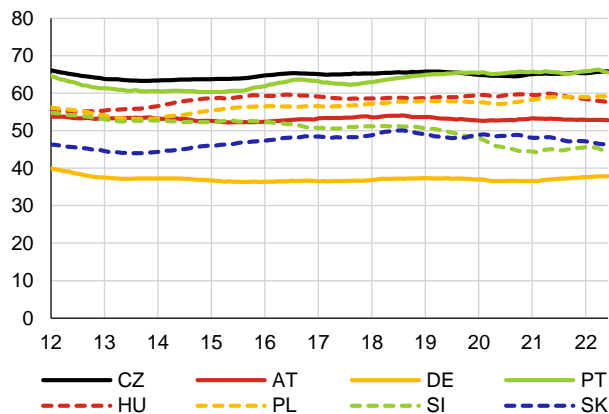
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

OBCHODNÍ A VLASTNICKÁ PROVÁZANOST EKONOMIK

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě České republiky dlouhodobě vysokých hodnot a pohybuje se nad úrovní většiny srovnávaných zemí.

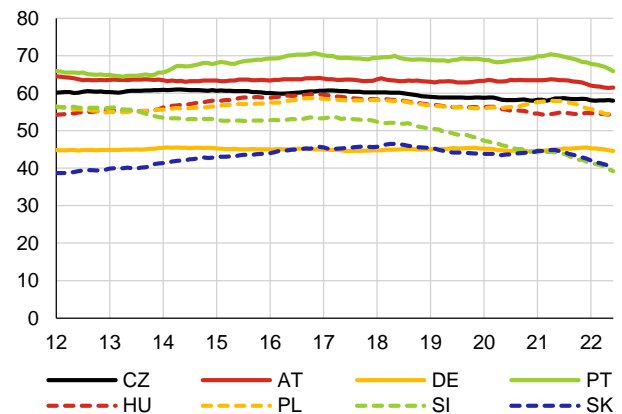
Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu (v %)



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

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu do České republiky je o něco nižší než v případě vývozu, přesto je vyšší než podíl eurozóny na dovozu do ostatních sledovaných členských zemí EU střední a východní Evropy.

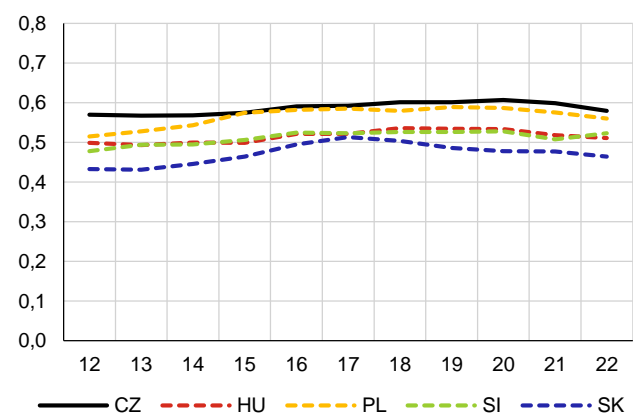
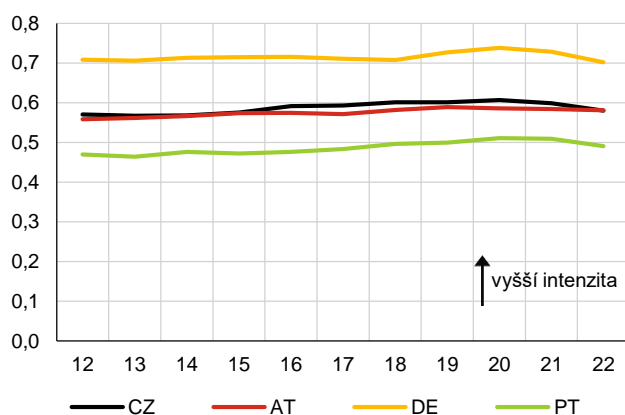
Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu (v %)



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

Vysoká intenzita vzájemného vnitroodvětvového obchodu ČR s eurozónou, která přispívá k podobné reakci obou měnových zón na ekonomické šoky, dlouhodobě převyšuje hodnoty většiny ostatních srovnávaných zemí.

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 2022 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 %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	60,2	58,6	61,2	62,0	63,1	64,4	63,4	62,3	66,3	67,2
AT	35,6	35,2	36,6	44,5	35,1	39,3	39,7	34,2	35,3	34,4
DE	25,8	27,0	26,3	26,3	26,6	26,7	28,9	28,6	31,0	30,5
PT	58,1	64,6	65,0	63,3	63,3	65,0	61,1	63,2	65,9	66,2
HU	58,1	56,2	56,0	57,2	50,1	45,9	46,3	42,4	42,8	41,5
PL	37,1	39,4	39,7	36,6	39,3	39,6	37,6	37,5	37,0	38,4
SI	20,7	19,6	21,9	23,7	25,6	26,1	27,0	27,1	28,9	26,9
SK	48,3	47,1	44,5	45,0	51,2	49,2	48,5	47,4	47,8	45,7

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 %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	14,8	16,5	17,3	18,5	18,0	21,4	20,4	20,6	21,3	21,0
AT	25,0	26,1	30,0	26,1	30,3	31,2	30,4	31,5	27,9	27,1
DE	26,6	27,4	27,7	28,6	29,3	30,7	33,4	34,6	38,1	37,9
PT	30,3	32,2	28,7	28,6	29,3	27,9	25,6	27,0	27,8	26,2
HU	10,5	10,2	11,2	8,7	9,6	8,2	8,0	8,0	10,5	11,0
PL	8,8	8,7	8,5	8,7	8,6	7,2	7,0	6,9	7,2	7,1
SI	3,9	3,7	4,2	4,3	4,7	5,3	5,6	6,5	6,4	6,0
SK	6,5	7,1	6,7	7,8	11,5	8,9	8,5	8,3	10,3	10,7

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

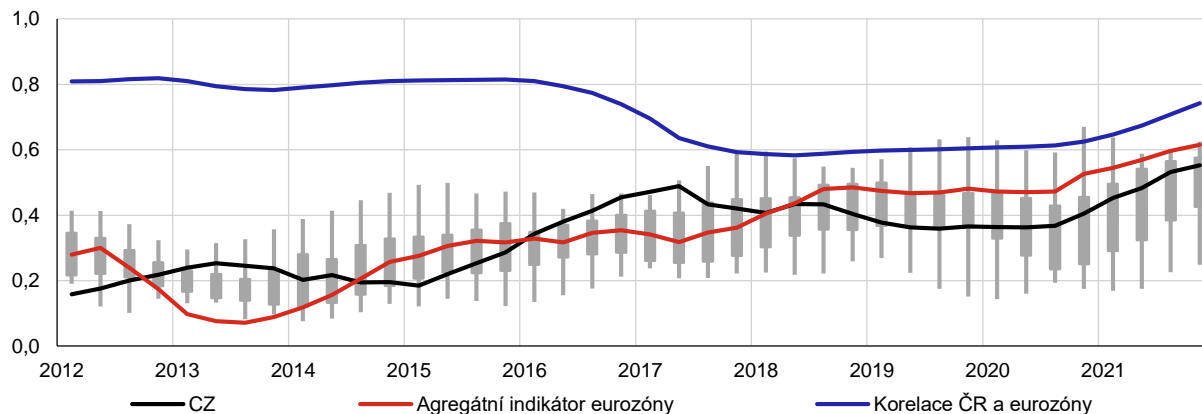
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SLADĚNOST FINANČNÍHO CYKLU ČR A EUROZÓNY

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

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.

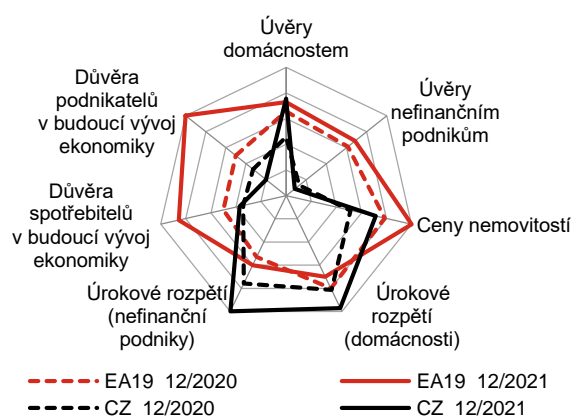
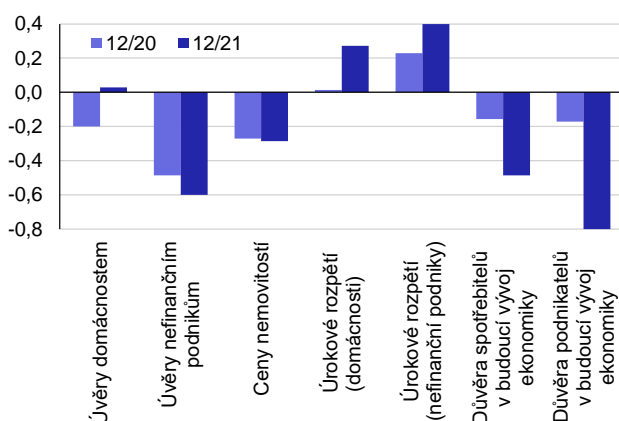
Hodnoty indikátorů od hodnot z dřívějších vydání této publikace se liší z důvodu provedených datových revizí.

Konstrukce i skladba zjednodušeného indikátoru se liší od oficiálního Indikátoru finančního cyklu (IFC) používaného ve Zprávě o finanční stabilitě zejména z důvodu nedostupnosti obdobných dat pro všechny analyzované země. Výsledky pro ČR se proto mohou od oficiálního ukazatele IFC lišit.

Zdroj: ECB, Eurostat, BIS, výpočet ČNB

... zároveň však byl zaznamenán i zvýšený rozdíl mezi ČR a eurozónou v jednotlivých faktorech ovlivňujících pozici ve finančním cyklu.

Jednotlivé příspěvky zjednodušeného indikátoru finančního cyklu a jejich rozdíly



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

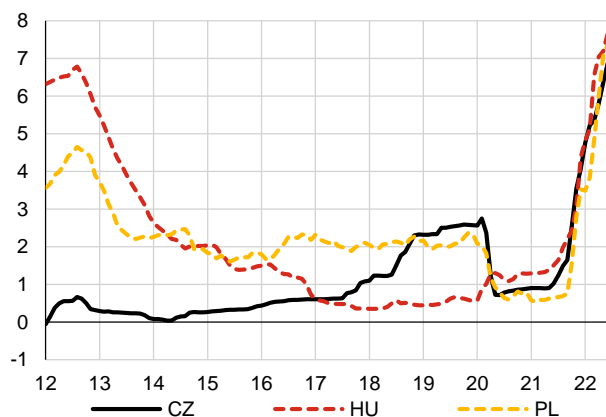
Zdroj: ECB, Eurostat, BIS, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB K EUROZÓNĚ

Výrazné zpřísnování měnové politiky ČNB od poloviny roku 2021 se promítlo v nárůstu krátkodobého diferenciálu vůči sazbám v eurozóně. V obdobné míře vzrostla krátkodobá úroková rozpětí i v případě Maďarska a Polska.

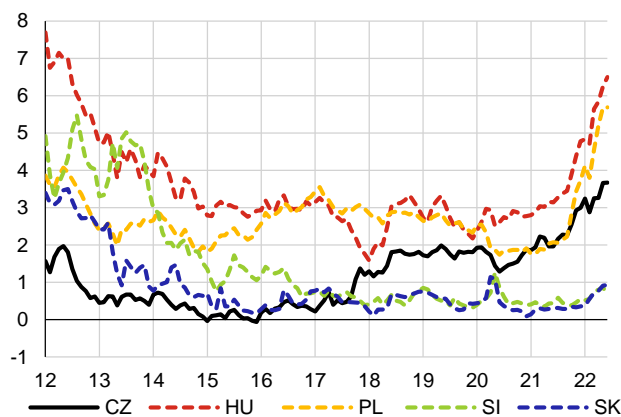
Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči 3M EURIBOR (v p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rozpětí u dlouhodobých sazeb se v případě ČR dostalo na nejvyšší úroveň za posledních deset let. Oproti Maďarsku či Polsku je ale výrazně nižší.

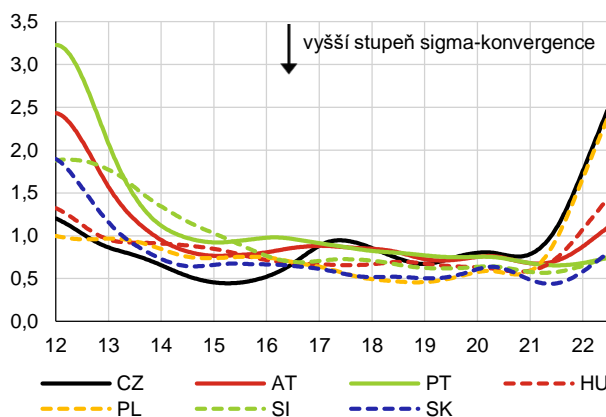
Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu (diferenciál výnosu desetiletého vládního dluhopisu v p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem se v roce 2022 dále vzdálila od úrovně z minulé dekády.

Stupeň dosažené konvergence vládních dluhopisů ve srovnání s Německem (sigma-konvergence)

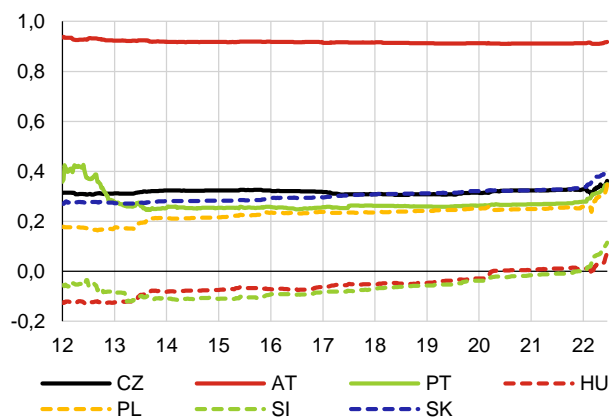


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na trh vládních dluhopisů zůstává v České republice při srovnání s eurozónou relativně vysoká a na konci sledovaného období se podobně jako v ostatních sledovaných zemích dále zvýšila, což podtrhuje význam globálních šoků v současném turbulentním období.

Citlivost cen aktiv na globální zprávy ve srovnání s Německem (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.

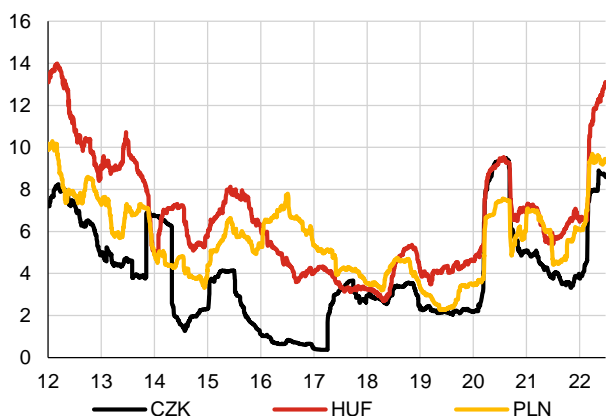
Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ

Zhoršení ekonomického výhledu a vypuknutí války spolu se silným dolarem spustily výrazný odliv kapitálu z Evropy, což přispělo ke zvýšení historické volatility všech středoevropských měn.

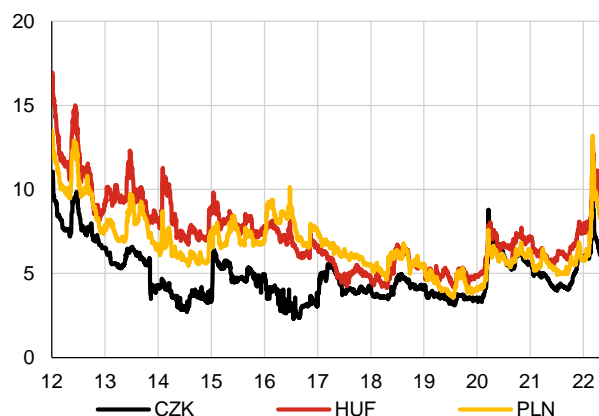
Historická volatility měnových kurzů k euru
(v %)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Skok zaznamenala také implikovaná volatility, v případě české koruny ale ze středoevropských měn zůstává nejnižší. Podporu koruně poskytly mimo jiné i devizové intervence ČNB.

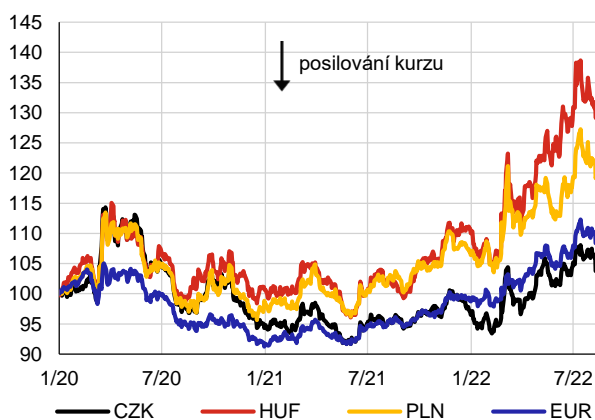
Implikovaná volatility měnových kurzů k euru
(denní data, očekávaná volatility kurzů národních měn daná cenami opcí na jednotlivé měny, v %)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

V dosavadním průběhu roku 2022 sledované měny vůči dolaru převážně oslabovaly.

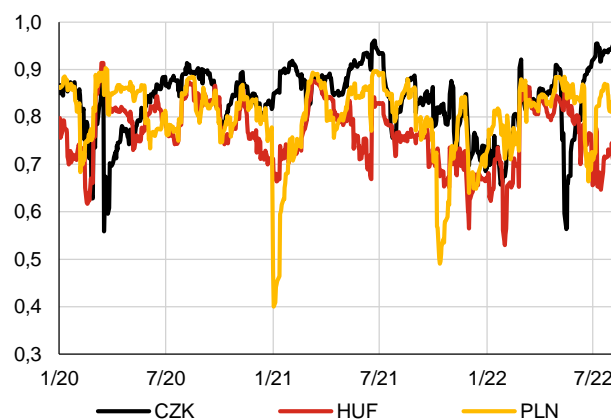
Vývoj kurzů k americkému dolaru
(index, 1. ledna 2020 = 100)



Zdroj: Refinitiv

Korelace vývoje české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru byla letos ovlivněna geopolitickou situací a od května také intervencemi ČNB. Vysoká korelace kurzu koruny a kurzu eura tak není porovnatelná s korelací kurzu polského zlotého či maďarského forintu a kurzu eura.

Korelace měnových kurzů k americkému dolaru
(korelace: národní měna/USD a EUR/USD)



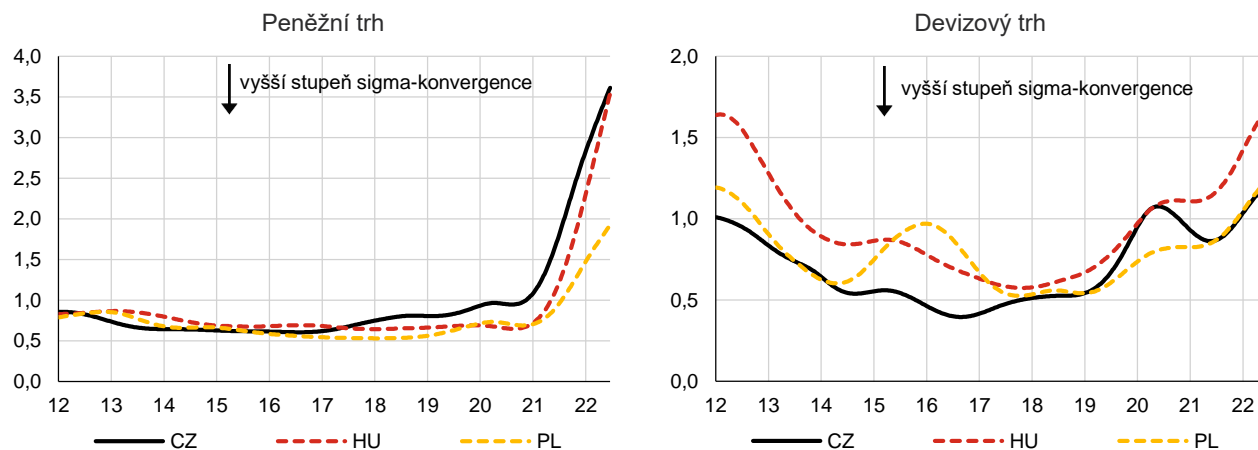
Pozn.: Výrazný pokles korelace kurzu polského zlotého vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru na přelomu roku 2020 a 2021 je důsledkem oslabení zlotého po intervencích polské centrální banky (NBP) na devizových trzích. V letošním roce pak NBP intervenovala na podporu zlotého.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

SLADĚNOST FINANČNÍCH TRHŮ

V důsledku nejprve koronavirové krize a posléze vypuknutí války na Ukrajině, strmého nárůstu inflace a rozdílné reakce centrálních bank došlo k dočasné divergenci českého devizového a peněžního trhu od benchmarkového eurového trhu.

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

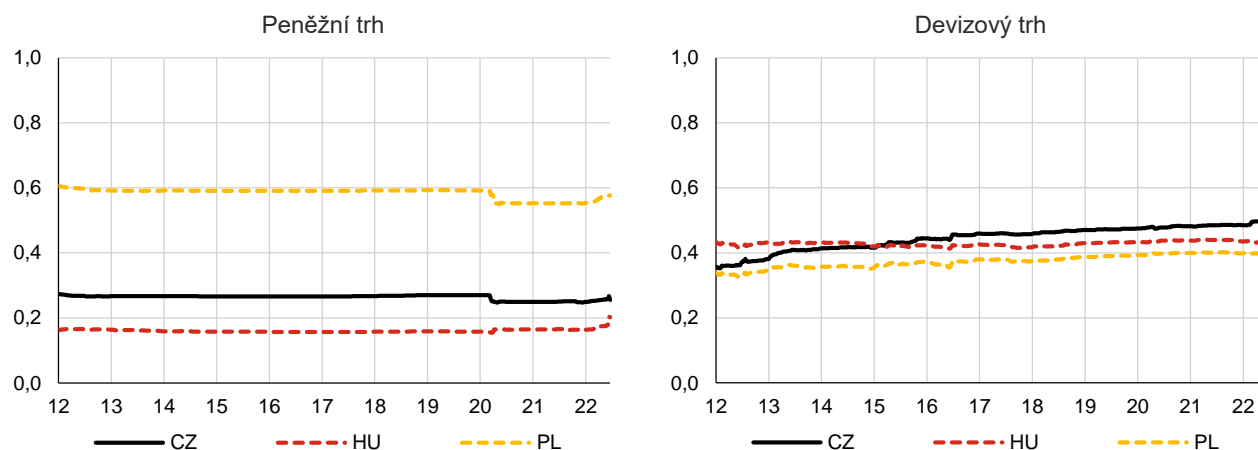


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na peněžní trh v České republice se při srovnání s eurozónou výrazně nemění, zatímco v případě devizového trhu se mírně zvýšila.

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

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

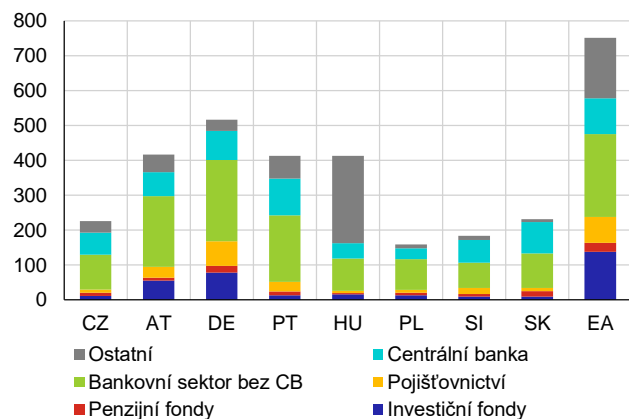
III.1.2 Podobnost transmise měnové politiky

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

FINANČNÍ SYSTÉM

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

Hloubka finančního zprostředkování
(2021, aktiva finančních institucí v % HDP)

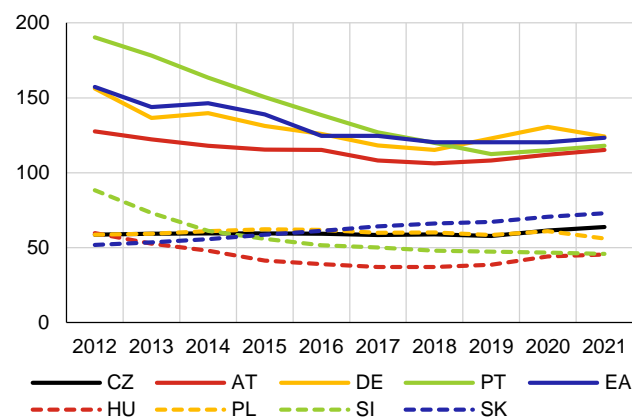


Pozn.: Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Lucemburska, Irska, Nizozemí a Francie jak ve vztahu k jejich HDP, tak v porovnání s celkovými finančními aktivy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



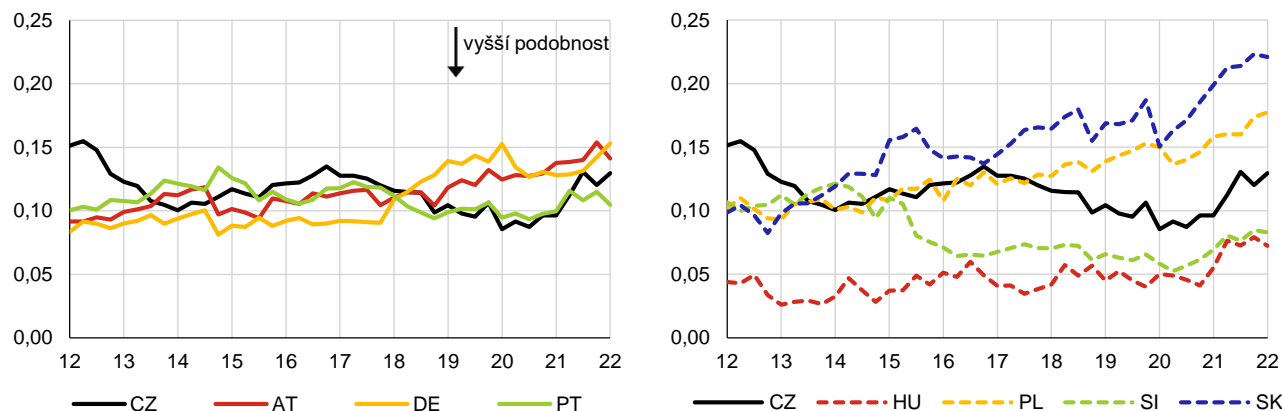
Zdroj: MMF, Eurostat

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV A PASIV PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

Strukturální podobnost financování českých podniků s podniky v eurozóně se v posledním roce mírně snížila, a to v důsledku výrazného poklesu podílu dluhových cenných papírů v ČR vůči podílu těchto pasiv v eurozóně.

Podobnost struktury finančních pasiv nefinančních podniků (Landesmannův index)

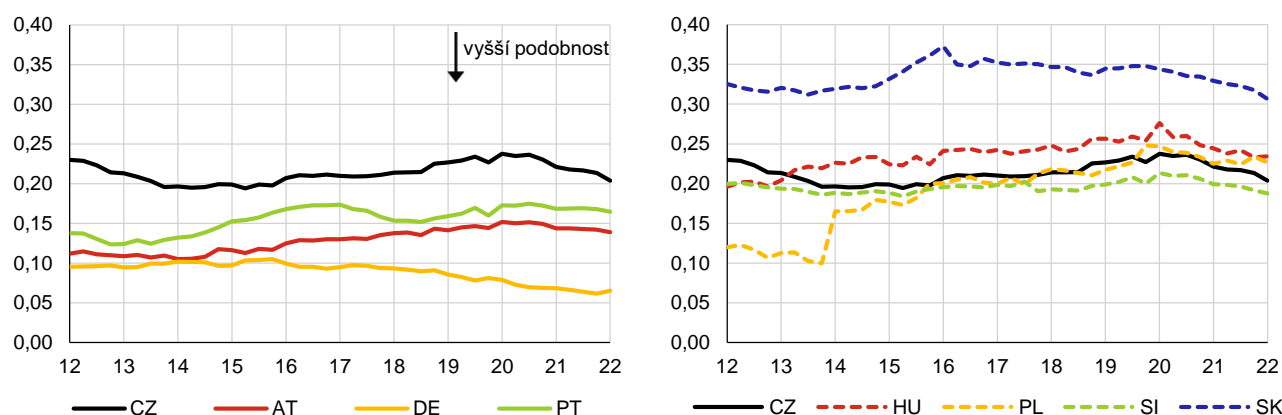


Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech. Hodnoty indexu se oproti minulému roku liší z důvodu provedených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

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Strukturální podobnost finančních aktiv českých domácností s domácnostmi v eurozóně mírně vzrostla, i nadále však zůstává poměrně nízká. Přetrvávající 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. Za zvýšením podobnosti v posledním roce stojí snížení podílu hotovosti v ČR a jeho zvýšení v EA.

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

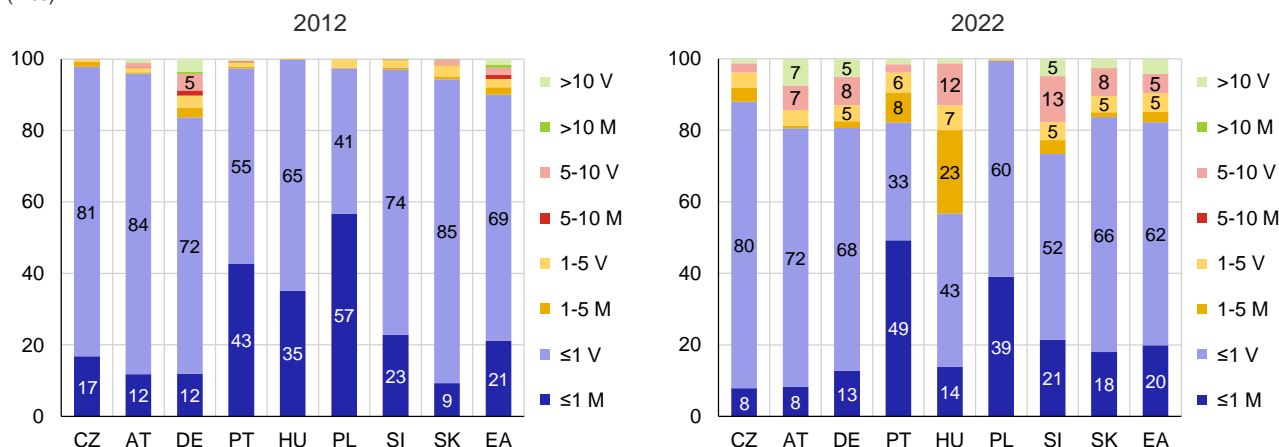
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Nadále platí, že většina nefinančních podniků sledovaných zemí čerpá převážně úvěry s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší poměrně rychlou transmisí změn měnověpolitických sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům. V ČR se v průběhu tohoto roku mírně zvýšil podíl objemu úvěrů s delší fixací (zejména na 1 až 5 let), a to vlivem optimalizace výše úrokové sazby v prostředí rychle rostoucích měnověpolitických sazeb ČNB.

Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb

(v %)



Pozn.: Číslo v legendě označuje délku fixace v letech, kategorie ≤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.

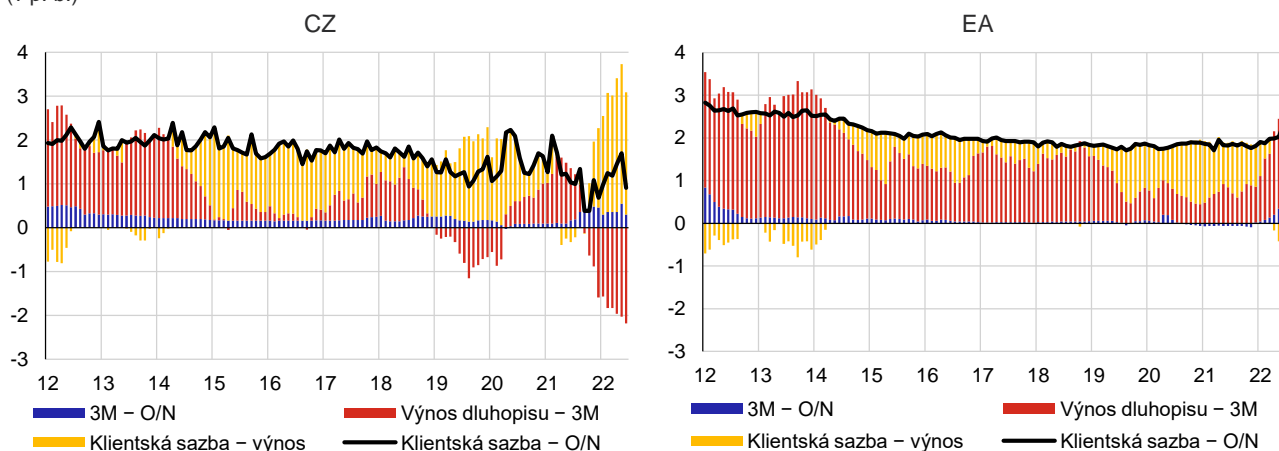
Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2022 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Rozpětí clientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní (O/N) sazby mezibankovního trhu letos v ČR převážně rostlo, ale je nižší než v eurozóně. Struktura rozpětí je výrazně odlišná, neboť měnověpolitické sazby v ČR rychle rostly a propisovaly se do jednotlivých segmentů úrokových sazeb v rozdílném čase a s rozdílnou úplností. Inverzní charakter výnosové křivky netradičně zformoval rozpětí obsahující dluhopisový výnos, tj. rozpětí desetiletého dluhopisu vůči O/N mezibankovní sazbě je výrazně záporné a rozpětí mezi clientskou sazbou a desetiletým státním dluhopisem je výrazně kladné.

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).

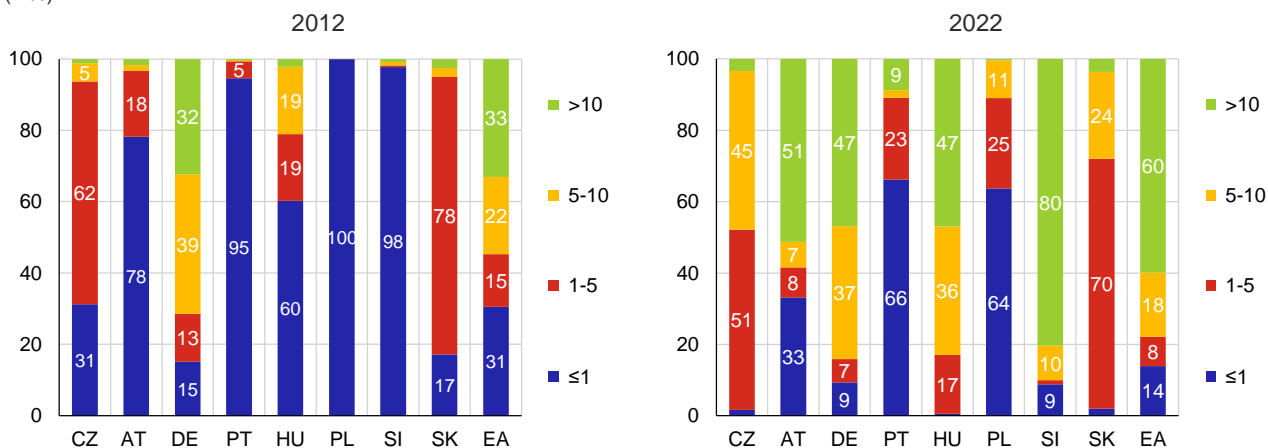
Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB

Co se týče úvěrů na bydlení, vlivem nízkých tržních úrokových sazeb ve většině sledovaných zemí dlouhodobě probíhal příklon k delším fixacím, v mnoha zemích eurozóny dokonce k fixacím nad 10 let. V ČR dlouhodobě převládají pětileté fixace. V posledním roce zde ještě dozníval trend posunu k delším fixacím ve snaze zafixovat sazby úvěrů na bydlení na donedávna nízké úrovni před jejich očekávaným výrazným nárůstem.

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 2022 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

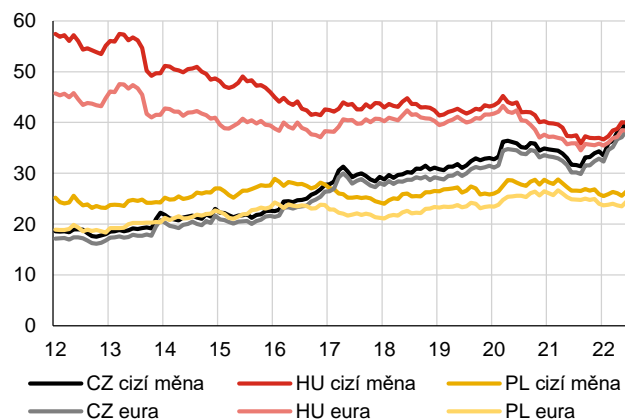
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SPONTÁNNÍ EUROIZACE

Podíl úvěrů českých podniků v cizí měně (čerpaných zejména v eurech) se zvýšil a v polovině roku 2022 dosáhl historického maxima (okolo 40 %). Nárůst uvedeného podílu byl za poslední rok nejstrmější ve středoevropském regionu.

Úvěry nefinančních podniků v cizí měně

(podíly na celkových úvěrech podniků u domácích bank, v %)

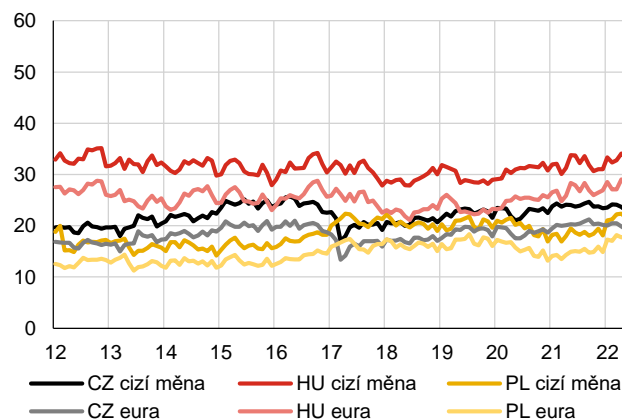


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Podíl vkladů podniků v cizí měně přitom nepatrně poklesl, což odráželo zejména zhoršení zahraničního obchodu a vysoké ceny energií a ostatních vstupů.

Vklady nefinančních podniků v cizí měně

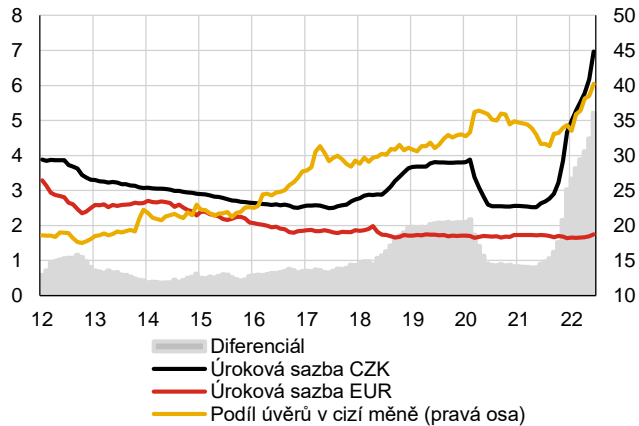
(podíly na celkových vkladech podniků u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

K čerpání eurových úvěrů české podniky motivuje vysoký úrokový diferenciál.

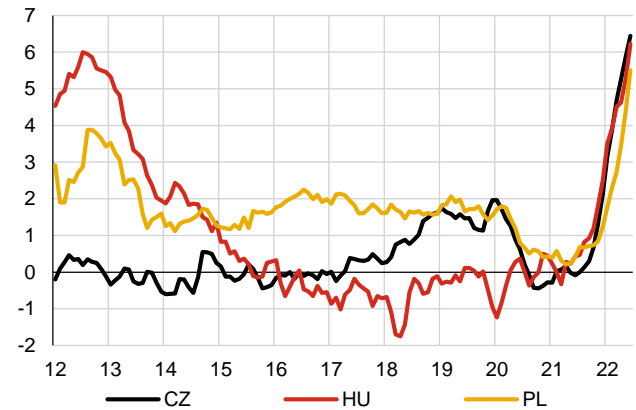
Úrokové sazby korunových a eurových úvěrů českých nefinančních podniků (v %)



Zdroj: ČNB

Nárůst úrokových diferenciálů byl zaznamenán také v Polsku i Maďarsku.

Úrokové diferenciály z úvěrů nefinančních podniků v domácí měně a eurech ve středoevropském regionu (v p.b.)



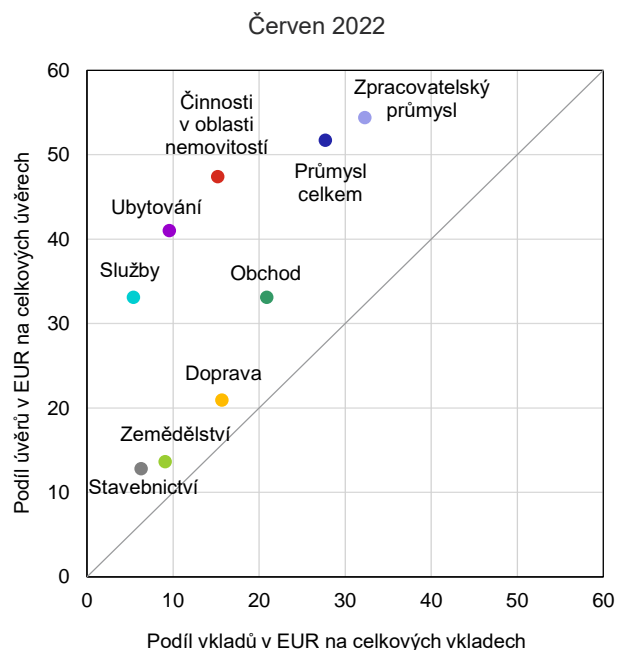
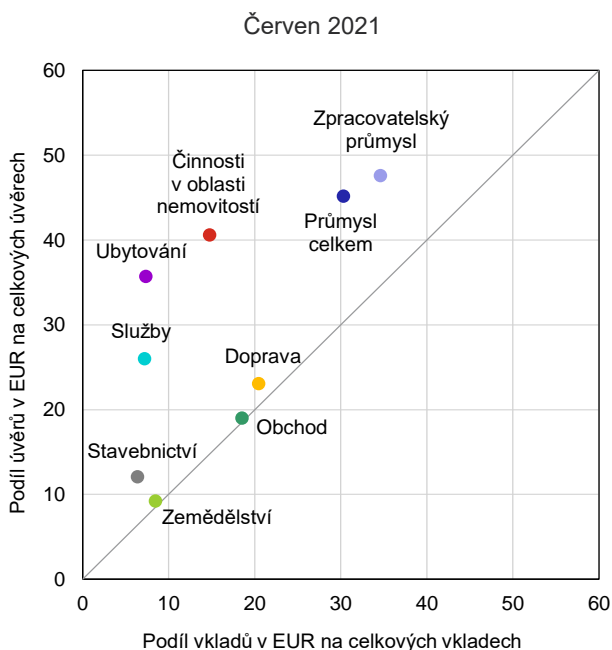
Pozn.: 3M klouzavý průměr. Údaje se týkají nových úvěrů s objemem nad 1 milion EUR s fixací úrokové sazby do 1 roku.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Euroizace české podnikové sféry je z pohledu úvěrů a vkladů asymetrická. Vysoký podíl eurových úvěrů je zejména ve zpracovatelském průmyslu (54 %) a v oblasti nemovitostí. Podíl eurových úvěrů se však v posledním roce zvýšil ve většině odvětví, nejvýrazněji v odvětví obchodu. 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 %)

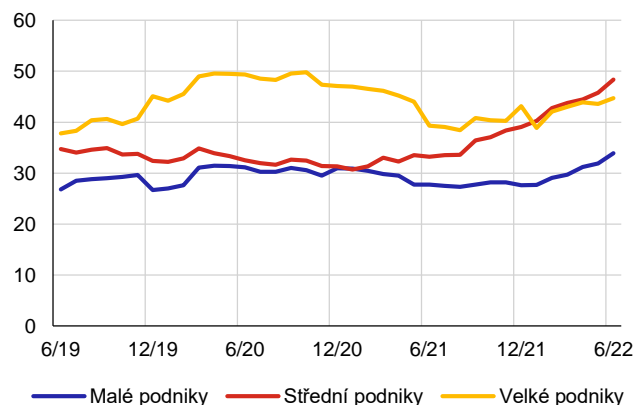


Zdroj: ČNB

Z hlediska velikosti podniků bylo zvýšení podílu úvěrů v cizí měně poměrně plošné, nicméně nejvýrazněji tento podíl vzrostl u středně velkých podniků. U malých podniků zůstává cizoměnové financování na nižší úrovni.

Úvěry v cizí měně dle velikosti podniků

(podíly na celkových úvěrech v dané kategorii u domácích bank, v %)



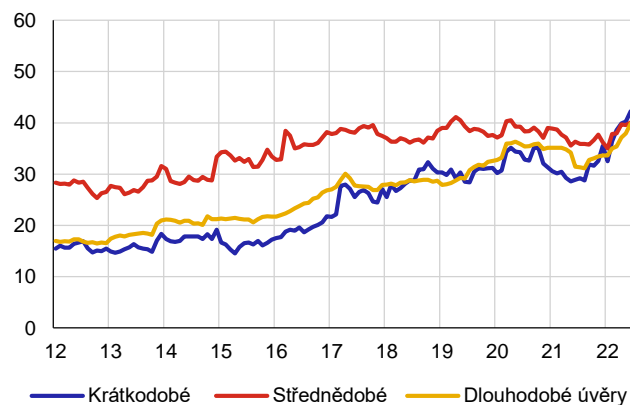
Pozn.: Struktura podniků podle jejich velikosti vychází z doporučení EU 2003/361.

Zdroj: Anacredit ČNB, výpočty ČNB

Růst podílu úvěrů v cizí měně podniků byl zaznamenán u všech splatností.

Úvěry podniků v cizí měně dle splatnosti

(podíly na celkových úvěrech v dané kategorii u domácích bank, v %)

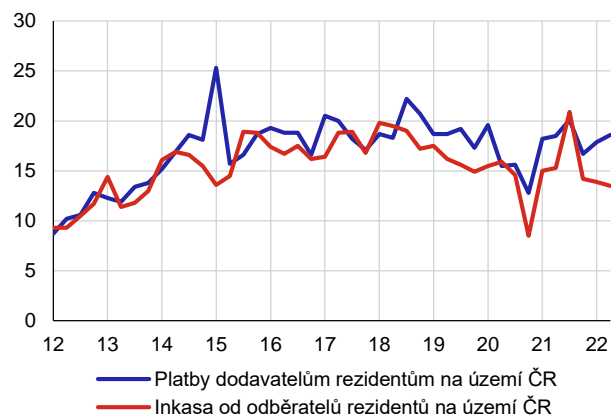


Zdroj: ČNB

Podíl plateb v eurech mezi českými podniky se nachází v blízkosti své dlouhodobé úrovně.

Podíly eurových plateb mezi českými podniky

(v %)

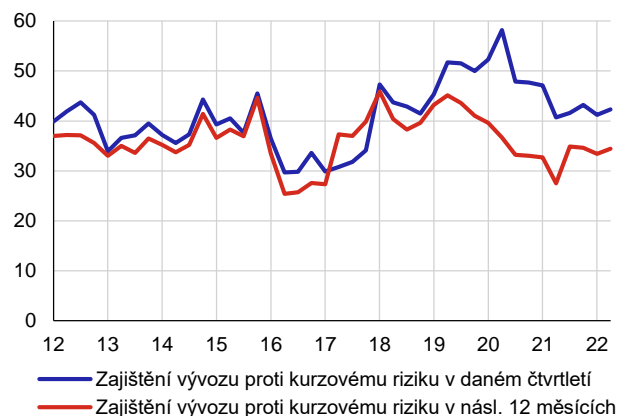


Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Zajištění vývozu proti kurzovému riziku na finančním trhu se za poslední rok příliš nezměnilo. V ročním horizontu je zajištěno zhruba 34 % vývozu.

Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku

(v %)

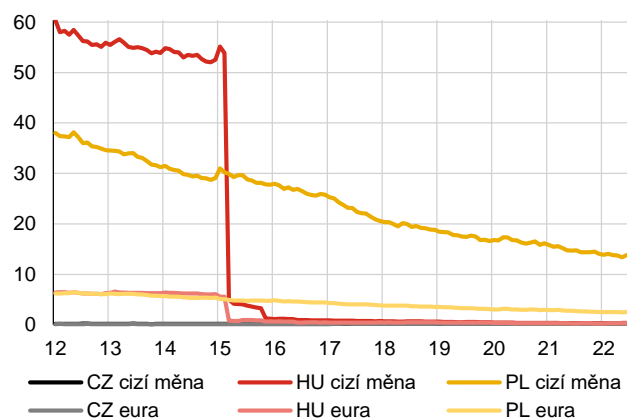


Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Euroizace domácností je v České republice dlouhodobě na velmi nízké úrovni – podíl úvěrů v cizí měně dosahuje 0,2 % a podíl cizoměnových vkladů se pohybuje okolo 4 % s nepatrnou tendencí k růstu.

Úvěry domácností v cizí měně

(podíly na celkových úvěrech domácností u domácích bank, v %)

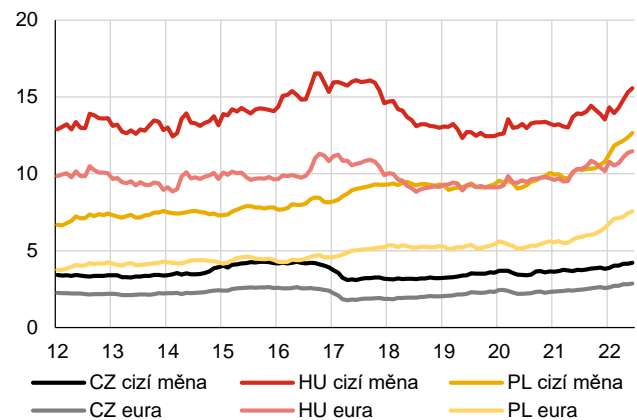


Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 propadl podíl cizoměnových úvěrů až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Vklady domácností v cizí měně

(podíly na celkových vkladech domácností u domácích bank, v %)



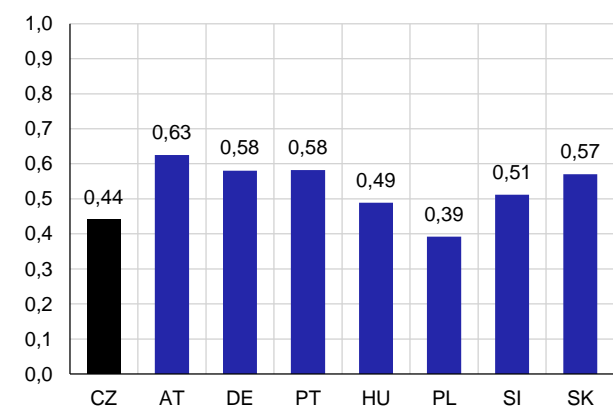
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

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 v tomto ohledu obdobné dopady na inflaci.

Odhady perzistence inflace







Pozn.: Výpočet za období 2012Q1-2022Q2.

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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

III.2 PŘÍZŮBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

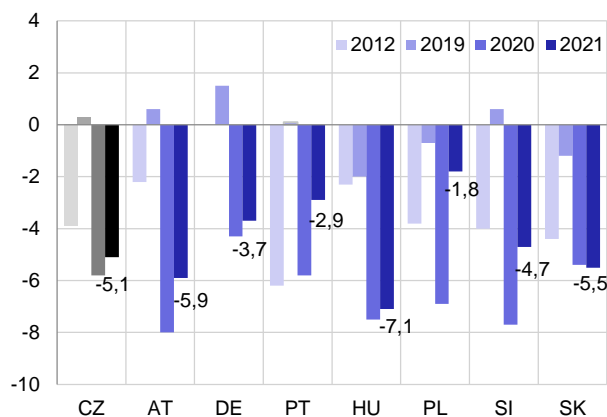
III.2.1 Fiskální politika

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

Hospodaření sektoru vládních institucí České republiky v loňském roce vykazalo druhý rok v řadě výrazný deficit v souvislosti s pandemií a dopady fiskálních stabilizačních opatření. Podobně tomu bylo ve většině ostatních sledovaných zemí.

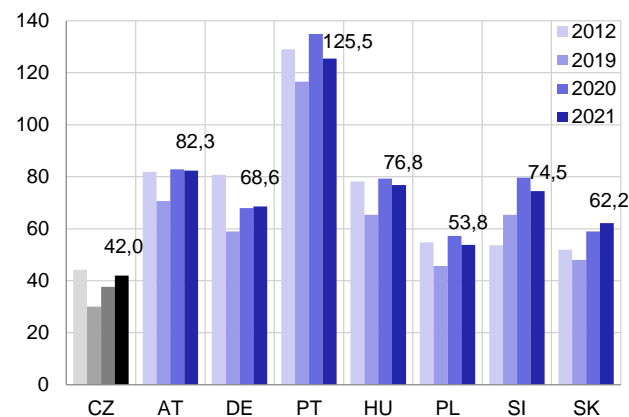
V důsledku hlubokých deficitů došlo k výraznému nárůstu dluhů vládních institucí. Úroveň dluhu v ČR se bude v souvislosti s přetrvávajícím deficitním hospodařením vládních institucí (i vlivem energetické a uprchlické krize) v nejbližších letech dále zvyšovat. Dluh by se však i nadále měl udržet pod úrovní dluhové brzdy.

Saldo sektoru vládních institucí
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

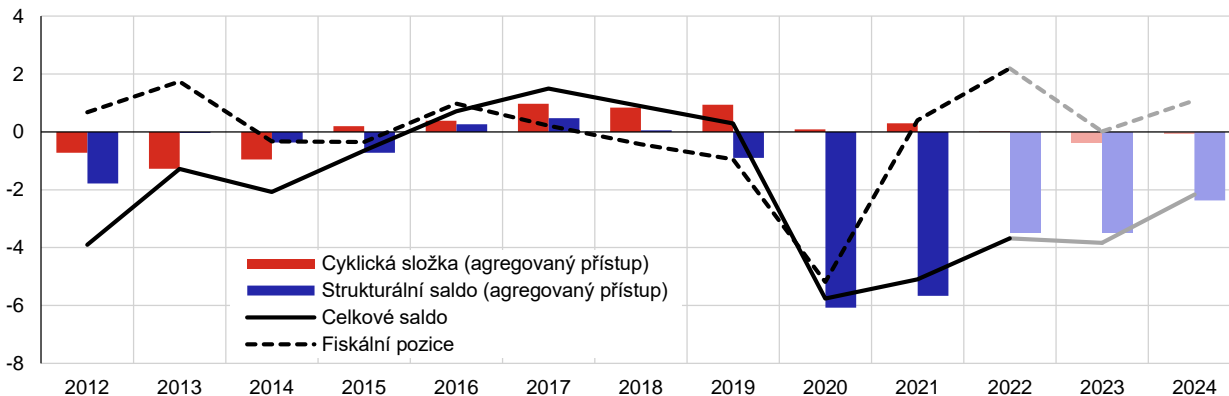
Dluh sektoru vládních institucí
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

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

Saldo sektoru vládních institucí 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 sektoru vládních institucí očištěné o vliv ekonomického cyklu a upravené o mimořádné jednorázové operace.

Zdroj: ČSÚ (2011-2021), výpočet ČNB (prognóza 2022-2024)

V souvislosti s dopady a fiskálními náklady pandemie překročilo ve všech sledovaných zemích včetně České republiky celkové saldo hospodaření sektoru vládních institucí v letech 2020–2021 hodnotu 3% maastrichtského kritéria, výrazné zhoršení výsledků bylo vykázáno i u cyklicky očištěného salda.

Saldo sektoru vládních institucí, odhad Evropské komise
(v % HDP)

	Celkové saldo						Cyklicky očištěné saldo					
	2012	2020	2021	2022	2023	2024	2012	2020	2021	2022	2023	2024
CZ	-3,9	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1	-3,0	-3,2	-4,3	-4,6	-4,0	-3,1	-2,1
AT	-2,2	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8	-1,9	-2,2	-5,0	-4,6	-4,1	-2,9	-1,8
DE	0,0	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1	-2,6	-0,1	-2,9	-3,3	-2,3	-2,4	-2,2
PT	-6,2	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1	-0,8	-3,9	-2,4	-1,3	-2,8	-1,4	-1,0
HU	-2,3	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4	-5,2	-0,5	-5,6	-6,7	-6,7	-3,7	-4,5
PL	-3,8	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5	-5,2	-3,7	-5,7	-2,3	-5,2	-4,7	-4,2
SI	-4,0	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2	-2,7	-1,2	-6,1	-5,5	-5,8	-6,4	-3,4
SK	-4,4	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8	-4,7	-3,5	-4,5	-5,3	-4,3	-5,5	-4,4
EA	-3,8	-7,0	-5,1	-3,5	-3,7	-3,3	-2,4	-3,9	-4,2	-3,7	-3,4	-3,2
CZ *)	-3,9	-5,8	-5,1	-3,7	-3,8	-2,2	-3,2	-5,9	-5,4	-3,7	-3,5	-2,1

Pozn.: *) Celkové saldo: do roku 2021 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (jaro 2022); pro roky 2022 až 2024 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o měnové politice - podzim 2022. Cyklicky očištěné saldo je vypočteno dle agregovaného přístupu.

Zdroj: Evropská komise (2022a, 2022b), ČNB (2022b)

Česká republika patří k zemím s nižším poměrem výdajů a příjmů vládních institucí k HDP ve srovnání s eurozónou.

Poměr příjmů a výdajů vládních institucí k HDP

(2021, v % HDP)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
Celkové příjmy	41,4	50,0	47,5	44,9	41,3	42,4	44,6	40,9	47,2
daně	19,2	27,8	24,7	24,8	23,2	23,6	21,5	20,2	26,8
sociální pojištění	16,6	15,8	17,6	12,7	10,5	14,0	16,8	15,9	15,3
Celkové výdaje	46,5	56,0	51,3	47,8	48,4	44,2	49,3	46,3	52,3
náhrady zaměstnancům	11,1	11,0	8,2	11,6	10,6	10,5	12,7	11,5	10,2
mezispotřeba	5,8	7,5	6,3	5,8	8,7	5,9	6,5	5,8	5,9
sociální dávky	14,1	19,5	17,0	17,4	10,8	16,0	16,3	15,2	17,9
hrubá tvorba fixního kapitálu	4,7	3,5	2,6	2,6	6,3	4,1	4,7	3,1	3,0
dluhová služba	0,8	1,1	0,6	2,4	2,3	1,1	1,2	1,1	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 %)

	2012	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	57,7	57,8	58,2	57,0	55,0	52,6	51,0	51,4	54,6	57,6
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	17,7	17,3	18,8	20,2	20,6	20,9	20,6	21,6	20,7	20,4
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	63,3	61,7	55,4	57,3	54,9	53,6	63,7	65,9	64,0	66,4
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	19,4	18,5	17,9	20,3	20,6	21,3	25,8	27,7	24,2	23,5

Pozn.: Pro roky 2012-2021 skutečnost, pro roky 2022-2023 předpoklady státního rozpočtu.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2022)

Navzdory nárůstu dluhu vládních institucí v poměru k HDP zůstal v ČR v roce 2021 vlivem relativně nízkých výnosů na finančních trzích podíl nákladů na dluhovou službu na HDP nízký. Vývoj se však nyní obrací v souvislosti s výrazným růstem výnosů od konce loňského roku.

Dluhová služba

(odhad Evropské komise, v % HDP)

	2012	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CZ	1,4	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,2
AT	2,7	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2
DE	2,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8
PT	4,9	4,1	3,8	3,4	3,0	2,9	2,4	2,1	2,5	2,5
HU	4,6	3,1	2,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,9	3,1	3,4
PL	2,7	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	1,1	1,7	2,8	2,9
SI	2,0	3,0	2,5	2,0	1,7	1,6	1,2	1,1	1,1	1,1
SK	1,8	1,7	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1
EA	3,0	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9

Zdroj: Evropská komise (2022b)

Úpravy českého důchodového systému v posledních letech přispěly ke zhoršení již tak nepříznivého výhledu v oblasti dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí.

Výdaje vládních institucí související se stárnutím populace
(v % HDP)

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

Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Evropská komise (2021)

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

III.2.2 Trh práce a produktů

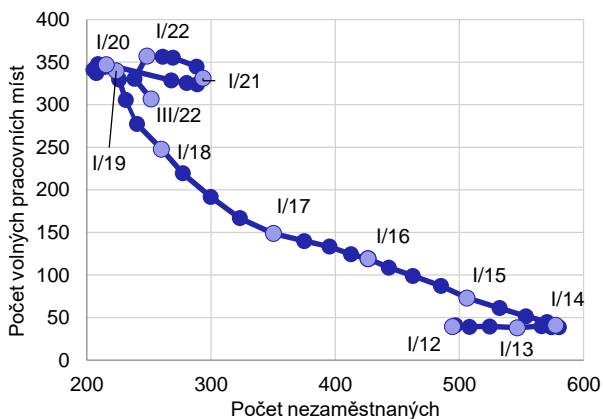
-  Geografická mobilita práce
-  Míra ekonomické aktivity obyvatelstva
-  Podíl kratších úvazků na zaměstnanosti
-  Míra dlouhodobé nezaměstnanosti
-  Past nezaměstnanosti
-  Efektivita trhu práce
-  Konkurenceschopnost české ekonomiky

V posledních letech klesal počet nezaměstnaných a rostl počet volných pracovních míst. Po nástupu koronavirové krize se tento trend sice nakrátko obrátil, ale v průběhu roku 2021 začal počet nezaměstnaných opět klesat. Ve druhé polovině roku 2022 došlo k dalšímu obratu a počet nezaměstnaných začal znovu narůstat.

Předchozí setrvalý pokles míry dlouhodobé nezaměstnanosti v ČR se v pandemickém roce 2020 zastavil. Loni hodnota mírně vzrostla, v rámci sledovaných zemí však zůstává nejnižší.

Beveridgeova křivka

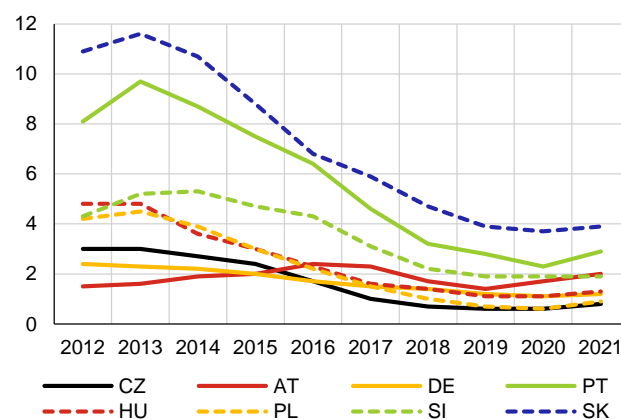
(v tisících)



Zdroj: MPSV, výpočet ČNB.

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

(v %)



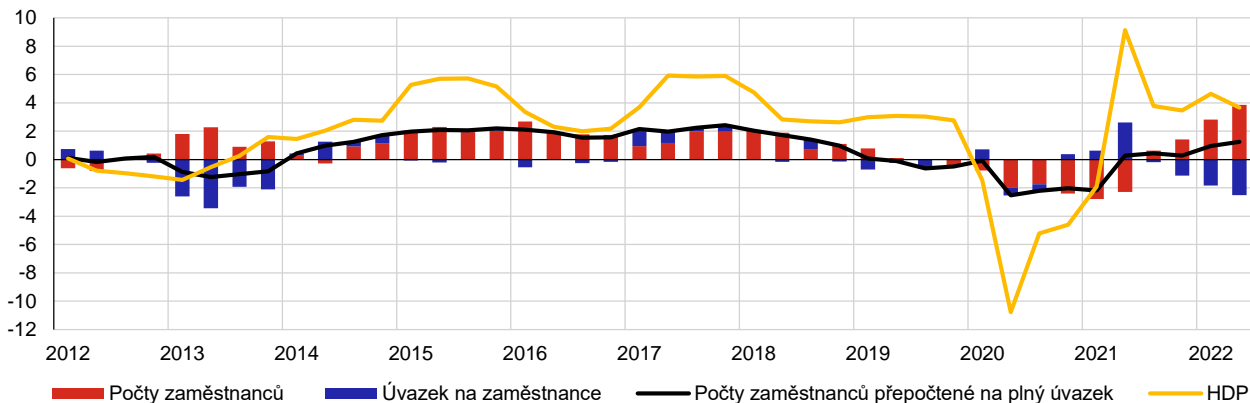
Pozn.: Podíl osob bez práce dvanáct a více měsíců a pracovní síly (dle metodiky ILO).

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. V roce 2021 se růst počtu zaměstnanců obnovil, průměrný úvazek na zaměstnance prudce vzrostl během první poloviny roku 2021 a od té doby klesá.

Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

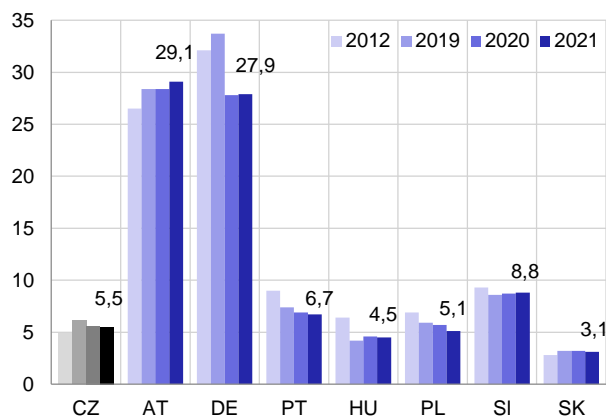


Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB

Podíl zaměstnaných na kratší pracovní dobu v České republice v loňském roce stagnoval a nadále výrazně zaostává za hodnotami Rakouska a Německa.

Zaměstnaní na kratší pracovní dobu

(v %)

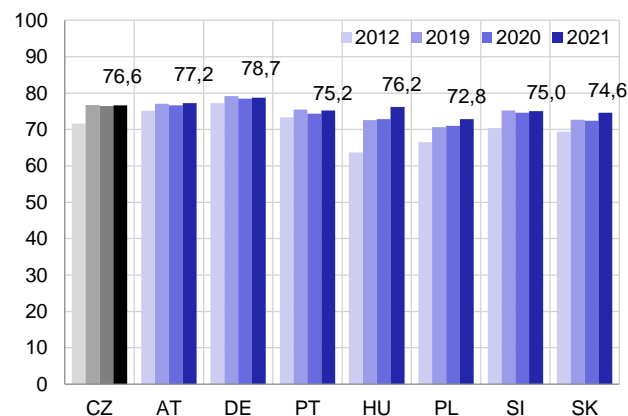


Zdroj: Eurostat

Míra ekonomické aktivity populace v posledních letech setrvává na relativně vysokých hodnotách.

Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let

(v %)



Pozn.: Míra ekonomické aktivity je podíl ekonomicky aktivních osob (zaměstnaných a nezaměstnaných) na populaci v dané věkové kategorii.

Zdroj: Eurostat (LFS)

Rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR patří mezi sledovanými zeměmi ke středně velkým. V posledních letech se rozdíly zvyšovaly, v roce 2020 se však významně snížily. V roce 2021 se opět zvýšily, ale už jen mírně.

Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

	Regiony NUTS II										Regiony NUTS III									
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
CZ	33	31	30	33	33	30	34	38	26	30	34	32	30	33	34	32	36	41	29	33
AT	43	39	43	45	46	47	56	57	52	51	45	41	45	47	49	49	57	58	54	53
DE	40	39	39	37	32	32	31	28	26	24	47	46	-	-	-	-	-	-	-	42
PT	14	16	13	14	14	13	12	13	13	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18
HU	23	20	30	33	40	46	44	44	37	43	25	24	34	36	45	51	50	52	42	52
PL	15	19	21	22	26	29	35	29	30	29	27	28	29	30	33	36	43	39	39	42
SI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21	19	22	21	21	17	26	24	23	18
SK	31	29	28	26	29	37	41	-	-	-	33	31	30	31	33	42	45	46	43	48

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.

Zdroj: Eurostat (LFS)

Ochota domácího obyvatelstva stěhovat se v rámci České republiky je posledních 10 let zhruba stabilní, ve srovnání s údaji za Německo či Rakousko je přibližně poloviční.

Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

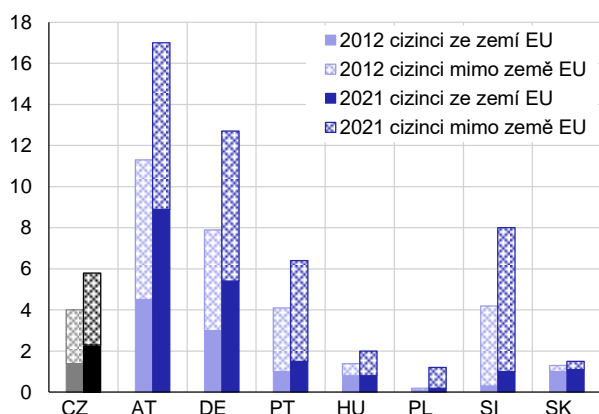
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	22	22	23	23	24	23	23	23	22	23
AT	39	39	40	43	44	42	41	40	40	41
DE	47	48	49	53	54	48	48	47	45	-
HU	19	19	22	22	26	27	29	29	27	32
PL	10	11	11	10	10	11	12	12	11	-
SI	55	55	55	53	54	54	50	47	67	53
SK	15	16	17	17	18	18	18	18	16	17

Pozn.: Stěhování z obce do obce (HU, PL a SI – všechny změny trvalého pobytu). Údaje za Portugalsko na celém pozorovaném horizontu nejsou k dispozici. Údaje za Německo a Polsko za rok 2021 budou k dispozici až po publikaci tohoto dokumentu. Výpočet nezohledňuje rozdílnou velikost územních jednotek ve zvolených zemích.

Zdroj: Statistické ročenky, Eurostat, výpočet ČNB

Geografická mobilita pracovní síly se v ČR postupně zvyšuje prostřednictvím nárůstu podílu cizinců na populaci. Dá se očekávat, že letošní údaje budou výrazně podpořeny přílivem válečných uprchlíků z Ukrajiny.

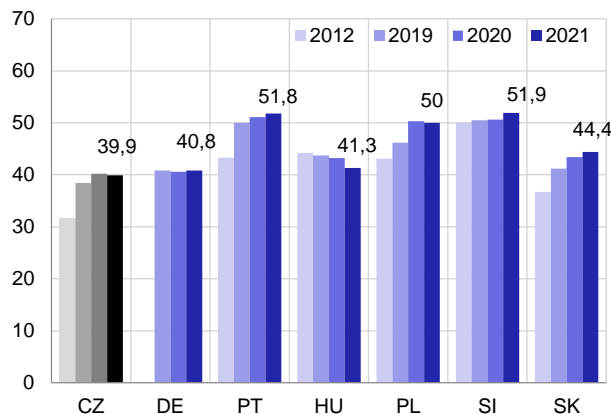
Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci
(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Růst poměru minimální mzdy vůči průměrné mzdě se v ČR v loňském roce zastavil. Letos by se však měl podíl znovu mírně zvýšit, a dostat se tak přibližně na 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 na národní úrovni definována; byla zavedena od ledna 2015.

Zdroj: Eurostat

Celkové zdanění práce bylo v České republice do roku 2020 relativně vysoké, v loňském roce se ale po provedení daňových změn výrazně snížilo. Mezi sledovanými zeměmi tak patří k nejnižším.

Celkové zdanění práce
(v %)

	100 % průměrné mzdy						67 % průměrné mzdy					
	2012	2017	2018	2019	2020	2021	2012	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	42,5	43,4	43,7	44,0	44,0	39,9	39,4	40,8	41,4	41,7	41,8	37,6
AT	48,8	47,4	47,6	47,9	47,5	47,8	44,2	43,1	43,3	43,6	42,9	43,3
DE	49,7	49,5	49,5	49,3	48,8	48,1	45,5	45,4	45,3	45,2	44,7	44,2
PT	37,6	41,4	40,9	41,4	41,5	41,8	32,6	36,6	36,7	37,1	37,3	37,6
HU	49,5	46,2	45,0	44,6	43,6	43,2	47,9	46,2	45,0	44,6	43,6	43,2
PL	35,5	35,7	35,8	35,6	34,8	34,9	34,7	35,0	35,1	35,0	34,1	34,2
SI	42,5	42,9	43,2	43,5	43,1	43,6	38,6	40,0	39,8	40,3	40,2	40,4
SK	39,8	41,7	41,9	41,9	41,3	41,3	37,2	39,4	39,7	39,7	39,0	39,0

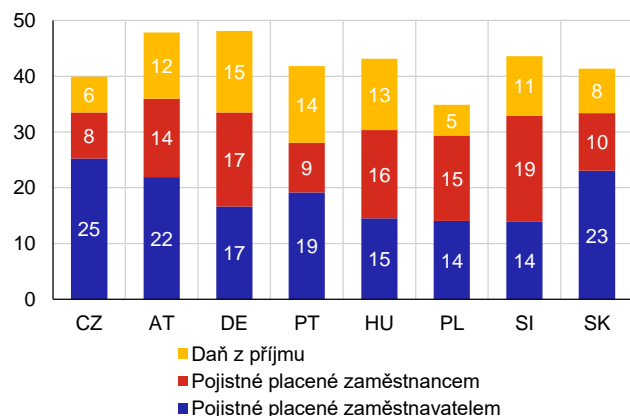
Pozn.: Daň z příjmu a odvody placené zaměstnanci a zaměstnavateli jako podíl na celkových nákladech práce v %. Údaje za zaměstnance (jednotlivci bez dětí) pobírající 100 % (levá část tabulky) a 67 % (pravá část tabulky) průměrné mzdy.

Ke snížení zdanění práce v ČR došlo zejména díky zrušení tzv. superhrubé mzdy jakožto základu daně od roku 2021.

Zdroj: OECD

Ke zdanění práce v České republice přispívá zejména vysoké pojistné placené zaměstnavatelem. Příspěvek daně z příjmu se vlivem daňových změn v loňském roce významně snížil.

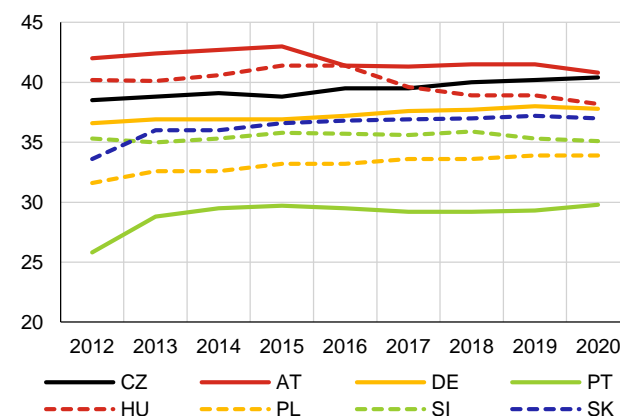
Složky zdanění práce
(2021, v % z průměrné mzdy)



Zdroj: OECD

Před snížením daně z příjmu patřila celková implicitní míra zdanění práce v České republice 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. Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat

I přes daňové změny a loňské mírné zlepšení hodnoty ukazatele pasti nezaměstnanosti vede nastavení českého daňového a sociálního systému k relativně slabé motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání.

Past nezaměstnanosti
(v %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	80,1	80,1	80,2	80,3	80,4	80,6	80,8	80,9	80,9	79,5
AT	74,8	74,6	74,3	73,9	72,0	72,1	71,7	71,2	70,5	70,0
DE	73,3	73,0	73,1	73,1	73,3	73,3	73,2	73,2	73,0	72,8
PT	79,2	79,9	79,8	80,3	80,3	80,4	80,4	80,6	80,6	80,7
HU	79,5	78,8	78,6	78,4	78,1	78,5	78,5	77,1	76,4	73,6
PL	80,3	80,4	78,9	78,0	77,2	75,8	74,7	73,5	71,8	76,1
SI	89,7	89,8	89,7	89,7	89,7	91,0	91,7	91,6	90,0	86,5
SK	69,7	69,6	69,8	70,0	70,3	70,7	71,1	70,2	70,5	70,8

Pozn.: Past nezaměstnanosti měří podíl dodatečného hrubého příjmu souvisejícího s nalezením 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)

Při zvýšení mzdy z 67 % na 100 % průměru je do veřejných rozpočtů vlivem nastavení daňového a sociálního systému odvedena přibližně třetina dodatečného hrubého výdělku, což je výrazně méně než v předchozích letech. Mezi sledovanými zeměmi patří tato hodnota k těm nižším.

Past nízké mzdy

(v %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CZ	35,5	35,4	36,4	37,5	39,0	41,1	47,3	46,2	46,0	34,1
AT	60,2	58,4	57,2	55,7	48,8	48,4	46,9	44,5	44,7	45,1
DE	47,8	48,4	47,1	45,8	54,4	53,1	50,6	48,9	56,8	55,0
PT	22,8	26,6	25,5	25,5	24,0	25,9	27,2	28,3	29,7	30,5
HU	22,6	22,9	25,9	25,9	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
PL	44,5	46,7	47,4	53,4	54,6	54,6	86,9	91,5	51,4	58,6
SI	49,8	49,7	49,8	36,7	33,2	35,4	38,7	67,8	65,6	53,8
SK	21,8	21,5	22,5	23,4	24,5	26,0	27,9	28,2	27,0	27,9

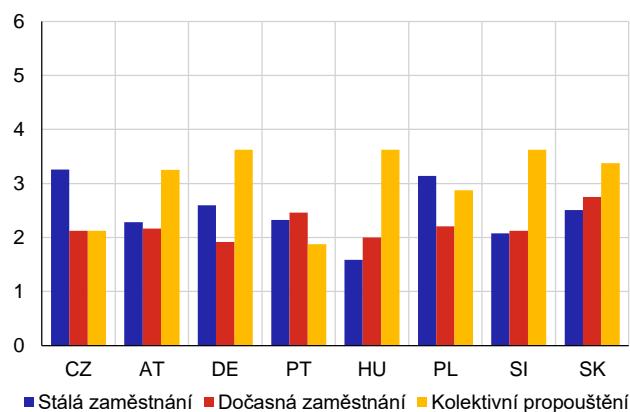
Pozn.: Past nízké mzdy měří podíl z dodatečných hrubých výdělků, který je v situaci, když se hrubé příjmy zvýší ze 67 % na 100 % průměrných výdělků pracovníka v podnikatelské sféře, odveden do veřejných rozpočtů v důsledku kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí 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 dočasném 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)

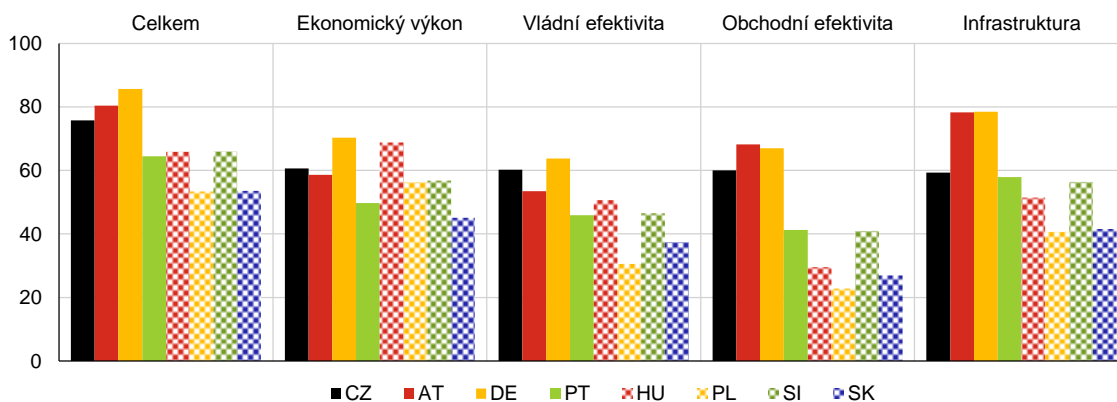


Pozn.: Indexy dosahují hodnot v rozmezí 1 až 6, vyšší hodnota znamená vyšší ochranu zaměstnanosti. Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: OECD

V mezinárodním srovnání podle ukazatele IMD World Competitiveness Booklet se Česká republika v oblasti konkurenceschopnosti oproti minulému roku zlepšila a drží se relativně vysoko.

World Competitiveness Booklet – celkový index a hlavní oblasti hodnocení konkurenceschopnosti (2022)

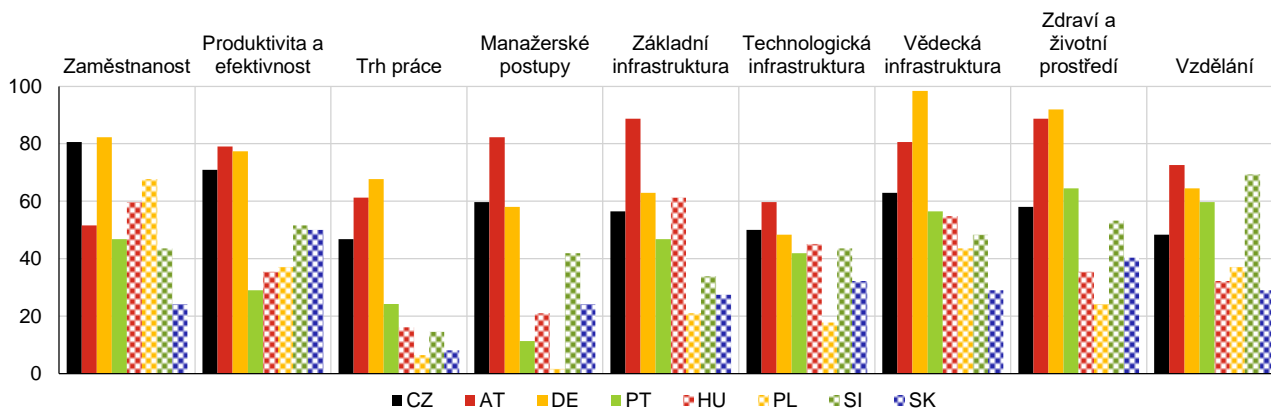


Pozn.: Vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Zobrazeny jsou hodnoty oficiálního skóre od vydavatele, přičemž celkový index je normován na škálu 0-100 (je tedy vyšší než průměrné skóre jednotlivých čtyř oblastí).

Zdroj: International Institute for Management Development (2022)

Také ve vybraných kategoriích se konkurenceschopnost české ekonomiky pohybuje v rámci sledovaných zemí na solidní úrovni.

World Competitiveness Booklet – vybrané podoblasti (2022)







Pozn.: Skóre pro každou podoblast je odvozeno z pořadí země v šetření z 63 zemí a normováno na škálu 0-100, vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. (Hodnota 100 znamená 1. místo, hodnota 0 znamená 63. místo).

Zdroj: International Institute for Management Development (2022), výpočet ČNB.

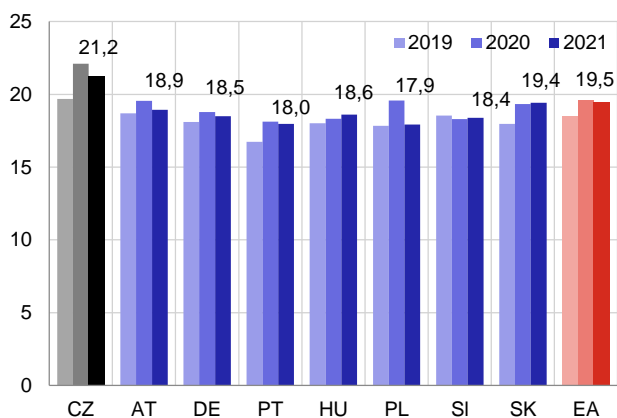
[Viz Celkové vyznění analýz](#)

III.2.3 Bankovní sektor

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko

Celkový kapitálový poměr značí vysokou odolnost bankovního sektoru.

Celkový kapitálový poměr
(v %)

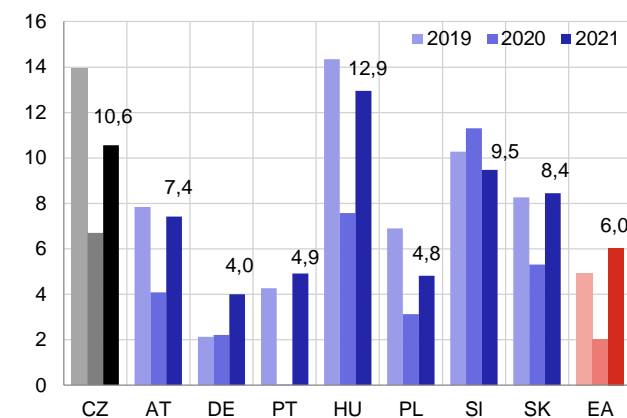


Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu bank k jejich rizikově váženým aktivům.

Zdroj: ECB

Rentabilita kapitálu je v České republice vysoká.

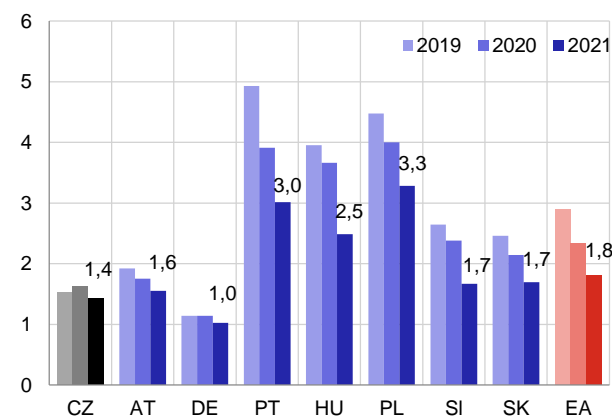
Rentabilita kapitálu (RoE)
(v %)



Zdroj: ECB

Podíl úvěrů se selháním v České republice zůstává nadále nízký.

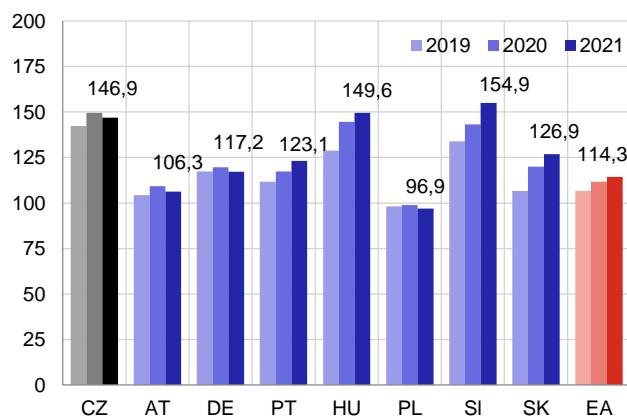
Úvěry se selháním
(v % z celkových bankovních úvěrů)



Zdroj: ECB

Likviditní pozice zůstává díky vysokému podílu likvidních aktiv robustní.

Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům
(v %)









Pozn.: Vklady/úvěry rezidentům.

Zdroj: ECB

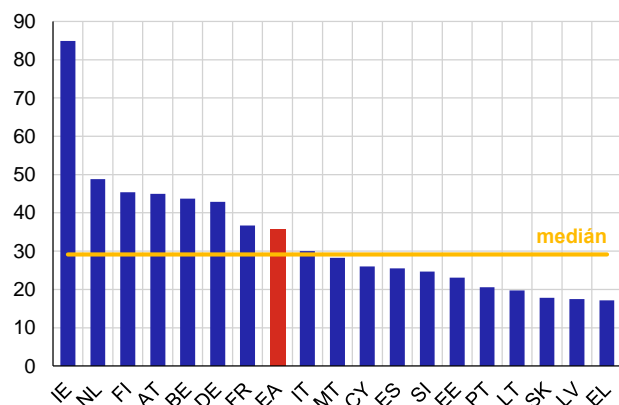
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

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

Výkonnost ekonomik zůstává (i vlivem pandemického období) napříč zeměmi eurozóny dlouhodobě značně diferencovaná, ...

HDP na obyvatele v zemích eurozóny
(2021, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

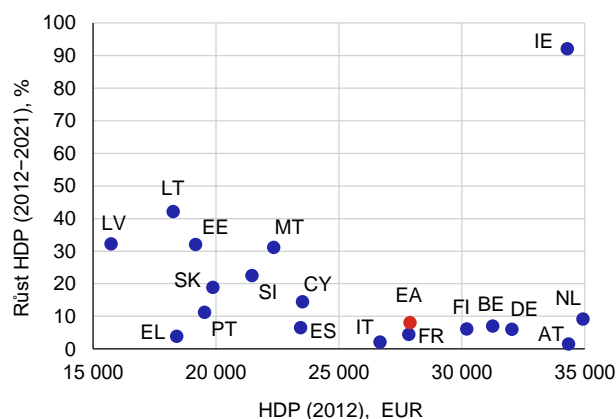


Pozn.: Lucembursko není ani v jednom z grafů uvedeno z důvodu mnoha specifíků tamní ekonomiky, která vedou k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele. Vysoká hodnota irského HDP je z velké části dána vlivem zahraničních investic, resp. přesunem firemních sídel řady nadnárodních technologických a farmaceutických společností do Irska, jakožto prostředí s nízkými daněmi a s vysoce vzdělaným anglicky mluvícím obyvatelstvem.

Zdroj: Eurostat

... přičemž proces reálné konvergence probíhá zejména u Pobaltských zemí, tedy u nejnovějších členských států eurozóny.

Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny

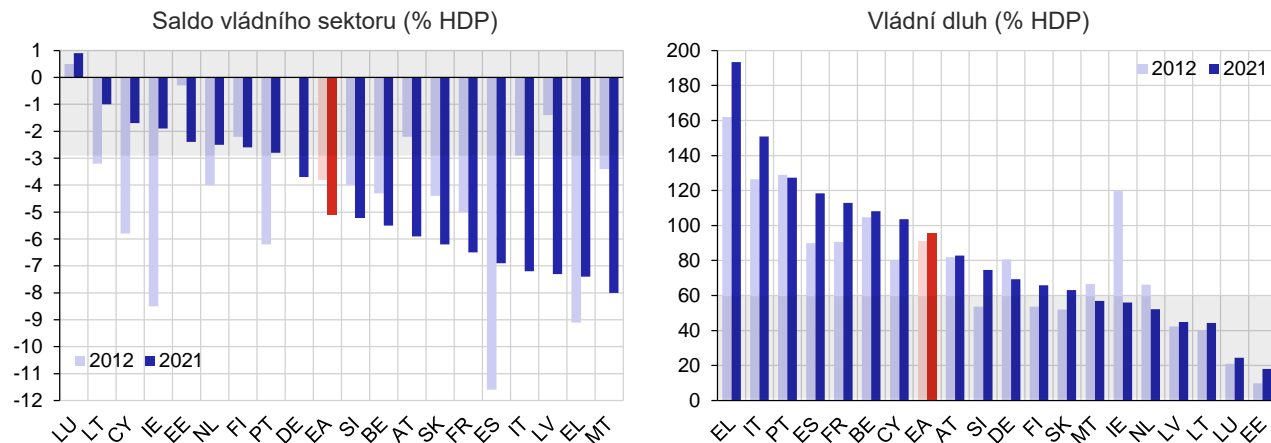


Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergenci). Na vodorovné ose je HDP na obyvatele v PPS a na svislé růst reálného HDP.

Zdroj: Eurostat

Téměř všechny země eurozóny vykázaly v roce 2021 deficit veřejných financí. Nicméně oproti roku 2020, kdy byly deficity kvůli pandemii (resp. hospodářskému poklesu a výdajům na vládní podpory) na rekordních hodnotách, se ve většině států snížily. Vládní dluh v poměru k HDP byl i nadále nejvyšší v zemích jižního křídla eurozóny.

Vývoj fiskální situace zemí eurozóny



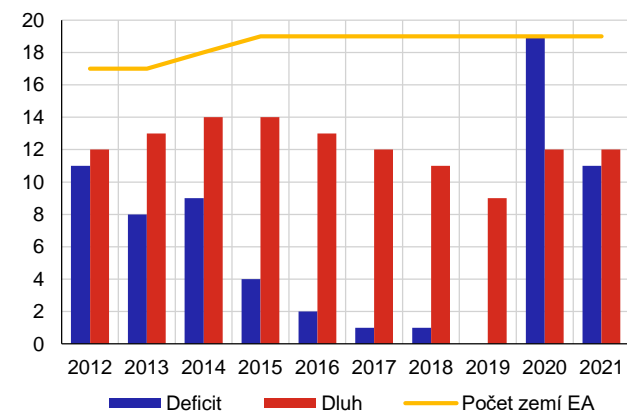
Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Výchozí bod (2012) zachycuje negativní fiskální efekty finanční krize (záchranné programy v bankovních sektorech financované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

Zdroj: Eurostat

Nízká fiskální disciplína je přetrvávajícím problémem řady zemí eurozóny, který pandemie ještě prohloubila.

Nedodržování fiskálních kritérií

(počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu)



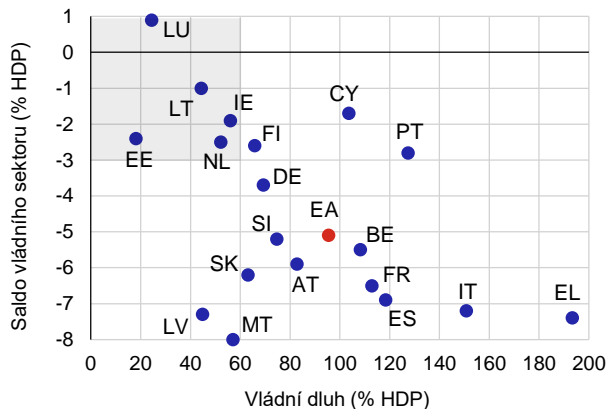
Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu.

Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočet ČNB

V roce 2021 splňovalo zároveň kritéria dluhu i deficitu pouze pět zemí eurozóny, což je však zlepšení oproti roku 2020, kdy kritéria nesplnila žádná ze zemí.

Fiskální pozice zemí eurozóny

(2021)



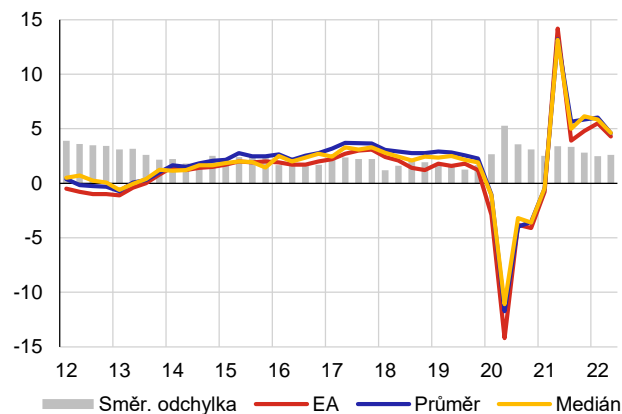
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování Paktu o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

K mírnému zlepšení situace ve veřejných financích napomáhal v roce 2021 obnovený hospodářský růst. Ten však zůstává v důsledku ruské invaze na Ukrajinu, související energetické krize a přetrvávajících problémů v globálních výrobních řetězcích utlumený.

Růst reálného HDP zemí eurozóny

(mzr. v %)



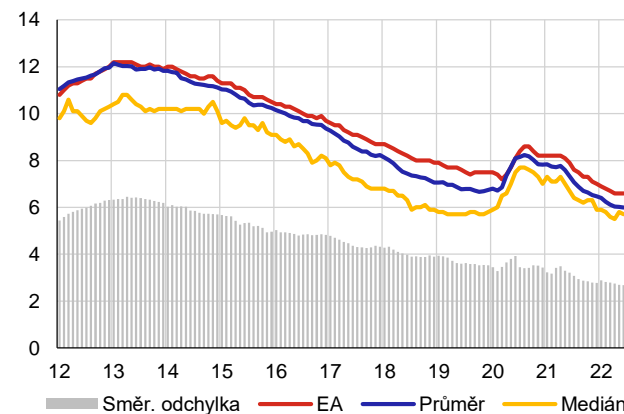
Pozn.: Čtvrtletní řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Data pro Irsko nebyla zahrnuta z důvodu mimořádně vysokého růstu v roce 2015 v souvislosti s přesunem sídel několika mezinárodních společností do Irska. Zdrojové řady jsou sezónně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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Po pandemickém ochlazení trhu práce došlo v průběhu posledního roku k jeho opětovnému oživení. Míra nezaměstnanosti se většinou snížila na hodnoty pozorované před pandemií, nicméně její vývoj je napříč jednotlivými státy eurozóny různorodý.

Nezaměstnanost v zemích eurozóny

(v %)



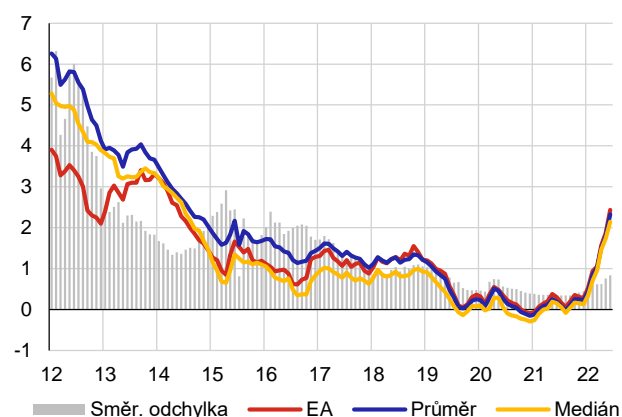
Pozn.: Měsíční řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Dlouhodobé výnosy vládních dluhopisů v eurozóně se v loňském roce dostaly do kladného pásma a po oznámení ECB o ukončení programů nákupu aktiv začaly v průběhu letošního roku prudce růst.

Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny

(v %)



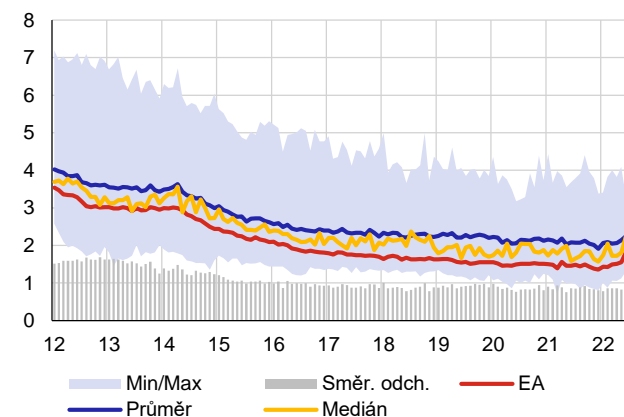
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Měsíční řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru desetiletých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

Zdroj: Eurostat, ECB (FM databáze), výpočet ČNB

Sazby clientských úvěrů se ještě na přelomu loňského a letošního roku pohybovaly na historických minimech, avšak druhé čtvrtletí roku 2022 přineslo jejich mírné zvýšení. Rozptyl těchto sazeb se však zatím nezvyšuje, což značí, že transmise měnové politiky probíhá napříč EA obdobně.

Náklady nefinančních podniků na získávání finančních prostředků

(v %)

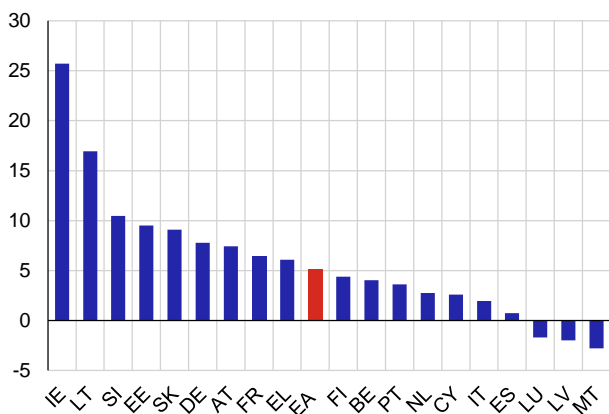


Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů. Jedná se o měsíční časové řady.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

Objem bankovních úvěrů nefinančním podnikům rosti ve většině zemí eurozóny, ovšem různorodým tempem. Zvýšená nejistota vedla ve druhém čtvrtletí letošního roku ke zpřísnění úvěrových podmínek.

Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům
(1. pololetí 2022, mzr., v %)

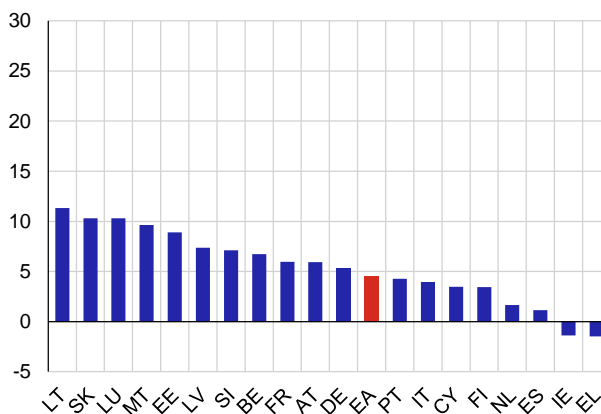


Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2022.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

Navzdory přetrvávající vysoké hospodářské a geopolitické nejistotě zůstává prozatím silný (byť diferencovaný) i růst objemu úvěrů domácnostem. Zvýšená tempa růstu jsou způsobena zejména nárůstem objemu hypotečních úvěrů.

Růst bankovních úvěrů domácnostem
(1. pololetí 2022, mzr., v %)

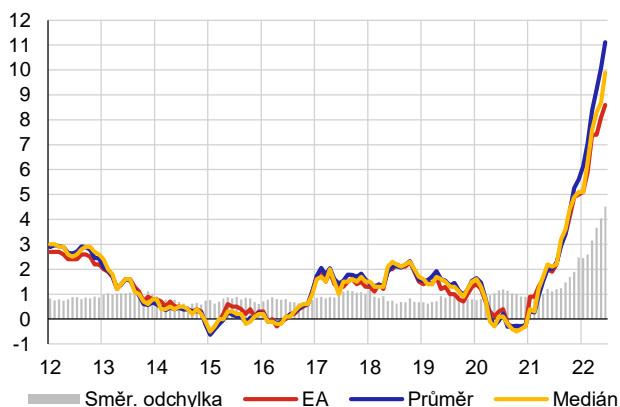


Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2022.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

Celková inflace v eurozóně v průběhu roku 2021 prudce vzrostla (ačkoliv značně nerovnoměrně napříč zeměmi) a válka na Ukrajině pak podpořila její další výrazné zrychlení i v letošním roce. Významnou roli sehrály primárně ceny energií a následně také ceny potravin.

Celková inflace v zemích eurozóny
(mzr., v %)

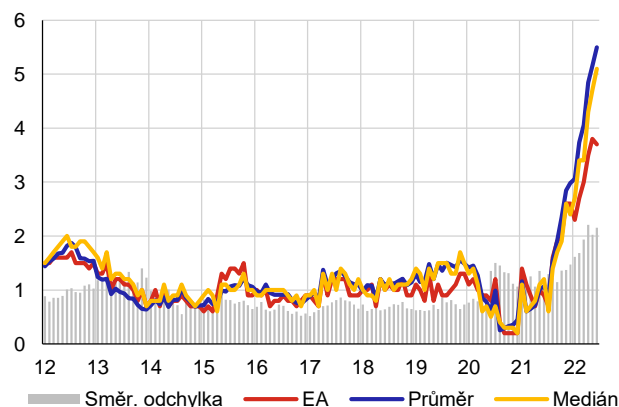


Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Neobvykle vysoká je v zemích eurozóny též jádrová inflace. Ta ze své dlouhodobé úrovně okolo 1 % vzrostla v loňském a letošním roce vysoko nad 2% cíl ECB ...

Inflace bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku
(mzr., v %)



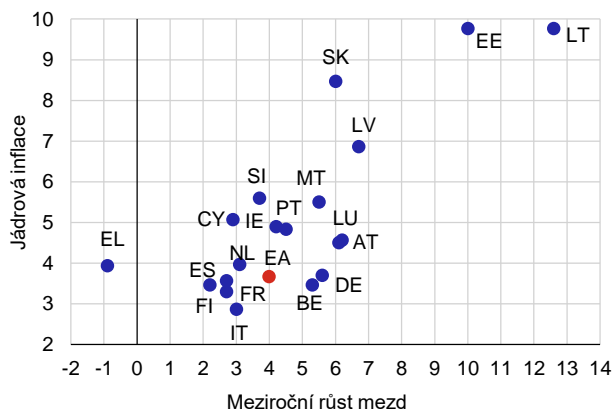
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... přičemž její rozptyl napříč zeměmi eurozóny odrážel mj. rozdílné tempo růstu mezd. Vztah jádrové inflace a růstu mezd nicméně zůstává v důsledku pandemie rozvolněnější.

Růst mzdových nákladů a jádrová inflace

(mzr. růsty ve 2. čtvrtletí 2022 v %)



Pozn.: Řady růstu mezd jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

IV. TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ

Základním teoretickým východiskem pro vyhodnocení, zda jsou země dobrými kandidáty pro zavedení společné měny, je teorie optimálních měnových zón.⁵⁷ V souvislosti se vznikem jednotné evropské měny jsou poznatky této teorie často používány k vyhodnocení vhodnosti přijetí eura stávajícími zeměmi eurozóny a racionality stejného kroku pro nové členské země Evropské unie.⁵⁸ Faktory, které přispívají k výhodám společné měny oproti volnému nominálnímu měnovému kurzu, pak tvoří soubor tzv. charakteristik optimální měnové zóny.

Na základních přínosech a nákladech přijetí společné měny se ekonomové shodují, význam jednotlivých argumentů se však může měnit v čase nebo podle charakteristik příslušných ekonomik. Mezi přínosy patří pokles nákladů mezinárodního obchodu, zejména eliminace kurzového rizika a nákladů na jeho zajištění, snížení transakčních nákladů a snadnější srovnatelnost cen. Náklady pramení jednorázově z vlastní změny zákonného platidla, dlouhodobě pak z rizika vyššího kolísání ekonomické aktivity a spotřeby v důsledku ztráty samostatné měnové politiky a ze snížení akceschopnosti domácí makroekonomické politiky.

Klíčové charakteristiky určující vhodnost účasti země v měnové zóně jsou podobnost transmisních mechanismů a vysoká míra ekonomického propojení. Podobnost transmisních mechanismů zajišťuje, že společná měnová politika nepovede k rozdílným makroekonomickým dopadům v různých částech měnové unie. Vysoká míra ekonomické integrace zvyšuje přínosy společné měny z důvodu eliminace obchodních a investičních bariér. Nejnovější empirické studie skutečně potvrzují pozitivní přínos zavedení jednotné měny pro mezinárodní obchod.

Původní literatura byla, co se týče efektů společné měny na obchod, poměrně optimistická.⁵⁹ Pozdější studie (např. Baldwin, 2006) byly skeptičtější a Havránek (2010) v přehledové studii dokonce zjišťuje, že vliv zavedení eura na obchod mezi zeměmi eurozóny není statisticky významný a je s vysokou pravděpodobností menší než 5 %. Novější studie se vrací k pozitivním, avšak nižším odhadům.⁶⁰

Nejnovější empirická literatura odhalila značnou heterogenitu efektů zavedení společné měny na obchod.⁶¹ Tato heterogenita se týká jak dopadů mezi zeměmi, tak mezi sektory. Efekty společné měny na vzájemný obchod jsou typicky nižší, pokud je sektor nebo země již před vstupem do měnové unie výrazně zapojena do mezinárodního obchodu, rovněž jsou nižší pro velké ekonomiky a jsou nízké nebo žádné, pokud země měla pevný kurz již před zavedením společné měny.⁶² Heterogenita efektů napříč zeměmi a sektory může přispět k vysvětlení konfliktních výsledků předchozích studií.

Sladěnost hospodářských cyklů a podobnost šoků snižuje náklady na vzdání se některých přizpůsobovacích mechanismů po vstupu do měnové unie. Sladěné hospodářské i finanční cykly totiž vedou k tomu, že společná měnová politika je adekvátní pro všechny členy měnové unie. Vzájemný obchod a strukturální podobnost ekonomické cykly slaďuje, zatímco rozdíly v regulaci trhu práce a rozdíly ve fiskálních a strukturálních politikách jejich sladěnost snižují.⁶³ Pro zvýšení sladěnosti hospodářských cyklů v eurozóně je proto důležité, aby docházelo k dalšímu prohloubení koordinace strukturálních politik mezi jednotlivými zeměmi.⁶⁴

Náklady na vstup do měnové unie závisejí také na schopnosti ekonomiky využít ostatních přizpůsobovacích mechanismů. Mezi tyto mechanismy patří pružnost trhu práce i trhu produktů nebo proticyklicky působící fiskální politika. Flexibilní trh práce a mobilní pracovní síla mohou alespoň částečně kompenzovat přetrvávající asymetrické šoky v rámci měnové unie. Ztráta samostatné měnové politiky pak může být do jisté míry kompenzována možností použít fiskální politiku. Proticyklické působení fiskální politiky je ovšem kriticky závislé na kondici veřejných financí, tj. na tom, zda má fiskální politika k dispozici potřebný manévrovací prostor.⁶⁵

Pro přistupující země mohou být podstatné i přechodné dopady přijetí eura. Mezi tyto dopady patří například pokles rizikové prémie, uvolnění úvěrových podmínek či vývoj produktivity v sektorech obchodovatelných a neobchodovatelných

⁵⁷ Za základní články této teorie jsou považovány práce Mundell (1961), McKinnon (1963) a Kenen (1969). Novější přehled vývoje literatury lze najít např. v knize De Grauwe (2013).

⁵⁸ Rozhodnutí zavést společnou měnu je mimo ekonomické argumenty motivováno také politickou a společenskou poptávkou, jak rozebírá např. Eichengreen (2008) a Spolaore (2013).

⁵⁹ Např. Rose (2000) našel efekty v řádu stovek procent.

⁶⁰ Glick a Rose (2016), Rose (2016).

⁶¹ Chen a Novy (2018), Vicquery (2021).

⁶² Lalinský a Meriküll (2021).

⁶³ Duran a Ferreira-Lopes (2015), Inklaar a kol. (2008).

⁶⁴ Lukmanova a Tondl (2017).

⁶⁵ Romer a Romer (2018), Babecká Kucharčuková a Brůha (2017).

statků.⁶⁶ Pro konvergující země může být dalším nákladem i přetrvání inflačního diferenciálu,⁶⁷ který se může odrazit v poklesu reálných sazeb a mít tak dočasný destabilizující dopad na ekonomiku skrze makrofinanční vazby.⁶⁸

Obecné principy jsou potvrzeny analýzami založenými na strukturálních makroekonomických modelech.⁶⁹

Z modelových analýz plyne, že náklady se zvyšují s významem domácích poptávkových (zejména fiskálních) šoků a snižují se s rostoucí mírou obchodní integrace. Například v simulaci nákladů přijetí společné měny ve středoevropských zemích dochází autoři na základě DSGE modelu k závěru, že pro Českou republiku a Polsko jsou náklady ztráty samostatné měnové politiky oproti Maďarsku relativně vysoké z důvodu velkého významu domácích poptávkových šoků, např. šoků do vládní spotřeby.⁷⁰

Atraktivnost vstupu do měnové unie souvisí i s efektivním fungováním jejích institucí.⁷¹ Studie poukazují na to, že v případě eurozóny byla hlavním problémem slabá politická integrace,⁷² neboť fiskální pravidla mohou být účinná pouze tehdy, pokud existuje instituce, která by je vynucovala (řešením však nemusí nutně být úplná fiskální unie).⁷³ Na druhou stranu jiné studie argumentují, že eurozóna může být funkční a prospěšná pro všechny členy i bez fiskální unie, ale pouze tehdy, pokud budou zavedeny záchranné mechanismy v rámci bankovní unie.⁷⁴ Nejistota ohledně budoucího fungování institucí eurozóny nicméně představuje důvod pro to, aby nové členské státy vstup do měnové unie řádně zvažovaly a minimálně počkaly, dokud se pravidla fungování institucí eurozóny nevyjasní.⁷⁵

⁶⁶ Ahrend a kol. (2008) nebo Lin a Treichel (2012) upozorňují, že důsledkem nadměrného snížení dlouhodobých úrokových sazeb po přijetí společné měny v některých ekonomikách (ve srovnání s tím, co by implikovalo Taylorovo pravidlo při nezávislé měnové politice) byl vznik bublin na trzích aktiv, především na trzích s nemovitostmi. Nebezpečím pro makroekonomickou stabilitu může být též nadhodnocení reálného kurzu, což pro Řecko, Irsko a Portugalsko nacházejí El-Shagi a kol. (2016).

⁶⁷ Brůha a Podpiera (2007).

⁶⁸ Příklady pro jednotlivé země lze najít v následující literatuře: Martin (2010); Hampl a Skořepa (2011); Lin a Treichel (2012).

⁶⁹ Například Ferreira-Lopes (2010) zkoumá náklady přijetí eura pro Švédsko a Spojené království a dochází k závěru, že pro tyto země by náklady přijetí společné měny převážily nad přínosy.

⁷⁰ Ferreira-Lopes (2014).

⁷¹ Například De Grauwe (2010a, b).

⁷² Razin a Rosefielde (2012).

⁷³ Wyplosz (2015).

⁷⁴ Mongelli (2013). Podobně studie autorů Neri a Ropele (2015) ukazuje, že měnová politika ECB pomohla zmírnit dopady dluhové krize i bez fiskální koordinace.

⁷⁵ Podpiera a kol. (2015).

V. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Česká národní banka (2005-2021): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021*. Dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>>

Česká národní banka (2022a): *Metodologická příloha Analýz sladění*. Dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>>

Česká národní banka (2022b): *Zpráva o měnové politice - podzim 2022*. Dostupná online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/>>

Evropská komise (2022a): *Cyclical Adjustments of Budget Balances*, Autumn 2022, Table 9A.

Evropská komise (2022b): *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2022.

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

International Institute for Management Development (2022): *World Competitiveness Booklet 2022*.

Ministerstvo financí ČR (2022): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2023 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2022.

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>

Tematické kapitoly:

Institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii

Eyraud, L., Debrun, X., Hodge, A., Lledó, V., Pattillo, C. (2018): „Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability,“ IMF Staff Discussion Note, SDN/18/04, Mezinárodní měnový fond.

Měnový kurz: polštář tlumící šoky, nebo jejich zdroj?

Internetové stránky semináře: <<https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/exchange-rate-a-shock-absorber-or-a-shock-generator/>>

Audzei, V., Brázdík, F. (2018): „Exchange rate dynamics and their effect on macroeconomic volatility in selected CEE countries,“ *Economic Systems*, vol. 42, No. 4, pp. 584–596.

Flexibilita trhů a měnová integrace

Internetové stránky semináře: <<https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/market-flexibility/>>

Brůha, J., Babecká Kucharčuková, O. (2017): „An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union,“ *Czech National Bank Working Paper 10/2017*.

Slovensko jako člen eurozóny – pohled optikou shlukové analýzy

Boltho, A. (2020): „Southern and Eastern Europe in the Eurozone: convergence or divergence?“ *Baltic Journal of Economics*, vol. 20, No. 1, pp. 74–93.

Haynes, P., Haynes, J. (2016): „Convergence and heterogeneity in euro based economies: Stability and dynamics,“ *Economies*, vol. 4, No. 3, pp. 1–16.

Irac, D., Lopez, J. (2015): „Euro area structural convergence? A multi-criterion cluster analysis,“ *International Economics*, vol. 143, pp. 1–22.

Žúdel, B., Melioris, I. (2016): „Five years in a balloon: Estimating the effects of euro adoption in Slovakia using the synthetic control method,“ *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1317, OECD.

Inflační trendy vybraných evropských zemí a ekonomická konvergence

Attinasi, M. G., Balatti, M. (2021): „Globalisation and its implications for inflation in advanced economies,“ *ECB Economic Bulletin* 4/2021.

Cecchetti, S., Feroli, M., Hooper, P., Kashyap, A., Schoenholtz, K. (2017): „Deflating Inflation Expectations: The Implications of Inflation’s Simple Dynamics,“ *CEPR Discussion Papers* 11925.

Correa-López, M., Pacce, M., Schlepper, K. (2019): „Exploring Trend Inflation Dynamics in Euro Area Countries,“ *Bank of Spain Working Paper* 1909.

Forbes, K., Kirkham, L., Theodoridis, K. (2019): „A Trendy Approach to UK Inflation Dynamics,“ *The Manchester School*, June 2019, pp. 1–53.

Forbes, K. (2019): „Has globalization changed the inflation process?“ *BIS Working Paper* 791.

Franta, M., Sutóris, I. (2020): „Dynamics of Czech Inflation: The Role of the Trend and the Cycle,“ *Czech National Bank Working Paper* 1/2020.

Kábrt, M., Komárek, L., Motl, M. (2021): „Reálná konvergence a posilování reálného kurzu novějších členských států EU,“ *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, Česká národní banka.

Lein-Rupprecht, S., León-Ledesma M. A., Nerlich, C. (2007): „How Is Real Convergence Driving Nominal Convergence in the New EU Member States?“ *ECB Working Paper* No. 827.

Stock, J., Watson, M. (2007): „Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?“ *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, No. s1, pp. 3–33.

Teoretická východiska analýz

Ahrend, R., Cournède, B., Price, R. (2008): „Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,“ *OECD, Economics Department Working Paper*, No. 597.

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2017): „An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union,“ *Working Papers* 2017/10, Czech National Bank.

Baldwin, R. (2006): „In or Out: Does It Matter? An Evidence-Based Analysis of the Euro’s Trade Effects,“ *Centre for Economic Policy Research*.

Brůha, J., Podpiera, J. (2007): „Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration,“ *Working Paper Series* 0740, European Central Bank.

Chen, N., Novy, D. (2018): „Currency Unions, Trade and Heterogeneity,“ *CESifo Working Paper Series*, No. 7123.

- De Grauwe, P. (2010a): „Crisis in the eurozone and how to deal with it,” CEPS Policy Brief, No. 204, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- De Grauwe, P. (2010b): „The Financial Crisis and the Future of the Eurozone,” Bruges European Economic Policy Briefings, No. 21.
- De Grauwe, P. (2013): „Economics of Monetary Union,” Ninth Edition, Oxford University Press, New York.
- Duran, H. E., Ferreira-Lopes, A. (2015): „Determinants of Comovement and of Lead and Lag Behavior of Business Cycles in the Eurozone,” Working Papers Series 2 15-02, ISCTE-IUL, Business Research Unit (BRU-IUL).
- Eichengreen, B. (2008): „Sui Generis EMU,” European Economy – Economic Papers 303, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission.
- El-Shagi, M., Lindner, A., von Schweinitz, G. (2016): „Real Effective Exchange Rate Misalignment in the Euro Area: A Counterfactual Analysis,” Review of International Economics, vol. 24, pp. 37–66.
- Ferreira-Lopes, A. (2010): „In or out? The welfare costs of EMU membership,” Economic Modelling, vol. 27, No. 2, pp. 585–594.
- Ferreira-Lopes, A. (2014): „The Welfare Costs of the EMU for Transition Countries,” Prague Economic Papers 2014, vol. 24, No. 4, pp. 446–473.
- Glick, R., Rose, A. K. (2016): „Currency Unions and Trade: A Post-EMU Reassessment,” European Economic Review, vol. 87, pp. 78–91.
- Hampl, M., Skořepa, M. (2011): „Long-run equilibrium exchange rate notions in monetary policy strategies: The case of the Czech National Bank,” in The Influence of External Factors on Monetary Policy Frameworks and Operations, BIS Paper 57, pp. 155–162, Bank for International Settlements. Havránek, T. (2010): „Rose Effect and the Euro: Is the Magic Gone?” Review of World Economics, vol. 146, No. 2, pp. 241–261.
- Inklaar, R., Jong-A-Pin, R., de Haan, J. (2008): „Trade and business cycle synchronization in OECD countries – A re-examination,” European Economic Review vol. 52, No. 4, pp. 646–666.
- Kenen, P. B. (1969): „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,” in Mundell and Swoboda (eds.) Monetary Problems in the International Economy, University of Chicago Press.
- Lalinský, T., Meriküll, J. (2021): „The Effect of the Single Currency on Exports: Comparative Firm-Level Evidence,” International Journal of Central Banking, vol. 17, No. 3, pp. 203–239.
- Lin, J. Y., Treichel, V. (2012): „The crisis in the Euro zone: did the euro contribute to the evolution of the crisis?” Policy Research Working Paper Series 6127, The World Bank.
- Lukmanova, E., Tondl, G. (2017): „Macroeconomic Imbalances and Business Cycle Synchronization. Why Common Economic Governance is Imperative for the Eurozone,” Economic Modelling, vol. 62, pp. 130–144.
- Martin, R. (2010): „Boom and bust in the Baltic countries — Lessons to be learnt,” Intereconomics: Review of European Economic Policy, vol. 45, issue 4, pp. 220–226.
- McKinnon, R. I. (1963): „Optimum Currency Areas,” American Economic Review, vol. 53, No. 4, pp. 717–725.
- Mongelli, P. F. (2013): „The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance Between Sceptics and Advocates Shifting?” Occasional Paper Series 144, European Central Bank.
- Mundell, R. A. (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas,” American Economic Review, vol. 51, No. 4, pp. 657–665.
- Neri, S., Ropele, T. (2015): „The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area,” Economic working papers 1007, Bank of Italy.
- Podpiera, J., Wiegand, J., Yoo, J. (2015): „Euro Adoption in New Member States: Macroeconomic Benefits and Challenges,” IMF Staff Report.
- Razin, A., Rosefield, S. (2012): „A Tale of Politically-Failing Single-Currency Area,” NBER Working Papers 18352, National Bureau of Economic Research.

Romer, C., Romer, D. (2017): „Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises,“ NBER Working Papers 23931, National Bureau of Economic Research.

Rose, A. K. (2000): „One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade,“ Economic Policy, vol. 15, pp. 7–45.

Rose, A. K. (2016): „Why Do Estimates of the EMU Effect On Trade Vary so Much?“ NBER Working Papers 22678, National Bureau of Economic Research.

Spolaore, E. (2013): „What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists,“ Journal of Economic Perspectives, vol. 27, No. 3, pp. 125–44.

Vicquery, R. (2021): „The Common Currency Effect on International Trade: Evidence from an Accidental Monetary Union,“ Banque de France Working Paper, No. 856.

Wyplosz, C. (2015): „Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences,“ published in: Fiscal Policy after the Financial Crisis, Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (eds), NBER Books, National Bureau of Economic Research, NBER Chapter No. 12656, pp. 495–525.

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